

Rapala VMC

Yhtiöraportti

9/2018

inde
res.

Strategian toteutus arvoajurina

Strategia ohjaa Rapalaa oikeaan suuntaan ja yhtiön 2018 vuoden alkupuoliskolla nähty tuloskehitys oli rohkaisevaa. Yhtiön strategiakauden tulosparannuksen kulmakertoimeen liittyy edelleen epävarmuutta ja olemme pitäneet ennustemme varovaisina suhteessa yhtiön täyteen potentiaaliin. Yhtiön arvostus on myös konservatiivisilla ennusteillamme kohtuullisen matala. Toistammekin lisää-suosituksen ja 4,0 euron tavoitehintamme.

Tehtaat ja jakeluyhtiöt pelanneet aiemmin heikosti yhteen

Rapalan toimitusketjun rakenne ja tuotevirrat ovat aiemmin olleet liian monimutkaisia, mistä syystä suuria maakohtaisia puskurivarastoja on tarvittu. Tämä on sitonut paljon pääomaa ja alentanut pääoman tuottoa. Myös vuonna 2011 perustettu Batamin uistintehdas on ollut jatkuvissa ongelmassa sen tuotenimikkeiden määrän ollessa korkea ja painottuessa muovi ja metalliuintimiin, joiden valmistusosaaminen ei ole ollut Rapalan balsauistinten tasolla. Yhtiö onkin uudessa strategiassaan kehittämässä toimitusketjuaan paremmin sääriippuvaisen kysynnän huomioivaksi ja Euroopan tehtaiden tuotannon läpimenoaikoja on saatu laskettua. Yhtiö on myös aloittanut jakelukanavansa hitaan sopeuttamisen vähittäiskaupanmurrokseen. Tämä on tärkeää, sillä Rapalan perinteisen B2B-jakelukanavan kilpailuetu laskee. Batamin tehdas on parhaillaan yhtiön fokuksessa ja sen tuotevirtoja selkiytetään ulkoistamalla osaa tuotannosta alihankkijoille. Positiivisia merkkejä strategian edistymisestä on jo nähtävillä. Yhtiön varastotasot olivat laskeneet H1'18:lla 35 %:iin liikevaihdosta (2015 42 % liikevaihdosta) ja liikevaihto kasvoi pitkästä ajasta (6,5 % valuuttaneutraalisti) ja liikevoitto nousi 15,3 MEUR:oon (+33 %).

Lähivuosien teemana paluu takaisin orgaaniselle kasvu-uralle

Arvioimme strategian positiivisten muutosten näkyvän yhtiön tuloslaskelmassa asteittain 2018-2020 välillä. Vuodelta 2018 odotamme yhtiöltä 19,9 MEUR:n, 2019 23,3 MEUR:n ja 2020 24,9 MEUR:n oikaistua liikevoittoa (2017: 11 MEUR). Osakekohtainen tulos kasvaa selvästi voimakkaammin (2020e 0,38 euroa vs. 2018e 0,24 euroa) johtuen hybridilainan poismaksusta H1'19 aikana. Ennustemme ovat konservatiiviset ja yhtiön potentiaali olisi selvästi korkeammalla.

Arvostus on halpa muutosten läpiviennin onnistuessa

Rapalan tulos on jo pidemmän aikaa jäänyt huomattavasti alle yhtiön todellisen potentiaalain ja tämän takia markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on heikko. Näkemyksemme mukaan strategian eteneminen ja sen tavoittelemalla kannattavuuskäänteen kulmakerroin määrittävät osakkeen arvoa voimakkaasti. Vuoden 2018 tuloksella P/E-kerroin on neutraalilla 14x tasolla ja EV/EBITDA 7,4x tasolle ja tämä tarjoaa mielestämme lattian osakkeelle. 2019 ennusteillamme P/E-kerroin laskee 11x tasolle ja EV/EBITDA 6,9x tasolle. Tulosparannus on hyvin riippuvainen strategian toteutumisen onnistumisesta, mutta H1 positiivisen kehityksen ja strategian selkeään edistymisen myötä olemme tämän suhteen aiempaa luottavaisempia. Näemmekin arvostustasossa asteittaista nousuvaraa strategian jatkaessa edistymistään.

Analytytikot

Sauli Vilen
+358 44 0258908
sauli.vilen@inderes.fi



Olli Vilppo
+358 40 7619380
olli.vilppo@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää



4,0 EUR

Edellinen: 4,0 euroa

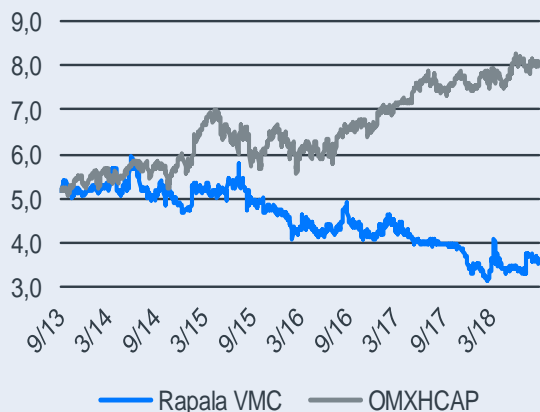
Osakekurssi: 3,50 EUR

Potentiaali: 14,3 %

Avainluvut

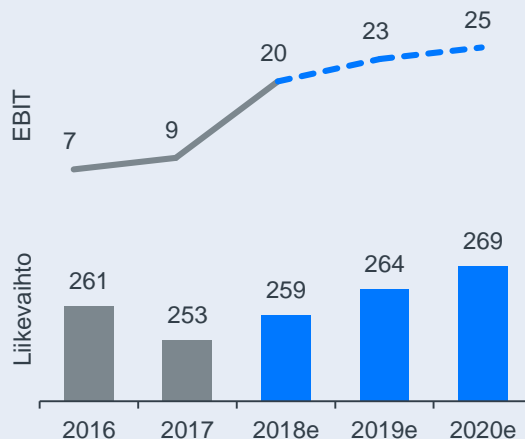
	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	253	259	264	269
kasvu-%	-2,9 %	2,3 %	1,9 %	1,9 %
EBIT	9	20	23	25
EBIT-%	3,5 %	7,7 %	8,8 %	9,3 %
Tulos ennen veroja	6,0	17	20	22
EPS (EUR)	0,05	0,25	0,32	0,38
Osinko (EUR)	0,04	0,10	0,15	0,20
P/E (oik.)	29,8	14,2	10,9	9,3
P/B	1	0,9	1,1	1
EV/S	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,3	7,4	6,9	6,2
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,9 %	4,3 %	5,7 %

Kurssikehitys

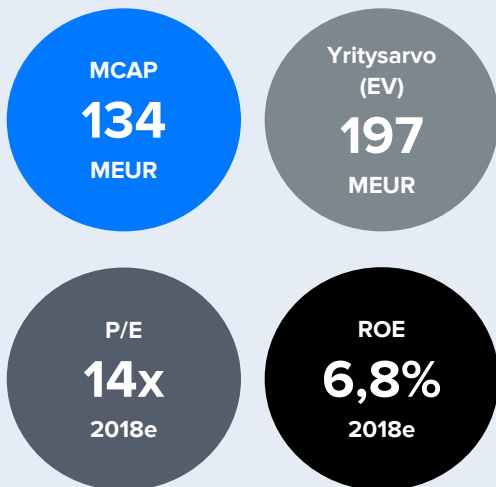
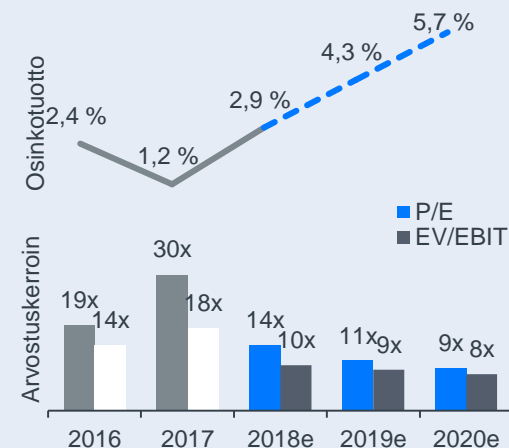


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Strategian onnistuminen
- Liikevaihdon kääntyminen kasvuun
- Myyntimixin parantuminen
- Kuluttehokkuuden parantuminen
- Batamin käänne
- Pääoman vapautuminen



Riskitekijät

- Strategian epäonnistuminen
- Jakelutien nopea digitalisoituminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu
- Varastojen pysyminen korkealla tasolla



Arvostus

- Matala arvostustaso heijastelee markkinan heikkoa luottamusta
- Strategian onnistuessa arvostustaso on houkutteleva
- Kurssissa hyvin rajallisesti laskuvaraa ilman liiketoiminnan selkeää käännettä alaspäin
- Riski-/tuottosuhte suotuisa nykykurssilla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Tuotteet	s. 12-14
Markkinakatsaus ja kilpailijakenttä	s. 15-17
Shimano-yhteistyö	s. 18-19
Historia ja yrityskaupat	s. 20-22
Strategia uudistus	s. 23-25
Riskit	s. 26
Taloudellinen tilanne	s. 27-28
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 29-31
Taulukot	s. 32-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Kalastusvälineiden markkinajohtaja

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä. Rapalan liikevaihto vuonna 2017 oli 253 MEUR ja liikevoitto 8,9 MEUR.

Rapalan myynnistä noin 67 % muodostuu konsernin omista tuotteista. Yhtiö valmistaa tuotteensa osittain omilla tehtailla Aasiassa ja Euroopassa ja hankkii osan tuotannostaan alihankintana pääosin Aasiasta. Loput noin 33 % liikevaihdosta muodostuu kolmansien osapuolten tuotteista, joita Rapala myy ja jakelee oman globaalien jakeluverkostonsa läpi, mutta joita se ei itse valmistuta.

Rapalan jakeluverkosto on erittäin laaja ja se kattaa noin 35 maata. Oman jakeluverkoston lisäksi Rapalalla on monimuotoinen jakeluyhteistyö Shimanon kanssa ja lisäksi Rapala käyttää ulkopuolisia jakelijoita noin sadassa maassa. Näiden maiden volyyymi ei ole riittävä, jotta yhtiön kannattaisi perustaa sinne omaa jakelua ja näin ollen paikallisten jakelijoiden käyttö on ollut järkevintä. Rapalalla on myös suoraan kuluttajille suunnattu verkkokauppa Pohjois-Amerikassa (vuodesta 2011 alkaen) ja Euroopassa (toukokuusta 2018 alkaen).

Arviomme mukaan yli 90 % Rapalan vähittäiskaupoille suuntautuvasta B2B-liikevaihdosta menee oman jakeluverkoston kautta ja noin 5 % Shimano-yhteistyön kautta. Paikallisjakelijoiden osuus on suuresta maapeitosta huolimatta verrattain rajallinen ja arviomme mukaan se kattaa noin 5 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön verkkokaupan myynti tapahtuu suoraan kuluttajille (B2C) ja arviomme sen osuuden kokonaisuudessa olevan vielä

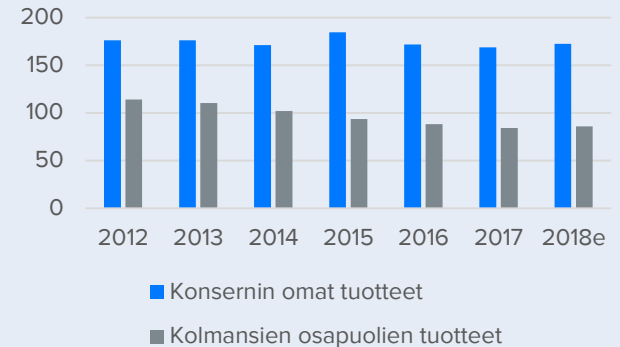
vaatimaton (noin 2 %).

Maantieteellisesti Rapalan suurin markkina-alue on Pohjois-Amerikassa, jonka osuus vuonna 2017 oli 35 %. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa erittäin vahva ja yhtiö on alueella uistimissa selkeä markkinajohtaja. Yhdysvalloissa liikevaihto painottuu konsernin omiin tuotteisiin.

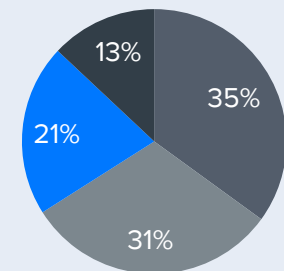
Toiseksi suurin markkina-alue yhtiölle on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2017 oli noin 31 %. Muu Eurooppa alueeseen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska, Venäjä ja Espanja. Muun Euroopan alueella liikevaihto painottuu kolmansien osapuolien tuotteisiin (erityisesti Shimano). Venäjällä Rapalalla ja Shimanolla on 50/50 omistettu jakeluyhtiö, jonka myynnin kehitys oli aikaperiodilla 2010-2013 erittäin vahvaa kasvaen 35 MEUR:oon. Sen jälkeen myynti on laskenut merkittävästi (2017: 14 MEUR). Venäjän myynnin lasku on ollut suurin selittävä tekijä myös kolmansien osapuolien tuotteiden myynnin laskun taustalla. Yhtiön mukaan Venäjän jakeluyhtiön myynnin laskuun ovat vaikuttaneet paikallisen ostovoiman heikentyminen sekä ulkomaisten verkkokauppojen kautta ostettavien tuotteiden selvästi edullisempi alv-verokohtelu.

Pohjoismaiden osuus Rapalan liikevaihdosta oli vuonna 2017 21 %. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä se on jopa täysin hallitseva. Pohjoismaissa yhtiö myy paljon kolmansien osapuolten tuotteita vahvasta jakeluketjusta johtuen. Muun maailman osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 13 %. Muu maailma sisältää liiketoimintaa mm. Aasiassa, Etelä-Amerikassa ja Afrikassa.

Myynnin kehitys



Myynti maantieteellisesti



■ Pohjois-Amerikka ■ Muu Eurooppa
■ Pohjoismaat ■ Muu Maailma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Liiketoimintamalli ja toimitusketju

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

Maakohtaiset 35 jakeluyhtiötä toimivat myös itsenäisinä tulosityksikköinä ja ne tilaavat tehtailla tuotteet omien kysyntäennusteidensa mukaisesti. Maayhtiöt tilaavat myös kolmansien osapuolten tuotteet itsenäisesti suoraan toimittajilta konsernin tekemien sopimusten mukaisilla toimitusehdoilla. Näitä hankintoja ei ole keskitetty lukuun ottamatta Shimanon tuotteita, joiden osuus kolmansien osapuolien tuotteista on noin 50 % (noin 40 MEUR). Poiketen useista muista kuluttajavaraaliiketoiminnoista, Rapalan maayhtiöllä on merkittävää päätäntävaltaa ja konserni on historiallisesti ohjannut maayhtiöiden toimintaa vain vähän. Rakenteen taustalla on ollut ajatus, että maayhtiöiden paikallistunemusta päästään näin paremmin hyödyntämään päätöksenteossa ja kysynnän ennustamisessa.

Rakenteen merkittävänä haittapuolena on kuitenkin ollut sen kompleksisuus. Tuotevirtoja ja toimitusketjua on hankala ohjata yhtenä kokonaisuutena jokaisen tulosityksikön tehdessä ketjussa omia päätöksiään. Tämän seurauksena

maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat joutuneet tilaamaan tuotteensa tehtailla ja sourcing yksiköiltä monta kuukautta etukäteen varmistukseksi tuotteidensa saatavuuden. Tehtaiden toimitusajat ovat paikoin olleet huomattavan pitkiä, sillä maayhtiöiden tilauksia on käyty tehtailla läpi yksi kerrallaan.

Vähittäiskaupan asiakkailleen maayhtiöt ovat puolestaan luvanneet toimittaa tavarat muutamissa päivissä ja näin ollen maayhtiöllä on täytynyt olla huomattavat puskurivarastot käytössä. Liiketoimintamallin selkein heikkous ovatkin olleet korkeat varastot, sillä ne ovat sitoneet paljon pääomaa ja alentaneet yhtiön oman pääoman tuottoa (ROE-%) selvästi.

Rapalan uuden strategian myötä liiketoimintamallia ollaan kehittämässä huomioimaan paremmin koko Rapala konsernin etu ja toimitusketjua ollaan ryhdytty ajattelemaan kokonaisuutena. Rapalan varastot ovat muutosten seurauksena kääntyneet vihdoin laskuun. Sivulla 19-21 käsittelemme uutta strategiaa tarkemmin.

Liiketoimintamallin kehitys näkyvä varastoissa

Yhtiön varastotasot ovat laskeneet 17 %:lla vuoden 2015 116 MEUR:sta H1'18 96,7 MEUR:oon. Vaikkakin laskua selittää osin Rapalan 2016 tekemä 9 MEUR:n alaskirjaus varastojen heikosti kiertävään osuuteen, on yhtiö tehnyt myös merkittäviä toimia kehittäessään liiketoimintamalliaan sellaiseksi, että isojen puskurivarastojen tarve pienenee. Suhteellinen varastotaso onkin laskenut vuoden 2015 41,8 %:sta H1'18 35 %:iin.

Rapala on investoinut IT-järjestelmään, jolla eri maayhtiöiden tuotekohtaisia varastotasoja ja tuotteiden kysyntää voidaan tarkastella keskitetysti yhdessä järjestelmässä. Dataa hyödyntämällä maayhtiöiden tekemiin tilauksiin

voidaan vaikuttaa ja tehtaiden tuotantoa koordinoida aiempaa paremmin väliportaassa. Maayhtiöillä ei edelleenkään ole keskitettyä hankintatoimea, mutta käytössä olevan datan avulla maayhtiöiden omien tuotteiden tilausprosessista on tullut aiempaa valvotumpaa.

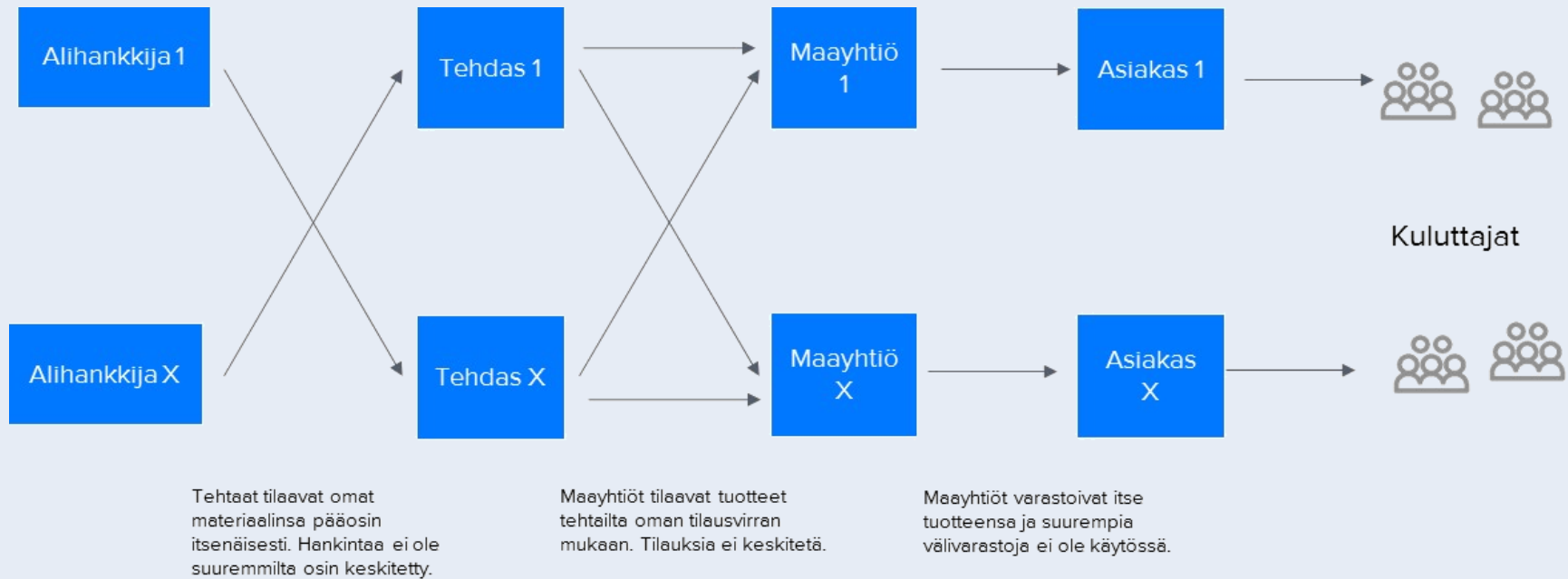
Uuden strategian myötä Euroopan tehtaiden tuotannon läpimenoaikoja on saatu tiputettua noin 4 viikkoon (aiemmin noin 8 viikkoa), mikä mahdollistaa varastojen täydentämisen myös kalastuskauden aikana. Ensimmäisistä piloteista Yhdysvaltojen jakeluyhtiön ja Euroopan tehtaiden välillä on saatu hyviä kokemuksia, ja sen ansiosta USA:n varastotasot ovat alentuneet selvästi.

Maayhtiöllä ei historiallisesti ole ollut myöskään tyypillisiä välivarastoja, vaan kaikilla on ollut omat varastonsa. Uuden strategian myötä jo muutamien maiden varastoja (mm. Norja + Ruotsi) on alettu yhdistellä ja tämä on laskenut varastotasoa näissä maissa, sillä varaston suurempi alueellinen peitto tasaa sääriippuvaisen kysynnän vaihtelua ja helpottaa kysynnän ennustamista.

Sivulla 7 olemme esittäneet Rapalan perinteisen ”Market Push” periaatteella toimivan toimitusketjun, joka on käsityksemme mukaan edelleen osittain käytössä. Sivulla 8 olemme kuvanneet, sitä miten toimitusketjua ollaan asteittain kehittäessä ”Market Pull” tyyppiseksi.

Odotamme varastotasojen alenemisen jatkuvan eteenpäin mentäessä, sillä yhtiöllä on edelleen käynnissä useita lean-projekteja toimitusketjun virtaviivaistamiseksi ja siirtyminen kohti yhä keskitetympiä varastoja johtaa väistämättä varastotasojen laskuun.

Vanha liiketoimintamalli – ”Market Push”



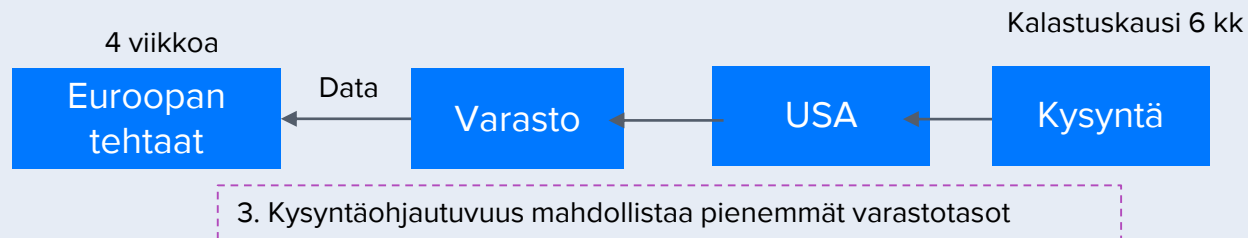
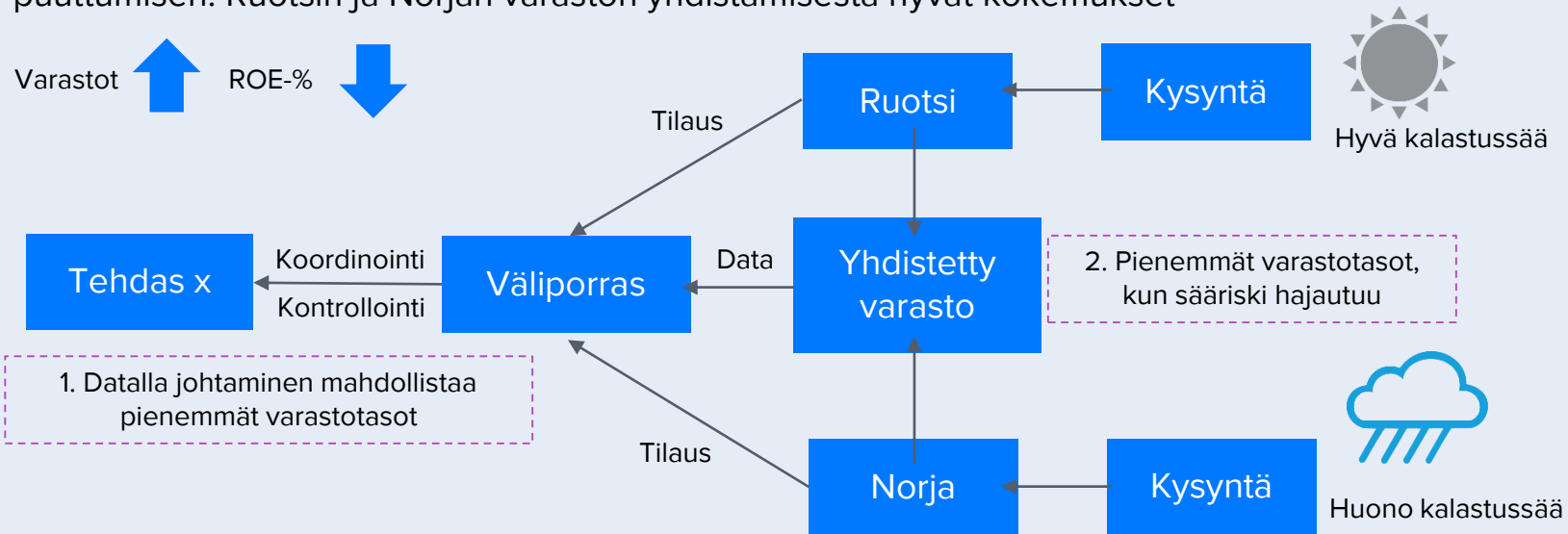
Tuotantoketju

Vahvuudet: Maayhtiöiden paikallistuntemusta voidaan hyödyntää kysynnän ennustamisessa.

Heikkoudet: Tuotannon suunnittelu hankalaa ja tehtailla pitkät toimitusajat. Korkeat maakohtaiset puskurivarastot ja pääomansitoutuminen varastoihin.

Liiketoimintamallin kehittyminen – ”Market Pull”

Vanhan toimitusketjun kehittämistoimet: Parempi tilausten valvonta helpottaa tuotannon suunnittelua ja mahdollistaa maayhtiöiden tilauksiin puuttumisen. Ruotsin ja Norjan varaston yhdistämisestä hyvät kokemukset



Toimitusketjun tavoitetilä: Euroopan ja USA:n välillä toimitusketju on jo onnistunut muuttamaan kysynnän mukaan ohjautuvaksi

3rd party

Yhteisenä nimittäjänä kaikilla tuoteryhmillä on sama asiakaskunta

Päätarkoituksena nostaa jakelukanavan käyttöastetta

SHIMANO

Vavat ja kelat Euroopassa (50 % 3rd party jakelusta)

Toiminnot

Tuotekehitys



Valmistus ja alihankinta ja osto (3rd party)



Jakelu ja Myynti



Liiketoimintaidea

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



Vahvat brändit

Oma tuotanto

Euroopassa ja Batamilla

RAPALA



Kilpailukykyinen oma tuotekehitys
Aiempaa systemaattisempaa



Laaja B2B-jakelu
35 maayhtiötä + Shimano jakeluyhteistyö + ulkopuolisia jakelijoita noin 100 maassa

Asiakas-segmentit



B2B – Suuret kauppaketjut
Walmart, Bass Pro Shop, Amazon, S-ryhmä, Motonet



B2B - pienemmät vähittäiskaupat
Kalastustarvikeliikkeet, Urheiluliikkeet, Huoltoasemat



B2C - Kuluttajat
Oma verkkokauppa **Rapala.com**
USA 2011
EU 2018
Marttiini.fi
2011 (uudistus 2016)

Tuotteet

Uistimet ja syötit

Rapala, Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox, Dynamite Baits

Koukut

VMC (kolmihaarakoukut markkinaosuus 40 %)

Siimat

Suffix

Tarvikkeet

Veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat

Muut tuotteet

Marttiini puukot, Peltosen sukset

3rd party tuotteet

Shimano + muut (metsästys, ulkoilu, talivurheilu)

Alueet

Pohjois-Amerikka
35 % liikevaihdosta

Muu Eurooppa
31 % liikevaihdosta

Pohjoismaat
21 % liikevaihdosta

Muu maailma
13 % liikevaihdosta

Resurssit

Vahva brändit

Euroopan tehtaiden valmistusosaaminen

Maayhtiöiden paikallistuntemus

Tulovirrat

Liikevaihto
253 MEUR (2017)

Kustannus-
rakenne

Liikevoitto
8,9 MEUR (2017)

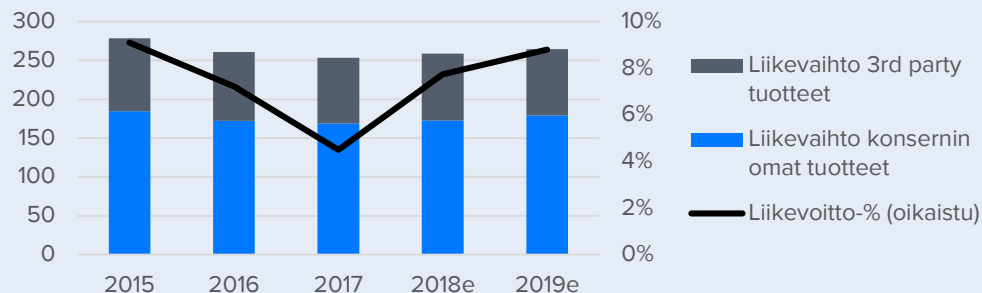
2736 hlö (2017 lopussa)

Bruttokate-%
(54%)*

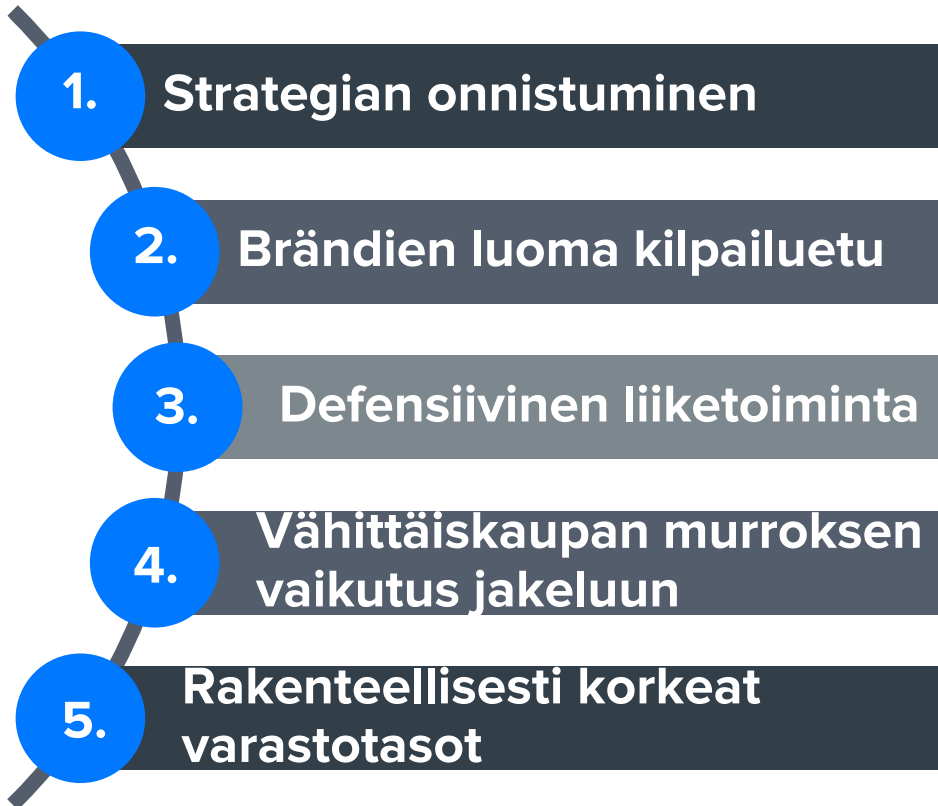
Henkilöstökulut
(26,6 %)*

Muut kulut
(21,4 %)*

Poistot
(2,7%)*



Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Liiketoiminnan kääntyminen kasvuun
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Batamin käänne
- Pääoman vapautuminen
- Oman B2C-myyntin kasvu

Riskit

- Strategian epäonnistuminen
- Jakelutien nopea digitalisoituminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu
- Varastojen pysyminen korkealla tasolla

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Tuotteet 1/3

Konsernin omat tuotteet

Rapalan ydinliiketoimintana on sen omistamien brändituotteiden valmistus, jakelu ja myynti. Yhtiön omat tuotteet keskittyvät käytännössä täysin kalastamiseen (pois lukien Peltosen sukset). Rapalan tuoteportfolio voidaan jakaa viiteen tuoteryhmään; Uistimet ja syötit, Koukut, Siimat, Tarvikkeet sekä Konsernin muut tuotteet. Rapala kattaa tärkeistä kalastustuotteista käytännössä kaikki, lukuun ottamatta vapoja ja keloja. Vapojen ja kelojen ottaminen yhtiön omasta portfolioista on edelleen ratkaisematon ongelma. Emme kuitenkaan näe niiden saamista omaan portfolioon todennäköisenä skenaariona lähivuosille, vaan arvioimme Shimano-yhteistyön jatkuvan nykyisellään. Shimano yhteistyötä on käsitelty kattavasti sivuilla 15-16.

Uistimet ja syötit

Rapala on maailman selvästi suurin uistinvalmistaja ja yhtiön kilpailuetu uistimissa perustuu vahvoihin brändeihin, tuotekehitykseen sekä liiketoiminnan mittakaavaetuihin. Uistimien ja syöttien liikevaihto oli vuonna 2017 arvioimme mukaan noin 77 MEUR (2016: 82 MEUR) ja niiden osuus konsernin omista tuotteista noin 45 %. Selvää myynnin laskua vuosien 2017 ja 2016 välillä selittää tärkeillä Pohjois-Amerikan markkinoilla tapahtuneet merkittävät asiakaskonkurssit (suuri vähittäiskauppaketju ja väliportaan jakelija) ja tästä seuranneet varastojen tyhjennysmyynnit. Konkurssien taustalla vaikuttivat vahvasti vähittäiskaupan murroksen eteneminen Yhdysvalloissa sekä Amazonin markkinaosuuden kasvu.

Uistimet ovat konsernin omista tuotteista kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on

arvioimme mukaan noin 50-60 % riippuen hieman vuotuisesta myyntimixistä. Johtuen erittäin vahvasta markkinaosuudesta Yhdysvalloissa ja useissa Euroopan maissa, eivät nämä maat tarjoa yhtiölle enää isoja kasvumahdollisuuksia sen perinteisillä markkinoilla. Yksi merkittävä kasvumahdollisuus kehittyneillä markkinoilla on laajentuminen Yhdysvaltojen pehmytmuoviustinmarkkinoille, missä Rapalan markkina-osuus on vielä hyvin vaatimaton. Yhdysvaltojen pehmytmuoviustinmarkkina on myös perinteistä uistinmarkkinaa suurempi. Yhtiö on uuden strategiansa myötä alkanut keskittyä tuotekehityksessään systemaattisemmin lisämyynnin aikaansaamiseen uusista kalastussegmenteistä. Aiemmin systemaattisuuden puuttuessa yhtiön uudet tuotteet helposti olivat pois vanhojen tuotteiden myynnistä.

Uistimet ovat konsernin selvästi merkittävien tuoteryhmä ja sen tärkeimmät brändit ovat: Rapala, Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Yhtiön balsasta tehdyt kannattavimmat Rapala-uistimet valmistetaan yhtiön Euroopan tehtailla (Suomi, Venäjä ja Viro) ja muiden brändien osalta tuotanto tapahtuu Indonesian Batamin tehtaalla. Batamin tuotanto koostuu pehmytmuovi- sekä metalliuistimista ja muovista valmistetuista kovista uistimista. Arvioimme mukaan Indonesin tehtaan pitkään jatkuneet tuotanto-ongelmat ovat osittain johtuneet siitä, että Rapalan valmistusosaaminen painottuu, sille perinteisiin, koviin balsauistimiin. Indonesian tehtaalla tehtyjen uistimien eräkoot ovat olleet myös pieniä ja tehtaan tuotevirtojen monimutkaisuus on johtanut siihen, että tehdas on ollut jatkuvissa ongelmassa. Rapala onkin kuluvana vuonna keskittymässä erityisesti Batamin tuotannon tehostamiseen ja lisäksi yhtiö on alkanut ulkoistaa, sitä osaa Batamin

uistintuotannosta alihankkijoille, jota Indonesiassa ei kyetä tekemään kannattavasti. Tarkastelemme Batamin tehdasta tarkemmin sivulla 19. Uistin segmenttiin kuuluvat myös syötit. Rapala valmistaa ja myy syöttejä sekä tarvikkeita karpinkalastukseen Dynamite Baits ja Carp Spirit brändeillä. Syötit myydään pääosin keski-Eurooppaan ja ne valmistetaan Iso-Britanniassa.

Odotamme Uistimien ja syöttien liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 7 % johtuen hyvin menneestä alkuvuodesta. Pohjois-Amerikassa, kysyntä on myös arvioimme mukaan palautunut 2016 tasolle ja yhtiö näyttää onnistuneen kompensoimaan tärkeiden konkurssiin menneiden asiakkaiden myyntiä uusista kanavista (Amazon, oma B2C-verkkokauppa). Myös väliportaan jakelun ottaminen omiin käsiin antaa Rapalalle suuremman liikevaihdon tästä volyymistä.

Myös lähivuosina odotamme liikevaihdon kasvavan Uistimissa yhtiön omista tuotteista selvästi parhaiten (2019-2020 CAGR-% 5 %) johtuen erityisesti Batamin tuotanto-ongelmien helpottumisesta, mikä edesauttaa yhtiön laajentumista erityisesti pehmytmuoviustinmarkkinalle. Lisäksi tuotannon tilausohjautuvuuden eteneminen Euroopan tehtailla tukee Rapala-uistinten myyntiä. Myös uusi oma verkkokauppa Euroopassa tukee myyntiä lievästi. Uistinten kannattavuuteen odotamme samalla positiivista muutosta ulkoistusten vaikuttaessa Batamin kannattavuuteen positiivisesti. Muilta osin Uistinten kannattavuus jatkuu vakaana, sillä brändiuskollisuus on erittäin korkea ja uistinten hinnoitteluvoima säilyy erityisesti Rapala-vaapuissa.

Tuotteet 2/3

Koukut (VMC)

Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa ja arviomme mukaan sen markkinaosuus on yli 40 %. Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksihaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. Yhtiön tuotantolaitos sijaitsee Ranskassa ja tämän lisäksi koukkuja tuotetaan myös Indonesian tehtaalla. Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2017 arviomme mukaan noin 20 MEUR (2016: 20 MEUR). Rapalalle VMC:n hankinta oli osittain myös strateginen, sillä VMC:n tuotannosta lähes puolet menee Rapalan omiin tuotteisiin ja vain hieman yli puolet myydään konsernin ulkopuolelle. Koukut ovat erittäin kannattava tuoteryhmä ja arviomme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen. Koukkuliiketoiminnassa odotamme kasvun olevan lähivuosina noin 3 % vuodessa myynnin saadessa tukea omien uistimien kasvavasta myynnistä. Koukkuliiketoiminnan myynti on pitkään ollut vakaata sen liikevaihdon oltua jo pitkään noin 20 MEUR/vuodessa.

Siimat

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

Siimaliiketoiminta ei kuitenkaan ole kasvanut yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä vuonna 2017 sen liikevaihto oli arviomme mukaan edelleen 18 MEUR:on tasolla (2016: 18 MEUR). Emme näe siimaliiketoiminnassa tällä hetkellä merkittävää kasvupotentiaalia ja odotamme sen kasvun olevan noin 2 % vuodessa. Siimaliiketoiminta on myös hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arviomme mukaan noin 50 %.

Tarvikkeet

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää paljon kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten esimerkiksi veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2017 arviomme mukaan noin 44 MEUR (2016: 44 MEUR). Tarvikeliiketoiminnan suurin haaste on se, että useat sen tuoteryhmät ovat volyymitaan hyvin vaatimattomia (esim. aurinkolasit ja asusteet) ja näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima alihankkijoita kohtaan jää näiden tuotteiden osalta vaatimattomaksi. Tästä johtuen tarvikkeiden myyntikate on arviomme mukaan noin 40 % eli selvästi muita kalastustuotteita heikompi. Tarvikkeet-tuoteryhmä on viime vuosina ollut lievässä laskutrendissä vuoden 2014 huippumyynnistä (52 MEUR). Odotamme Tarvikkeet-liiketoiminnan orgaanisen liikevaihdon kasvun jäävän lähivuosina 1 %:iin (selvästi alle BKT:n kasvu). Pidämme kuitenkin mahdollisena, että Rapala laajentaa tuoteryhmän tarjontaa yritysostoilla. Tarvikkeet kategorian yritysostoista hyvänä esimerkkinä toimii 2011 toteutettu laajentuminen jääkairoihin, jolloin Tarvikkeet alueen liikevaihto kasvoi tuntuvasti (noin 10 MEUR). Lisäksi Tarvikeliiketoiminta pitää sisällään mahdollisuuden yhtiön brändien lisensioinnista, mutta emme tällä hetkellä näe tätä kovin todennäköisenä kasvun lähteenä. Rapala on

aiemmin toteuttanut brändiensä lisensiointia hyvin rajallisesti, mistä yhtenä esimerkkinä on Rapalan ja Activisionin yhdessä lanseeraama Rapala Pro Fishing tietokonepeli.

Konsernin muut tuotteet

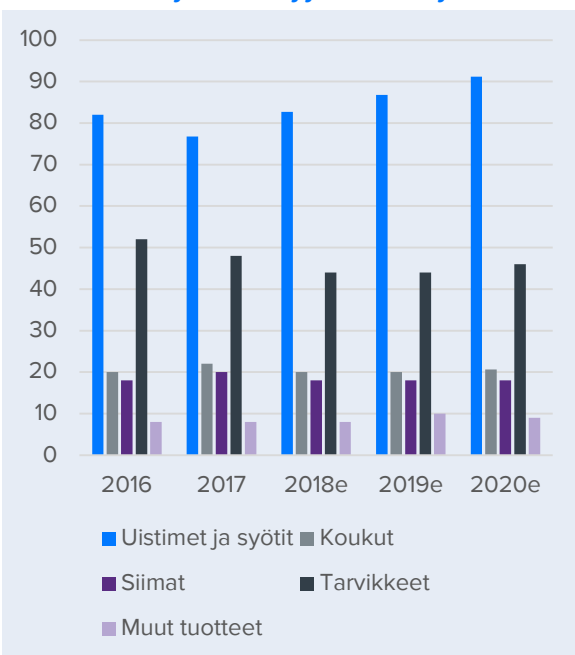
Konsernin muissa tuotteissa päätuoteryhmät ovat Marttiini-veitset sekä Peltosen sukset. Muiden tuotteiden myynti oli vuonna 2017 arviomme mukaan noin 10 MEUR (2016: 8 MEUR) ja se oli viime vuonna ainoa selvästi kasvanut kategoria. Vuoden 2017 aikana Peltosen sukset kasvatti myyntiään selvästi 2,5 MEUR:oon (2016: 1,9 MEUR) ja myös Marttiini sai selvää tukea Suomi100 juhlapuukoista kasvattaen arviomme mukaan myyntiään noin +20 % (2016: 6,2 MEUR).

Muut tuotteet ovat konsernin omista tuotteista kaikista heikoimmin kannattavia ja arviomme niiden myyntikatteen olevan alle 40 %. Muut tuotteet tulevat arviomme mukaan laskemaan noin 9 MEUR tasolle vuonna 2018, sillä Marttiini puukot eivät enää hyödy juhluvuodesta, mutta samalla luminen 2018 alkuvuosi on tukenut Peltosen myyntiä arviomme mukaan selvästi. Pidemmällä aikavälillä emme näe divisioonassa merkittävää potentiaalia yhtiölle ilman voimakasta epäorgaanista kasvua. Peltosen suksien markkinaosuus on Suomessa noin 30 % ja siinä ei mielestämme ole kasvupotentiaalia, muiden tunnettujen brändien (Atomic, Fischer, Salomon) tarjotessa merkittävää kilpailupainetta ja sen myynti vaihtelee lähinnä lumitilanteen mukaan. Puukkojen myynnin ennustamme jatkuvan juhluvuodesta oikaistuna vakaana. Epäorgaanisen kasvun osalta pidämme mahdollisena, että Rapala laajenisi laajemmin ulkoilu- ja retkeilyliiketoimintaan ja tekisi tästä itselleen uuden tukijalan kalastustuotteiden rinnalle.

Tuotteet 3/3

Kokonaisuutena odotamme Rapalan omien tuotteiden kasvavan lähivuosina noin 3 %:n vuositahtia. Kasvu painottuu Pohjois-Amerikkaan ja Muuhun Maailmaan, missä talous kasvaa Eurooppaa nopeammin. Mielestämme voimakkaampi liikevaihdon kasvu vaatisi kasvun vauhdittamista yritysostoilla, sillä Rapalan kasvupotentiaali on useilla markkinoilla ja useissa tuoteryhmissä erittäin rajallinen. Omien tuotteiden myyntikate tulee pysymään hyvällä tasolla emmekä odota kilpailudynamiikassa suuria muutoksia. Myyntimix ja keskimääräinen myyntikate paranee ennusteessamme omien uistinten myynnin kasvun myötä. Omien tuotteiden liikevoittomarginaali kohoaa strategian edetessä vuoden 2017 7,7 %:sta 2020 13 %:iin.

Omien tuoteryhmien myynnin kehitys



Kolmansien osapuolien tuotteet

Rapala hyödyntää globaalia jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Suurin tuoteryhmä kolmansien osapuolten osalta ovat kalastustuotteet ja muita tuoteryhmiä ovat talviurheilu, metsästys, ja ulkoilu. Yhteisenä nimittäjänä näillä kaikilla tuoteryhmillä on sama asiakaskunta, joihin kuuluvat esimerkiksi urheilukaupat ja suuret kauppaketjut. Käytännössä Rapala ostaa tuotteet niiden valmistajilta ja jakelee ne sen jälkeen oman jakeluverkostonsa läpi. Näin ollen Rapala kantaa tuotteisiin liittyvän varastoriskin itse. Yhtiön kolmansien osapuolien tuotteista saama myyntikatemarginaali on luonnollisesti matalampi (arviomme 30 %) kuin konsernin omilla tuotteilla, sillä Rapala saa jakelutuotteista ainoastaan jakelumarginaalin, kun omilla tuotteilla yhtiö saa myös valmistusmarginaalin.

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

Rapalan viime vuosien liikevaihdon lasku on kohdistunut erityisesti kolmansien osapuolien tuotteiden myyntiin. Kolmansien osapuolten tuotteiden liikevaihto oli vuonna 2017 84,5 MEUR (2016: 88,5 MEUR). Liikevaihto on huippuvuoden 2013 (110 MEUR) jälkeen laskenut voimakkaasti pääosin Venäjän laskeneen myynnin myötä. Samalla divisioonan kannattavuus on laskenut liikevoittomarginaalin laskettua noin 7 %:sta viime vuoden -1,9 %:iin. Kolmansien osapuolien negatiivinen liikevoittomarginaali ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kolmansien osapuolien tuotteet olisivat konsernille tappiollisia. Konsernin kiinteät

kulut (jakelu+hallinto) kohdistetaan liikevaihdon suhteessa omille ja kolmansien osapuolien tuotteille. Siten kolmansien osapuolien jakelun rooli on merkittävä, jotta kustannuksiltaan raskasta omaa jakelukanavaa voidaan ylläpitää. Ilman kolmansien osapuolten tuotteita, ei yhtiö kykenisi ylläpitämään nykyistä varsin raskasta liiketoimintamalliaan.

Olemme huolissamme siitä, että vähittäiskaupan murros siirtää arviomme mukaan kolmansien osapuolien volyyymiä lähivuosina asteittain Amazonin kaltaisiin digitaalisiin jakelukanaviin, jolloin pienempi osuus volyyymistä kulkee Rapalan jakelu-yhtiöiden kautta kivijalkakaupoille. Tähän trendiin vastatakseen uskomme Rapalan pyrkivän aktiivisesti avaamaan uusia jakelusopimuksia ja nämä uudet päämiehet korvaavat arviomme mukaan osan laskevasta volyyymistä. Hyvin sujuneen 2018 alkuvuoden seurauksena ennustamme kolmansien osapuolien tuotteiden myynnin kohoavan kuluvana vuonna 86 MEUR:oon.

Tulevina vuosina odotamme kuitenkin kolmansien osapuolien myynnin laskevan noin 1 %:n vuodessa. Ennusteessamme kolmansien osapuolien liikevoittomarginaali on noin 1 %. Huomautamme sijoittajille, että kiinteiden kulujen kohdistuksista johtuen ennustamme omien tuotteiden kasvanut myynti tukee kolmansien osapuolien tuotteiden liikevoittomarginaalia kiinteiden kulujen pysyessä ennallaan. Vastaavasti kolmansien osapuolien liikevaihdon lasku antaa lievää negatiivista painetta omien tuotteiden liikevoittomarginaalille. Tarkastelemme Kolmansien osapuolten strategista roolia tarkemmin sivuilla 19-20.

Markkinakatsaus & kilpailijakenttä 1/3

Urheilukalastusmarkkina on hyvin vakaat

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

Maantieteellisesti urheilukalastusmarkkina voidaan karkeasti jakaa kahtia: kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin. Kehittyneet markkinat (Eurooppa, USA ja Japani) vastaavat valtaosaa globaalista urheilukalastusmarkkinasta johtuen puhtaasti suurista harrastajamääristä ja korkeammista elintasostandardeista. Kehittyneet markkinat ovat hyvin kypsät ja eivätkä ne enää kokonaisuutena juurikaan kasva. Näin ollen näillä markkinoilla ainoa tapa kasvaa on joko voittaa markkinaosuuksia kilpailijoilta tai laajentua uusiin tuoteryhmiin. Markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) sen markkinaosuus on niin suuri, että sen kasvattaminen alkaa olla lähes mahdotonta. Esimerkiksi kolmihaarakoukuissa yhtiön markkinaosuus globaalisti on arviomme mukaan yli 40 % ja kehittyneiden maiden uistinmarkkinoilla noin 30 %. Näin ollen kehittyneillä markkinoilla ainoaksi vaihtoehdoksi jää tuotetarjonnan laajentaminen. Rapala on viimeisen 10 vuoden aikana kasvattanut

aktiivisesti tuotetarjontaansa perinteisten uistimien ulkopuolelle ja pyrkinyt pitämään kasvuaan yllä tämän avulla. Tuotetarjonnan laajentaminen on tarkoittanut kasvun hakemista yritysostojen kautta ja nykyisten brändien (etenkin Rapala-brändin) viemistä uusille tuote-alueille.

Kehittyvillä markkinoilla tilanne on taas täysin päinvastainen. Urheilukalastusmarkkinat kasvavat edelleen selvästi, sillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu, kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Kokonaisuutena uskomme kalastustuotteiden kysynnän kasvavan kehittyvillä markkinoilla suunnilleen kulutusksynnän tahdissa. Kasvuvauhti eri markkinoiden välillä poikkeaa huomattavasti, mutta arviomme mukaan keskimääräinen kasvuvauhti kehittyvillä markkinoilla on 5-10 %:n välillä.

Kokonaisuutena urheilukalastusmarkkinat kasvavat suunnilleen globaalin talouskasvun tahdissa (3-4 % vuodessa). Ala on hyvin defensiivinen ja yleisellä taloustilanteella on vain erittäin rajallisia vaikutuksia kokonaismyyntiin josta osoituksena mm. Rapalan oman liikevaihdon vakaa kehitys finanssikriisin aikana.

Pirstaleinen kilpailukenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on hyvin pirstaleinen. Rapala on arviomme mukaan alan neljänneksi suurin toimija 253 MEUR:n liikevaihdoillaan. Alan suurimpien pelureiden, joita ovat Shimano, Globberide ja Newell Brands, joiden liikevaihdot ovat 400-500 MEUR:n välissä. Viiden suurimman pelurin jälkeen alalla on vielä paljon 25-100 MEUR:n kokoluokassa olevia keskisuuria toimijoita ja lukematon määrä

pienempiä paikallisia toimijoita. Näiden lisäksi viimeisen vuosikymmenen aikana on nähty trendinomaisen kasvu kauppojen omien merkkien määrässä. Kauppojen omien merkkien osuutta koko markkinasta on vaikea arvioida, mutta näkemyksemme mukaan se on kehittyneillä markkinoilla merkittävä noin 10-20 %. Kehittyvillä markkinoilla luku on selvästi matalampi.

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

Alan suurimmista toimijoista Shimano ja Globberide (Daiwa) ovat fokuoineet toimintansa vapoihin ja keloihin. Isoista pelureista ainoastaan Newell Brands (Pure Fishing) omaa laajemman ja lähes kaiken kattava tuoteportfolio. Muutenkin alan toimijat ovat keskittyneet useimmiten vain yksittäisiin tuoteryhmiin ja Rapalan kaltaisia useilla osa-alueille operoivia yhtiöitä on todella vähän. Olemme hahmotelleet Rapalan kilpailukenttää seuraavan sivun taulukossa ja taulukossa sivulla 13-14. Kokonaisuutena suuret ja keskisuuret toimijat yhdessä kauppojen omien tuotemerkkien kanssa vastaavat arviomme mukaan noin 60 % kokonaismarkkinasta. Loput noin 40 % markkinasta on pienempien paikallisten toimijoiden hallussa.

Markkinakatsaus & kilpailijakenttä 2/3

Konsolidaatio mahdollista

Näkemyksemme mukaan markkinassa on keskipitkällä aikavälillä selkeää konsolidaatiopainetta. Pienten pelureiden rooli on edelleen varsin suuri ja nämä toimijat tarjoavat isommille toimijoille houkuttelevia mahdollisuuksia ostaa paikallinen brändi ja viedä se oman jakelunsa läpi laajempaan levitykseen. Uskomme, että konsolidaatiota tullaan näkemään myös keskisuurissa ja suurissa pelureissa, sillä toimialalla synergiat ovat hyvin selkeitä ja suuremmat volyymit tarjoavat selkeitä mittakaavaetuja sekä neuvotteluvoimaa isoja kauppvoja vastaan. Rapala on ollut alalla aiemmin aktiivinen konsolidaattori, mutta viimeisimmästä ostoksesta on aikaa (viimeisin isompi osto 2008/Suffix). Uskomme yhtiön palaavan yrityskauppakentälle vasta sen jälkeen kun strategia on edennyt ja toimitusketjun tehostaminen on vapauttanut pääomia varastoista.

Newell kertoi toukokuussa 2018 julkisesti Pure Fishingin olevan kaupan. Markkina-asetelman kannalta uutinen on erittäin mielenkiintoinen, sillä Pure Fishingin tuoteportfolio (vavat ja kelat, pehmytmuoviuistimet) sopisi lähes täydellisesti yhteen Rapalan portfolion kanssa. Pure Fishingin ostaminen ei kuitenkaan ole Rapalalle realistinen vaihtoehto, sillä yhtiön kauppahinta olisi arviomme mukaan 2-3 x Rapalan markkina-arvo. Pidämme kuitenkin mahdollisena skenaariona, että esimerkiksi pääomasijoittaja ostaisi sekä Rapalan että Pure Fishingin ja rakentaisi tästä kalastusmarkkinan ykköspelurin. Tämän skenaarion todennäköisyyttä laskee se, että suhtaudumme varauksella Rapalan pääomistajien (VMC) myyntihalukkuuteen tilaisuuden tullessa tarjolle.

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

**Inderes arvio*

Markkinakatsaus & kilpailijakenttä 3/3

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

Symbolin merkitys

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

Shimanoyhteistyö 1/2

Shimano-yhteistyö

Shimano on ollut Rapalalle strateginen kumppani jo 1993 vuodesta asti. Nykyinen yhteistyö voidaan jakaa neljään osaan:

- Rapala jakelee Shimanon tuotteita 26 Euroopan maahan oman jakeluverkostonsa puitteissa yksinoikeudella
- Shimano jakelee Rapalan tuotteita tietyillä Keski-Euroopan markkinoilla yksinoikeudella
- Rapalan ja Shimanon yhteisyritys Itä-Euroopassa (omistus 50/50, Rapalalla määräysvalta)
- Shimano omistaa 33 % Rapalan Unkarin, Romanian ja Kroatian jakeluyhtiöistä

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

Yhteistyön hyvät puolet

Rapala jakelee Shimanon tuotteita 26 Euroopan maahan oman jakeluverkostonsa puitteissa yksinoikeudella. Kokonaisuutena arvioimme, että Rapalan Shimano-jakelun arvo on yhteensä noin 40 MEUR ja näin ollen se on selvästi yhtiön suurin päämies Kolmansien osapuolten tuotteiden osalta (osuus tästä noin 50 %).

Shimanon vavat ja kelat ovat segmentin halutuin brändi ja ne myyvät käytännössä itse itsensä. Niiden myynti tukee myös Rapalan omien

tuotteiden myyntiä, sillä sama asiakas tarvitsee todennäköisesti myös uistimia ja muita kalastustarvikkeita.

Yhteistyön huonot puolet

Shimano jakelee Rapalan tuotteita yksinoikeudella Euroopassa Saksaan, Hollantiin, Italiaan sekä Belgiaan sekä Isoon-Britanniaan (lukuun ottamatta syötit). Näkemyksemme mukaan myyntimäärät tälle alueelle ovat suhteettoman pieniä, sillä näiden neljän maan yhdistetty liikevaihto Rapalalle on alle 25 MEUR, kun esimerkiksi Rapalan itse hoitaman Ranskan liikevaihto on yksistään 34 MEUR. Ottaen huomioon, että näiden viiden maan yhdistetty kalastusmarkkina on vähintään kaksi kertaa suurempi kuin Ranskan markkina, pitäisi Rapalan tuotteiden liikevaihdon alueelta olla yli kaksinkertainen. Arviomme mukaan Rapalan menetetty liikevaihtopotentiaali näissä Euroopan maissa on jopa 40 MEUR. Liikevoittomielessä yhtiö menettää Keski-Euroopassa arviomme mukaan noin 4-5 MEUR. Emme kuitenkaan pidä jakelun siirtymästä Rapalan omiin käsiin tällä alueella mahdollisena, ellei Shimano-yhteistyössä tapahdu suurempia muutoksia.

Shimanon jakelufilosofia on Rapalan jakelufilosofiaan nähden käsityksemme mukaan hyvin erilainen erityisesti kahdesta syystä:

1. Shimano pyrkii varmistamaan, että yhtiön varastotasot pysyvät alhaisina. Tästä syystä sen jakeluyhtiöt tekevät hyvin konservatiivisesti tilauksia. Tämä johtaa hyvinä kalastuskausina helposti siihen, että kaikkeen kysyntään ei voida vastata.

Shimanon varastotasot (18 % liikevaihdosta sis. pyöräily) ovatkin olleet selvästi Rapalan tasoja alemmat (40 % liikevaihdosta).

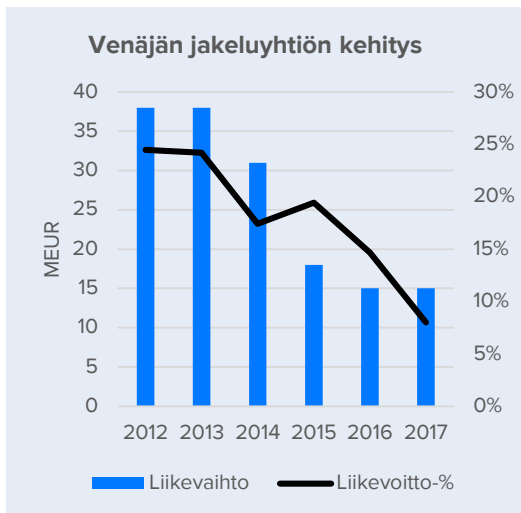
2. Shimanon filosofiassa vapoja ja keloja myydään tarkkaan valituissa urheilukaupoissa ja kalastusalan liikkeissä. Näin toimimalla Shimano pyrkii suojelemaan brändimielikuvaansa. Rapala taas on tuonut uistimensa myyntiin laajemmin myös esimerkiksi huoltoasemille, mikä on ymmärrettävää uistinten ollessa enemmän kulutustavaraa ja niiden parempi saatavuus ei horjuta Rapalan vahvaa brändiä.

Ongelmana Shimanon tuotteiden jakelussa Rapalan kannalta on myös se, että Shimano ei ole ollut halukas laajentamaan yhteistyötä Euroopan ulkopuolelle Kazakstania ja Etelä-Afrikkaa lukuun ottamatta. Toisaalta erittäin pitkäaikaisen ja syvän yhteistyön takia ei Rapala ole voinut ottaa minkään muun merkittävän vapa- ja kelavalmistajan tuotteita laajempaan jakeluun esimerkiksi Pohjois-Amerikassa. Näin ollen Rapalalla ei ole tarjota keloja ja vapoja yhtiön Pohjois-Amerikan asiakkaille. Tietyillä pienemmillä kehittyvillä markkinoilla Rapala on ottanut jakeluunsa myös muiden merkittävien vapa- ja kelavalmistajien tuotteita, mutta uskomme, että laajempi jakelu jonkun muun kuin Shimanon vapojen ja kelojen osalta ei ole mahdollista nykyisen yhteistyön puitteissa. Tämä pienentää Rapalan potentiaalista myyntivolyymia ja rajoittaa liiketoimintamallin skaalautuvuutta.

Shimanoyhteistyö 2/2

Itä-Euroopan yhteisyritys

Rapalalla on määräysvalta Itä-Euroopan yhteisyrityksessä. Yhteistyö oli pitkään hyvin menestyksekkästä ja sen liikevaihto kasvoi voimakkaasti sen perustamisesta (2007). Korkeimmillaan liikevaihto oli vuonna 2013 noin 35 MEUR:ssa. Toiminta oli myös hyvin kannattavaa, sillä liikevoittomarginaali oli 2007-2013 jatkuvasti yli 20 %. Venäjän kriisi vuonna 2014 alkoi kuitenkin nakertaa paikallista ostovoimaa kalliimmista hintakategorioissa (Shimano). Tämän lisäksi Venäjällä voimassaoleva verkkokaupan edullisempi alv-verokohtelu on siirtänyt kuluttajien ostokäyttäytymistä nopeasti ulkomaisiin verkkokaappoihin. Tämä on ollut suoraan pois jakeluyhtiön myynnistä. Johtuen jakeluyhtiön ylläpitämisen suurista kiinteistä kuluista liikevoitto-% on laskenut nopeasti myynnin mukana.



Itä-Euroopan jakeluyhteistyön kehitys on näkynyt myös Rapalan tuloslaskelmassa. Rapala maksaa Shimanolle vähemmistöosakkaille kuuluvan osan tuloslaskelman määräysvallattomien omistajien osuuden kautta. 2007-2013 tämä osuus oli keskimäärin merkittävä 2,5 MEUR/v, kun 2017 se oli enää 0,5 MEUR. Emme odota yhteisyrityksen myynnin tai kannattavuuden palautuvan takavuosien tasolle. Mielestämme positiivinen kehitys edellyttäisi Venäjän verkkokaupan verokohtelussa tapahtuvaa muutosta ja maan taloustilanteen selkeää parantumista. Ennustamme vähemmistöosuuden pysyvän lähivuosina noin 0,5 MEUR:ssa.

Iso-Britannian jakelu

Iso-Britannian yhteisyritys perustettiin vuonna 2011 ja sen omistus jaettiin tasan 50/50. Yhtiötä johdettiin kuitenkin Shimanon filosofian mukaisesti (kts. edellinen sivu), sillä yhtiö oli ennen vuotta 2011 kokonaan Shimanon omistama. Shimanon jakelustrategia oli kuitenkin ongelmallinen erityisesti Rapalan omien karpinkalastus syöttien osalta, sillä syöttien osalta toimivampi jakelustrategia on myydä niitä mahdollisimman laajalla jakelulla lähellä kalastuspaikkoja. Iso-Britannian jakeluyhtiö ei käsityksemme mukaan missään vaiheessa täyttänyt sille asetettuja liikevaihto- tai liikevoittotavoitteita. Vihdoin vuonna 2016 Shimano ja Rapala toteuttivat kaupan, jossa Dynamite Baits-syöttien jakelu siirtyi Rapalan omiin käsiin ja samalla 50 %:in osuus yhteisyrityksestä myytiin takaisin Shimanolle.

Shimano-yhteistyö jatkunee ennallaan

Kokonaisuutena Rapalan ja Shimanon yhteistyö

on hyvin kaksijakoista. Toisaalta osapuolet ovat monelta osin hyvin riippuvaisia toisistaan ja niiden tuoteportfoliot yhdessä muodostavat erittävän houkuttelevan paketin kalastajalle. Myös Shimanon suuret volyymit mahdollistavat osaltaan Rapalan nykyisen erittäin laajan jakeluverkoston toimivuuden Euroopassa. Toisaalta yhteistyössä on useita ongelmakohtia etenkin Rapalan kannalta. Shimanon omien jakeluyhtiöiden matalat myyntiluvut Rapalan tuotteille Euroopassa ja ennen kaikkea niin sanottu ”pattitilanne” vapa- ja kelajakelun kanssa ovat merkittäviä ongelmia Rapalalle. Näkemyksemme mukaan yhtiön pitää jollain aikavälillä saada niihin ratkaisu.

Erittäin myönteistä Rapalan arvolle olisi, jos Rapala ja Shimano syventäisivät jakeluyhteistyötään, jonka puitteissa Rapala saisi Shimanon vapojen ja kelojen jakeluoikeiden muillekin markkinoille ja etenkin Pohjois-Amerikkaan. Odotamme tilanteen kuitenkin jatkuvan lähivuosina ennallaan, sillä 1. Shimano jakelee tuotteitaan itse ainakin Pohjois-Amerikassa ja 2. Rapalan keskittyy tällä hetkellä oman organisaationsa kehittämiseen. Arviomme mukaan vasta oman organisaation ongelmien korjaamisen jälkeen yhtiölle jää resursseja, mieltä Shimano-yhteistyön roolia ja tulevaisuutta tarkemmin.

Pitemmällä aikavälillä yritysjärjestely voisi olla ratkaisu vapojen ja kelojen puuttumiseen Rapalan portfoliosta. Vavat ja kelat edustavat noin puolta koko globaalista kalastusväline-markkinasta ja näin ollen niiden puuttuminen jättää ison aukon yhtiön tuoteportfolioon.

Historia ja yrityskaupat 1/2

Historiallinen kehitys

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

90-luvulla Rapala jatkoi kansainvälisen jakeluverkostonsa kasvattamista ja yhtiö solmi 1993 strategisesti tärkeän jakeluyhteistyön japanilaisen Shimanon kanssa. Vuonna 1998 Rapala listautui Helsingin pörssiin johdon ja pääomasijoittajien ostettua yhtiön sen vanhoilta omistajilta. 2000-luvun alussa Rapala laajensi tuotetarjontaan selvästi ja se hankki omistukseensa ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n (2000), kiinalaisen uistinvalmistaja Willtechin (2001) ja Etelä-Afrikkalaisen uistinvalmistaja Williamsonin (2004). Yhtiö jatkoi myös jakeluverkostonsa laajentamista useisiin uusiin maihin. Tänä aikana Rapalan liikevaihto kasvoi myös uudelle tasolle nousten vuoden 1998 vajaasta 100 MEUR:sta vuoden 2004 174 MEUR:oon. Samalla ajanjaksolla liikevoittomarginaali kuitenkin laski 17 %:sta 11,5 %:iin. Marginaalin heikentyminen johtui arviomme mukaan tuotemixin muutoksista (uistimien paino väheni) ja kolmansien osapuolten tuotteiden kasvusta (Rapala saa vain jakelukatteen).

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

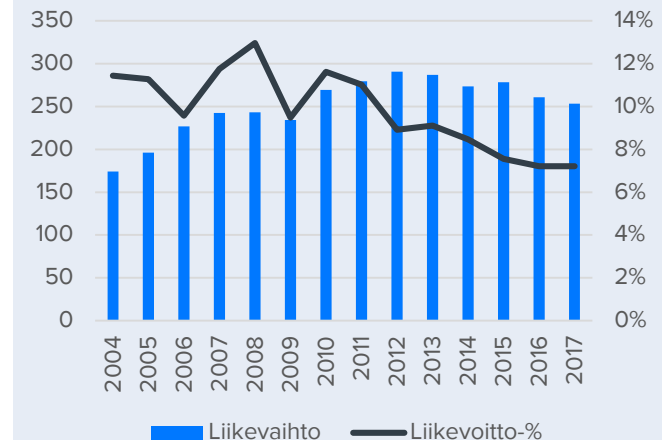
Vuoden 2008-2009 finanssikriisi iski Rapalaan vuoden 2009 myynnin laskettua 234 MEUR:oon ja liikevoitto-% oltua 9,4 %. Kokonaisuutena Rapala selvisi finanssikriisistä verrattain pienin vaurioin, mikä on mielestämme hyvä osoitus konsernin liiketoiminnan defensiivisyydestä. Merkittävin operatiivinen muutos finanssikriisin osalta koski Rapalan varastoja. Varastotasot suhteessa liikevaihtoon kasvoivat vuonna 2008 40,5 %:iin vuoden 2007 34,8 %:sta. Tämä nousu selittyy etenkin asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutoksilla sekä varastoriskin siirtämisellä arvoketjussa taaksepäin tuotteiden jakelijoille ja valmistajille. Lisäksi Venäjä-liiketoiminta on nostanut yhtiön varastotasoa johtuen maan vaikeista rajamuodollisuuksista. Korkeiden varastojen ongelma onkin kärjistynyt Rapalalla vuoden 2008 jälkeen.

Liiketoiminnan volyymi toipui finanssikriisistä myös verrattain nopeasti, sillä vuoden 2010 liikevaihto kasvoi yli 15 % ja liikevoittomarginaali elpyi 11,6 %:iin. Vuonna 2011 Rapala teki merkittävän strategisen päätöksen, kun yhtiö päätti avata uuden tehtaan Indonesiaan korvaamaan yhtiön Kiinan tehtaiden tuotantoa.

Merkittävimmät yrityskaupat

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

Rapala konsernin kehitys



Historia ja yrityskaupat 2/2

Maailman suurimmalta uistintehtaalta odotettiin paljon, mutta sille asetetut tavoitteet eivät ole edelleenkaan toteutuneet ja yhtiö on myöntänyt Kiinasta lähtemisen olleen jälkikäteen virhearvio. Vuonna 2011 yhtiö luopui Kiinan toimintojen alasajon yhteydessä myös, siellä sijainneesta lahjatavaraliiketoiminnastaan. Yhtiö avasi jo vuonna 2011 myös kuluttajille suunnatun verkkokaupan USA:ssa.

Vuonna 2012 konserni teki sen viimeisimmät kaksi merkittävää yrityskauppaa, laajenemalla talvikalastukseen ostamalla kairavalmistajat Mora Icen ja Strike Masterin. Yhtiön menneitä yrityskauppoja leimaa näkemyksemme mukaan niiden kunnollisen integroinnin puute Rapala konserniin ja vaikka Rapalan maksamat hinnat yrityksistä olivat mielestämme pääsääntöisesti hyviä, olisi paremmasta integroinnista voitu saada näkemyksemme mukaan myös synergioita irti.

Vuodet 2013-2017 ovat olleet Rapalalle kokonaisuutena erittäin haastavia vuosia ja liikevaihto ja liikevoitto ovat olleet jatkuvassa paineessa erityisesti kolmansien osapuolien tuotteiden osalta. Aikaperiodia ovat leimanneet Indonesian tehtaalla ylösajon haasteet, tuotannon siirrot Kiinan tehtaalla Indonesiaan, varastojen siivous, tappiot Iso-Britannian liiketoiminnassa ja Venäjän jakelu-yhtiön haasteet.

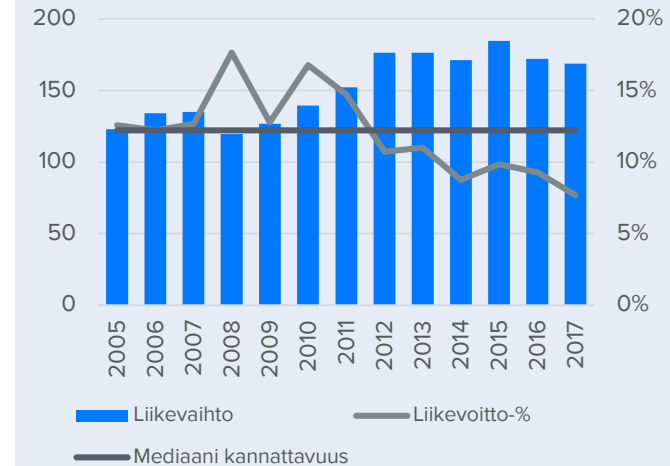
Rapala sai syksyllä 2016 uuden toimitusjohtajan ja uusi strategia lanseerattiin helmikuussa 2017. Uusi strategia tähtää myynnin kääntämiseen kasvu-uralle sekä parempaan pääoman tuottoon. Vuonna 2017 vähittäiskaupan murros kaatoi Rapalan kaksi tärkeää asiakasta Pohjois-Amerikassa, minkä takia strategian positiivisia vaikutuksia ei nähty vielä viime vuoden

tuloksessa. Strategian positiiviset vaikutukset näkyivät viime vuonna jo hieman laskeneina varastotasoina. H1'18 tulosraportissa oli kuitenkin nähtävillä jo muutosta parempaan myös liikevaihdon ja tuloksen osalta. Yhtiön liikevoitto kasvoi 15,3 MEUR:oon (H1'17: 11 MEUR). Myös liikevaihto kasvoi vertailukelpoisesti kaikilla markkinoilla. Käsittelemme seuraavassa luvussa Rapalan uutta strategiaa tarkemmin.

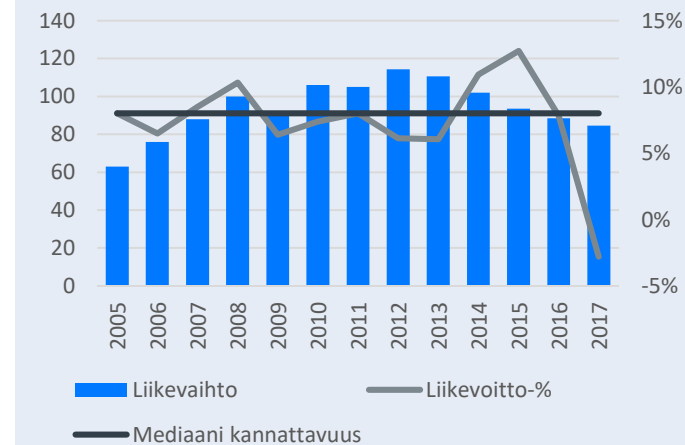
Kokonaisuutena Rapalan liikevaihto on 20 vuoden aikana pörssilistautumisensa jälkeisestä 100 MEUR:sta kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa 253 MEUR:oon. Arvioimme mukaan tästä kasvusta valtaosa on syntynyt epäorgaanisesti yritysostojen avulla. Voimakkainta kasvu on ollut yhtiön uusimmilla markkinoilla Muu Eurooppa ja muu Maailma.

Pörssilistautumisen jälkeen yhtiön liikevoitto on laskenut vuoden 1998 noin 20 MEUR:sta viime vuoden vertailukelpoiseen 11,4 MEUR:oon. On sanomattakin selvää, että liikevoiton puolittuminen 150 % kasvaneesta liikevaihdosta huolimatta on heikko suoritus ja osoittaa sen, että kasvu itsessään ei ole itseisarvo omistajien kannalta. Kannattavuuden lasku aikaperiodilla johtuu näkemyksemme mukaan etenkin siitä, että aikaisemmin yhtiön tuotetarjonta keskittyi pelkästään erittäin korkean myyntikatteen uistimiin. Yhtiö on myös laajentanut tarjontaansa huomattavasti ja kaikkien uusien tuoteryhmien kannattavuus on uistimia heikompi. Lisäksi laajentunut jakeluverkosto sekä alusta asti vaikeuksissa ollut Indonesian tehdas ovat tuoneet merkittävästi lisää kustannuksia.

Omien tuotteiden kehitys

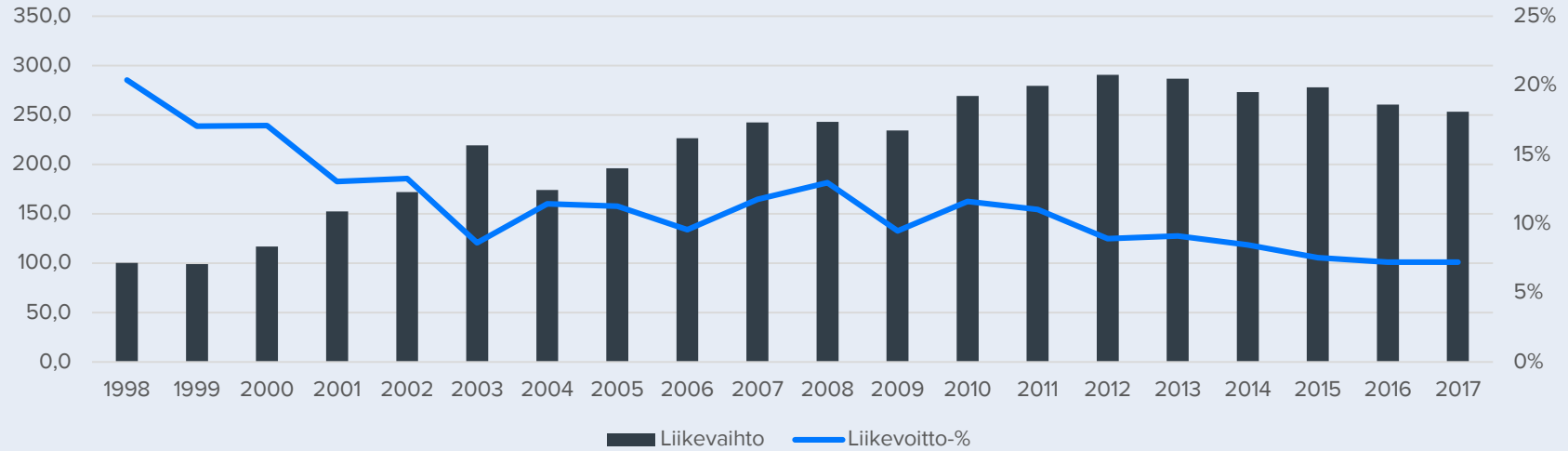


Kolmansien osapuolien tuotteiden kehitys

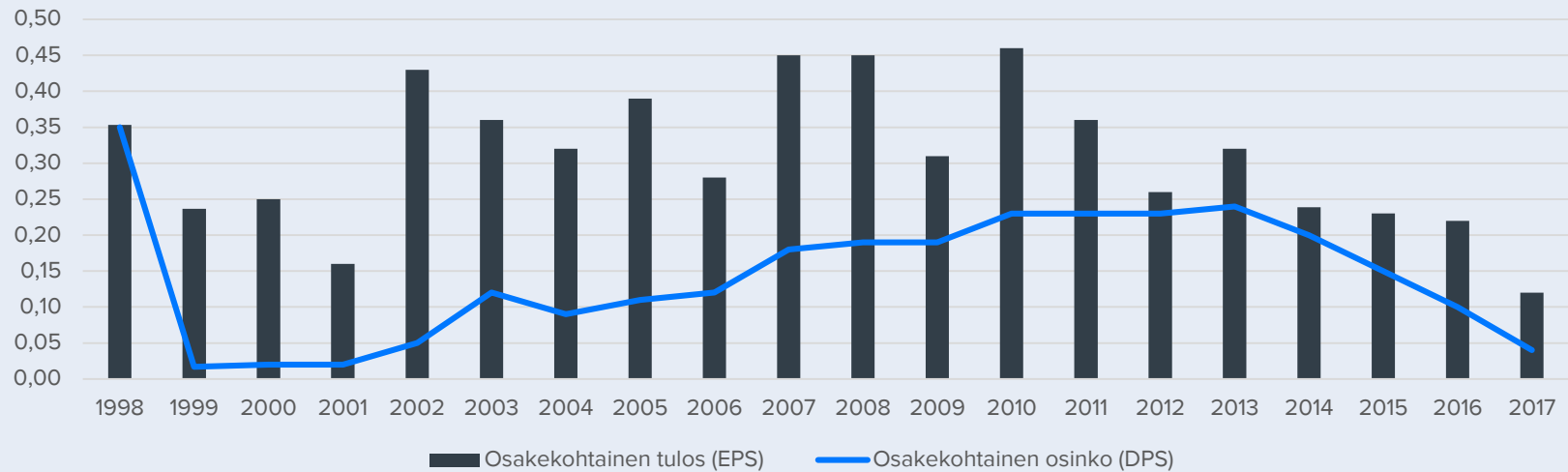


Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



Rapalan kilpailuedut ja strategiauudistus

Kilpailuedun kulmakivet

Rapalan kilpailuetuina ovat pitkään toimineet sen vahvat brändit, oma tuotanto, laaja jakelu sekä tuotekehitys. Suurten markkinaosuuksien myötä yhtiö saa lisäksi selkeitä mittakaavaetuja tuotannossa, hankinnassa, T&K-toiminnassa sekä logistiikassa, mikä luo hyvät lähtökohdat oman tuotannon ja jakelun järjestämisessä. Rapala on useissa tuoteryhmissään selkeä markkinajohtaja ja esimerkiksi uistimissa yhtiön markkinaosuus on kehittyneillä markkinoilla arviomme mukaan yli 30 % ja kolmihaarakoukuissa yli 40 %.

Yhtiön selvästi kestävämpänä kilpailuetuna näemme edelleen yhtiön brändit. Muilla alueilla yhtiö pyrkii parantamaan tekemistään uuden strategiansa avulla.

Uusi strategia

Rapala uusi strategiakausi alkoi helmikuussa 2017 ja se on kolmivuotinen. Uuden strategian myötä yhtiö on alkanut tehdä merkittäviä ja näkemyksemme mukaan oikeita toimenpiteitä organisaationsa ja toimitusketjun kehittämiseksi.

Strategian ytimessä ovat myynnin kääntäminen kasvuun sekä parempi pääoman tuotto. Yhtiö kehittää toimitusketjuaan virtaviivaisemmaksi, jota käsitelimme jo liiketoimintamalli-luvussa. Yhtiö on myös lisännyt digitaalisen markkinoinnin osuutta ja laajentanut jakeluaan Euroopassa myös omaan verkkokauppaan.

Strategian myötä yhtiö on myös uudistanut yhtiön sisäistä kannustinjärjestelmää (maayhtiöt, tehtaot) ja ensimmäistä kertaa moneen vuoteen myös yhtiön johto omistaa Rapalan osakkeita. Selvin merkki yhtiön positiivisesta kehityksestä toimitusketjun hallinnan osalta ovat olleet 120

MEUR:sta 96,7 MEUR:oon laskeneet varastotasot (sis. 9 MEUR:n alaskirjauksen). Tämä on vapauttanut pääomia varastoista ja antanut yhtiölle enemmän taloudellista liikkumavaraa.

Brändit

Rapalan brändiportfolio pitää sisällään useita kalastusvälinealan johtavia brändejä ja tämän takia yhtiöllä on erittäin vahva hinnoitteluvoima kuluttajia kohtaan. Etenkin uistimissa ja vieheissä kuluttajat ovat erittäin brändiuskollisia ja yhtiö kykenee veloittamaan huomattavasti korkeampia marginaaleja suhteessa kilpaileviin tuotteisiin. Näkemyksemme mukaan Rapalan brändien vahvuus ja niiden hinnoitteluvoima ovat vaimentaneet yhtiön viime vuosien pudotusta selvästi.

Tuotannon tehostaminen etenee

Yhtiö toteutti keväällä 2017 noin 50 ihmisen vähennykset Vääkсын tehtaalta, jonka seurauksena uistintuotannon työvaihe siirtyi Sortavalan ja Pärnun tehtaalle. Työvaiheen siirto vähensi uistinten edestakaista liikuttelua ja toi yhtiö arvon mukaan noin 1,5 MEUR:n vuosittaiset kustannussäästöt. Euroopan tehtaiden osalta pidämme erittäin positiivisena kehityksenä jo liiketoimintamalli-kappaleessa käsiteltyä toimitusketjun kehittämistä kysyntäohjautuvaksi sekä tuotannon läpimenoaikojen lyhentymistä.

Yksi suurin kysymysmerkki strategian etenemisessä on Batamin uistintehdas. Pitkään alisuoriutuneen maailman suurimman uistintehtaan tehokkuuden parantaminen on johdon fokuksessa tänä vuonna ja pidämmekin sen etenemistä kriittisenä, jotta Rapala kykenisi nousemaan seuraavalle tasolle

kannattavuudessaan. Indonesian tehdas on edelleen tappiolla arviomme mukaan vuositasolla noin 1-2 MEUR.

Yhtiö on käymässä Batamin tehtaan tuotenimikkeiden kannattavuutta läpi tuotenimike kerrallaan. Arvioimme koko prosessin läpikäynnin vievän aikaa (1-2 vuotta), sillä tuotenimikkeiden runsas määrä (10 000 SKU) ja korkea määrä manuaalisia tuotantoprosesseja, tekee tehtaan tuotevirtojen hallinnasta varsin monimutkaista, mikä hidastaa muutoksien tekemistä. Rapalan käydessä läpi Batamilla valmistettavia tuotenimikkeitä sen on myös tarkoitus ulkoistaa se osa tuotteista, mitä tehtaalla ei kyetä valmistamaan kannattavasti. Batamin tehtaan ongelmat ovat jatkuneet jo vuosia jatkuvista korjaustoimista huolimatta ja mielestämme onkin tärkeää, että yhtiö on valmis myös aiempaa merkittävämpiin toimiin (ulkoistukset). Emme myöskään pidä poissuljettuna vaihtoehtoa, että koko Batam suljettaisiin ja tuotanto siirrettäisiin takaisin Kiinaan alihankkijoille. Tämä kuitenkin jää nähtäväksi ja riippuu tehostamistoimenpiteiden onnistumisesta.

Tuotekehitys

Rapalan tuotekehitysosaaminen on ollut kovien uistinten osalta erittäin kilpailukykyinen jo yhtiö alusta asti. Tuotekehitysprosessi on uuden strategian myötä muuttunut kuitenkin aiempaa systemaattisemmaksi. Yhtiö keskittyy tuotekehityksessään lisämyynnin aikaan saamiseen uusista kalastussegmenteistä aiemman vanhojen tuotteiden kannibalisoinnin sijaan. Uusista kalastuksen segmenteistä yhtenä esimerkkinä on hauen kalastuksen kehitetty hybridiuistin Rapala X-Rap Peto (etuosa vaappu ja takaosa jigi).

Rapalan kilpailuedut ja strategiauudistus

Verkkojakelustrategia

Rapalalla on ollut verkkokauppa Pohjois-Amerikassa jo vuodesta 2011. Uuden strategian myötä Rapala avasi vihdoin toukokuussa 2018 verkkokaupan myös EU:n alueelle. Näkemyksemme mukaan B2C-rajapinta antaa Rapalalle selkeitä etuja eteenpäin mentäessä. Yhtiö saa paremman myyntikatteen verkon kautta myytävistä tuotteistaan, pääsyn asiakasdataan ja paremman hallinnan omaan brändiinsä. Tällä hetkellä Rapalan verkkokaupan tuotteet on hinnoiteltu korkeammaksi kuin kivijalkakauppojen loppuhinnastot. Kuluttaja joutuu tähän päälle maksamaan lisäksi postimaksut. Rapalan näkemyksen mukaan kuluttajat tulevatkin verkkokauppaan ostoksille, jos he etsivät laajempaa valikoimaa kuin lähimarketeista on saatavilla. Rapala ei halua verkkomyynnin edelleenkaan kannibalisoivan vanhan jakelukanavansa myyntiä, vaan myös sen avulla se tähtää ensisijaisesti lisämyynnin aikaan saamiseen.

Verkkokauppa on myös osa yhtiön digitaalista brändin rakennuskampanjaa. Yhtiön onkin aktivoitunut selvästi laadukkaan digitaalisen markkinoinnin käytössä aiemman pelkän painetun median hyödyntämisen sijasta.

Euroopan verkkokaupan varastot, pakkaus ja lähetys ovat tällä hetkellä ulkoistettuja Viroon ja toiminta tuo luonnollisesti myös kustannuksia. Uskomme EU-verkkokaupan pääsevän break-even kannattavuuteen noin kahden vuoden säteellä, kunhan verkkokaupan tunnettavuus kasvaa ja volyymit nousevat. Arviomme mukaan Rapalan liikevaihdosta yhteensä vasta noin 2 % tulee suorasta B2C-myyntistä.

Amazonia Rapala käyttää tällä hetkellä pelkästään B2B loppuasiakkaanaan, eikä se hyödynnä sen alustaa B2C-markkinapaikkanaan. Rapala on parhaillaan aloittamassa yhteistyötä myös Euroopan Amazonin kanssa. Näemme, että Rapalalla voisi olla mahdollisuuksia myös B2C-myyntiin Amazonin ja Alibaban kaltaisilla markkinapaikoilla, mutta käsityksemme mukaan yhtiö ei ole vielä pohtinut markkinapaikkojen käyttöä verkkomyyntistrategiassaan.

Kokonaisuutena pidämme verkkostrategian asteittaista etenemistä kuitenkin positiivisina ja Rapala on vihdoin aloittanut jakelukanavansa sopeuttamisen vähittäiskaupanmurrokseen myös Pohjois-Amerikan ulkopuolella. Kivijalkakaupoille suuntautuvan B2B-jakeluvolyymien näemme laskevan maltillisesti tulevaisuudessa ja Rapalan kannalta onkin tärkeää, että tuo volyymi saadaan korvattua muista kanavista.

Perinteisen jakelukanavan kilpailuedun näemme laskevan

Näkemyksemme mukaan Rapalan maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat olleet, sille aiemmin merkittävä kilpailuetu, mutta yhtiön pitää arviomme mukaan alkaa tarkastella niiden roolia kriittisesti erityisesti vähittäiskaupan murroksen edetessä.

Jakelun pitämistä yhtiön omissa käsissä on historiallisesti perusteltu sillä, että se parantaa yhtiön kykyä saada omia tuotteita kaupan valikoimiin, se antaa paremman tuntuman loppumarkkinan asiakaskysynnästä, se parantaa yhtiön myyntikatemarginaaleja ja mahdollistaa nopean reagoinnin kysynnän muutoksiin. Näemme omien jakeluyhtiöiden merkittävän

kääntöpuolena kuitenkin korkeat kustannukset sekä niiden sitomat varastotasot.

Uuden strategian myötä yhtiö on ulkoistanut osan maakohtaisista varastoistaan mm. Aasiassa ja Australiassa. Näissä maissa ulkopuoliset varastot ovat tarjonneet kustannustehokkaamman ratkaisun, sillä yhtiön jakeluvolyymit ovat näillä markkinoilla suhteellisen matalat.

Kokonaisuutena näemme yhtiön strategiaprosessin etenevän oikeaan suuntaan tuotannon tehostusten ja toimitusketjun johtamisen ja varastotasojen laskun osalta. Yhtiön oman jakelun tulevaisuuden rooli nostaa kuitenkin epävarmuutta ennusteisiimme. Jos jakeluyhtiöiden liikevaihto kääntyy kasvuun, nykyistä laajaa jakeluverkostoa voidaan ylläpitää. Jos myynti ei lähde kasvuun, tulee yhtiön alkaa näkemyksemme mukaan sulkea kannattamattomia jakeluyhtiöitä asteittain.

Strategia yhteenveto

Keskiössä epäorgaaninen kasvu

- Useita pieniä ja keskisuuria yrityskauppoja (brändit, jakeluyhtiöt)
- Ostojen heikosta integroinnista johtuen kasvu ei ole luonut omistaja-arvoa
- Venäjän erinomainen kehitys finanssikriisin jälkeen peitti alleen rakenteellisia ongelmia muussa liiketoiminnassa

Uusi strategia

- Myynnin kääntäminen orgaaniseen kasvuun
- Parempi pääoman tuotto
- Varastotasojen selkeä lasku
- Brändit edelleen yhtiön merkittävien kilpailuetu

Mahdollinen paluu yritysostomarkkinoille

- Oman toimitusketjun tehostaminen vapauttaa taseesta pääomia ja nostaa velkkapasiteettia
- Mahdollistaa isommat yritysjärjestelyt
- Vähittäiskaupan murroksen etenemiseen reagointi

1999 – 2017

2017 – 2020

2020 –

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

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

Lähitulevaisuus 1-3v

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

Pitkä aikaväli

- Vavat ja kelat yhtiön portfolioon
- Verkkokaupan korkeakatteisen volyymin kasvatus ja platformien käyttö myynnin kanavana
- Perinteisen B2B-jakelukanavan kustannusten sopeuttaminen laskevaan volyymin
- Mahdollisten yrityskauppojen integraatiossa onnistuminen

Riskit

Riskit

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

Vähittäiskaupan murros luo Rapalan liiketoiminnalle myös riskejä. Sen jakeluyhtiöiden volyymi kohdistuu pääosin kivijalkakaupoille. Erityisesti kolmansien osapuolien myydessä tuotteitaan Amazonin tai oman verkkokaupansa kautta tämä volyymi ei välttämättä tulevaisuudessa kulje enää Rapalan jakeluyhtiöiden kautta. Kolmansien osapuolien jakeluvolyymillä on tärkeä rooli jakeluyhtiöiden kiinteiden kustannusten kattamisessa ja mikäli volyymi laskisi nykyisestä selvästi, joutuisi Rapala tekemään rajuja muutoksia liiketoimintamalliinsa.

Batamin tehdas on ollut raskaasti tappiollinen sen perustamisesta asti ja lukuisista yrityksistä huolimatta Rapala ei ole onnistunut sen kääntämisessä. Tappioiden lisäksi Batamin tehdas ei ole kyennyt vastaamaan sille asetettuihin tuotannollisiin tavoitteisiinsa. Batamin tehtaalla ongelmien ratkaiseminen on mielestämme edellytys sille, että Rapala saa toimitusketjunsä aiempaa joustavammaksi ja ennustettavammaksi. Mikäli Batamin käänne epäonnistuu ja Rapala siirtäisi sen tuotannon alihankkijoille, olisi edessä todennäköisesti merkittävät alaskirjaukset sekä useita vuosia kestävä prosessi, joka vaikeuttaisi nykyisen strategian toteuttamista selvästi.

Liiketoiminnan kausiluontoisuus: Rapalan liiketoiminta painottuu vahvasti vuoden alkupuoliskolle, sillä uistinten ja muiden kalastusarvikkeiden myynnistä valtaosa ajoittuu keväälle. Siten liiketoiminnan kausiluontoisuus

asettaa paineita Rapalan tuotantokoneistolle ja varastohallinnalle. Lisäksi heikot sääolosuhteet (pitkittynyt talvi, sateinen kesä) saattavat vaikuttaa negatiivisesti sesongin myyntiin. Huonon sään takia menetettyä myyntiä ei voi paikata enää loppuvuoden aikana johtuen verrattain lyhyestä kalastuskesästä.

Korkeat varastotasot: Korkeat varastotasot eli toisin sanoen hitaasti kiertävä varasto kasvattaa alaskirjausten riskiä, jos esimerkiksi varastoon pakkautuu tuotteita joiden houkuttelevuus kuluttajien silmissä heikkenee uuden sesongin tai uusien tuotelanseerauksien myötä. Tällä hetkellä pidämme Rapalan varastoa verrattain kuranttina yhtiön tehtyä huonosti kiertävään varastoon osaan 9,5 MEUR:n alaskirjauksen vuoden 2016 lopussa. Yhtiö on onnistunut myös alentamaan varastojen kasvun riskiä toimitusketjun kehitystoimenpiteiden kautta.

Yritysostrategiassa epäonnistuminen:

Rapala on ollut aktiivinen toimija yrityskauppariikalla toteuttaessaan kasvustrategiaansa. Yrityskauppoihin liittyy aina riskejä, kuten 1) ylihinnan maksaminen, 2) avainhenkilöiden menettäminen, ja 3) integroinnissa epäonnistuminen. Historiallisesti Rapala on onnistunut yrityskaupoissa välttämään ylihinnan maksamisen. Ostettavien kohteiden integroinnissa yhtiö ei sen sijaan näkemyksemme mukaan ole ollut erityisen hyvä ja tämä on yksi keskeinen syy miksi yhtiön yritysostovetoinen kasvu ei ole ollut kannattavaa.

Kauppan omat tuotemerkit: Rapalan suurimmat asiakkaat eli suuret vähittäiskaupat (Walmart, Target, Bass Pro Shops) ovat viime vuosikymmenen aikana panostaneet jatkuvasti enemmän omiin tuotemerkeihinsä, mikä johtuu

luonnollisesti niiden paremmista marginaaleista kaupan kannalta. Kaupan omat tuotemerkit vähentävät Rapalan omien tuotteiden saamaa hylly- ja mainostilaa ja kasvattavat samalla hintapaineita, sillä kaupan omat tuotemerkit ovat usein hinnoiteltu erittäin aggressiivisesti. Tätä väistämätöntä trendiä vastaan Rapalan paras kilpailusuoja ovat sen vahvat brändit ja niihin liittyvä kuluttajauskollisuus sekä oman tuotannon tehokkuus ja kilpailukyky.

Shimano-yhteistyö: Shimano on Rapalan suurin yksittäinen asiakas (Rapala myy noin 40 MEUR:lla Shimanon tuotteita) ja lisäksi Shimano myy Rapalan tuotteita useisiin maihin. Shimano-yhteistyön päättyminen heikentäisi Rapalan myyntiä lyhyellä aikavälillä selvästi. Pitkällä aikavälillä yhteistyöhön liittyy riskejä, sillä se on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä keskeinen este sille, ettei Rapala saa jaeltua vapoja ja keloja Yhdysvalloissa. Lisäksi Rapalan myynti Keski-Euroopassa on varsin heikkoa johtuen Shimano-yhteistyöstä.

Taloudellinen tilanne

Tase on kohtuullisessa kunnossa

Pitkäaikaisen varallisuuden osalta Rapalan merkittävimmät omaisuuserät liittyvät aineettomaan omaisuuteen, jonka osuus yhtiön varoista on kokonaisuutena noin 73 MEUR. Taseessa on noin 48 MEUR:n arvosta liikearvoa ja 25 MEUR:n arvosta tavaramerkkejä, jotka ovat kertyneet sinne vuosien saatossa erilaisista yrityskaupoista. Sijoittajien on hyvä huomata, että liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä Rapalan omaa brändiä, jonka arvo on näkemyksemme mukaan jo itsessään selvästi taseeseen kirjattua aineetonta omaisuusmassaa korkeampi. Näin ollen näkemyksemme mukaan liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä merkittävää alaskirjauriskia.

Lyhytaikaisen varallisuuden osalta ylivoimaisesti suurin omaisuuserä on vaihto-omaisuus, jonka määrä H1'18 lopussa oli 97 MEUR. Tästä vaihto-omaisuudesta valtaosa (90 %) on sidottuna varastoihin. Suhteessa liikevaihtoon vaihto-omaisuuden määrä oli H1'18 lopussa noin 35 %. Määrä on laskenut finanssikriisin jälkeiseltä noin 40 %:n tasolta johtuen 9,5 MEUR:n alaskirjauksesta sekä yhtiön varaston alentamiseen tähtäävistä toimenpiteistä.

Vaikka varastojen suhteellinen osuus onkin laskenut, on se edelleen erittäin korkealla tasolla. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi kyetä laskemaan varastotasoa edelleen, sillä nykyisen kaltaisilla tasoilla yhtiön oman pääoman tuotto jää väistämättä vaisulle tasolle. Laskelmiemme mukaan varastotasojen tulisi laskea selvästi alle 30 %:iin, jotta pääoman tuotto kohoaa kaksinumeroiselle tasolle jota voidaan pitää Rapalalle ehdottomana minimitasona. Varastotasojen laskiessa noin 25 %:iin, nousisi pääoman tuotto nykyisillä marginaaliennusteillamme kohtuulliselle noin 15

%:n tasolle. Pidämme 30 %:n tasoa saavutettavana muutaman vuoden tähtämellä nykyisen strategian puitteissa, mutta selvästi tätä alempi taso vaatisi arviomme mukaan vielä selkeämpiä muutoksia liiketoimintamalliin (mm. varastojen keskittämistä välivarastoihin maakohtaisten varastojen sijaan ja maayhtiöiden tilausten tiukempaa koordinoitua yms.).

Vaihto-omaisuuden lisäksi myyntisaamiset ovat toinen merkittävä erä yhtiön lyhytaikaisessa varallisuudessa. H1'18 lopussa myyntisaamiset olivat 66 MEUR tai 25 % liikevaihdosta. Taso tulee laskemaan rahavirran kausiluonteisuudesta johtuen ja arviomme sen olevan vuoden lopussa noin 50 MEUR tai 20 % liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan tämä erä on jo nyt kohtuullisen hyvällä tasolla, kun huomioidaan yhtiön suurten asiakkaiden (suuret kauppaketjut kuten Walmart, Bass Pro, S-Ryhmä yms.) neuvotteluvoima ja oletammekin tason pysyvän vakaana tulevina vuosina.

Rapalan oma pääoma oli vuoden H1'18 lopussa 151 MEUR, josta määräysvallattomille omistajille kuuluva osuus on 7,1 MEUR. Käytännössä tämä tarkoittaa Shimanolle kuuluvaa osuutta Itä-Euroopan yhteisyrityksestä. Omassa pääomassa on mukana yhtiön 2017 liikkeeseen laskema 25 MEUR:n hybridilaina. Hybridilainan korko on 5,4 % ja se voidaan lunastaa takaisin aikaisintaan keväällä 2019. Hybridilainan liikkeeseen lasku oli mielestämme osittain kyseenalainen päätös, sillä yhtiön ongelmana ei ollut liika velkaantuneisuus, vaan heikko velanhoidokyky rajusti laskeneen tuloksen johdosta. Käsityksemme mukaan yhtiön vieraan pääoman kustannus olisi kuitenkin kohonnut selvästi ilman hybridilainaa ja hybridilaina oli lopulta paras ratkaisu rahoituksen kokonaiskulujen kannalta. Odotamme Rapalan maksavan hybridilainansa takaisin keväällä 2019, koska parantuneen

tuloksen myötä yhtiön velanhoidokyky on parantunut selvästi ja yhtiö ei enää tarvitse sitä.

Hybridilainan lisäksi yhtiöllä on vierasta pääomaa taseessaan noin 85 MEUR:lla ja keskiporkko on arviomme mukaan noin 3 %. Hybridilainalla ja käteisvaroilla oikaistuna yhtiön nettovelka oli H1'18 lopussa noin 100 MEUR ja tämän keskiporkko hieman alle 4 %.

Ostovelkoja yhtiöllä oli H1'18 lopussa 35 MEUR eli noin 14 % liikevaihdosta. Taso on linjassa yhtiön historiallisen tason kanssa ja odotamme ostovelkojen säilyvän myös tulevaisuudessa noin 14 %:ssa.

Taloudelliset tavoitteet

Rapalan taloudelliset tavoitteet liittyvät sen pääomarakenteeseen ja ne ovat:

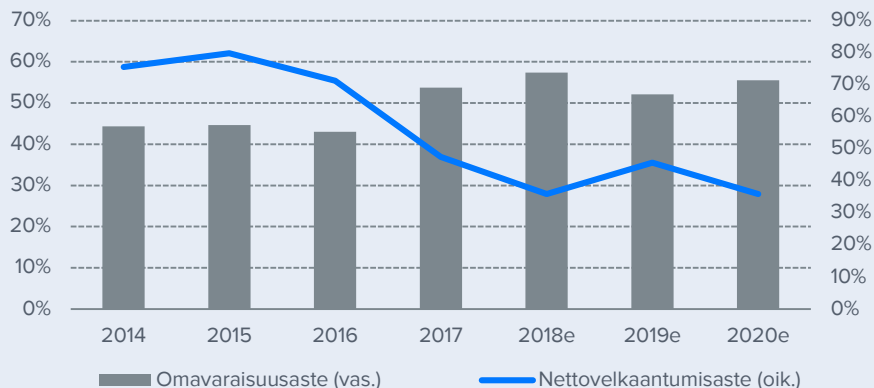
- Nettovelkaantumisaste alle 150 %
- Nettovelka/EBITDA (rullaava 12kk) alle 3,8x

Rapalan nettovelkaantumisaste oli H1'18 lopussa 68 % ja hybridilainasta oikaistuna noin 80 %. Nettovelka/käyttökate on ensi vuoden ennusteillamme ja hybridilaina huomioiden noin 3x. Pidämme nykyistä taseen velkatasoa kohtuullisena, edellyttäen että H1'18 nähty hyvä tuloskehitys jatkuu. Defensiivisten rahavirtojensa turvin yhtiö kykenee kantamaan kohtuullista velkallastia ja näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaakin käyttää velkavipua pääoman tuoton nostamiseksi.

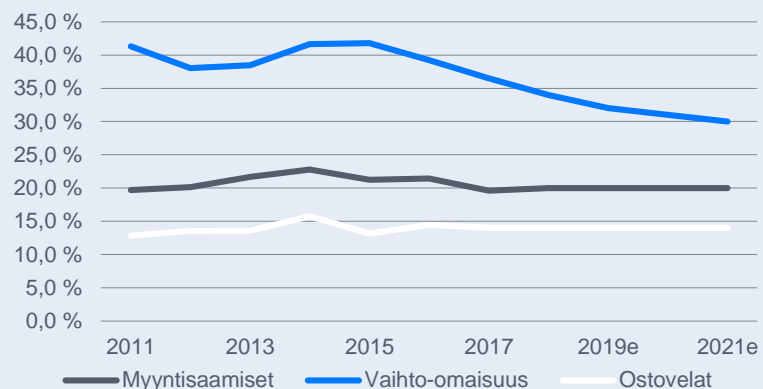
Nykyinen tase antaa yhtiölle hyvin vähän liikkumavaraa yritysostokentällä, mutta strategian edetessä (tulos kasvaa ja varastot laskevat) absoluuttisen velan tulisi laskea suhteellisen nopeasti ja yhtiöllä pitäisikin olla edellytykset toteuttaa yritysostoja parin vuoden kuluttua.

Taloudellinen tilanne

Taseen avainlukujen kehitys



Käyttöpääoman kehitys



Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	126	124	113	113	113
Liikearvo	48	48	48	48	48
Aineettomat oikeudet	30	30	25	25	25
Käyttöomaisuus	34	36	33	33	33
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	3	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	2	2	2
Laskennalliset verosaamiset	8	6	6	6	6
Vaihtuvat vastaavat	187	193	152	153	151
Varastot	116	102	92	88	85
Muut lyhytaikaiset varat	0	1	0	0	0
Myyntisaamiset	59	56	50	52	53
Likvidit varat	12	34	10	13	13
Taseen loppusumma	313	316	266	266	264

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	132	128	136	144	127
Osakepääoma	4	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	112	108	91	99	107
Omat osakkeet	-5	-5	-5	-5	-5
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	22	22	47	47	22
Vähemmistöosuus	9	9	7	9	10
Pitkäaikaiset velat	72	53	44	47	55
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	59	42	35	37	42
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	12	9	9	14
Lyhytaikaiset velat	101	127	79	67	71
Lainat rahoituslaitoksilta	65	89	44	30	34
Lyhytaikaiset korottomat velat	37	38	36	36	37
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	313	316	266	266	264

Ennusteet ja arvonmääritys 1/3

Tulevaisuuden ennusteet

Rapalan lähivuosien teemana on paluu takaisin orgaaniselle kasvu-uralle ja Batamin tappioiden katkaisu. Toimitusketjun kehittämisen seurauksena organisaatiosta tulee ketterämpi, mikä laskee varastoja, mikä puolestaan laskee rahoituskuluja. Arvioimme positiivisten muutosten näkyvän yhtiön tuloslaskelmassa asteittain 2018-2020 välillä.

Kun Rapalan oma organisaatio on laitettu ensin kuntoon, niin uskomme yhtiön fokuksen kääntyvän asteittain myös epäorgaaniseen kasvuun. Ennen 2020 emme usko Rapalan tekevän merkittäviä yritysostoja.

2018 – takaisin kasvu-uralle

Vuosi 2018 alkoi Rapalan osalta pitkästä aikaa hyvin ja yhtiön H1-tulos kääntyi kasvuun 15,2 MEUR (H1'17: 11,0 MEUR). Tulos myös ylitti selvästi markkinoiden odotukset etenkin kannattavuuden osalta. Vahvan kehityksen ajureina toimivat kaikkien markkinoiden vertailukelpoisesti kasvanut myynti ja erityisesti Yhdysvalloissa kehitys oli vahvaa (vrt.+ 15 %) ja tämän seurauksena myyntimix painottui korkean kannattavuuden uistimiin.

Kokonaisuutena vuoden 2018 osalta odotamme Rapalan palaavan strategian tukemana takaisin maltilliselle kannattavan kasvun uralle. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2 % 259 MEUR:oon. Maantieteellisesti myynnin kasvu tulee pääosin Pohjois-Amerikasta, sillä tärkeiden asiakkaiden konkurssit vähensivät myyntiä vertailukaudella ja Pohjois-Amerikan kysyntä palautuu ennusteessamme hieman vuoden 2016 tasoa korkeammalle.

Liikevoitto tulee parantumaan selvästi ja ennustamme liikevoiton nousevan 19,9 MEUR:oon (2017: 8,9 MEUR) ja liikevoittomarginaalin paranevan 7,7 %:iin 3,5 %:sta. Kannattavuusparannuksen taustalla on yhtiön myyntimixin selvä parantuminen erityisesti Pohjois-Amerikan uistinmyynnin kasvun myötä. Runsaslumisen alkuvuoden ansiosta myös suksimyynti paranee hieman edellistalvien heikoilta tasoilta ja odotamme sen tekevän nollatuloksen (aiemmin selvällä tappiolla). Myös Batamin tappiot supistuvat vuoden 2018 aikana noin 1-2 MEUR:illa. Yhtiön vertailukelpoisten kustannustason (opex) ennakoimme pysyvän suunnilleen edellisvuoden tasolla strategiaa tukevien uusien kustannuserien korvattessa aiemmin saavutettuja kustannussäästöjä (esim. Vääksey).

Hybridin korkokuluista oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa 0,24 euroon (2017: 0,12 euroa). Shimanolle maksettujen vähemmistöosuuksien ennustamme jatkavan matalalla tasolla (-0,5 MEUR) johtuen Venäjän ongelmista ja sillä ei ole takavuosisista poiketen enää merkittävää vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen. Yhtiön verokanta laskee vuoden 2018 ennusteessamme 32 %:iin (2017: 58,5 %) paremman kannattavuuden ja Yhdysvaltojen verouudistuksen ansiosta.

Osinko palaa ennusteessamme vuoden 2016 tasolle 0,10 euroon (2017: 0,04 euroa). Yhtiö jatkaa varastojen laskua 34 %:iin liikevaihdosta (2017: 36,5 %). Oman pääoman tuotto kohenee tämän seurauksena 6,8 %:iin (2017: 1,4 %), mutta jää edelleen hyvin vaatimattomalle tasolle.

2019 – tulosparannus jatkuu

Liikevaihdon kehityksen kannalta vuosi 2019 on vuoden 2018 kaltainen ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 2 % 264 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun tukee konsernin omat tuotteet ja erityisesti uistimet (+5 %), mutta kolmansien osapuolien myynti kääntyy ennusteessamme laskuun (-1 %) rakenteellisista haasteista johtuen. Liikevoitto jatkaa parantumistaan liikevaihdon volyymin kasvun ja tuotemixin parantumisen myötä.

Kannattavuusparannuksen taustalla on edelleen myös Batamin tehdas, joka saavuttaa historiansa aikana ensimmäisen positiivisen tuloksensa. Tuotannon ulkoistukset ja Batamin tuotannon pullonkaulojen vähentymiset tukevat samalla myös yhtiön myyntiä. Opex-tason odotamme jatkavan vakaana, mikä tukee kannattavuuden parantumista.

2019e liikevoitto jatkaa parantumistaan ja ennustamme liikevoiton nousevan 23,3 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 8,8 %. Vaikka tulosparannus onkin varsin merkittävä, on sijoittajan hyvä huomata, että 8,8 %:n liikevoittomarginaali on Rapalan historiallisiin tasoihin ja korkeiden myyntikatteiden luomaan potentiaaliin nähden edelleen varsin vaatimaton.

Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,32 euroon. Ennustamme yhtiön maksavan keväällä 2019 erääntyvän hybridilainansa pois, mikä tukee osakekohtaista tulosta H2'19 alkaen. Varastot laskevat 32 %:iin ja tämän tukemana osinko nousee 0,15 euroon. Oman pääoman tuotto kohenee myös tämän seurauksena 9 %:iin, mikä on edelleen melko vaatimaton taso Rapalan kaltaiselle vahvalle kuluttajabrändille.

Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

2020 - strategiakauden jälkeinen taso

Vuoden 2020 kehitys on ennusteissamme vuoden 2019 kanssa samankaltainen merkittävien ajurien ollessa muuttumattomat. 2020e liikevaihto on ennusteissamme 269,4 MEUR ja ennustamme liikevoiton nousevan 24,9 MEUR:oon sekä osakekohtaisen tuloksen 0,38 euroon. Varastot laskevat 31 %:iin liikevaihdosta ja oman pääoman tuotto nousee 11 %:iin ja se ylittää ensimmäistä kertaa tällä vuosikymmenellä yhtiön oman pääoman kustannuksen.

Täyteen potentiaaliin vielä matkaa

Näkemyksemme mukaan vuoden 2020e liikevoittomarginaali 9,3 % tai ROE-% 11 % eivät selkeästi positiivisesta kehityksestä huolimatta heijastele lähellekään Rapalan nykyisen liiketoiminnan täyttä potentiaalia. Yhtiö ei ole kertonut julkisesti strategiakauden tavoitteita, mikä tekee kehityksen ennustamisesta haastavaa ja näin olleen emme tiedä, mihin tasoon yhtiö itse uskoo kykenevänsä.

Täyden potentiaalin saavuttaminen vaatisi nykyrakenteella arviomme mukaan taakseen ainakin selvästi nykyistä paremmin toimivaa toimitusketjua (20-30 %:n varastot), Batamin tuotannon tehostamisen onnistumista sekä odotuksiamme parempaa myynnin kehitystä. Yhtiön jakeluorganisaatioon liittyy myös korkeita kustannuksia ja yhtiö voisi myös niitä tehostamalla saada todellista potentiaaliaan paremmin esiin.

Olemme seuraavalla sivulla luoneet arvomatriisit siitä, miten tärkeimpien parametrien muuttaminen vaikuttaisi yhtiön arvoon.

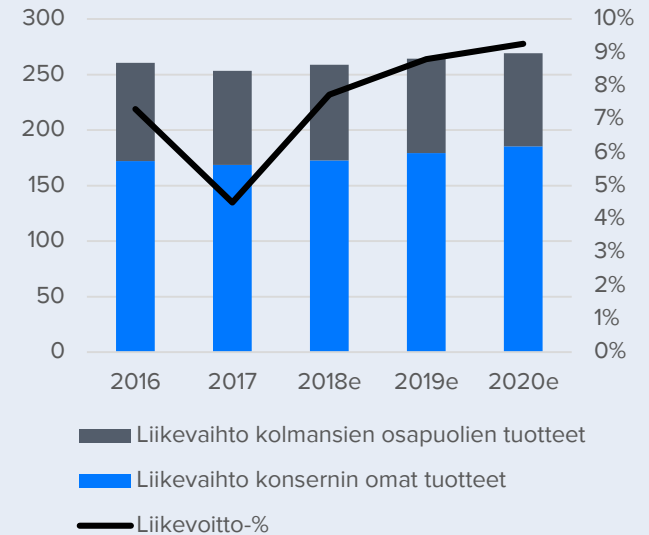
Pitkällä aikavälillä katseet yritysjärjestelyissä

Kokonaisuutena Rapalan lähivuosien teemana on paluu takaisin orgaaniselle kasvu-uralle omaa organisaatiota kehittämällä. Näkemyksemme mukaan yhtiö ei nykyisellä tuoteportfoliolla kykene yli 3 % vuotuisen kasvuun, sillä kehittyneillä markkinoilla (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka) markkinat eivät juurikaan kasva ja Rapalalla on merkittävistä markkina-osuuksista johtuen vain rajallisesti mahdollisuuksia voittaa niitä lisää.

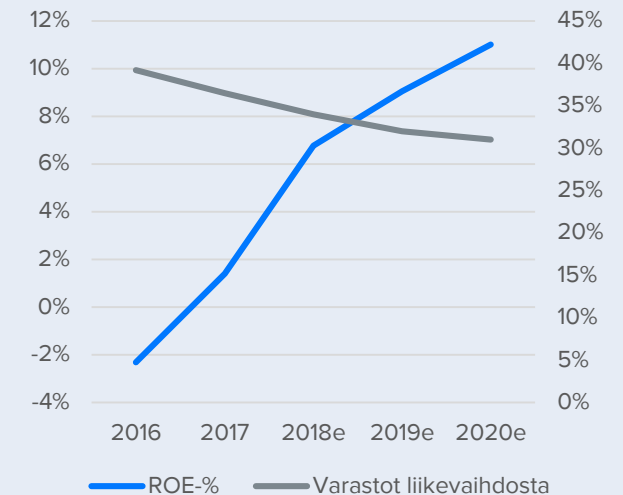
Strategiakauden (2017 alku-2020 alku) jälkeen yhtiön tuloksen ja taloudellisen liikkumavaran pitäisi olla kohentunut selvästi ja mielestämme yritysjärjestelyt ovat tämän jälkeen merkittävin yksittäinen Rapalan arvoon vaikuttava ajuri. Sillä globaalien vapa ja kela -brändin hankinnan avulla yhtiö voisi nousta seuraavaan kokoluokkaan. Tämän seurauksena jakeluyhtiöiden kiinteät kustannukset voitaisiin kohdistaa suuremmalle liikevaihdolle ja lisäksi vapojen ja kelojen myynti tukisi myös muiden tuotekategorioiden myyntiä.

Vaikka yritysjärjestelyillä on potentiaalia luoda merkittävää omistaja-arvoa, liittyy niihin aina myös riskejä. Koska isot yritysostospesulaatiot eivät ole vielä ajankohtaisia, emmekä laita niille oleellista painoarvoa yhtiön arvonmäärityksessämme.

Kasvun koostumus ja liikevoitto-% kehitys



Varastojen ja ROE-% kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Arvostus

Rapalan tulos on jo pidemmän aikaa jäänyt huomattavasti alle yhtiön todellisen potentiaalın ja tämän takia markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on heikko. Näkemyksemme mukaan strategian eteneminen ja sen tavoitteleman kannattavuuskäänteen kulmakeroon määrittävät osakkeen arvoa voimakkaasti.

Koska markkinan luottamus yhtiötä kohtaan on edelleen matala, tulee pääpaino arvonmäärityksessä antaa lyhyen aikavälin tulokertoimille, pitkän aikavälin potentiaalın sijaan.

Päivitettyillä ennusteillamme yhtiön 2018 P/E-kerroin on 14x (EV/EBIT 10x), mitä pidämme varsin neutraalina tasona. Näkemyksemme mukaan H1'18 aikana nähty tulosparannus on kestäväällä pohjalla ja koska yhtiö tekee valtaosan tuloksestaan H1 aikana, liittyy 2018 tulosennusteisiin varsin rajallista riskiä. Näin ollen osakkeen laskuvara onkin nykytasolta hyvin rajallinen, kunhan strategian toteuttaminen pysyy raiteillaan.

2019 tulosparannuksen myötä P/E-kerroin laskee 11x (9x) tasolle, jota pidämme Rapalalle varsin houkuttelevana tasona. Tämä tulosparannus on hyvin riippuvainen strategian toteutumisen onnistumisesta, mutta H1 positiivisen kehityksen ja strategian selkeän edistymisen myötä olemme tämän suhteen aiempaa luottavaisempia. Näemmekin arvostustasossa asteittaista nousuvaraa strategian jatkaessa edistymistään.

Osinkoennusteemme ovat jatkuvien

osinkopettymysten jälkeen varovaisella tasolla ja Rapalan osinkotuotto jää vielä 2018 heikoksi 2,9 %:iin. Mikäli yhtiö onnistuu käyttöpääoman vapautuksessa odotuksiemme mukaisesti ja tulos paranee ennustamallamme tavalla, paranee yhtiön osingonjakokyky selvästi ennusteitamme enemmän. Emme kuitenkaan tässä vaiheessa ole vielä valmiit antamaan osingolle oleellista painoa arvonmäärityksessämme.

Verrokkiryhmän arvostus

Suhteessa yhtiön laajaan verrokkiryhmään osaketta hinnoitellaan selvällä alennuksella. Keskeisillä tulokertoimilla alennus suhteessa verrokkeihin on noin 30 %. Pidämme perusteltuna, että Rapalaa hinnoitellaan lievällä alennuksella suhteessa verrokkeihin johtuen sen pienemmästä koosta, vaisusta track-recordista ja tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta. Pidämme hyväksyttävänä alennuksena noin 20 %:n tasoa ja näin ollen myös suhteellisesti osakkeessa on kohtuullista nousuvaraa strategian edistyessä.

Arvostusmatriisi

Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan liikevoittomarginaalinsa nykyisestä 8-9 %:n ennusteemme tasolta 10-11 %:n tasolle (näkemyksemme mukaan realistinen taso), olisi yhtiön käyvän arvon haarukka 4,6-6,4 euroa. Liikevoittomarginaalin jäädessä nykyennusteidemme tasolle olisi yhtiön käyvän arvon haarukka 3,3-4,6 euroa. Nykyinen tavoitehintamme on haarukan keskikohdassa.

Ennusteet ja arvostus

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	253	259	264	269
kasvu-%	-2,9 %	2,3 %	1,9 %	1,9 %
EBIT	9	20	23	25
EBIT-%	3,5 %	7,7 %	8,8 %	9,3 %
Tulos ennen veroja	6,0	17	20	22
EPS (EUR)	0,05	0,25	0,32	0,38
Osinko (EUR)	0,04	0,10	0,15	0,20
P/E (oik.)	29,8	14,2	10,9	9,3
P/B	1	0,9	1,1	1
EV/S	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,3	7,4	6,9	6,2
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,9 %	4,3 %	5,7 %

Arvomatriisi

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

Kvartaaliennusteet

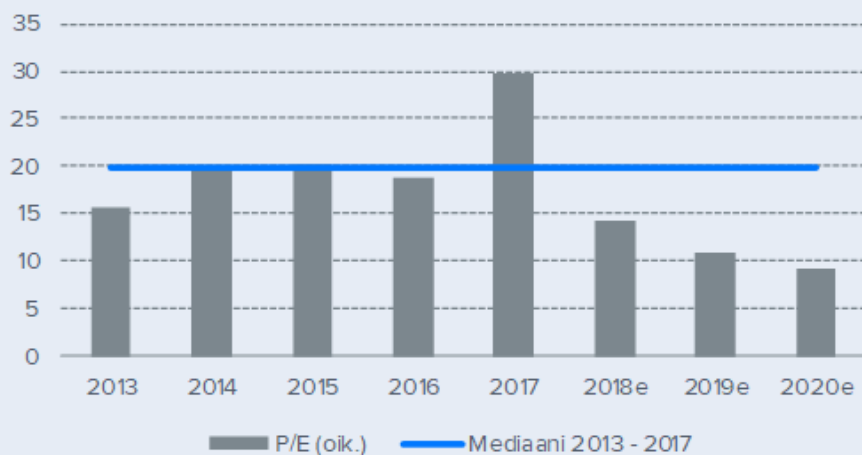
	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	260,6	140,9	112,4	253,3	142,5	116,3	258,8	264,3	269,4
<i>Konsemin omat tuotteet</i>	172,1	94,9	73,9	168,8	94,5	78,3	172,8	179,3	185,4
<i>Kolmansien osapuolten tuotteet</i>	88,5	45,9	38,6	84,5	48,0	38,0	86,0	85,0	84,0
Käyttökate	14,1	14,5	1,2	15,7	18,5	8,2	26,7	30,0	31,8
Poistot ja arvonalennukset	-6,9	-3,5	-3,3	-6,9	-3,2	-3,5	-6,7	-6,8	-6,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,8	11,4	0,1	11,5	15,2	4,7	19,9	23,3	24,9
Liikevoitto	7,2	11,0	-2,1	8,9	15,3	4,7	20,0	23,3	24,9
<i>Konsemin omat tuotteet</i>	17,4	11,5	1,5	13,0	14,0	5,5	19,5	22,4	24,1
<i>Kolmansien osapuolten tuotteet</i>	1,4	-0,1	-1,5	-1,6	1,2	-0,8	0,4	0,9	0,8
Nettorahoituskulut	-5,0	-1,8	-1,4	-3,2	-1,2	-2,0	-3,2	-3,5	-3,1
Tulos ennen veroja	2,2	9,2	-3,6	5,6	14,1	2,7	16,8	19,8	21,9
Verot	-4,2	-3,1	-0,2	-3,3	-4,4	-1,0	-5,4	-6,2	-6,8
Vähemmistöosuudet	-1,0	-0,1	-0,4	-0,5	-1,0	-1,0	-2,0	-1,3	-0,6
Nettotulos	-3,0	6,0	-4,2	1,8	8,7	0,8	9,5	12,3	14,5
EPS (oikaistu)	0,22	0,17	-0,05	0,12	0,22	0,02	0,24	0,32	0,38
EPS (raportoitu)	-0,08	0,16	-0,11	0,05	0,23	0,02	0,25	0,32	0,38
Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-6,3 %	-1,6 %	-4,3 %	-2,8 %	1,2 %	3,4 %	2,2 %	2,1 %	1,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-19,3 %	-26,9 %	-97,8 %	-39,0 %	33,3 %	6641,3 %	73,7 %	16,8 %	7,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,4 %	10,3 %	1,1 %	6,2 %	13,0 %	7,1 %	10,3 %	11,4 %	11,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	7,2 %	8,1 %	0,1 %	4,5 %	10,7 %	4,1 %	7,7 %	8,8 %	9,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	-1,2 %	4,3 %	-3,7 %	0,7 %	6,1 %	0,7 %	3,7 %	4,6 %	5,4 %

Lähde: Inderes

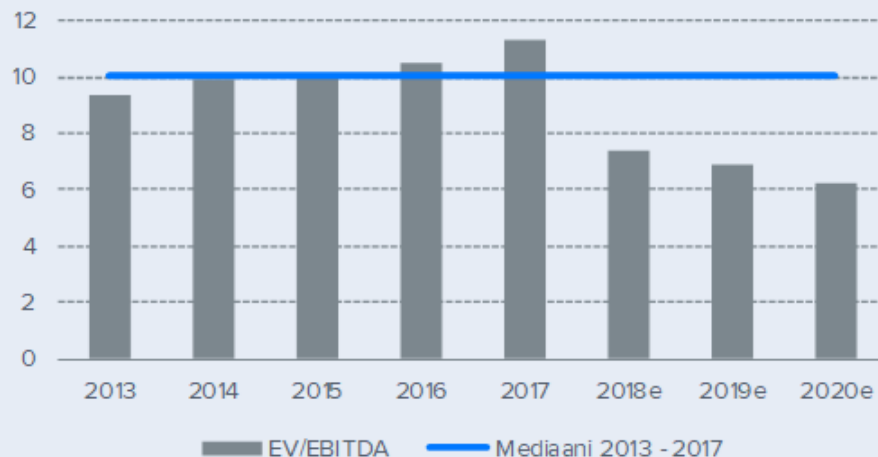
Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,01	4,75	4,74	4,21	3,45	3,50	3,50	3,50
Markkina-arvo	194	183	182	161	132	134	134	134
Yritysarvo (EV)	313	298	305	269	207	197	208	198
P/E (oik.)	15,6	19,9	20,2	18,8	29,8	14,3	10,9	9,3
P/E	15,6	19,9	27,1	neg.	71,9	14,2	10,9	9,3
P/Kassavirta	9,9	21,3	91,9	5,5	4,9	8,0	5,8	7,5
P/B	1,6	1,4	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	1,0
P/S	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,3	10,0	10,0	10,5	11,3	7,4	6,9	6,2
EV/EBIT	12,0	13,0	13,1	14,3	18,0	9,9	8,9	7,9
Osinko/tulos (%)	74,8 %	83,7 %	85,9 %	-127,7 %	83,3 %	40,5 %	46,9 %	52,9 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,2 %	3,2 %	2,4 %	1,2 %	2,9 %	4,3 %	5,7 %

P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Verrokkiryhmän arvostus

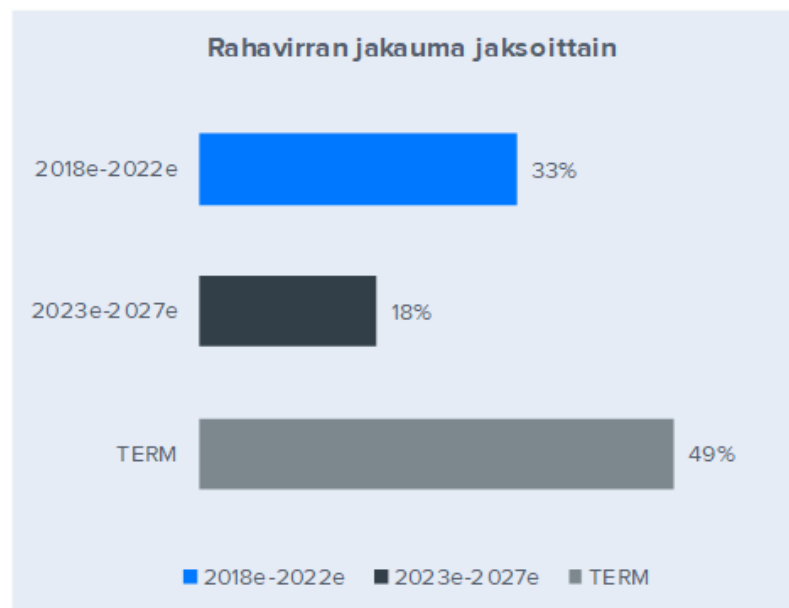
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Globeride Inc	3035,00	284	458			11,8	8,8	0,7	0,6	15,5	12,6	1,8	2,0	1,5
Shimano Inc	17110,00	12368	10522			15,3	14,1	3,8	3,6	29,3	28,0	0,9	0,9	3,4
Newell Brands Inc	21,71	8742	15889	20,3	16,9	15,5	13,8	2,1	2,0	8,6	9,3	4,3	3,6	0,7
Amer Sports Oyj	28,86	3364	4185	17,4	15,1	13,4	12,1	1,5	1,4	21,0	17,9	2,6	2,9	3,4
Fiskars Oyj Abp	18,26	1510	1161	11,8	10,9	8,6	8,0	1,0	1,0	17,9	16,3	4,1	4,4	1,2
Fenix Outdoor International AG	996,00	1050	1019	10,8	9,4	9,4	8,4	1,7	1,6	17,9	14,7	2,2	2,8	4,4
Johnson Outdoors Inc	101,33	891	779	14,0	14,2	11,6	11,4	1,6	1,6	22,4	20,3			
Deckers Outdoor Corp	119,47	3062	2728	13,9	12,6	11,4	10,5	1,7	1,6	21,6	18,3			3,7
Callaway Golf Co	23,09	1876	1925	16,9	15,6	15,0	13,7	1,8	1,8	22,8	21,9	0,2	0,3	3,1
361 Degrees International Ltd	2,00	456	104	0,8	0,7	0,8	0,7	0,1	0,1	7,1	6,5	5,7	6,3	0,6
Columbia Sportswear Co	91,97	5495	4837	17,7	16,0	14,8	13,5	2,1	2,0	26,1	23,3	1,0	1,0	3,6
Mizuno Corp	2796,00	579	619			12,5	6,6	0,4	0,4	38,9	12,8	1,8	1,8	0,8
Yonex Co Ltd	687,00	501	458			14,1	13,2	0,9	0,9	31,0	29,5	0,7	0,7	
MIPS AB	98,60	240	223	36,0	22,0	34,8	21,6	12,8	8,8	52,5	31,2			9,6
Sturm Ruger & Company Inc	68,40	1024	910	12,9	10,8	9,2	8,1	2,0	1,9	18,8	15,6			
Rapala VMC (Inderes)	3,50	134	197	9,9	8,9	7,4	6,9	0,8	0,8	14,3	10,9	2,9	4,3	0,9
Keskiarvo				15,7	13,1	13,2	11,0	2,3	2,0	23,4	18,5	2,3	2,4	3,0
Mediaani				14,0	14,2	12,5	11,4	1,7	1,6	21,6	17,9	1,8	2,0	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				-29 %	-37 %	-41 %	-39 %	-55 %	-51 %	-34 %	-39 %	58 %	117 %	-71 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	8,9	20,0	23,3	24,9	25,7	25,2	24,3	24,8	23,8	24,2	24,7	
+ Kokonaispoistot	6,9	6,7	6,8	6,8	6,8	7,0	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	
- Maksetut verot	-3,3	-5,4	-6,2	-6,8	-7,1	-7,1	-6,9	-7,1	-6,8	-7,1	-7,3	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	14,5	3,1	3,1	0,8	0,8	0,8	-2,0	-2,0	-2,0	4,0	-2,0	
Operatiivinen kassavirta	26,0	23,5	25,8	24,8	25,4	25,3	22,0	22,4	21,8	28,3	22,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,3	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttonivestoinnit	3,4	-6,8	-6,8	-6,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-6,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,1	16,7	23,2	17,9	17,5	17,4	14,1	14,5	13,9	20,4	16,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	27,1	16,7	23,2	17,9	17,5	17,4	14,1	14,5	13,9	20,4	16,1	249,5
Diskontattu vapaa kassavirta		16,2	20,8	14,8	13,3	12,1	9,1	8,6	7,6	10,2	7,5	115,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta		235,6	219,4	198,6	183,9	170,6	158,5	149,4	140,8	133,2	122,9	115,5
Velaton arvo DCF		235,6										
- Korolliset velat		-78,1										
+ Rahavarat		10,3										
- Vähemmistöosuus		-8,8										
- Osinko/pääomapalautus		-1,5										
Oman pääoman arvo DCF		157,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,11										

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



Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	126	124	113	113	113
Liikearvo	48	48	48	48	48
Aineettomat oikeudet	30	30	25	25	25
Käyttöomaisuus	34	36	33	33	33
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	3	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	2	2	2
Laskennalliset verosaamiset	8	6	6	6	6
Vaihtuvat vastaavat	187	193	152	153	151
Varastot	116	102	92	88	85
Muut lyhytaikaiset varat	0	1	0	0	0
Myyntisaamiset	59	56	50	52	53
Likvidit varat	12	34	10	13	13
Taseen loppusumma	313	316	266	266	264

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	132	128	136	144	127
Osakepääoma	4	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	112	108	91	99	107
Omat osakkeet	-5	-5	-5	-5	-5
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	22	22	47	47	22
Vähemmistöosuus	9	9	7	9	10
Pitkäaikaiset velat	72	53	44	47	55
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	59	42	35	37	42
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	12	9	9	14
Lyhytaikaiset velat	101	127	79	67	71
Lainat rahoituslaitoksilta	65	89	44	30	34
Lyhytaikaiset korottomat velat	37	38	36	36	37
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	313	316	266	266	264

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 esittäjien 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 esittäjien 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 kehoitukseksi 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) 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 jakaumaan 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.7.2016	Vähennä	4,30 €	4,25 €
31.10.2016	Vähennä	4,30 €	4,29 €
23.1.2017	Lisää	4,70 €	4,21 €
17.2.2017	Lisää	4,90 €	4,45 €
29.4.2017	Lisää	4,70 €	4,19 €
22.5.2017	Vähennä	4,20 €	4,00 €
23.7.2017	Vähennä	4,20 €	4,07 €
30.10.2017	Vähennä	4,20 €	3,92 €
18.12.2017	Vähennä	3,60 €	3,45 €
19.2.2018	Vähennä	3,10 €	3,20 €
6.5.2018	Vähennä	3,50 €	3,44 €
23.7.2018	Lisää	4,00 €	3,70 €
10.9.2018	Lisää	4,00 €	3,50 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi