

Raute

Laaja raportti

3.1.2024 8:40



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kierrokset kohoavat

Toistamme Rauten osta-suosituksemme ja nostamme yhtiön tavoitehintamme 12,50 euroon (aik. 11,50 €) ennustenostojen myötä. Rautelle viime vuodet ovat olleet vaikeita koronapandemian ja Venäjän hyökkäyssodan rasitusten takia, mutta viime vuonna aloittaneen johdon tekemät muutokset yhtiössä ovat jo kääntäneet suuntaa ja lisäksi tänä vuonna paisunut tilauskanta mahdollistaa kiihdytyksen taloustilanteesta huolimatta. Siten odotamme Rauten tänä vuonna alkaneen tulosparannuksen jatkuvan lähivuosina ripeällä vauhdilla. Mielestämme osake on halpa ja tuotto-odotus erittäin hyvä jo historiallista suorituskykyä toistaiseksi peilaavilla ennusteillamme.

Rautella on kestävä kilpailuedut ja uusittu strategia on kunniahimoinen

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Rauten kysyntää ajavaa puurakentamista tukevat vahvat ajurit, kuten elintason nousu ja ympäristösyys. Rautella on mielestämme kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- sekä palveluverkostoon perustuva kilpailuetu ja vankka markkina-asema etenkin sektorin vaativassa yläsegmentissä ja Euroopassa. Yhtiön liikevaihdosta 60-70 % on tullut syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista ja analysoitavista. Rauten viime vuonna aloittanut johto päivitti alkuvuodesta 2023 yhtiön strategian, missä yhtiön painopistettä siirrettiin reilusti kasvun suuntaan. Kasvua Raute hakee etenkin länsimaista (ml. Pohjois-Amerikka) sekä korkeakatteisista Services- ja Analyzers liiketoiminnoista (ml. yritysostot) ja osin myös laajentumisesta vanerin ja LVL:n ulkopuolisiin puutuotesegmentteihin (ml. massiivipuu). Rauten vahvuudet ja Euroopan liiketoimintojen jo korkeat markkinaosuudet huomioiden strategian onnistumiseen liittyy etenkin kasvun osalta epävarmuuksia eikä tiekartha vuodelle 2028 tavoiteltuun 250 MEUR:n liikevaihtoon (11 %:n vuosittainen kasvu, vs. arvioitu markkinakasvu 3-5 %) ole vielä selkeä. Pidämme kuitenkin strategian ambitiotasosta ja uuden johdon toistaiseksi tekemistä toimista (ml. esim. uusi strategia, 4-5 MEUR:n tehostusohjelma, taseen vahvistaminen) yhtiön suunnan kääntämiseksi.

Nostimme ennusteitamme, tilauskanta antaa poikkeuksellisen hyvän näkyvyyden lähivuosiin

Rauten tilauskanta on kirkkaalla ennätystasolla tämän vuoden 4 suuren tehdastilauksen ansiosta. Siten näkyvyys yhtiön kasvuun ja liikevaihtoon vuosille 2024-2025 on poikkeuksellisen hyvä taloustilanteen sekä rakentamisen heikkoudesta huolimatta. Odotammekin yhtiön jatkavan tänä vuonna hyvään vauhtiin pääsystä tulokäännettään liikevaihtovetoisesti lähivuosina. Nostimme vuoden 2025 ennusteitamme selvästi, mikä peilaa etenkin Rauten marraskuussa saamaa ennätysuurta 93 MEUR:n LVL-toimitusta Metsä Woodin Äänekosken hankkeeseen (samalla myös vuosien 2024-2025 ennusteriskit laskivat). Ennusteemme ovat reilusti Rauten aggressiivisten marginaalitavoitteiden alapuolella (250 MEUR:n liikevaihto ja oik. EBITDA-% yli 12 % yli syklin 2028). Ennusteemme peilaavat vielä lähinnä yhtiön historiallista suoritusta ennen konkreettisia näyttöjä kasvustrategian purevuudesta sen keskeisillä painopistealueilla. Pääriskit ennusteillemme ovat kysynnän vaihtelu, projektiriskit ja ERP-ongelmat.

Arvostuskuva on edelleen erittäin houkutteleva

Rauten arvostus on siedettävä jo viime vuodelle (2023e: oik. EV/EBIT 6x) ja luottamus kuluvan vuoden tulosparannusta kohtaan on korkea erittäin vahvan tilauskannan ansiosta. Vuoden 2024 ennusteillamme Rauten P/E-luku on 9x ja EV/EBIT-kerroin noin 5x. Nämä ovat mielestämme hyvin maltillisia tasoja Rautelle ja näemmekin osakkeen tuloskasvuvetoisen tuotto-odotuksen olevan nyt erittäin hyvä. Näkemystämme osakkeen matalasta hinnoittelusta tukevat tämä vuoden reipas suhteellinen alennus ja tavoitehintamme yläpuolella oleva DCF-arvo.

Suositus

Osta

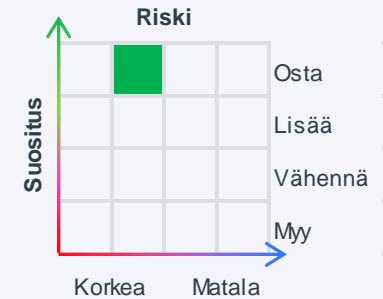
(aik. Osta)

12,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

9,98 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	158,3	143,7	183,3	186,7
kasvu-%	11 %	-9 %	28 %	2 %
EBIT oik.	-7,2	5,0	8,3	10,6
EBIT-% oik.	-4,6 %	3,5 %	4,5 %	5,7 %
Nettotulos	-11,5	2,0	6,4	7,8
EPS (oik.)	-1,31	0,57	1,04	1,27

P/E (oik.)	neg.	17,4	9,6	7,9
P/B	1,5	1,6	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,0 %	4,0 %	5,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	4,9	4,7	4,7
EV/EBITDA	neg.	3,1	2,9	3,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,3

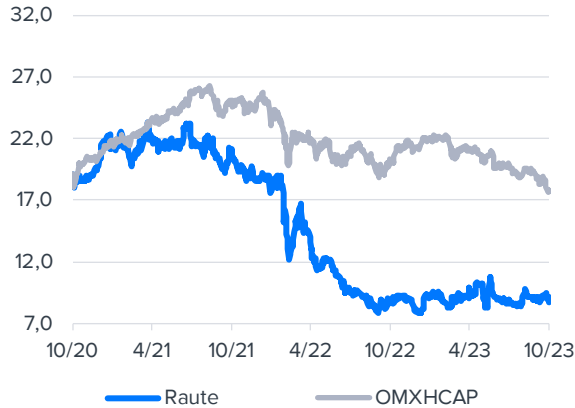
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

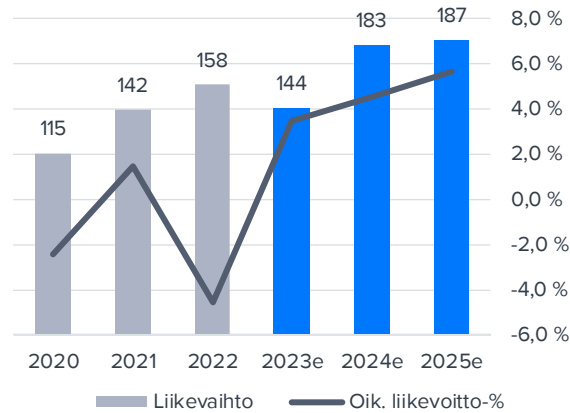
Rauten vuoden 2023 liikevaihdon arvioidaan olevan 140-150 MEUR ja vertailukelpoisen käyttökattteen olevan yli 6 %

Osakekurssi



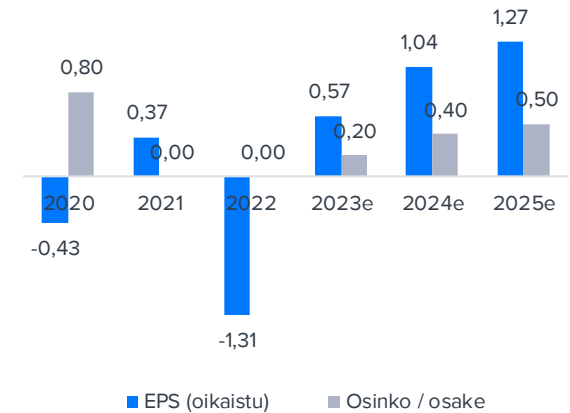
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yhtiöllä on vankka ja kestävä teknologinen kilpailuetu etenkin vaneri- ja LVL-laitteiden yläsegmentissä
- Puutuotteiden kysyntää tukevat vahvat ajurit
- Kannattavuus ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan
- Yritysjärjestelyt
- Hallittu laajentuminen muihin puutuotesegmenteihin



Riskitekijät

- Kysyntä on äärisyklistä
- Projekt- ja tuotekehitysriskit
- Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky
- Venäjän markkinan sulkeutuminen
- Mahdollisiin yrityskauppoihin liittyvät riskit
- Kilpailukyky muissa puutuotesegmenteissä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,98	9,98	9,98
Osakemäärä, milj. kpl	6,12	6,12	6,12
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	25	39	50
P/E (oik.)	17,4	9,6	7,9
P/E	30,1	9,6	7,9
P/B	1,6	1,4	1,2
P/S	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,3
EV/EBITDA (oik.)	3,1	2,9	3,2
EV/EBIT (oik.)	4,9	4,7	4,7
Osinko/tulos (%)	60,2 %	38,5 %	39,3 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	4,0 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Sijoitusprofiili	13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-21
Toimiala ja kilpailukenttä	22-25
Taloudellinen asema	26-27
Ennusteet	28-34
Arvonmääritys ja suositus	35-40
Vastuuvapauslauseke	41

Raute lyhyesti

Raute on maailmanjohtava viulun, vanerin ja LVL:n tuotantoteknologiaan liittyvien laitteiden ja palvelujen toimittaja.

1930-luku

Vanerikoneiden valmistus alkaa

1994

Listautuminen

#1 markkinaosuus

Vaneri ja LVL-koneiden markkinaosuus globaalisti

146 MEUR (-7 % vs Q3'22 LTM)

Liikevaihto Q3'23 LTM

9,2 MEUR (6,3 % l:sta)

Oikaistu käyttökate Q3'23 LTM

745

Henkilöstön lukumäärä Q3'23:n lopussa

66% / 22 % / 12 %

Laitteiden / palveluiden / analysointilaitteiden osuus liikevaihdosta Q3'23 LTM

Lähde: Raute / Inderes

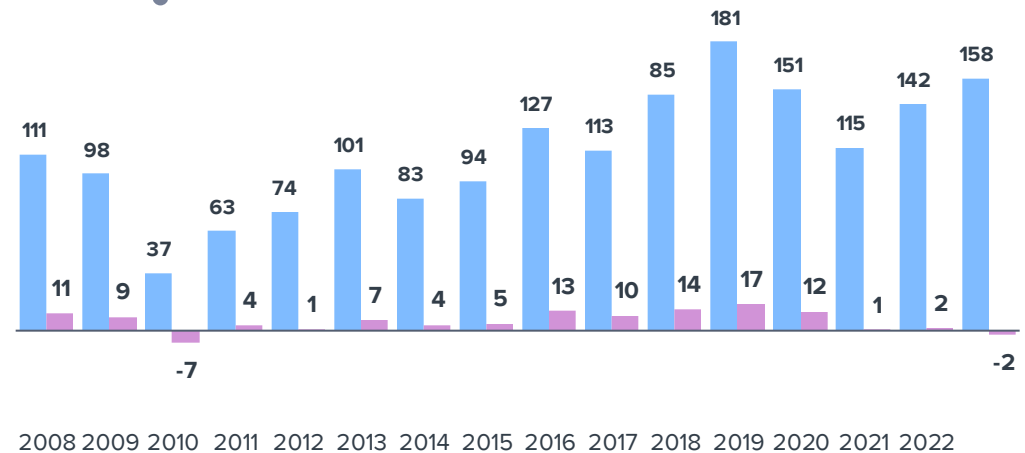
¹Yhtiö aloitti Oik. EBITDA:n raportoinnin 2022

- Finanssikriisi romahduttaa yhtiön liikevaihdon ja painaa tuloksen raskaasti tappiolle 2009
- Projektikysyntä pysyy vaimena 2010-2014 ydinmarkkinoilla (pl. Etelä-Amerikka 2012), palvelut kehittyvät paremmin
- Kulurakenteen joustavoittaminen

- Euroopan investoinnit alkoivat vetää kesästä 2014 alkaen, kun talous elpyy ja puurakentamista tukevat ajurit säilyvät ennallaan
- Kannattavuus paranee liikevaihdon kasvun mukana 2015-2018
- Pieni Metriguard-yrityskauppa 2018

- Yhtiö painui koronakriisin aikaan tappiolle ja vuoden 2022 alussa Venäjän hyökkäys Ukrainaan sekä inflaatio syvensivät tappioita
- Uusi johto aloitti H2'22:lla ja päivitti strategian, vahvisti taseen sekä teki säästötoimia vuosien 2022-2023 aikana
- Isot tilaukset vahvistivat tilauskantaa vuonna 2023
- Puurakentamista tukevat pitkän ajan kasvuajurit ovat vahvat ja jopa vahvistuneet

Liikevaihto ja EBITDA (2000-2022 MEUR)



■ Liikevaihto ■ Oik. EBITDA¹

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Raute on viulun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajien palvelemiseen keskittynyt konepajayhtiö. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet sekä niihin liitännäiset palvelut. Yhtiö on ydinalueillaan kapean niche-segmenttinsä markkinajohtaja globaalisti. Raute on myös ainoa toimija maailmassa, joka pystyy toimittamaan kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan vaatimat tuotantokoneet. Tämä muodostaa selkeän eron kilpailijoihin, jotka ovat liiketoiminnoissaan fokuosoituneet ainakin toistaiseksi tiettyjen osaprosessien koneisiin. Rauten tuotetarjoaman laajuus ja korkea teknologia sekä globaali myynti- ja palveluverkosto ovat mielestämme yhtiön kilpailuetuja ja pidämme niitä kestävinä. Perinteisten ydinalueiden lisäksi Raute pyrkii uudessa strategiassaan laajentumaan hallitusti myös puutuotesektorin muihin segmentteihin (esim. massiivipuu, lastulevy, muut levyt).

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa, Kanadassa ja USA:ssa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille. Raute-konsernissa on reilut 700 työntekijää ja liikevaihtotaso on viime vuosina ollut 150 MEUR:n molemmin puolin Projektiyhtiölle tyypillisesti Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee rajusti vuosittain, mutta ajan yli yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa. Myös Venäjä oli yhtiölle erittäin tärkeä markkina, minkä takia Ukrainan sota iski Rauteen pahasti vuonna 2022.

Liiketoimintarakenne

Emoyhtiöstä ja emoyhtiön täysin omistamista tytäryhtiöistä koostuva Raute-konserni raportoi liikevaihtonsa ja operatiivisen tuloksensa (oik. EBITDA) 3 divisioonaan jaettuna. Uudet tilaukset ja tilauskanta raportoidaan konsernitasona.

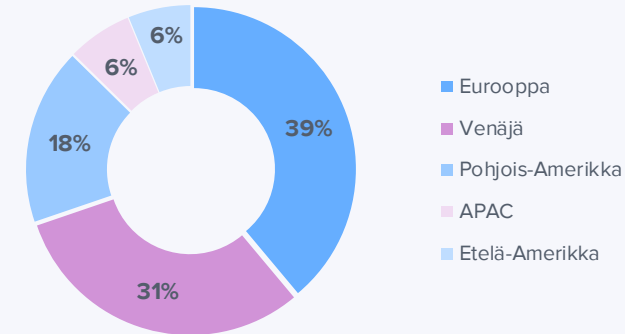
Wood Processing sisältää viulun, vanerin ja LVL:n ja myöhemmin muiden insinööripuutuotteiden valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina (sis. toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella). Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri- ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta noin 5 MEUR:oon riippuen laitteesta ja toimituksesta. Koko tuotantolinjan tai tehtaan arvo on tyypillisesti 20-70 MEUR toimituksen laadusta ja laajuudesta riippuen. Siten Rauten suurimmat projektit ovat merkittäviä suhteessa yhtiön kokoon.

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

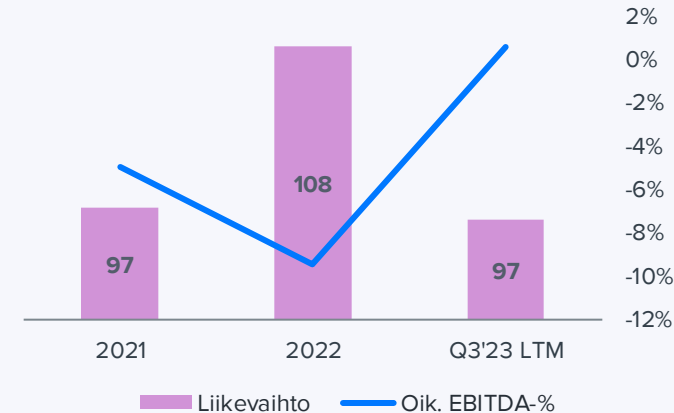
Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihteleekin vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 99 MEUR:n välillä. ”Normaalissa tilanteessa” ja pidemmällä aikajaksolla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

Viimeisen 12 kuukauden aikana Wood Processing on tehnyt 97 MEUR:n liikevaihdolla 0,6 MEUR:n oikaistun käyttökattien. Rauten viime vuosien

Rauten liikevaihdon jakauma 2018 - Q3'23 ka.



Wood Processing liikevaihto ja oik. EBITDA-% (2021-Q3'23 LTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

kannattavuushaasteet ovatkin johtuneet pitkälti Wood Processingin matalasta työkuormasta, liian korkeasta kustannusrakenteesta, Venäjän tilauskannan alasajosta sekä inflaatiosta. Konepajasektorin laitetoimituksille tyypillisesti Wood Processingin marginaalipotentiali jää selvästi konsernin jälkimarkkinayksiköitä alemmas, mutta toisaalta matalan lähtötason takia juuri Wood Processingilla on eniten tilaa parantaa ja siten tukea konsernituloksen muodostumista.

Services sisältää varaosien, huoltojen ja prosessikehityspalveluiden myynnin. Arviomme mukaan Servicesin myynnistä valtaosa on tavara kauppaa, kun taas selvä vähemmistö on puhdasta palvelumyyntiä. Palvelumyynnillä on kuitenkin rooli korkeakatteisen varaosakaupan tukemisessa. Viimeisen 12 kuukauden aikana Services on tehnyt 32 MEUR:n liikevaihdolla 4,0 MEUR:n oikaistun käyttökäteen eli kyseessä on hyvin kannattava liiketoiminta, mikä on tyypillistä pohjoismaisten konepajojen palvelukaupalle. Lähtökohtaisesti Services myös melko vakaa liiketoiminta, sillä palveluiden kysyntä on linkissä etenkin asiakkaiden tuotannon määrään (ts. tehtaiden käyttöasteisiin). Taloussykli vaikuttavat osaltaan kuitenkin myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat pääosin syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreiden arvoketjuissa.

Analzers sisältää viulun, vanerin ja LVL:n lajittelun mittausteknologian sekä sahatavaran erikoismittauslaitteiden myynnin. Divisioonan tuotteiden avulla eri tuotantoprosesseista on kerättävissä myös merkittävä määrä dataa, jota hyödyntämällä yhtiön asiakkaat voivat tehostaa tuotantoprosessejaan. Monet

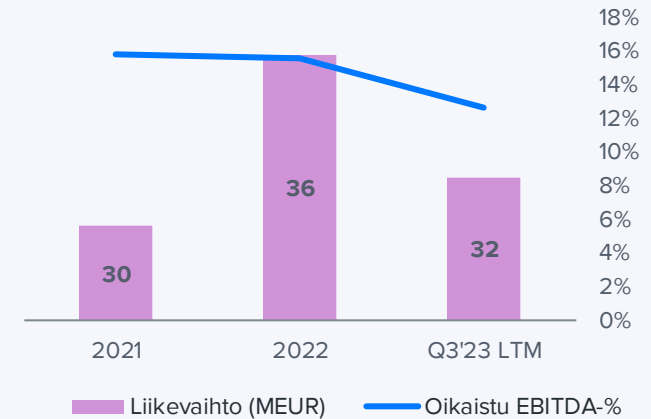
mittausteknologiaratkaisut perustuvat konenäön kaltaiseen erittäin korkean teknologian (verrattavissa tekoälyyn) ratkaisuun. Analyzers on Rauten pienin liiketoiminta, sillä viimeisen 12 kk:n aikana sen liikevaihto on ollut 18 MEUR. Liiketoiminnassa tuotekatteet ovat lähtökohtaisesti korkeita, minkä ansiosta Analyzers on usein Rauten kannattavin yksikkö, vaikka kannattavuus heiluu toki kvartaalitasolla voimakkaasti saavutetun volyymin ja tuotemixin ajamana. Viimeisen 12 kuukauden aikana sen oikaistu käyttökäte on ollut 4,4 MEUR. Pääosin pienehköjä kymmenien ja satojen tuhansien eurojen arvoisia laitteita myyvä Analyzers on luonteeltaan melko vakaa liiketoiminta ja sen kasvupotentiaali ja skaalautuvuus on konsernin parasta päätä.

Liiketoimintaraportoinnin laajentaminen divisioonatasolle oli mielestämme erittäin hyvä uudistus Rautelta, sillä se paransi läpinäkyvyyttä yhtiön numeroiden muodostumiseen. Lisäksi uskomme myös, että ulkoisen raportoinnin laajentaminen ja muut asiaan liittyneet kehitystoimet selkeytti yksiköiden tulosvastuuta myös yhtiössä sisäisesti.

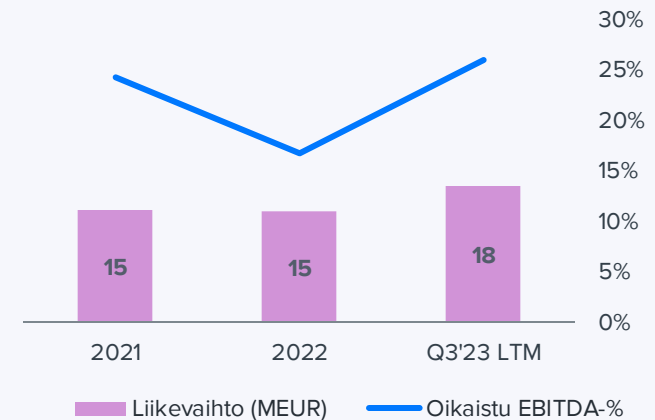
Liiketoimintamallin viitekehys on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

Rauten kokonaispalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta. Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologia palvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin sekä jatkuvaan tuotantotehokkuuden parantamiseen. Tätä kokonaisuutta yhtiö tarjoaa asiakkailleen

Services liikevaihto ja oik. EBITDA-% (2021-Q3'23 LTM)



Analzers liikevaihto ja oik. EBITDA-% 2021-Q3'23 LTM



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

globaalisti. Ydinprosesseja Rauten liiketoiminnassa ovat tuotekehitys, suunnittelu ja tuotanto sekä markkinointi- ja myynti, joskin osa suunnittelusta ja tuotannosta on ulkoistettu alihankkijoille.

Suurilta linjoiltaan Rauten liiketoimintamalli onkin isoilta linjoiltaan hyvin tyypillinen pohjoismaiselle alansa korkeaan teknologiaan keskittyneelle konepajayhtiölle, mutta tuotekohtaisista liiketoimintamalleissa voi toki olla eroja (esim. asiakkaan saavuttamien säästöjen jakamisen pohjalta rakennetut palvelukonseptit). Myös muissa puutuotesegmenteissä Raute operoi ainakin vielä selvästi vaneri- ja LVL-segmenttejä kapeakärkisemmällä ja analysointireittiin keskittyneellä liiketoimintamallilla.

Raute nojaa räätälöityihin tuotteisiin

Raute räätälöi tuotteensa suurelta osin projektikohtaisesti, mikä tarkoittaa käytännössä laitteiden suunnittelua melko varhaisesta vaiheesta asiakkaan tarpeisiin ja vaatimuksiin. Tämä mahdollistaa asiakaskohtaisten tarpeiden huomioonottamisen, mutta toisaalta projektien toistettavuus jää heikoksi, mikä nostaa osaltaan kuluja. Tämän strategisen valinnan yhtiö on kuitenkin mielestämme joutunut tekemään osin olosuhteiden pakosta, sillä vaneri- ja LVL-linjojen koot, käytettävät raaka-aineet, automaatiotarpeet ja muutamat muut tekijät poikkeavat toisistaan niin huomattavasti, että toimitusten toistettavuuden ja sitä kautta paremman kustannustehokkuuden mahdollistavaa modulaarista tuotetarjoamaa on mielestämme vaikea sektorilla rakentaa.

Hinnoittelu on tapauskohtaista

Räätälöidyn tarjoaman takia yhtiön hinnoittelu on pitkälti projektikohtaista eikä yhtiöllä ole listahinnoiteltua tarjontaa tiettyjä varaosia lukuun ottamatta. Sitovien tarjousten jättämisen aikaan Raute on normaaleissa inflaatio-olosuhteissa hyvin tietoinen tuotteen sen hetkisestä valmistuskuluista ja yhtiön hinnoittelumallin lattia onkin lopulta kustannustaso lisättyä hyväksyttävällä marginaalilla. Tarjousten lähtötaso toki pohjautuu muihin tekijöihin, mutta lattiarakenteen ansiosta hinnoittelumalli on luonteeltaan mielestämme hyvin perinteinen kustannuspohjainen malli tiettyjä hieman erityyppisiä ja vielä pieniä palvelukonsepteja lukuun ottamatta.

Arviomme mukaan hinnoittelumalli toimii hyvin tavanomaisen kustannusinflaation aikaan.

Ongelmaksi on kuitenkin historiassa muodostunut paine joustaa vähimmäismarginaalissa silloin kun tilaus on ”pakko” saada (esim. tilauskanta alhaalla). Lisäksi vuosien 2021-2022 erittäin inflatorisessa ympäristössä Rautenkin malli oli suurissa vaikeuksissa, kun tuotantopanosten hinnat ehdivät tarjousten jättämisen ja hintojen lukitsemisen väliin jäävässä viikkojen tai jopa kuukausien (isot projektit) aikaikkunassa karata. Siten inflaatiolla oli selvä rooli yhtiön vuosien tappioiden muodostumisessa ainakin vuonna 2022. Lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan ollut lähihistoriassa myös vastuiden määrittely ja jaon osalta epäoptimaalisuuksia, jotka ovat aiheuttaneet lisäkuluja. Käsityksemme mukaan tänä vuonna sopimusrakenteita on jo parannettu selvästi, minkä pitäisi laskea negatiivisia yllätysriskejä.

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Erilaisten laiteprojektien kysyntä vaihtelee

voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Investointeja ajavat taloussuhdanteille herkätkä rakennus- ja investointihyödykesektorit. Rauten suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suurin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Arviomme mukaan yhtiöllä on vuosittain yhteensä yli 300 eri asiakasta. Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta vaneri- ja LVL-sektorien hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Palveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi myöskään Rauten palveluliikevaihdon kertymää.

Tilaukskannan tarjoama näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

Raute kirjaa projektitilaukskantaansa tyypillisesti ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sekä analysointireittiin sopimusvaiheessa. Rauten tilauskanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat suurelta osin 2-24 kk:n sisällä tilauksen saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 6-18 kk:n sisällä tilauksesta. Palveluissa ja osin myös analysointireiteissä kierto on vielä selvästi nopeampi eli keskimäärin joitakin viikkoja. Selvästi 6-12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilauskanta ei kuitenkaan tarjoa Rautelle juuri koskaan. Viime vuosina Rauten tilauskanta on vaihdellut radikaalisti noin 20-200 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran ja tilaukskannan erittäin voimakasta volatiliiteettiä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Näkemyksemme mukaan yli 100 MEUR:n tilauskanta on yhtiölle jo varsin hyvä, kun taas 50 MEUR:n alapuolella näkyvyys on heikko ja työkuormahaasteiden uhka konkreettinen.

Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Pääsääntönä vaativimmat osa-alueet yhtiö hoitaa itse ja simppelempää tuotantoa ulkoistetaan. Viime vuosina alihankinnan määrä on elänyt, mutta arvioimme mukaan yhtiön oman tuotannon osuus on hieman keskimääräistä verrokkiyhtiötä korkeampi. Yhtiön kulurakenne voi kuitenkin joustaa mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. lomausmahdollisuus Suomessa). Tämä vaatii toki johdolta erittäin proaktiivista reagoitua. Rautella on kuitenkin nykyliikevaihtoon nähden raskas globaali myynti- ja palveluverkko, jossa on vähän heikomman kysynnän aikana joustavia rajapintoja.

Kokonaisuutena Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arvioimmekin, että yhtiön kuluista noin 30-35 % on kiinteitä (pääosa henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista) ja loput 65-70 % muuttuvia (materiaalit ja palvelut sekä osa henkilöstökuluista ja muista kuluista). Siten Rautessa on lähtökohtaisesti melko voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluissa. Huomattavaa kuitenkin on, että käytännössä tulosvipu ei ole symmetrinen vaan kalliimman alihankinnan osuuden kasvattaminen/laskeminen vaikuttaa yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen ja rajaa siten jossain määrin liikevoittomarginaalin potentiaalista vaihteluväliä etenkin relevantin liikevaihtohaarukan

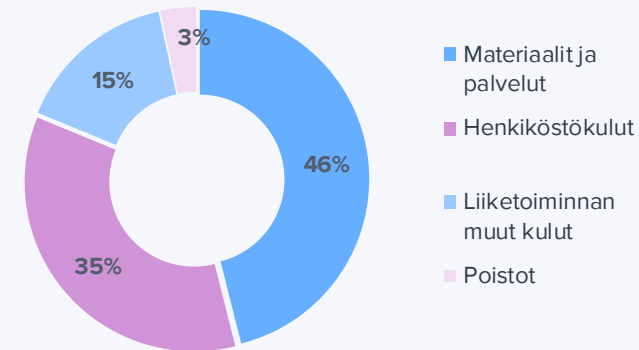
ylä- ja alapäässä. Viime vuosina Raute on myös vaatinut melko korkean liikevaihdon kannattavuuden saavuttamiseksi, mikä ei tietenkään ole optimaalista. Rauten kesällä 2022 aloittama ja vuoden 2023 aikana loppuun saama 4-5 MEUR:n kehitysohjelma (sis. esim. merkittäviä säästöjä henkilöstökuluissa) on kuitenkin pyrkinyt parantamaan yhtiön kulutehokkuuden pysyvästi nykyistä selvästi paremmaksi. Arvioimme säästöjen onnistuneen suurelta osin, vaikka tarkkojen tulosvaikutusten laskeminen yhtiön ulkopuolelta onkin vaikeaa.

Kilpailuetua puolustetaan tuotekehityksellä

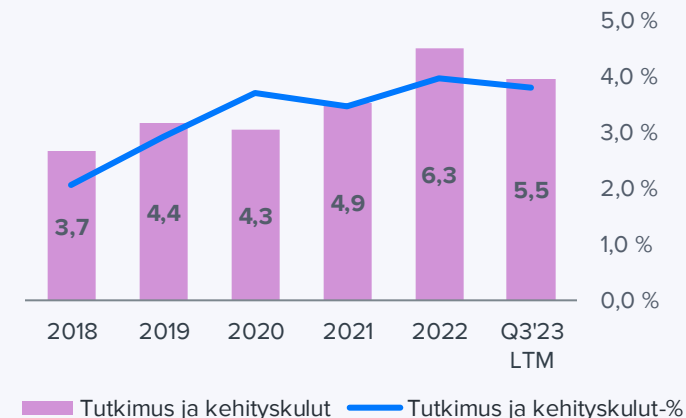
Kilpailuetujensa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi Raute on sijoittanut tyypillisesti 3-4 % (henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja) vuosittaista liikevaihtoon vastaavan summan (noin 4-6 MEUR) tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Historiallisesti Raute on aktivoinut panostuksista vain rajallisen osan taseeseensa ja valtaosa on kirjattu suoraan tulosta rasittaviksi kuluiksi. Kriisitilanteessa tämä kuluerä joustaisi tietyiltä osin, mutta 2020-luvun alkuvuoden tappiovuosinaan pitkäjännteinen Raute ei ole nipistänyt kehitystyöstä. Lähivuosina arvioimme lähtökohtaisesti etenkin automaatioon ja digitalisaatioon tehtävien panostusten pitävän tuotekehityskulut noin historiallisilla tasoilla.

Arvioimme mukaan nämä kehityspanostukset riittävät pitämään Rauten toimialan teknologisen kehityksen aallon harjalla. Yleisesti ottaen toimiala on myös kypsä eikä merkittäviä teknologisia murroksia ole näköpiirissä. Siten pidämme yhtiön kehityspanostuksia tässäkin suhteessa riittävinä

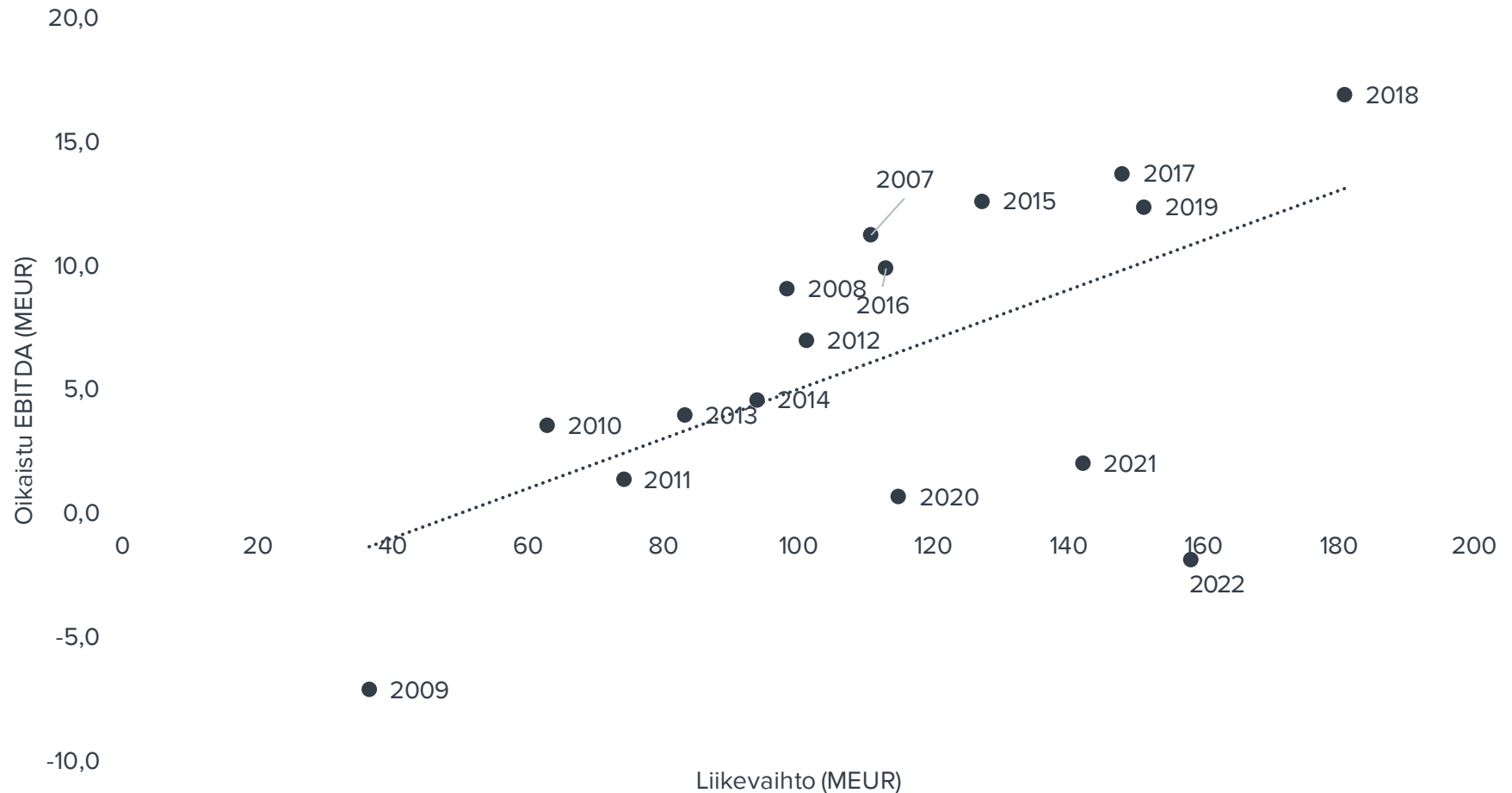
Rauten kulurakenne Q3'23 LTM



Tuotekehityskulut absoluuttisesti (MEUR) ja suhteessa liikevaihtoon



Rauten liikevaihto ja oikaistu käyttökate 2008-2022



Rautelle on tyypillistä korkea tulosvipu. Regressiossa Rauten oikaistu käyttökate kasvaa esimerkiksi 1,7x liikevaihdon kasvun verran, kun liikevaihto nousee 120 MEUR:sta 140 MEUR:oon ja 1,55x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon ja 1,45x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 160 MEUR:sta 180 MEUR:oon. Tulosvipu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin. Tulosvipu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 30-35% on kiinteitä. Tulosvipu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päissä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” normaaleissa olosuhteissa (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean liikevaihtotason aikaan ja päinvastoin). Lisäksi suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotemix, laadun hallinta (ml. projektien onnistuminen) ja työkuorman tasaisuus sekä tutkimus- ja kehitystyön määrä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyy tavarasta. Esimerkiksi vuoden 2022 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden (sis. IFRS 16 vuokaravastuut) suhde edellisen 12 kk:n liikevaihtoon oli kohtuullinen 12 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia tehtaita vaan osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. Arvioimme mukaan yhtiön vuoden 2018 omat kiinteät tuotantopanokset ja alihankintaverkko oli varsin kovassa kuormassa saavutetulla 181 MEUR:n liikevaihtotasolla (myöhemmin kapasiteettia on nostettu), kun taas yhtiön omat resurssit tulevat täysin hyödynnettyä jo alle 100 MEUR:n volyymillä. Näin ollen Rautella on varsin hyvin liikkumavaraa volyymin todennäköinen vaihteluväli huomioiden tuotannon osalta. Myöskään liiketoiminnan kasvu ei lähtökohtaisesti sido kohtuuttomasti yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa tai kasvata tasetta.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliin mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2022 lopussa -4 % ja tilanne on parantunut isojen projektien ennakoiden takia edelleen tänä vuonna. Pidemmässä juoksussa käyttöpääoma-% on ollut positiivinen, koska Servicesin ja Analyzersin käyttöpääomat ovat käytännössä aina positiivisia. Näissä yksiköissä ennakoja ei ole. Tästä syystä

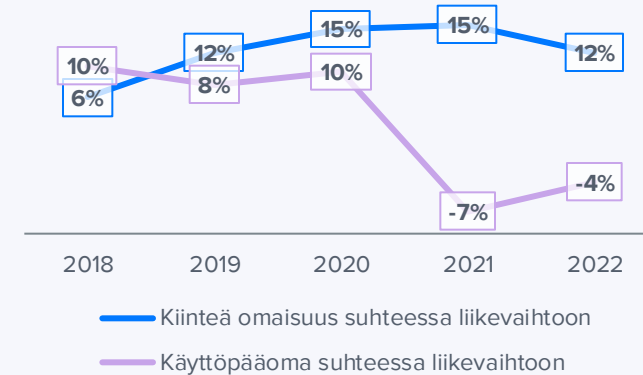
koko konsernin käyttöpääoma painuu tyypillisesti negatiiviseksi vain projektisykliin suotuisimmissa vaiheissa, vaikka projektien maksupostit ovatkin etupainotteisia. Lähivuosina Rauten kasvun pitäisi myös painottaa Serviceen ja Analyzersiin nykystrategian mukaisesti. Siten arvioimme käyttöpääoma-%:n pysyvän lähtökohtaisesti positiivisena ja voivan jopa nousta, jos Rauten strategia onnistuu eli Servicesin ja Analyzersin kasvu on konsernin kasvua nopeampaa. Näiden liiketoimintojen hyvien kannattavuustasojen myötä tämä olisi kuitenkin positiivinen ongelma.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta selvästi positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman tuotto on tyypillisesti ollut Rautella sijoitetun pääoman tuottoa matalampi. Tämä on johtuu vahvasta taseesta, jonka yhtiö tarvitsee puskuriksi voimakkaita projektisyklejä vastaan.

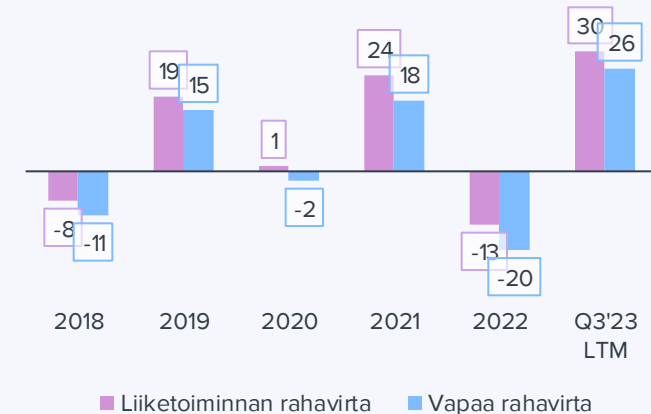
Rahavirta heiluu voimalla

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

Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon

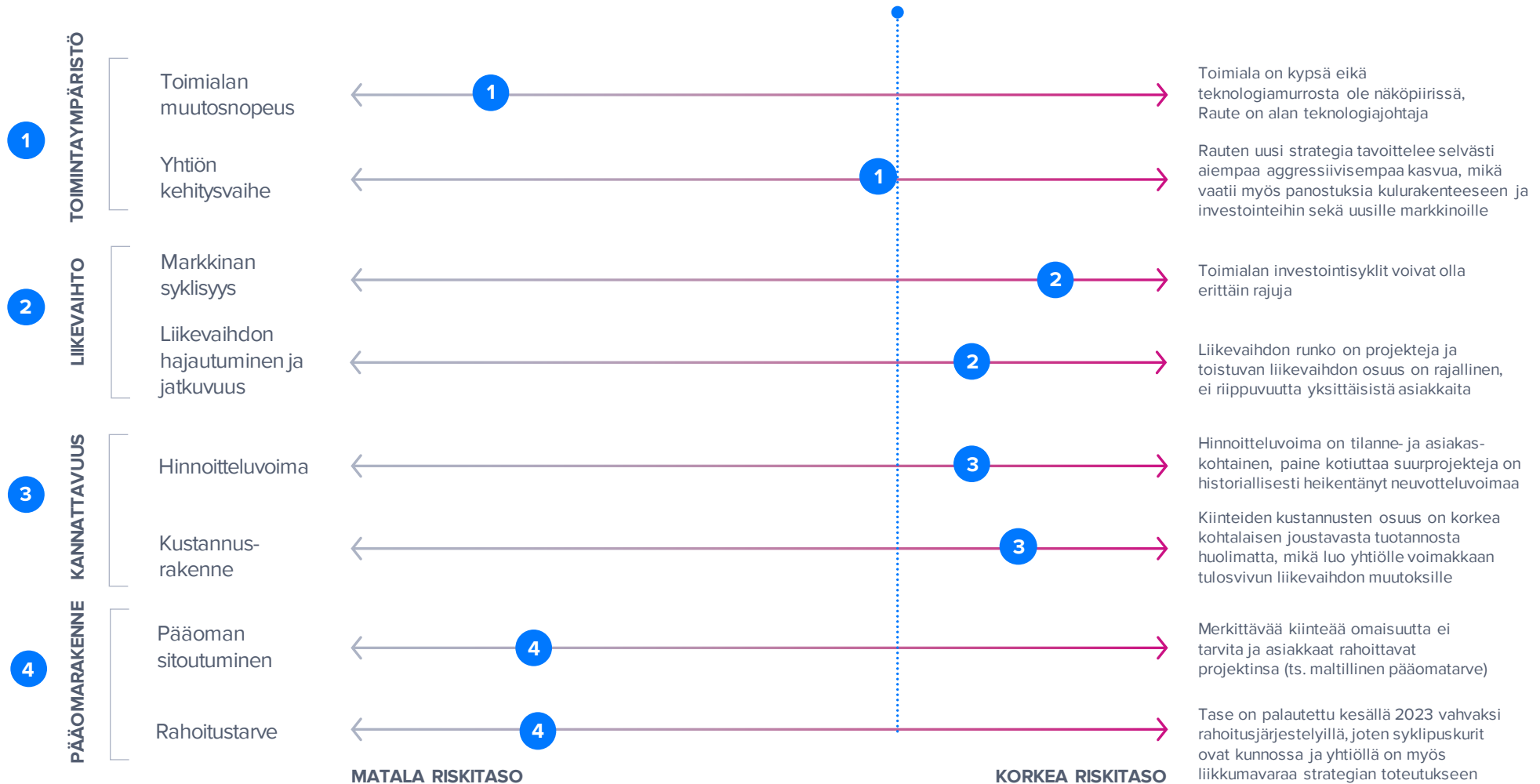


Vapaa rahavirta ja liiketoiminnan rahavirta (MEUR)



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2

Raute ponnistaa käänneyhtiökategoriasta kasvuun

Viime vuosien tulosongelmien takia Raute vajosi mielestämme käänneyhtiökategoriaan sijoittajien silmissä, mutta vuoden 2023 aikana yhtiö on onnistunut vakauttamaan tilanteensa. Keväällä 2023 julkaistu uusi strategia pyrkii asemoimaan Rautea jopa suoraan kasvuyhtiöksi, mutta profiilimuutoksen vahvistuminen sijoittajien näkökulmasta vaatii vielä runsaasti näyttöjä kannattavasta kasvusta. Perinteisesti Rautessa on ollut myös osinkoyhtiön elementtejä, mutta kasvua painottavan strategian myötä arviomme yhtiön palaavan osingonmaksuun vuosien 2021-2022 katkon jälkeen maltillisella kulmakertoimella.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

Vahva markkina-asema ja teknologinen kilpailuetu. Raute on LVL- ja vanerikoneissa kiistaton globaali teknologiajohtaja (ml. raaka-aineen hyödyntäminen, automaatio, tuotelaatu) ja ainoa kokonaisen vaneri- tai LVL- tehtaan toimittamiseen kykenevä yhtiö, mikä muodostaa yhtiölle kestävän kilpailuedun etenkin vaativissa yläsegmentin toimituksissa ja suurissa projekteissa. Tällä pohjalla ja yhtiön 15-20 %:n globaalilla markkinaosuudella (isoissa projekteissa markkinaosuus > 50 %) on vahva kannattavasti kasvavan liiketoiminnan perusta. Mielestämme yhtiön kilpailuetu on myös säilynyt ennallaan viime aikojen tuloksellisesti vaikeinakin vuosina.

Servicesin kasvu. Palveluiden kasvu olisi arviomme mukaan Rauten arvon muodostumisen kannalta positiivista, sillä palveluliiketoiminta on projektimyyntiä kannattavampaa ja

vähäsyklisempää. Siten Teknologiapalveluiden kasvu esimerkiksi asiakaskuntaa laajentamalla (esim. varaosat kilpailijoiden koneisiin ja parempi maantieteellinen peitto), nykyasiakkaiden myyntiä lisäämällä (esim. ennakoivan huollon sopimukset) ja digitalisaatiota hyödyntämällä (ml. uudet liiketoimintamallit) voisi parantaa yhtiön kannattavuutta ja laskea osakkeen riskiprofiilia. Palvelumarkkina on Rauten perspektiivistä vielä käytännössä rajaton. Palveluiden kasvuun liittyy olennaisesti digitalisaatio ja IoT, jotka avaavat yhtiölle mahdollisuuksia uusien kehittyneiden palveluiden sekä ansaintamallien luomiseen, laitemyynnin tukemiseen ja kulujen alentamiseen.

Analyzersin kasvu. Myös Analyzersin kasvu olisi arviomme mukaan Rauten arvon muodostumisen kannalta positiivista, sillä analysaattorit ovat projektimyntiä merkittävästi kannattavampaa ja vähäsyklisempää. Analysaattoreissa näemme yhtiöllä myös edellytyksiä viedä vaneri- ja LVL-segmenteissä toimivaksi havaittua automaatio- ja mittausteknologiaa puutuotesektorin muihin segmentteihin (esim. massiivipuu ja lastulevy), mikä parantaa yksikön kasvunäkymää, vaikka ydinsegmenteissäkään markkinakoko ei arviomme mukaan rajoita vielä pienehkön divisioonan kasvua Eurooppaa lukuunottamatta. Erittäin kannattavan Analyzersin liikevaihto-osuuden kasvu voisi arviomme mukaan myös tukea Rauten hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Kannattavuuden parantaminen. Raute on yltänyt vuosien 2016-2018 hyvässä syklissä 9-10 %:n EBITDA-%:n tasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Tähän viittaa myös

Rauten vuodelle 2028 asettama yli 12 %:n yli syklin oikaistun käyttökate-%:n taloudellinen tavoite. 2020-luvun tappioita ja/tai vaisua kannattavuutta ei voi laittaa vain syklin piikkiin, sillä liikevaihto on pysynyt kaikkina vuosina vähintään siedettävänä. Siten Rautella on mielestämme mahdollisuus parantaa suhteellista kannattavuuttaan syklin kaikissa vaiheissa. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen edellyttäisi korkealle volyymitasolle yltämisen lisäksi etenkin tiukempaa hinnoittelua, vastuumäärittelyiden parantamista sopimuksissa, projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatu- ja kulujen alentamista sekä Servicen ja Analyzersin konsernia nopeampaa kasvua. Mielestämme yhtiön tuore kehitysohjelma sekä Servicen ja Analyzersin kasvuun nojaava strategia on järkevä askel kannattavuuden parantamisen suuntaan.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista. Liikevaihdon ja tuloksen volatiliiteetti on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Asiakkaiden päätöksistä viime kädessä riippuvien tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä rahoitusmarkkinoilla sekä lopputuotteiden pitkän ajan kysyntä/tarjontakuvan kehittymisestä. Rauten asiakkaista tuntuva osa on myös pieniä lyhyehköllä tähtämällä liiketoimintaansa ohjaavia pelureita, joiden investointiprosessit eivät ole vakiintuneet, ja niiden ennakoiminta on siten vaikeaa.

Sijoitusprofiili 2/2

Volyymin heiluminen on näkynyt Rautessa historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Raute kuitenkin palautti vuoden 2023 oman pääoman ehtoisilla rahoitusjärjestelyillä taseensa väkivahvaksi, mikä toimii ”vakuutuksena” sykliriskejä vastaan. Lisäksi tällä hetkellä Rauten tilanne on hyvä, sillä yhtiö on saanut tänä vuonna tilaukset kolmesta suuresta tehdashankkeesta maailmantalouden hidastumisesta huolimatta, mikä on vahvistanut yhtiön tilauskannan erinomaiselle tasolle. Näin ollen sykliriski on mielestämme juuri nyt yhtiössä selvästi normaalia pienempi. Pidemmällä sihdillä sykliriskin pienentäminen vaatisi etenkin Servicen ja Analyzersin konsernia nopeampaa kasvua ja/tai laiteliiketoimintojen läpimurtoa Kiinaan, joka on maailman suurin vanerin tuottajamaa mutta silti käytännössä koskematon markkina Rautelle. Läpilyönti Kiinaan ei kuitenkaan ole onnistunut yhtiöltä yli vuosikymmeneen ja tältä osin odotusarvo on jo varsin alhainen.

Projektiriskit. Projektitoimituksiin kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun, laadun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen (käytännössä harvinaista). Rauten track-record on tässä suhteessa ei ole puhdas, sillä yhtiö kärsi projektikustannusten ylityksistä nykyistä edeltäneessä hyvässä syklissä vuoden 2018 lopulla ja vuonna 2019. Myös vuoden 2021 loppupuolella alkanut raju inflaatio on painanut joiden projektien katteita ainakin vuonna 2022 (luultavasti myös vuonna 2023) Arviomme mukaan projektiriskien realisoituminen (ml.

sopimusehdot) on yksi merkittävä syy siihen, että yhtiön kannattavuuspotentiaali ei finanssikriisin jälkeen ole arviomme mukaan realisoitunut.

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

Alasegmentin rajallinen (hintä)kilpailukyky.

Rauten tarjoama on keskimäärin kallis ja myös preemiohinnoittelua vaativa tarjoama vähintään hidastaa Kiinaan ja muille kehittyville markkinoille murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista sekä kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan Raute panostaa edullisempien keskiluokan ratkaisujen kehittämiseen, mutta alimpiin segmentteihin järkevän tarjonnan rakentaminen on osoittautunut Rauten kulurakenteilla vaikeaksi. Näin ollen esimerkiksi Kiinassa yhtiö ei juuri voi kuin odotella markkinan evoluution edistymistä.

Kasvun tavoittelussa onnistuminen ajan yli.

Eurooppa ja LVL, joissa Rauten kilpailuetu on vahvimmillaan tulee ajamaan Rauten kasvua vuosina 2024-2025, mutta pidemmällä tähtäimellä Euroopan hidastalouskasvu ja Rauten jo korkea markkina-osuus sekä raaka-aineen saatavuus eivät arviomme mukaan mahdollista merkittävää kasvua ydinalueella. Toinen yhtiön vahvan kilpailuedun ja markkina-aseman alue eli Venäjä

on ainakin nähtävissä olevan tulevaisuuden poissa pelistä. Yhtiö kuitenkin tavoittelee uudessa strategiassaan selvästi aiempaa aggressiivisemmin kasvua, minkä pitäisi tulla yhtiön vähemmän vahvan markkina-aseman alueelta (etenkin Pohjois-Amerikassa ja luultavasti myös osa kehittyvistä maista) sekä osin uusilta alueilta (ts. muut puutuotteet). Kasvutavoitteisiin yltäminen vaatii yhtiöltä myös yritysostoja sekä orgaanisia investointeja, joiden onnistuminen on epävarmaa. Kasvupanostusten epäonnistuminen ja kysynnän yhtäaikainen hiljeneminen Rauten vahvimilla markkina-alueilla voi mielestämme johtaa liikevaihdon ja tuloksen alamäkeen.

ERP:n käyttöönotto. Raute otti käyttöön pitkään investointivaiheessa olleen uuden ERP:n toukokuussa 2023 Nastolan pääyksikössään. Uuden järjestelmän opettelu heikensi yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta Wood Processingissa ja Servicesissä Q2'23:lla ja Q3'23:lla, vaikka ongelmat eivät olleetkaan huomattavia IT-projektin mittakaava huomioiden. Q4'23:sta ja etenkin ensi vuodesta alkaen Rauten pitää saada tilauskantansa toimittamiseksi erittäin korkea volyymi ulos tuotannosta, minkä saavuttamiseksi ERP:n toiminnan ja käytön pitäisi arviomme mukaan olla melko sujuvaa. Seuraavan 1-2 vuoden aikana ERP-ongelmat voisivatkin olla suuren työkuorman takia tuhoisia yhtiön kannattavuudelle. Lähtökohtaisesti ERP:n pitäisi kääntyä mielestämme lähivuosina riippakivestä hyödyksi, mutta haasteiden pitkittymistä ja kasvamista ei voi vielä sulkea pois.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuskäännne ja syklin yli kannattavuuden parantaminen

2.

Puurakentamisen taustalla vahvat ja kestävät kasvuajurit

3.

Palvelu- ja analysointiliiketoiminnan kasvu

4.

Sektorin äärisyklinen investointikysyntä

5.

Painopisteen siirtyminen kohti aktiivisempaa kasvun hakemista

Potentiaali



- Vanerin ja LVL:n kysyntä kasvaa vähintään globaalin BKT:n vauhdissa
- Korkean katteen jälkimarkkinatoiminnoissa on orgaanista ja epäorgaanista kasvuvaraa etenkin Pohjois-Amerikassa
- Alansa globaalisti johtavalle konepajayhtiölle kannattavuus on jäänyt keskimäärin vaisuksi
- Tuoreella kehitysohjelmalla on edellytyksiä parantaa selvästi tehokkuutta ja yhtiön kannattavuutta

Riskit



- Projektikysyntä on äärisyklistä ja projektien paino liiketoimintarakenteessa on edelleen iso
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Alasegmentin vaatimaton kilpailukyky
- Kasvuinvestointien purevuus vahvimpien osa-alueiden (Eurooppa ja LVL) ulkopuolella
- Mahdollisiin yrityskauppoihin liittyvät kaksisuuntaiset riskit

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/5

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Raute uusi strategiansa keväällä 2023. Rauten pitkän tähtäimen strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia, tarjoaman laajentaminen, globaali läsnäolo länsimarkkinoita painottaen ja tehokkuus. Raute on luonut pitkän historiansa aikana uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä ja osin keskisegmenteissä, joissa tuotteen laatu ja tuotantokustannus (ts. tuotannon tehokkuus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Arviomme mukaan nämä kilpailuedut eivät ole heikentyneet yhtiön viime aikoina kärsimistä haasteista huolimatta, mutta viime vuosien pääosin heikot tulokset ovat pakottaneet yhtiön nostamaan sisäisen tehokkuuden keskiöön etenkin Wood Processingissa.

Kilpailuedut korostuvat vaativissa projekteissa

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

varmistamiseksi, projektin hallinnan tehostamiseksi ja pakettihintoittelun saavuttamiseksi, mikä tukee Rauten kilpailuetua tuntuvasti suurprojekteissa. Yhtiöllä on myös 80 vuoden historialtaan laajat referenssit ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit) sekä kyky globaaliin huoltopalvelujen tarjoamiseen, mitkä omalta osaltaan korottavat tulokynnystä alalle muiden pelurien kannalta.

Kilpailuetua vaalitaan kehityspanostuksilla

Kuten todettua teknologista kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 3-5 % liikevaihdosta tai 4-6 MEUR/v viime vuosina. Tästä alle puolet on arviomme mukaan mennyt nykyisen yläsegmentin tuotteiden ydintarjoaman parantamiseen ja teknologisen etumatkan säilyttämiseen. Raute on kuitenkin nostanut panostuksiaan myös digitaalisiin tuote- ja palvelumalleihin sekä kehittyvien markkinoiden tarjoamaan. Arviomme, että kehittyvien markkinoiden tarjonnan parantaminen (ml. esim. kohtuuhintaiset ja helppokäyttöiset sekä uudentyypisille raaka-aineille sopivat laitteet) oli yhtiön agendalla korkealla tähän vuoteen asti, mutta uudessa strategiassa Servicesin ja Analyzersin palveluiden ja tuotteiden kehittäminen ja digitalisoiminen on ottanut suuremman roolin. Kehityskuluja viime vuosina on nostanut myös vuosina 2020-2022 käynnissä ollut ERP-projekti, jonka on tarkoitus tukea koko tuotantopalettia.

Arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle aseman toimialan

digitaalisena edelläkävijänä. Uusille osa-alueille (ml. muut puutuotesegmentit) laajentuvan tarjoaman kehittämisessä onnistuminen on sen sijaan huomattavasti epävarmempaa. Alasegmentin osalta sen sijaan olemme entistä skeptisempiä toistaiseksi vähäisten tulosten vuoksi, eikä tämä enää vaikuta olevan prioriteettillisella erityisen korkealla.

Teknologiajohtajana Raute on tarjouskilpailuissa lähes poikkeuksetta kallein vaihtoehto asiakkaille. Hintapreemion saavuttaminen on myös yhtiön kulurakenteet huomioiden hyvän kannattavuuden edellytys. Näin ollen hinnoittelustrategia on hyvin linjassa teknologiajohtajuuden kanssa. Kustannustehokkuuden ja alasegmentin kilpailukyvyyn (ts. lisätilausten saaminen tältä alueelta) parantaminen olisikin kokonaisuudelle tärkeää, jotta syklin yli marginaali voisi nousta viime vuosien toteumia paremmalle tasolle.

Päätavoitteet uusittiin kevään 2023 päivytyksessä

Rauten strategian päätavoitteet ovat seuraavat:

- Kannattavuuden parantaminen
- Kannattavuuden volatiliiteetin pienentäminen
- Markkinoita nopeampi kasvu
- Vastuullisuuden edistäminen toimialalla

Tavoitteet muuttuivat kevään 2023 strategiapäivityksessä voimakkaammin kasvua tavoittelemaan suuntaan. Lisäksi vastuullisuus nousi eteen uutena teemana. Kannattavuuden

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/5

parantaminen oli yhtiön prioriteettilistalla aiemminkin mukana, mutta Rauten viime vuosien kannattavuushaasteet huomioiden pidämme sen säilyttämistä tavoitelistan keulassa välttämättömänä.

Arviomme mukaan Raute on hakenut viime aikoina parempaa kannattavuutta etenkin vuonna 2022 aloitetulla ja vuonna 2023 loppuun saatetulla 4-5 MEUR:n kehitysohjelmalla, projektinhallinnan tehostamisella (ml. laatu- ja tuotekehityksellä). Kannattavuuden parantamisen osalta selkein potentiaali yhtiöllä on näkemyksemme mukaan Wood Processingissa, jonka kannattavuusvaikeuksista koko konsernin heikko kannattavuus on pääosin johtunut. Pidämme kehitysohjelmaa sinänsä tarpeellisena Rauten 2020-luvun taitteessa paisunut kulurakenne huomioiden, mutta mielestämme vielä on epäselvää, miten ison osan ohjelman tavoitteesta yhtiö on saanut tai saa aidosti vietyä tulosvaikutteiseksi, sillä ympäristö on viime aikoina ollut inflatorinen ja myös tilauskanta on kasvanut. Projektinhallinnan ja tuotekehityksen kautta saavutetut kannattavuushyödyt sen sijaan tulevat arviomme mukaan näkyviin parhaimmillaankin vasta lähivuosina isommassa mittakaavassa. Sopimusehtojen parantelun sen sijaan pitäisi tukea kannattavuutta tilauskannan rullatessa uusiin projekteihin jo vuoden 2024 aikana.

Kannattavuuden parantamisessa, tuloksen volatiliiteetin pienentämisessä ja markkinoita nopeamman kasvun saavuttamisessa keskeinen rooli on arviomme mukaan Servicesillä ja Analyzersillä, joissa markkinakasvun pitäisi olla parempi ja markkinaosuuksien nousuvarankin

suurempi. Näiden liiketoimintojen kysyntä myös tasaisempaa, ja marginaaliprofiili konsernin keskitaosaa selvästi parempi. Siten näillä kahdella divisioonalla on mielestämme suuri rooli strategian kokonaiskuvassa, vaikka parannuspotentiaali onkin selkein Wood Processingissa.

Maantieteellisesti fokus on länsimaissa

Maantieteellisesti Raute on uudessa strategiassaan siirtänyt arviomme mukaan fokusta yhä vahvemmin länsimaihin, minkä lisäksi Kiinan ulkopuolinen Aasia sekä Etelä-Amerikka pysyvät yhtiön tutkalla. Osaltaan tämä on ollut arviomme mukaan pakon sanelemaa, sillä sota pakotti myös Rauten vetäytymään Venäjältä. Lisäksi Kiinassa Raute ei ole päässyt eteenpäin ja myös Kiinan markkinoiden kehitysvauhti on ollut hidasta, minkä takia Raute skaalasi alkuvuodesta Kiinan organisaatiotaan pienemmäksi. Tämä oli mielestämme ymmärrettävää Kiinan heikko tuotos/panos-suhde huomioiden. Pieni yllätys ja osin pettymys supistus silti oli, sillä Kiina on ylivoimaisesti suurin vanerin tuottaja ja olemme pitäneet Kiinaan pääsyä yhtenä suurimmista kasvumahdollisuuksista Rauten perinteisessä leipälajissa eli vanerisegmentissä.

Länsimaihin siirtyvä fokus on myös linjassa jälkimarkkinatuotteiden ja palveluiden roolin korostamisessa, sillä Servicesille ja Analyzersille kehittyneet maat ovat päämarkkinoita. Varsinkin Pohjois-Amerikassa molemmilla liiketoiminnoilla pitäisi olla kasvuvaraa vaneri- ja LVL-segmentissä ja Euroopassa muiden puutuotteiden segmentti on relevantti Analyzersille. Kokonaisuutena yhtiön toimintamalli on kuitenkin mielestämme hyvin

globaali, vaikka painotuksia onkin säädetty jossain määrin uudelleen. Tämä on mielestämme tärkeää, sillä Wood Processingissa kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti aikajaksoittain, joten maantieteellisen peiton raju kaventaminen on vaikeaa. Lisäksi Rauten laitteita käytetään monissa ilmansuunnissa ja yhtiön asiakkaat odottavat Rautelta globaalia palvelukykyä. Näin ollen näemme toimintamallin keskeisenä osana Rauten kilpailuetua, vaikka yhtiön kiinteän kulurakenteen melko laaja maantieteellinen läsnäolo pitääkin yhä korkealla.

Yrityskauppoja voi tulla Servicesissä ja Analyzersissä

Arviomme mukaan markkinoita nopeamman kasvun tavoittelu ajaa Rauten aktivoitumaan myös yritysostoissa. Viime vuosina yhtiö on tehnyt kaksi pienempää yritysostoa. Raute osti keväällä 2017 amerikkalaisen viulun lujuuslajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin noin 3,4 MEUR:lla ja keväällä 2020 suomalaisen ohjelmistoyhtiö Hiottun (Hiottu on toimittanut aikaisemmin ohjelmistoja Rauten tuotteisiin) todennäköisesti 1-2 MEUR:lla. Molemmissa yrityskaupoissa tavoitteena on ollut etenkin strateginen yhteensopivuus ja teknologisen kilpailuedun vahvistaminen, kun taas kumpikaan kauppa ei ole ollut yhtiölle tuloksellisesti merkittävä lyhyellä tähtäimellä. Emme myöskään usko ostokohteiden numeroiden parantuneen merkittävästi aikaisemmista tasoista Rauten omistuksessa.

Rauten nykyinen tuote- ja teknologiaportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/5

parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla Wood Processingissa, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista (ml. esim. henkilö- ja toimintatarvikkeet) eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä, vaikka uskommekin yhtiön kartoittaneen yrityskauppoja vaihtoehtona maan markkinoille murtautumisessa. Näin ollen yrityskauppojenkin osalta Servicesin ja Analyzersin rooli korostuu, sillä pieniä palveluyhtiötä ja toisaalta puutuotesektorille soveltuvaa teknologiaa voisi olla hankittavissa etenkin Pohjois-Amerikasta.

Mahdollisten yrityskauppakohteiden kauppahintojen pitäisi mielestämme olla ainakin historiallisesti kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta riittävän matalia, jotta yritysosto loisi arvoa Rauten omistajille. Siten Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienehköjen paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät välttämättä helposti kohtaa. Näin ollen kasvun vauhdittaminen yritysostoilla ei ole yhtiölle helppo pala, vaikka halua kasvun vauhdittamiseen näyttää nyt olevan. Lisäksi huomautamme, että pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan. Siten mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan myös mahdollisiin kilpailu-uhkien nousuun myös yritysjärjestelyillä kasvun tavoittelun lisäksi.

Vastuullisuus on luontainen osa strategiaa

Vastuullisuus on luontainen osa Rauten (tai lähes minkä tahansa muun yhtiön) strategiaa, sillä yhtiö valmistaa koneita ja laitteita arvokkaan puuraaka-aineen jalostamiseen. Raaka-aineen ja energian käytön tehostaminen ja arvon maksimointi sekä luonnollisesti turvallisuus ovat mielestämme hyvin luontaista vastuullisuustyötä, joka parantaa samanaikaisesti yhtiön asiakkaiden liiketoimintaedellytyksiä ja on linjassa heidän omille asiakkailleen antamien vastuullisuuteen liittyen lupausten ja vaatimusten kanssa. Yhtiön omassa toiminnassa vastuullisuusasioiden parannuspotentiaali on arviomme mukaan pienempi.

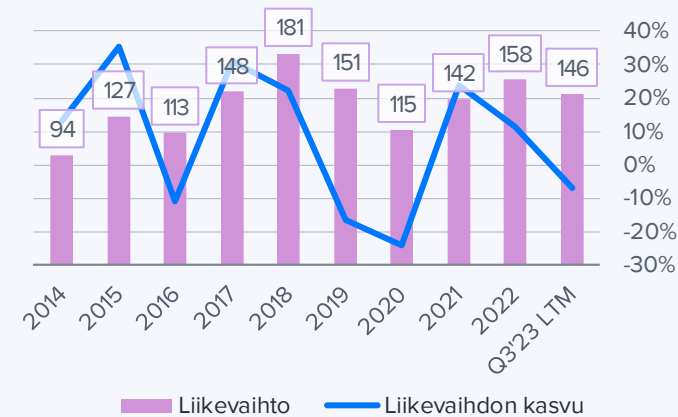
Taloudelliset tavoitteet konkretisoituvat ja yhtiö hakee räväkkää kannattavaa kasvua

Raute päivitti strategiansa yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2028. Ne ovat:

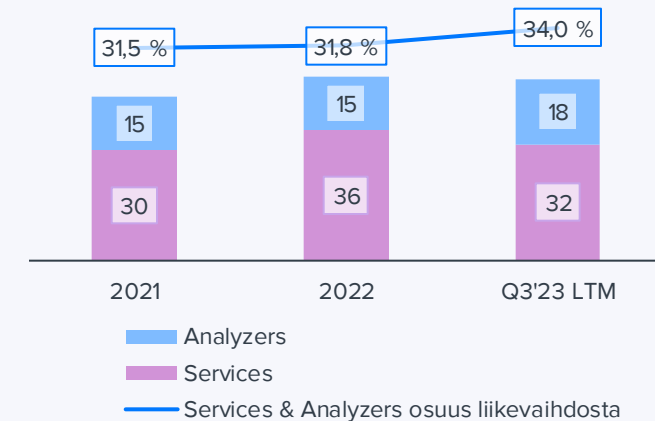
- Liikevaihto 250 MEUR (sis. orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu)
- Services- ja Analyzers- liiketoimintojen osuus 40% liikevaihdosta
- Vertailukelpoinen käyttökate-% keskimäärin yli 12 % yli suhdanteen
- Omavaraisuusaste yli 40 %
- Vakaa ja kestävä osinko eri markkinatilanteissa.

Rauten aiemmat tavoitteet olivat sanalliset. Siten numeeriset tavoitteet ja tavoitteille määritetty selkeä aikaikkuna konkretisoi merkittävästi yhtiön ambitiotasoa. Näin ollen suhtaudumme yhtiön tavoiteasetannan muutokseen positiivisesti.

Rauten liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-% (2014-Q3'23 LTM)



Services ja Analyzers liikevaihto (MEUR) ja osuus konserniliikevaihdosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/5

Rauten liikevaihto on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 150 MEUR:n tasolla eikä kuluvan vuoden toteuma ohjeistuksen perusteella merkittävästi poikkeaa tästä tasosta. Näin ollen kasvutavoite vastaa yli 10 %:n vuosittaista kasvua, mikä on selvästi markkinakasvua ja Rauten historiallista vauhtia ripeämpi tavoite. Laiteliiketoimintojen rajallinen kasvupotentiaali ja tiettyjen taskujen korkea markkinaosuus huomioiden arviomme tavoitteen vaativan myös epäorgaanista kasvua. Servicesissä ja Analyzersissä Raute tavoittelee suurin piirtein liiketoimintojen kaksinkertaistamista, mikä tarkoittaa noin 15 % vuosittaista kasvuvauhtia. Näin ollen Wood Processingin kasvutavoitteeksi jää noin 8 % p.a. Kasvutavoitteet ovat arviomme mukaan yli kaksinkertaiset markkinoiden kasvuvauhtiin nähden jokaiselle yksikölle, joten pidämme niitä hyvin kunniahimoisina Rautelle. Etenkin Wood Processingin osalta tavoite on vaativa, sillä markkinaosuudet ovat tietyissä taskuissa korkeita ja myös epäorgaanisen kasvu potentiaali on pienempi. Wood Processingissa epäsuoran kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii arviomme mukaan kahdeksannumeroinen summan kauppaa muista puutuotesegmenteistä. Näin ollen pidämme Servicesin ja Analyzersin tavoitteita jopa suhteessa helpompina, mutta niidenkin saavuttaminen vaatii luultavasti merkittävää epäorgaanista kasvua.

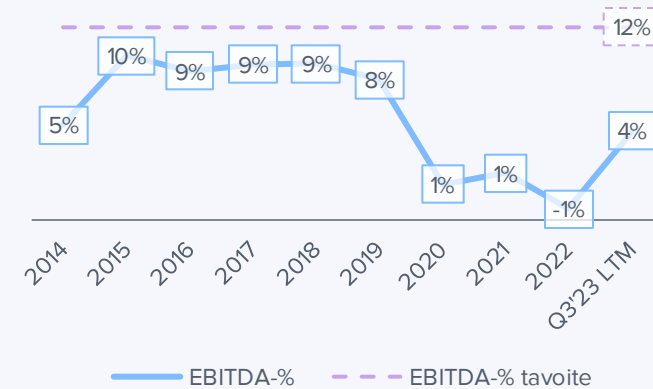
Raute on saavuttanut parhaimmillaan vajaan 10 %:n käyttökatemarginaalin lähihistoriassa, kun taas ajanjaksolla 2016-Q3'23 LTM Rauten keskimääräinen käyttökate on ollut alle 5 %. Moniin konepajoihin peilattuna vaatimattoman

kannattavuuskehityksen pääsyyt ovat arviomme mukaan olleet etenkin laiteliiketoiminnoissa, sillä Servicesin ja Analyzersin oikaistut käyttökate-%:t ovat olleet viimeisen 3 vuoden aikana 15 %:n ja noin 25 %:n tasolla ja arviomme niiden olleen selvästi kaksinumeroisia myös 2010-luvun puolella. Näin ollen yhtiön kannattavuustavoite on hyvin kunnianhimoisen suhteessa Rauten historiaan.

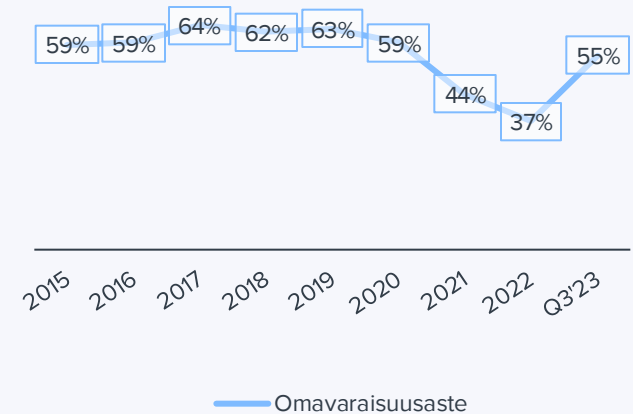
Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkea teknologiaan fokuoituneet niche-pelureiden pitäisi ylittää selvästi yhtiön toteumia parempiin kannattavuuksiin, jos työkuorma on kohtuullinen ja muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu, projektinhallinta ja hinnoittelukuri eivät petä. Näin ollen näemme yhtiön kannattavuudessa merkittävää parannusvaraa syklin kaikissa vaiheissa nykyrakenteellakin. Tästä suurin osa on matalan lähtötason takia Wood Processingissa ja osin myös Servicesissä, kun taas etenkin Analyzersin lähtötaso on jo vaativa. Tavoitetason saavuttaminen etenkin yli sykliä vaatii arviomme mukaan Wood Processingin tuntuvan parannuksen lisäksi Analyzersin ja Servicesin suhteellisen liikevaihtotavoitteen saavuttamista.

Tavoitetaso on kuitenkin myös kannattavuuden osalta erittäin kunnianhimoisen. Pohjoismaiset konepajat tekevät toki Rauten tavoitetta korkeampaakin marginaalia jopa yli sykliä, mutta kokoluokkansa, räätälöityihin tuotteisiin ja osin suurprojekteihin pohjautuvan myynnin rakenteensa sekä jälkimarkkinatuotteiden sekä palveluiden alhaisen osuuden takia emme toistaiseksi usko Rautella olevan edellytyksiä

EBITDA-% ja EBITDA-% tavoite (2014-Q3'23 LTM)



Omavaraisuusaste 2015-Q3'22



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/5

sektorin huippukannattavuuksiin.

Vahvalle taseelle on käyttöä

Taseen osalta näemme yli 40 %:n omavaraisuustason nykyisellä laitepainotteisella liiketoimintarakenteella mukavuusalueen alarajalla, kun taas 50 %:n omavaraisuusasteella syklipuskuri on mielestämme riittävä. Rauten omavaraisuusaste on myös pääsääntöisesti ollut 50-60 %:n välissä finanssikriisin jälkeen. Mikäli strategian mukainen Servicesin ja Analyzersin konsernia nopeampi kasvattaminen onnistuu ja sen myötä syklisyys pienenee keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä optimaalinen omavaraisuusasteen taso voisi mielestämme painua 40-50 %:n haarukkaan. Näin ollen pidämme yhtiön tavoiteasetantaa alarajan osalta loogiselta, eikä tasetta mielestämme aiota käyttää tavoitteiden perusteella tehottomasti tai toisaalta ottaa taseen kanssa turhan isoja riskejä.

Raute on osinkoystävällinen yhtiö

Historiallisesti Raute on ollut hyvin osinkoystävällinen yhtiö ja osinko on ollut pääosa Rauten koko osaketuotosta. Tätä tuki arviomme mukaan Rauten sukuyhtiötausta, ja luonnollisesti aiempi hallitun kasvun hakeminen mahdollisti pääomien palauttamisen melko korkeilla jakosuhteilla omistajille. Uuden osinkopolitiikan mukainen ”vakaa ja kestävä osinko” on mielestämme selvästi aiempaa maltillisempi lähtökohta. Tämä on kuitenkin linjassa aiempaa kasvuhakuisemman strategian kanssa, sillä uusi strategia vaatii todennäköisesti myös epäorganista kasvua yrityskaupoilla, mikä taas sitoo pääomaa. Toisaalta Raute on edelleen hyvin syklinen yhtiö, joten osingonjaon sitominen

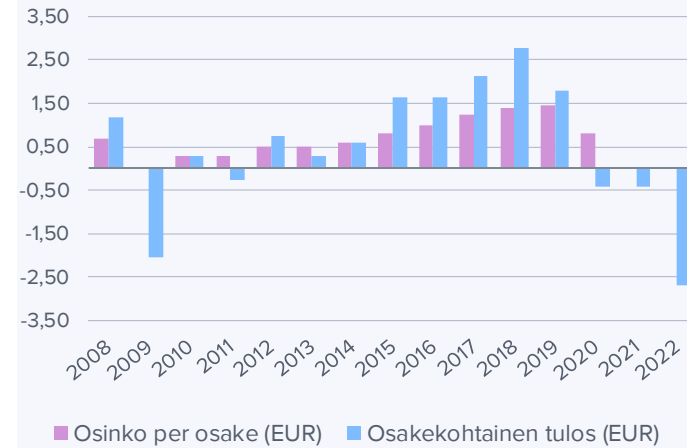
vuositulokseen ei ole mielestämme järkevää, sillä osinko tulisi heilumaan rajusti. Näin ollen pidämme Raute osinkopolitiikkaa hyvänä.

Arviomme mukaan Raute tulee palaamaan osingon maksajaksi kahden nollavuoden jälkeen ensi keväänä, mutta pääomia vaativan kasvustrategian takia arviomme yhtiön aloittavan osingonmaksun maltilla. Keskipitkällä tähtäimellä näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä osingon kasvattamiseen tuloksen mukana, vaikka jakosuhteet pidettäisiinkin alhaisina. Näin ollen osingon rooli Rauten osaketuoton muodostumisessa tulee vähemmän aiemmasta sekä kasvun ja tuloskasvun vastaavasti korostuvan. Suhtaudumme kuitenkin lähtökohtaisesti positiivisesti pääomien allokoimiseen takaisin liiketoimintaan, mikäli yhtiö löytää hyvän tuotto-odotuksen sijoituskohteita.

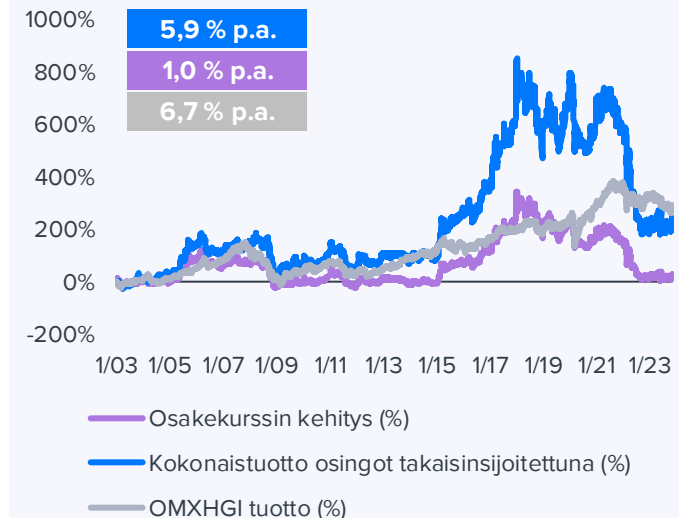
Rauten pitkän ajan tuotto on jäänyt indeksistä

Rauten kokonaistuotto viimeisen 20 vuoden ajalta osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt 5,9 % :iin. Tämä on mielestämme ole erityisen hyvä taso ja lisäksi tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliteetilla). Myös ajallisesti tuottokertymä on ollut epätasainen. Kurssinousua on kertynyt samalla aikaperiodilla reilut 24 % eli 1 % vuodessa, mikä alleviivaa osingon merkittävää roolia Rauten historiallisessa kokonaistuotossa. Rauten kurssimuutos ja tuotto osingot takaisinsijoitettuna on jäänyt OMXHGI-vertailuindeksin noin 6,7%:n vuosittaisesta tuotosta samalla aikavälillä, joten vakuuttavaa tuottohistoriaa yhtiölle ei ole näyttää. Siksi pidämme yhtiössä viime aikoina tehtyjä muutoksia tarpeellisina.

Osingon ja EPS:n kehitys



Rauten tuotto 1/2003-11/2023



Toimiala ja kilpailu 1/4

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan (ml. modernisoinnit) markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Alan investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain. Tuorein arvio markkinakoosta on 600 MEUR, jonka Raute esitti keväällä 2023 osakeantinsa listautumisesitteessä. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalin vaneri- LVL-markkinan koko on noin 50 mrd. euroa). Markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan karkeasti 10 %, kun taas vaneri- ja viilusektorit kattavat loput markkinasta.

Laiteiden lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina sekä analysointien markkinan. Relevantin palvelumarkkinan koon Raute arvioi listautumisesitteessään olevan globaalisti noin 300 MEUR, mutta rajanveto lienee palvelukaupan luonteen takia häilyvää (vrt. asiakkaiden itse tekemä kunnossapitotyö). Analysointit ovat Rauten listautumisesitteen mukaan noin 60 MEUR:n niche-markkina globaalisti. Näin ollen yhtiön saavutettavissa olevan kokonaismarkkina on nykyiselle tarjoamalle vajaan miljardin tasolla.

Palvelut ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten projektit ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa myös palveluihin ja analysointeihin uusia mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Tämä siitähän huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja, varaosia ja analysointireitoja muidenkin

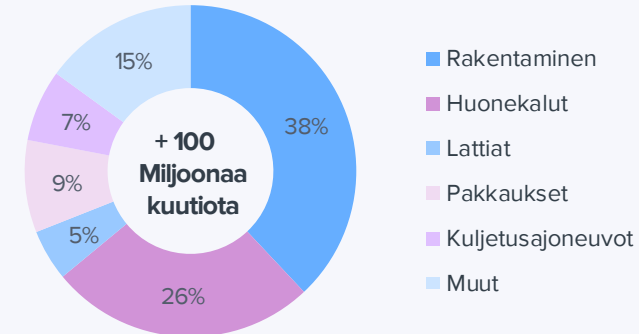
valmistajien toimittamiin koneisiin (ja päin vastoin).

Jälkimarkkina- ja liiketoimintojen kehityskaari etenee eri vaiheissa eri alueilla. Kehittyneillä markkinoilla huollon ”ulkoistamisaste” on jo noussut tuottajien keskittyessä jo voimakkaasti pääprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden kehitykseen, markkinointiin ja myyntiin. Lisäksi analysointit ja automaatio ovat laajassa käytössä tuotannon korkeiden laatu- ja tehokkuusvaatimusten takia. Näiden trendien voi olettaa etenevän myös kehittyvissä maissa aikanaan, sillä kustannusinflaatio on väistämätöntä pitkässä juoksussa ja myös sen vauhti on yleensä nopeinta kehittyvissä maissa. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa sekä automaatioinvestointeja, minkä uskomme tukevan Rauten jälkimarkkinapalveluiden ja -tuotteiden myyntiä ajan yli. Näin ollen pidämme Rauten jälkimarkkinapalveluiden ja -tuotteiden pitkän ajan kasvukuvia hieman laiteprojekteja parempana.

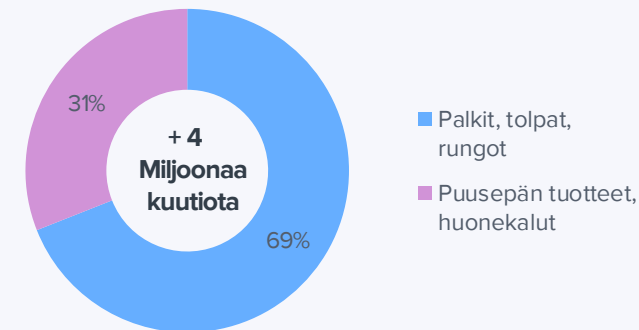
Investointeja ajaa lopputuotteiden kysyntä

Laiteinvestointien kysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologiasta valmistettujen tuotteiden kysynnän kasvusta ja laitekannan kulumisesta. Vanerin ja LVL:n kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % kuluu rakennuksiin, huonekaluihin ja lattioihin, kun taas loput menevät kuljetussektorille sekä pakkauksiin ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakenne-materiaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Rakennussektori on syklinen

Vanerin globaali kulutus loppukäyttökohteittain 2020



LVL:n globaali kulutus loppukäyttökohteittain 2020



Toimiala ja kilpailu 2/4

eli tyypillisesti se korreloi vivulla BKT-kasvuun.

Vaneri ja LVL voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidi-neutraaliuden ansiosta, joten puutuotteiden vipu voi ylös olla sektorin keskiarvoa voimakkaampi ja vipu alas keskiarvoa alempi etenkin pitkällä sihdillä. Arviomme mukaan kestävän kehityksen trendi on nostanut yhä voimakkaammin päätään kehittyneissä maissa viime vuosina, mikä tukee puutuotteita ja Rautea. Investointivetoiset kuljetus- ja pakkaussektorit taas korreloivat maailmankaupan ja BKT:n kasvun kanssa.

Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvät sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Rauten asiakkaiden markkinatilanne oli viime vuosina pääosin hyvä tai kohtuullinen, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytäkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille. Koronakriisissä rakentaminen ei ollut pahiten kärsineitä toimialoja ja sektori elpyi vuosina 2021-2022, kun elvytys ja matalat korot tukivat rakentamisen kysyntää. Sen sijaan vuoden 2023 aikana suhdanteen jäähtyminen ja korkojen nousu ovat alkaneet näkyä myös rakentamisessa ja vaikutus on ollut voimakas.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Mainittuja trendejä heijastellen puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksin Kiinan

kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on hieman hidastunut, mutta puutuotteita tukevien ajureiden takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvun odotusta vanerille järkevänä myös jatkoon.

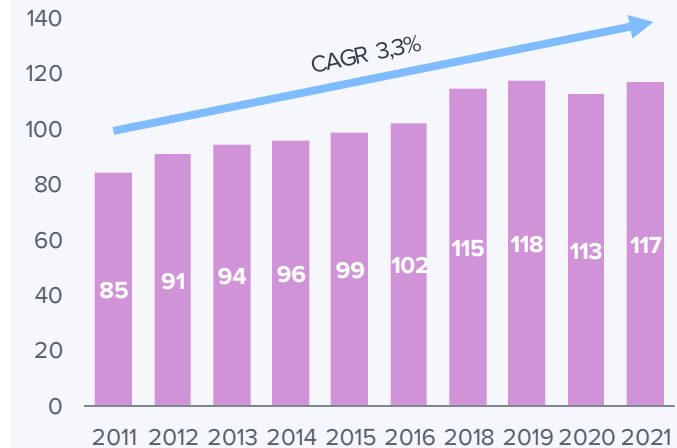
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy kaupungistumisen sekä elintason nousun ajamana ja kestävän kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Nämä ajurit voisivat mielestämme johtaa yli 5 %:n keskimääräiseen vuosittaiseen LVL:n kysynnän kasvuun sen jälkeen, kun länsimaiden rakentaminen alkaa toipua korkojen nousun aiheuttamasta shokista. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talous ajautuu korkeintaan miettoon taantumaan ja maan keskuspankki pääsee laskemaan korkoja, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista ja asuntoaloituksista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkimainingeissa).

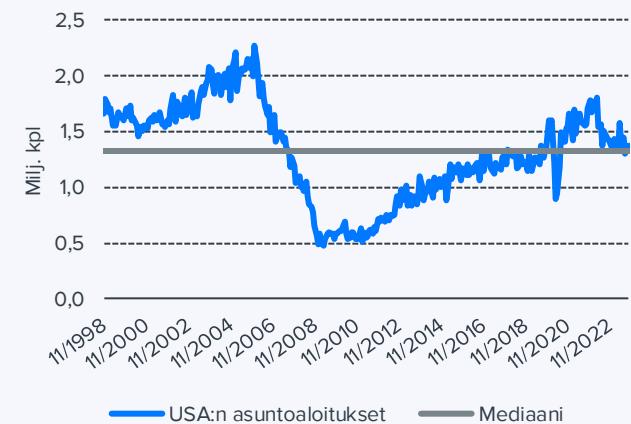
Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten projektiliiketoiminta ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti

Globaali vanerin kulutus milj. m³



USA:n asuntoaloitukset 11/1998-10/2023



Toimiala ja kilpailu 3/4

noin 15-20 %. Siten yhtiö on alan markkinajohtaja ja sen markkina-asema on vahva. Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista (jopa yli 50 %), kun taas alasegmentin markkinaosuudet ovat pienempiä. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä merkittävä osa maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla. Palveluissa markkinaosuus vain noin 10 %:n tasolla ja analysointoreissa noin 25 %. Näin ollen kaikkien divisioonien markkinaosuuksissa on selvää nousuvaraa globaalisti. Arviomme mukaan tämä vaatii kuitenkin onnistumisia etenkin Pohjois-Amerikassa kaikissa yksiköissä, sillä Euroopassa markkinaosuudet ovat jo monin osin korkeita, Venäjä on pois pelistä Kiinassa reittiä markkinoille ei tunnu vielä löytyvän.

Kilpailijoiden tarjoama on suppeampi

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin sekä kokonaisia tuotantolinjoja ja tehtaita sisältävän tuote- ja palvelukokonaisuuden. Ennen Ukrainan sotaa kilpailussa nosti päätään venäläinen MPT, joka pystyy kokoamaan tehtaan yksittäisiä laitteita tarjoavien kumppaniensa avulla. Yksinoikeutta tarjota kumppanien laitteita MPT:llä ei käsityksemme mukaan silti ole. Tämäntyyppinen kilpailu ei ole alalla uutta eikä se arviomme mukaan uhannut selvästi Rauten asemaa. Ukrainan sodan takia arviomme MPT:n toimintaedellytysten heikentyneen selvästi.

Kokonaistoimituksiin kykenevän pelurin nousu on mielestämme Rauten suurin kilpailu-uhka perinteisissä segmenteissä ja tämäntyyppinen

toimija laajenisi luultavasti nopeasti myös jälkimarkkinapalveluihin ja –tuotteisiin. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tämän riskin realisoituminen on epätodennäköistä. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimieltyyksistä. Isoja konepajoja pieni, hitaasti kasvava ja omaa teknologiaa vaativa markkina tuskin kiinnostaa.

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

Jälkimarkkinapalveluissa ja tuotteissa Rautella on merkittävästi korkeammat markkinaosuudet ja siten alhaisempi potentiaali Euroopassa kuin Pohjois-Amerikassa. Etenkin Analysointireissa Pohjois-Amerikka on globaalisti suurin markkina, kun taas Rauten Analyzersin liikevaihdosta pääosa tulee luultavasti Euroopasta. Rauten strategia nojaa etenkin jälkimarkkinapalveluiden ja tuotteiden osalta markkinoita nopeampaan kasvuun, missä onnistuminen vaatii lähtökohdat huomioiden yhtiöltä markkina-asemien parantamista Pohjois-Amerikasta.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Tarjoaman tuotanto-
tehokkuus (ml.
automaatiot)
- Kattava ja globaali
tarjoama laitteita,
palveluita ja
analysointireita
- Markkinajohtaja useilla
alueilla (ml. Eurooppa)

Heikkoudet

- Lähes aina kilpailijoita
kalliimpi
- Alasegmentissä
tarjoama asiakkaille
liian kallis
- Matala markkinaosuus
Aasiassa (etenkin Kiina)
- Pohjois-Amerikassa
paikalliset kilpailijat ovat
edellä

Mahdollisuudet

- Kannattavuus ei ole
saavuttanut täyttä
potentiaaliaan
- Jälkimarkkina-
palveluiden ja
tuotteiden kasvu
etenkin Pohjois-
Amerikassa
- Teknologiaosaamisen
laajentaminen muihin
puutuote-
segmentteihin

Uhat

- Talouskasvun
hidastumisen vaikutus
kysyntään
- Tärkeän Venäjän
markkinan toimitusten
loppuminen
- Kokonaistoimituksiin
pystyvän kustannus-
kilpailukykyisemmän
pelurin nousu

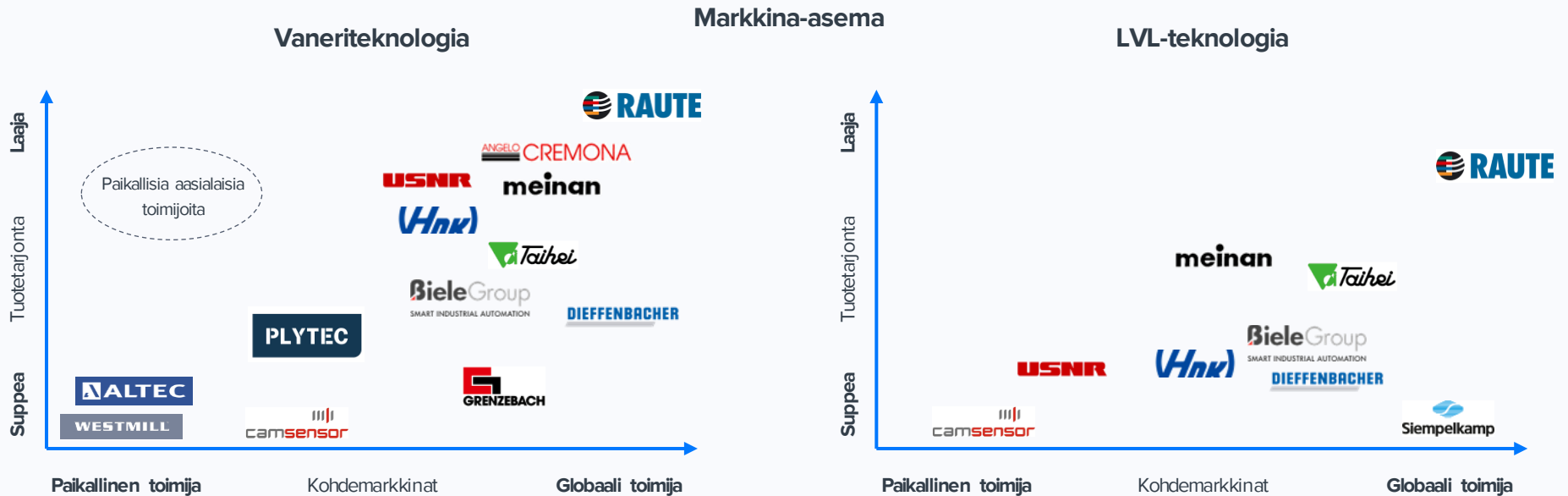
Toimiala ja kilpailu 4/4

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema oli vahva Venäjällä ennen sotaa, mutta tältä osin tilanne on käytännössä nollaantunut ainakin toistaiseksi. Etelä-Amerikassa Rauten markkina-asema on ollut hyvä Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa, minkä lisäksi yhtiö sai vuonna 2023 ensimmäisen kaupan Uruguaysta. Rauten asemia Etelä-Amerikassa tukee vakiintuneen teollisen teknologiaan käyttö. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasapäin. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä

Rautella ole käytännössä markkina-asemaa maassa. Raute on myös skaalannut panostuksia alaspäin maassa, joten yksittäisiä onnistumisia parempia tuloksia maasta tuskin kannattaa lähiaikoina odottaa. Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen osin teollisesti hyödyntämättömien paikallisten puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkkyy Afrikan markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuonna 2017 solmittu yhteistyösopimus. Isoa myyntipotentiaalia Afrikka tuskin Rautelle lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tarjoaa.

Taloudellista vertailua kilpailijoihin ei pysty tekemään

Rauten taloudellisen suorituskyvyn ja arvostustason vertailua sen kilpailijoihin vaikeuttaa suuresti se, että Raute on ainoa listattu yritys sektorilla. Rauten positioitumisen ja markkina-asemansa perusteella yhtiön pitäisi olla edellytyksiä olla alan kannattavimpia pelureita. Yhtiön viime aikojen numeroiden valossa tämä on tuskin toteutunut, vaikka faktatietoa aiheesta ei olekaan saatavilla.



Raute suhteessa muihin suomalaisiin konepajoihin



Tässä kuvaajassa vertaamme Rauten vuosien 2017-2022 kasvua ja kannattavuutta muihin suomalaisiin investointitavaraa toimittaviin konepajayhtiöihin. Kyseessä on konepajayhtiölle melko hyvä ajanjakso, sillä vuodesta 2017 aina kevään 2020 koronapandemian puhkeamiseen asti hyvä taloustilanne tuki alan yhtiöitä ja koronapandemiasta rajun elvytyksen ajaman elpymisen myötä myös vuodet 2021-2022 sujuivat yhtiöiltä hyvässä toimintaympäristössä. Kasvun osalta Raute pärjäsi ajanjaksolla hieman verrokkiryhmää vaisummin saavutetulla 5 %:n vuosittaisella keskimääräinen kasvullaan. Rauten saavuttama keskimääräinen 2 %:n liikevoittomarginaali sen sijaan jää yli 3 %-yksiköllä joukon mediaanista, mikä kuvaa mielestämme yhtiön jo pitkään alle potentiaalinsa ollutta kannattavuustasoa. Syyt Raute vaisulle kannattavuudelle ovat johtuneet etenkin Venäjän markkinoiden suuresta roolista yhtiön portfolioissa, projektitoteutuksen haasteista sekä osin myös kasvupanostuksista. Rauten kilpailuedut ja markkina-asema on mielestämme jokseenkin rinnasteisia verrokkiryhmän keskimääräisiin tasoihin, joten emme näe yhtiön pitkän ajan kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin jäävän viime vuosien alisuoriutumisen huolimatta verrokkiryhmän keskimääräisistä tasoista.

Taloudellinen asema 1/2

Taseasema palautettiin kesällä 2023 vahvaksi

Rauten tase kärsi vuosien 2020-2022 tappioista (etenkin Venäjään liittyneistä alaskirjauksista) sekä viime vuosien investoinneista (etenkin ERP). Vuoden 2022 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 39 %:ssa. Tällä tasolla yhtiöllä ei ollut akuuttia uhkaa taseaseman suhteen, mutta toisaalta puskurit tappioita ja ennakkomaksujen vähenemistä olivat vähäiset eikä liikkumavaraa uuden strategian mahdollisesti vaatimia investointeja vastaan mielestämme juuri ollut. Raute päätyikin keväällä 2023 vahvistamaan tasettaan keräämällä yhteensä bruttomääräisesti 17 MEUR omaa pääomaa (nettoarvo vajaat 16 MEUR) ja omaksi pääomaksi luettavia vaihtovelkakirjainstrumentteja.

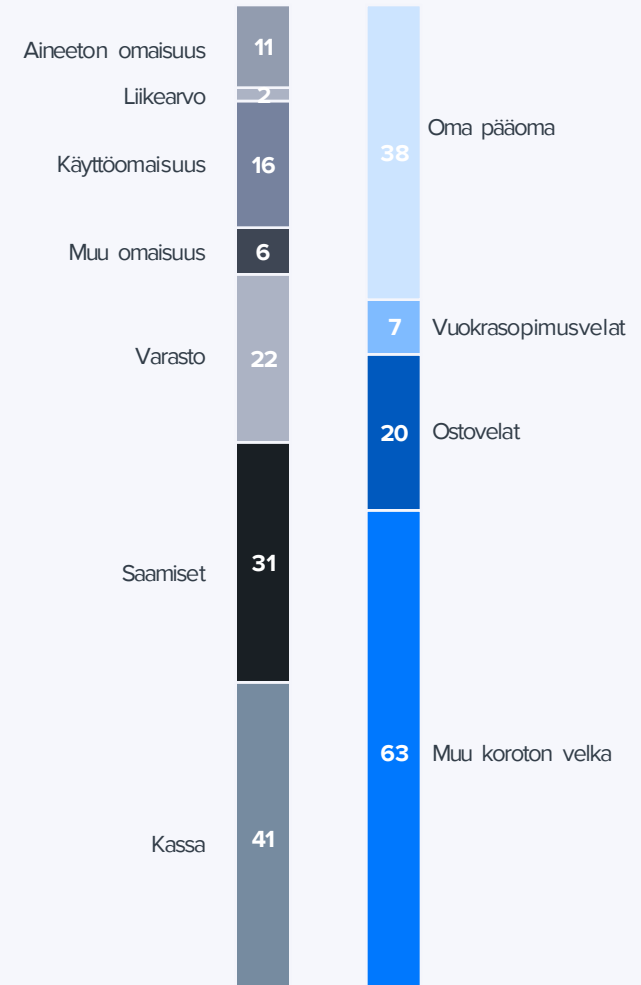
Rahoituspaketti koostui bruttoarvoltaan 6,44 MEUR:n suunnatusta osakeannista, 7,5 MEUR:n merkintäoikeusannista ja 3 MEUR:n 3-vuotisista vaihtovelkakirjalainoista. Suunnatun annin merkintähinta oli 7,68 euroa/osake ja merkintäoikeusannin 7,35 euroa/osake, joten osakeannit kasvattivat Rauten osakemäärää yhteensä noin 44 %:lla. Vaihtovelkakirjalainojen korko ensimmäiselle 3 vuodelle on 3 kk euribor + 7,50 % eli nyt noin 11,5 %. Yhtiö voi maksaa lainat takaisin aikaisintaan kesäkuussa 2026, kun taas lainojen haltijat voivat konvertoida lainat osakkeiksi kesäkuuhun 2026 mennessä 12,79 euron osakekohtaiseen hintaan. Jos lainoja ei makseta takaisin tai konvertoida osakkeiksi, lainojen korko nousee ensimmäisen 3 vuoden korkokauden jälkeen, mutta käytännössä vaihtoehtoina ovat todennäköisesti konversio tai takaisinmaksu.

Käytännössä Raute siis palautti taseasemansa Q2'23:lla toteutetuilla järjestelyillä historiallisille tasoilleen yli 50 %:n omavaraisuusasteeseen, mikä tarkoittaa toisaalta tukevaa nettokassaa. Mielestämme taseen vahvistaminen oli Rautelta osakesarjan tuntuvasta diluutiosta huolimatta perusteltua, kun huomioidaan yhtiön liiketoiminnan luonne, epävarma rahoitusmarkkina, kasvustrategia sekä osumaa saanut tase. Vahvan nettokassan takia yhtiön rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan nollassa, joskin kokonaisuuden kannalta merkityksellömät kurssierot voivatkin niitä heiluttaa kvartaalitasolla. Lisäksi tasejärjestelyiden yhteydessä omistajapohja laajeni suomalaisiin instituutioihin ja myös äänivaltaisesta osakesarjasta luovuttiin. Pidämme molempia seurauksia sijoittajien kannalta positiivisina muutoksina pidemmällä tähtäimellä.

Tase on kevyt kiinteän omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu etenkin Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan, mutta IFRS16-kirjanpidossa niihin liittyvä käyttöoikeusomaisuus on kirjattu pitkäaikaisen omaisuuden puolelle. Kiinteän omaisuuden tarvetta vähentää yhtiön osin alihankintaverkollle ulkoistettu tuotanto ja alihankkijoita Rautella on etenkin Baltian maissa ja Aasiassa. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 9,8 MEUR:lla ja käyttöoikeusomaisuutta 6,6 MEUR:lla Q3'23:n lopussa. Aineettoman omaisuuden määrä oli Q3'23:n lopussa 10,7 MEUR, kun viimeisen parin vuoden aikana edennyt ERP-projekti on kasvattanut erää. Liiketoiminnan kokoluokkaan

Rauten tase Q3'23:n lopussa (MEUR)



Taloudellinen asema 2/2

suhteutettuna aineettoman omaisuuden osuus taseesta on kuitenkin kohtuullinen. Liikearvoa taseessa oli vain alle 2 MEUR Metriguard- ja Hiottu- yrityskaappoihin liittyen. Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä ovat käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q3'23: 31,2 MEUR) ja varasto (Q3'23: 21,8 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q3'23:n lopussa 40,5 MEUR alkuvuoden rahoitusjärjestelyiden ja vahvan tilausvirran (sis. ennakot) jäljiltä. Likviditeetin tueksi yhtiöllä on myös tammikuun 2025 loppuun ulottuva 5 MEUR:n sitova limiitti ja yhteensä 40 MEUR:n ei sitovat takauslimiitti.

Perinteistä korollista velkaa ei ole

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q3'23:n lopussa 38,3 MEUR (sis. 3 MEUR:n omaan pääomaan kirjattava vaihto-oikeudellinen juniorilaina). Korollisia velkoja oli 7,1 MEUR, mikä on kokonaan IFRS16:een liitännäisiä vuokravastuita. Tavanomaista korollista velkaa yhtiöllä ei ollut. Korottomia vastuita Rautella taseessa oli Q3'23:n lopussa 83,2 MEUR, mikä sisältää etenkin asiakkailta saatuja ennakkoja projektitoimituksista sekä ostovelkoja.

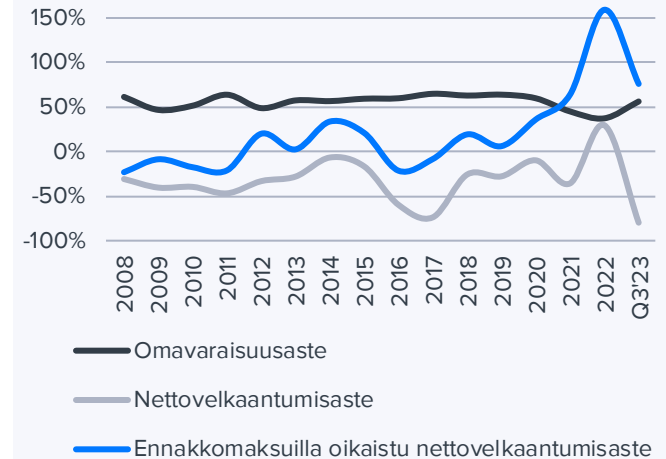
Taseen loppusumma oli Q3:n lopussa 128 MEUR. Tämä on Rauten tyypillistä tasoa melko selvästi korkeampi ja se johtuu näkemyksemme mukaan etenkin ennakkoiden poikkeuksellisen suuresta määrästä taseessa. Ennakot taas koostuvat etenkin 3 H1'23:lla myydystä isosta projektista, joista ei ole kertynyt vielä juuri kuluja. Näin ollen arvioimme ennakkoiden putoavan selvästi vuosien 2024-2025 aikana, kun projektit etenevät.

Kapasiteettia jää kasvustrategian toteutukseen

Q3'23:n lopussa Rauten omavaraisuusaste oli 55 % ja nettovelkaantumisaste -80 %. Suosimme yhtiössä taseen tarkastelua etenkin omavaraisuusasteen kautta, sillä käyttöpääomaerien takia rajusti vaihteleva kassavirta voi heiluttaa yhtiön nettovelkaantumisastetta nopeastikin. Yhtiön tämänhetkinen omavaraisuusaste on hieman Rauten 5 vuoden keskiarvon yläpuolella ja selvästi yhtiön tavoitetasoa korkeammalla. Näin ollen Rauten taloudellinen asema on mielestämme vahva ja johto voi keskittyä rauhassa kasvustrategian toteuttamiseen. Asiakkaiden rahoista eli ennakoista oikaistuna Rauten tase on nettovelan puolella, mutta koska nettovelka koostuu kokonaan vuokravastuista tämä ei mielestämme muuta yhtiön taloudellisen aseman kokonaiskuva. Ennakoista oikaistu nettovelkaantumisaste on myös Rauten IFRS 16-standardin soveltamisajan keskimääräisellä tasolla. Lisäksi ennakkoiden nollaantuminen on hyvin epätodennäköinen skenaario.

Mikäli Raute pysyy ennusteidemme mukaisesti lähiaikoina nettovoitolla, osingot ovat maltillisia, ennakot taseessa supistuvat, eikä taseen loppusumma orgaanisesti kasva, voisi Rautella arviomme mukaan olla taseessaan 20-30 MEUR sijoituskapasiteettia strategian mukaisiin orgaanisiin tai epäorgaanisiin kasvuhankkeisiin. Luonnollisesti positiivinen tuloskehitys ja hyvä uusien tilausten virta kasvattaisivat tätä liikkumavaraa ajan yli. Näin ollen Rauten voi mielestämme toteuttaa kasvustrategiaansa aktiivisesti, jos markkinoilta löytyy hyviä investointikohteita.

Rauten taseen kehitys 2008-Q3'23



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme Rauten liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella divisioonittain. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön divisioonaa yksittäin sekä myös konsernitason myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme perustuvat markkinakasvuun. Pitkän ajan marginaaliennusteemme pohjana käytämme Rauten historiallista kannattavuutta, taloudellisia tavoitteita sekä myös arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia.

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtämellä sen keskimäärin nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 6-12 kuukautta yhtiön taaksepäin rullaavasta liikevaihdosta laskettuna. Liiketoiminnan luonteen ja normaalien olosuhteiden toimitusaikojen takia näkyvyys pysyy arviomme mukaan keskimäärin tällä tasolla myös jatkossa. Isojen projektien ajoittumiset voivat tuki heiluttaa tilannetta osittain projektisykliä aikana.

Raute on saanut talous- ja markkinatilanteeseen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta tänä vuonna jo 3 suurta tehdaskauppaa H1:llä ja yhden Q4:llä. Q3'23:n lopussa Rauten tilaukanta oli erittäin vahvalla tasolla ja yli 100 % vertailukautta ylempänä 192 MEUR:ssa. Tämä tilaukanta ei edes sisällä yhtiön marraskuussa samaa ennätysuurta

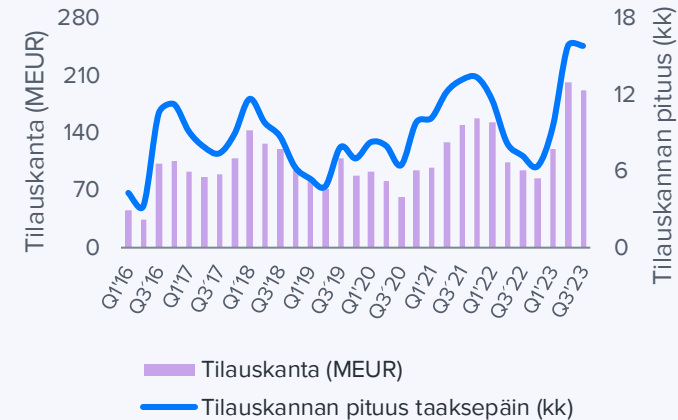
93 MEUR:n LVL-tehdastilausta Suomesta.

Näin ollen Rauten näkyvyys seuraavaan 2 vuoteen on tässä vaiheessa poikkeuksellisen hyvä liikevaihdon näkökulmasta, vaikka markkinatilanne onkin kaksijakoinen vallitseva talouskasvun epävarmuus ja korkeahkot korot huomioiden. Arviomme mukaan strategisia tehdas- ja linjainvestointeja lyhyen ajan riskit eivät heiluta, sillä näitä hankkeita suunnitellaan jopa vuosikymmenien tähtämellä. Myös tehokkuutta lisäävät ja kapasiteetin kehittämistä mahdollistavat automaatioprojektit ovat paremmin turvassa mainituilta jarruilta. Sen sijaan pienissä lyhyen takaisinmaksuajan projekteissa ja palveluissa markkinatilanteen rasitteet näkyvät alueellisesti arviomme markkinatilanteen olevan jokin samankaltainen länsimaissa, kun taas Etelä-Amerikassa ja Aasiassa Rauten potentiaali on rakenteellisesti melko binääristä

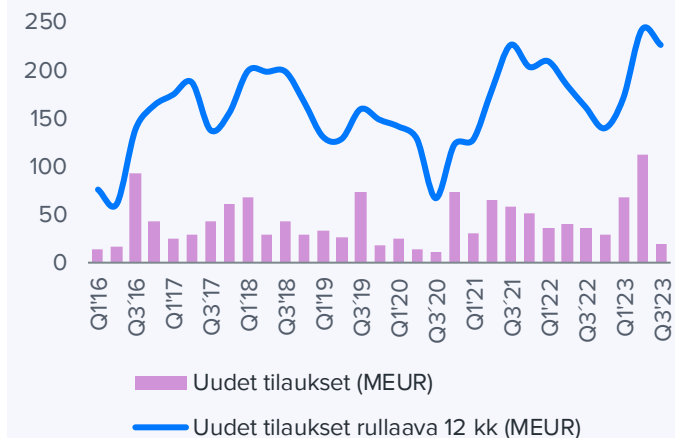
Arviomme tilaukannan katerakenteen olevan kohtalainen

Arviomme mukaan jo myydyin tilaukannan katerakenne on tyydyttävä, sillä tilaukanta on myös myyty kovimman inflaation puhkeamisen jälkeen (ts. inflaatiota on hinnoiteltu toimituksiin) ja inflaatiosta kärsineiden toimitusten pitäisi olla takana. Arviomme mukaan yhtiö on myös parantanut tänä vuonna sopimusehtojen määrittelyä (esim. vastuut), minkä pitäisi ainakin alentaa tilaukannan kateriskejä. Huomattavan hyvällä tasolla emme kuitenkaan katerakenteen usko olevan, sillä tilaukanta koostuu valtaosin neljästä suurprojektista ja tyypillisesti suurprojektien katteet ovat pieniä projekteja ja

Rauten tilaukanta ja tilaukannan pituus Q1'16-Q3'23



Rauten uudet tilaukset ja 12 kk rullaava tilausvirta Q1'16-Q3'23



Ennusteet 2/5

jälkimarkkinatuotteita sekä palveluita alempia. Kokonaisuutena erittäin paksu tilauskanta on mielestämme vallitsevassa toimintaympäristössä ehdottomasti etu yhtiölle.

Tulos on parantunut, mutta töitä riittää

Rauten tulostulos on tänä vuonna toipunut 3 liikevoittotasolla tappiollisen vuoden jälkeen, kun yhtiön 4-5 MEUR:n säästöohjelma on edennyt ja inflaation aiheuttamat katerasitteet pienentyneet. Lisäksi tulosta on tukeneet Venäjän jo kertaalleen alaskirjattuihin projekteihin pakotteiden puitteissa tehdyt toimitukset sekä Analyzersin kasvu. Liikevaihdon laskun takia operatiivinen tulos on vielä vaisulla tasolla ja myös uuden ERP:n käyttöönotto on sotkenut operatiivista toimintaa Nastolan pääyksikössä Q2:lla ja Q3:lla.

Raute tekikin Q1-Q3:lla 100,5 MEUR:n liikevaihdolla 6,6 MEUR:n oikaistun käyttökateen (oik. EBITDA-% 6,5 %). Rauten pariinkin kertaa vuoden mittaan säädetyn ohjeistuksen mukaan yhtiön liikevaihto on tänä vuonna 140-150 MEUR ja oikaistu käyttökate-% yli 6 %. Näin ollen Raute tulos nousee selvästi voitolliseksi kaikilla tulosriveillä ja yhtiö on päässyt oikeaan suuntaan tämän vuoden puolella. Taso on tietenkin vielä kaukana tavoitellusta.

Odotamme yhtiön saavuttavan ohjeistuksensa ja tekevän Q4:llä vuoden parhaan kvartaalin

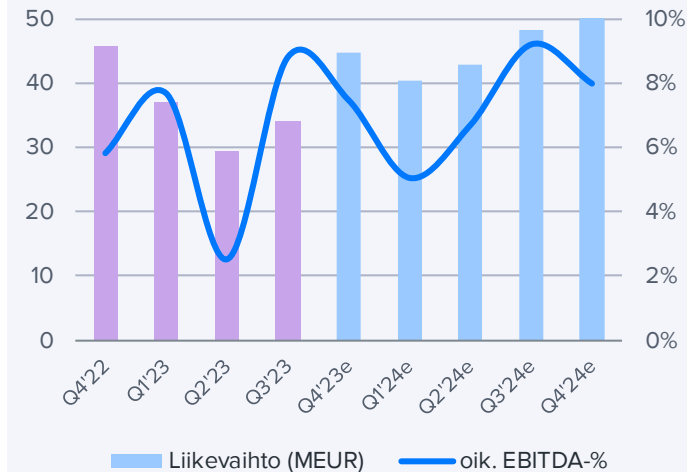
Odotamme Rauten liikevaihdon laskevan melko hyvästä vertailutasosta tänä vuonna 9 % 144 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua selittää etenkin Venäjän toimitusten merkittävä supistuminen Wood Processingissa, tänä vuonna myytyjen tehdashankkeiden hitaasti käynnistyvät toimitukset

Wood Processingissa (tyypillistä isoille projekteille), ERP:n käyttöönoton Q2:lle ja Q3:lle aiheuttamat liikevaihdon jättämät Wood Processingissa ja Servicessä, sekä asiakkaiden heikentyneen markkinan myötä hieman pakittava Servicesin volyyymi. Strategisesti tärkeän Analyzersin myynnin arvioimme tänä vuonna kasvavan noin 15 %, mutta konsernin isompien osien selvää liikevaihdon laskua se ei riitä paikkaamaan. Ennusteeseemme on noin Rauten koko vuoden ohjeistushaarukan puolivälissä liikevaihdon osalta. Q4:lla odotamme Rauten liikevaihdon yltäneen noin vertailukauden melko korkealle tasolle, mikä edellyttää, että ERP:n käyttöönotto ei sotke suuremmin toimituksia.

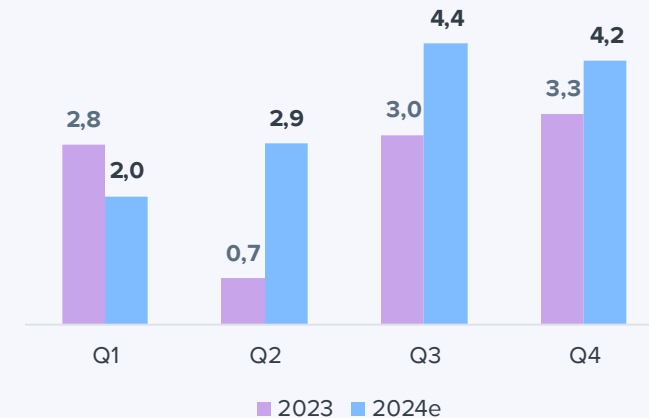
Oikaistua käyttökateä ennustamme Rauten tekevän tänä vuonna 9,8 MEUR, mikä vastaa noin 6,8 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Käyttökateen kertymää tukevat koko vuodelle samat tekijät kuin vuoden kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana. Venäjän projekteihin liittyvien positiivisten kirjausten takia kannattavuus antaa todennäköisesti jopa hieman turhan ruusuisen kuvan yhtiön tämänhetkisestä tuloskunnosta koko vuoden luvuilla tarkasteltuna.

Arviomme mukaan kaikki yksiköt ovat oikaistun käyttökateen tasolla tänä vuonna voitollisia. Wood Processin parantaa ennusteessamme eniten, mutta jää hyvin vaisulle noin 1 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin tasolle. Servicesin kannattavuuden arvioimme heikentyvän tänä vuonna hieman liikevaihdon laskun takia 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n tasolle. Sen sijaan Analyzers tekee kasvun ansiosta ennusteissamme erittäin vahvan 24 %:n oikaistun EBITDA-%:n ja parantaa roimasti vertailukaudesta.

Liikevaihto ja käyttökate% (oik.)



Käyttökateen (oik.) kehitys kvartaaleittain¹



Ennusteet 3/5

Q4:llä odotamme Rauten tekevän vuoden korkeimman käyttökatteen, vaikka arvioimme Venäjän hankkeisiin liittyvien positiivisten kirjausten olevan jo vähäisiä loppuvuodesta. Näin ollen Q4:n pitäisikin antaa suuntaa yhtiön tämänhetkisestä pohjakunnosta kohtuullisella liikevaihtotasolla. Koko vuoden kertakulujen arvioimme olevan 1,8 MEUR ja niiden sekä kasvavien poistojen jälkeinen liikevoiton ennusteemme on 3,2 MEUR. Emme ole tehneet Rauten kuluvan vuoden liikevaihto- tai tulosennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Rauten normaalien nollatason rahoituskulujen ja verojen verojen jälkeen ennustamme vuoden 2023 vuoden kertakuluilla oikaistun EPS:n asettuneen 0,57 euroon. Arviomme mukaan Raute palaa ensi vuonna rauhallisesti osingonmaksajaksi ja maksaa 0,20 euron osingon keväällä 2022.

Rauten kassavirta on arviomme mukaan tänä vuonna erittäin vahva, sillä yhtiö on saanut tänä vuonna ensimmäiset ennakot 4 isosta tehdasprojektista (sekä toki myös pienemmistä projekteista) ja näistä hankkeista kuluja on kertynyt vielä vähän. Näin ollen tase tulee olemaan vuoden lopussa jopa epänormaalin vahva nettovelkaantumisasasteella mitattuna. Arviomme mukaan Rauten nettovelkaantumisasaste on vuoden lopussa -100 % ja vakaampi omavaraisuusaste 52 %. Kesän 2023 rahoitusjärjestelyiden jäljiltä yhtiön tase olisi toki vahva, vaikka todennäköisesti ylisuuria ennakoita siivottaisiinkin laskuista.

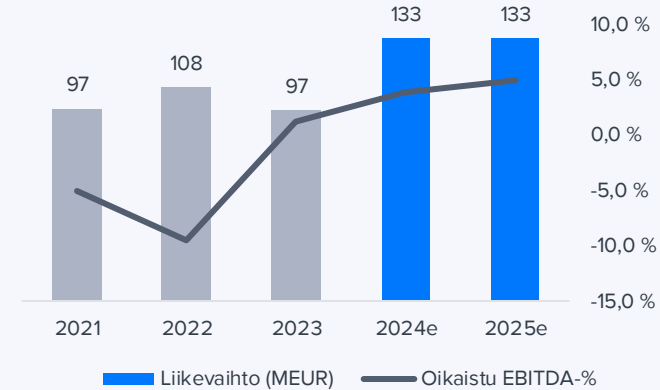
Näkyvyys ensi vuoteen on historiallisen hyvä

Rauten näkyvyys vuoteen 2024 on poikkeuksellisen hyvä, sillä yhtiö pääsee ensi vuoteen ennätyskorkealla ja vertailukauteen nähden jopa karkeasti kolminkertaisella yli 250 MEUR:n tilauskannalla. Näin ollen Rauten liikevaihto kiihdyttää ensi vuonna merkittävästi, vaikka suurprojekteista koostuva tilauskanta onkin normaalia pidempi ja uusiin tilauksiin liittyy taloustilanteen takia normaalia korkeampaa epävarmuutta. Näin ollen uusien tilauksien määrää ei tarvitse lähikvartaaleina suuremmin jännittää, mutta kannattavuuden muodostumisen kannalta jälkimarkkinatoiminnoista ja pienistä projekteista kertyvien tilausten määrällä on toki merkitystä. Suurempia hankkeita Raute tuskin pystyy lähivuosille edes ottamaan ilman normaalia merkittävästi pidempiä toimitusaikoja.

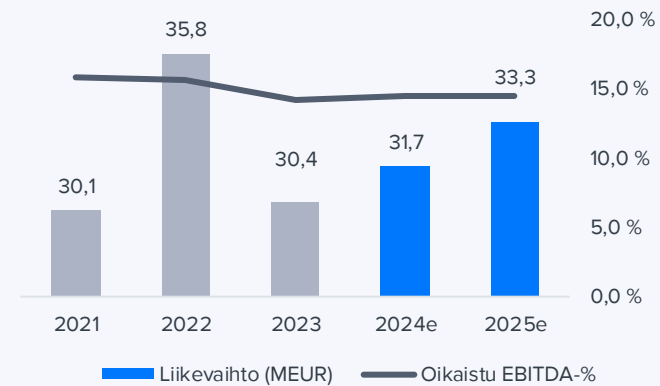
Liikevaihto kiihdyttää pitkälle ensi vuoteen

Arviomme mukaan 2024 aloittavaa väkivahvaa tilauskantaa ja taloustilanteen mukana vaisuhkoa kysyntätilannetta peilaten Rauten liikevaihdon kasvavan ensi vuonna 28 % 183 MEUR:oon. Kasvu tulee valtaosin Wood Processingin jo myydyistä tilauksista, kun taas Servicesin ja Analyzersin arviomme jäävän yksiköiden epäsuoria strategisia tavoitteita hitaampaan kasvuun ainakin alkuvuoden osalta nihkeässä markkinassa. ERP-hankkeen emme odota hidastavan liikevaihdon kertymää enää ensi vuonna. Kvartaalitasolla odotamme Rauten kiihdyttävän liikevaihdon kasvun osalta läpi ensi vuoden, mikä on yhtiölle tavanomaista, vaikka projektipainotteisessa liiketoiminnassa ei selvää kausiluonnetta olekaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden Wood processing



Liikevaihdon ja kannattavuuden Services



Ennusteet 4/5

Oikaistun käyttökatteen arvioimme parantuvan ensi vuonna 36 % 13,5 MEUR:oon. Tulosparannus syntyy puhtaasti Wood Processingista, jossa liikevaihdon kasvu parantaa kiinteiden kulujen skaalautumista, inflaation rasitukset pienenevät ja vuoden 2023 aikana loppuun saatetun kehitysohjelman säästöt sekä uusi ERP parantavat tehokkuutta. Ennusteessamme Wood Processingin oikaistu EBITDA-% on kuitenkin vain 4 %. Taso on saavutettavissa olevaan liikevaihtoon nähden alhainen, mutta yksikön pitkään jatkuneiden kannattavuusongelmien sekä suuriin projekteihin painottuvan tuotemixin takia olemme ennusteissamme vielä varovaisia. Analyzersin tuloksen arvioimme heikentyvän ensi vuonna hieman etenkin Venäjä-kirjauksiin ja tuotemixiin liittyvien lievien marginaalipaineiden takia, mutta odotamme yksikön kannattavuuden pysyvän vahvalla 20 %:n oikaistun EBITDA-%:n tasolla. Services parantaa ennusteessamme lievästi pienen liikevaihdon kasvun ajamana ja tekee kohtuullisen 15 %:n EBITDA-%:n ensi vuonna.

Emme odota Rauten kirjaavan ensi vuonna kertaeriä. Poistojen arvioimme pysyvän vakaina noin 5 MEUR:n tasolla, rahoituskulujen asettuvan noin nolliin, juniorilainan korkojen olevan noin 0,4 MEUR ja veroasteen 21%. Näin ollen Rauten oik. EPS paranee ennusteessamme 80 % 1,04 euroon, josta odotamme yhtiön nostavan osinkoaan 0,40 euroon osakkeelta. Rahavirrallisesti ensi vuosi voi projekti ajoitusten takia olla yhtiölle vaisumpi, mutta Rauten tase pysyy silti väkivahvana.

Olemme nostaneet vuoden 2024 ennusteitamme lievästi Äänekosken 93 MEUR:n LVL-tilauksen takia, vaikka valtaosa projektin työstä ajoittuneekin

vuoteen 2025.

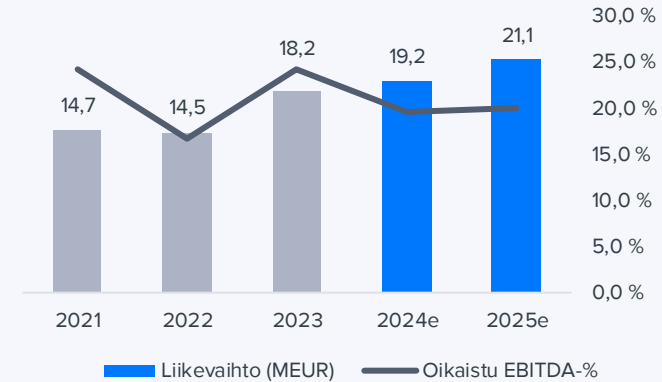
Myös vuoden 2025 liikevaihtonäkymä on vahva

Vaikka vuoden Rauten vuoden 2024 uusien tilausten näkymä on talousriskien takia vaisu, odotamme yhtiön pystyvän kuitenkin keräämään jälkimarkkinatoimintojen melko vakaan vedon sekä tyydyttävän projektikysynnän ansiosta kohtuullisen 130-150 MEUR:n tilausvirran ensi vuonna. Kun tämä yhdistetään Rauten vuoden 2023 lopun tilauskannan ja vuoden 2024 liikevaihdon ennusteeseemme, odotamme Rauten pääsevän erinomaisella karkeasti 200 MEUR:n tilauskannalla myös vuoteen 2025.

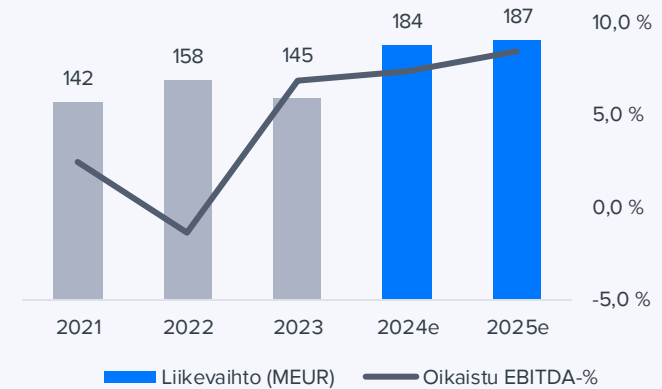
Odotamme Rauten liikevaihdon kasvavan vuonna 2025 2 % 187 MEUR:oon. Wood Processing pysyy ennusteissamme vakaana korkealla liikevaihtotasolla suurprojektien toimitusten edetessä. Servicesin ja Analyzersin odotamme pääsevän parantuvan taloustilanteen (ml. asiakkaiden markkinatilanne) sekä strategian toteutuksen etenemisen ansiosta kiinni 5-10 %:n kasvuun. Tämän hetkisen vahvan tilauskannan ansiosta näkyvyys Rauten liikevaihtoon liittyvä ennusteriski on jo nyt poikkeuksellisen pieni.

Rauten oikaistun käyttökatteen arvioimme parantuvan vuonna 2025 16 % 15,7 MEUR:oon. Tulosparannus syntyy yhä pääosin Wood Processingista, jossa odotamme vuotta 2024 hieman suotuisamman projektimixin ja ERP:n hyötyjen tukevan tehokkuutta. Ennusteessamme Wood Processingin oikaistu EBITDA-% on kuitenkin vain 5 %. Taso on edelleen saavutettavissa olevaan liikevaihtoon nähden alhainen, mutta pitäydymme

Liikevaihdon ja kannattavuuden Analyzers



Konsernin liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 5/5

varovaisessa linjassa myös vuoden 2025 osalta ennen konkreettisia näyttöjä tuloksetekokyvystä. Servicesin ja Analyzersin arvioimme parantavan vuonna 2025 maltillisesti liikevaihdon kasvun ajamina ja tekevän melko hyvät 20 %:n ja 15 %:n oikaistut käyttökatemarginaalit.

Emme odota Rauten kirjaavan vuonna 2025 kertaeriä. Poistojen arvioimme pysyvän vakaina noin 5 MEUR:n tasolla, rahoituskulujen asettuvan noin nolliin, juniorilainan korkojen olevan noin 0,4 MEUR ja veroasteen 23 %. Näin ollen Rauten oik. EPS paranee ennusteessamme 22 % 1,27 euroon, josta odotamme yhtiön nostavan osinkoaan 0,50 euroon. Rahavirrallisesti myös vuosi 2025 voi olla projekti ajoitusten takia oik. yhtiölle vaisumpi, mutta Rauten tase pysyy silti erittäin vahvana.

Olemme nostaneet Rauten vuoden 2025 ennusteitamme Äänekosken 93 MEUR:n LVL-tilauksen liikevaihdon osalta selvästi ja tuloksen puolesta lievästi. Tilaus laskee merkittävästi vuoden 2025 ennusteisiimme liittyviä riskejä jo nyt.

Pitkän tähtäimen ennusteet

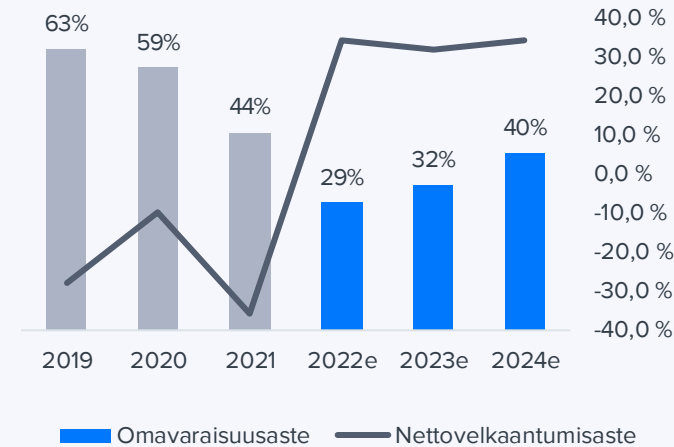
Vuodesta 2026 alkaen arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailukyvyyn sekä markkina-aseman tukemina keskimäärin 3-5 % vuodessa (2026 ennustamme liikevaihdon laskevan suurprojektien liikevaihto-osuuden pudotessa). Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliin mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida. Vuoden 2028

ennusteemme ovat kuitenkin vielä ajallisesti sekä syklisten suurprojektien ulkopuolella rajallisia kasvunäyttöjä peilaten selvästi yhtiön tavoitetaso alapuolella 187 MEUR:ssa (tavoite liikevaihto yli 250 vuoteen 2028 mennessä). Ennusteemme ei luonnollisesti sisällä myöskään yritysostoja, joita uskomme yhtiön tavoitteen saavuttamisen vaativan.

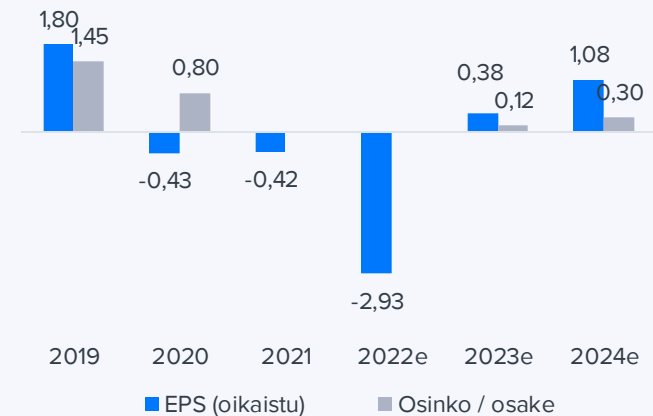
Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä ennustamme toistaiseksi Rauten pystyvän palauttamaan kannattavuutensa historiallisille tasoilleen ja luomaan tervettä taloudellista lisäarvoa (keskiarvo ROCE-% > WACC-%). Vuosien 2026-2032 oikaistun käyttökatemarginaalin ennusteemme ovat nyt 9-10 %. Ennusteemme peilaavatkin vielä rajallisten näyttöjen takia etenkin yhtiön historiallista suorituskkyä ja näin ollen niissä olisi merkittävää nousuvaraa, jos Rauten strategian toteutus onnistuu edes tyydyttävästi.

Odotamme yhtiön rahoituskulujen pysyvän matalina pitkällä aikavälillä. Juniorilainan odotamme Rauten maksavan ennusteessamme pois vuonna 2026, sillä tavoitehintamme on vielä lainan konversiokurssin alapuolella. Kuitenkin myös osakesarjaa noin 4 % kasvattava konversio on mahdollinen, jos Rauten liiketoiminta kehittyy edes ennusteidemme mukaisesti. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan 22-23 %. Odotamme Rauten jatkavan myös tasaista osingon kasvattamista. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys hyvin sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja DPS



Kvartaaliennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	142	41,3	29,6	41,8	45,7	158	36,8	29,3	34,0	43,5	144	183	187	170
Wood Processing	97,4	30,5	17,1	27,1	33,3	108	24,4	17,3	21,5	31,6	94,9	133	133	113
Services	30,1	7,9	9,2	9,9	8,7	35,8	8,3	6,5	7,9	7,8	30,5	31,3	32,9	34,5
Analyzers	14,7	2,8	3,2	4,8	3,7	14,5	4,1	5,5	4,6	4,1	18,3	19,2	21,1	22,6
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	2,1	-0,2	-13,9	2,7	1,7	-9,7	2,0	0,1	3	3,3	8,1	13,5	15,7	16,2
Poistot ja arvonalennukset	-4,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-5,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,3	-4,9	-5,2	-5,1	-5,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	-1,3	-12,1	4,8	1,4	-7,2	1,7	-0,4	1,7	2,0	5,0	8,3	10,6	11,0
Liikevoitto	-2,2	-1,5	-15,1	1,4	0,5	-14,6	0,9	-1,0	1,4	2,0	3,2	8,3	10,6	11,0
Wood Processing (oik. EBITDA)	-4,9	-1,1	-11,9	1,9	0,9	-10,3	1,1	-1,9	0,5	1,3	1,0	5,2	6,6	6,2
Services (oik. EBITDA)	4,8	1,0	1,3	2,7	0,7	5,6	1,0	0,5	1,7	1,0	4,3	4,6	4,8	5,2
Analyzers (Oik. EBITDA)	3,6	0,0	-0,2	1,5	1,1	2,4	0,7	2,1	0,8	0,9	4,5	3,8	4,2	4,7
Oikaisuerät (EBITDA:ssa)	-1,4	-0,1	-3,0	-3,4	-0,9	-7,4	-0,8	-0,6	-0,3	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Poistot	-4,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-5,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-4,8	-5,2	-5,1	-5,1
Nettorahoituskulut	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,8	0,8	-0,1	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1
Tulos ennen veroja	-1,7	-1,2	-15,4	1,4	1,3	-13,8	0,8	-1,2	1,7	2,0	3,3	8,5	10,6	11,1
Verot	0,0	-0,1	2,5	-0,1	0,0	2,3	-0,3	0,4	-0,6	-0,5	-1,0	-1,8	-2,4	-2,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,8	-1,2	-12,9	1,3	1,4	-11,5	0,4	-0,8	1,0	1,4	2,0	6,4	7,8	8,4
EPS (oikaistu)	0,37	-0,26	-2,47	0,93	0,49	-1,31	0,25	-0,04	0,20	0,23	0,57	1,04	1,27	1,37
EPS (raportoitu)	-0,42	-0,29	-3,03	0,29	0,32	-2,70	0,10	-0,15	0,16	0,23	0,33	1,04	1,27	1,37

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	144	144	0 %	181	183	1 %	164	187	14 %
Käyttökate	8,0	8,1	1 %	13,2	13,5	2 %	14,5	15,7	8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,0	5,0	0 %	8,2	8,3	2 %	9,7	10,6	9 %
Liikevoitto	3,2	3,2	0 %	8,2	8,3	2 %	9,7	10,6	9 %
Tulos ennen veroja	3,3	3,3	0 %	8,1	8,5	5 %	9,6	10,6	10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,57	0,57	0 %	0,98	1,04	6 %	1,15	1,27	11 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,40	0,40	0 %	0,50	0,50	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	32,5	35,7	36,2	35,2	34,7
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	6,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Käyttöomaisuus	21,6	18,7	18,8	19,2	20,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,9	4,8	5,2	3,7	1,9
Vaihtuvat vastaavat	78,1	56,3	100	93,3	81,9
Vaihto-omaisuus	22,0	16,7	20,1	22,0	18,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	31,6	32,0	34,5	40,3	42,9
Likvidit varat	24,4	7,6	45,3	30,9	20,1
Taseen loppusumma	111	92,1	136	128	117

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	34,1	22,9	39,3	44,5	49,8
Osakepääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	20,2	7,1	9,1	14,2	19,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,6	7,5	19,0	19,0	19,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,9	6,5	6,7	6,7	6,7
Laskennalliset verovelat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,2	0,1	1,6	1,6	1,6
Korolliset velat	8,5	6,3	5,0	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	67,7	62,7	90,3	77,3	60,0
Korolliset velat	3,6	8,0	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	60,8	51,7	86,2	73,3	56,0
Muut lyhytaikaiset velat	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	111	92,1	136	128	117

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Arviomme mukaan Raute hinnoitellaan markkinoilla tulos pohjaisesti. Yhtiölle soveltuvat mielestämme hyvin sekä EV-pohjaiset tunnusluvut sekä P/E-kerroin, sillä yhtiön tuloslaskelman ylä- ja alaosissa ei ole huomattavia poikkeamia. EV-pohjaisia tunnuslukuja arvioitaessa syytä on kuitenkin jossain määrin kiinnittää taseessa olevien asiakasennakoiden määrään suhteessa pidemmän ajan keskiarvoon, sillä ennakoiden muutokset voivat heiluttaa kassavirtaa ja sitä kautta yritysarvoa melko voimakkaastikin projektisykliä mukana. Ennakot eivät myöskään ole yhtiö omaa rahaa, joten mielestämme painavat yhtiölle hyväksyttävää EV-kertoimia jossain määrin, vaikka toki Rauten liiketoiminnan kokonaiskuvan kannalta ennakkoihin pohjautuva projektien maksulogiikka onkin erittäin hyvä asia myös sijoittajille.

Lisäksi käytämme Rauten arvotuksen arvioinnissa ”kuumemittareina” volyympohjaista EV/S-kerrointa ja tase pohjaista P/B-lukua käyttämme arvonmäärityksessä hahmottamaan osakkeeseen ladattujen odotusten voimaa, vaikka Raute ei missään tapauksessa olekaan taseen tai volyymin kautta hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö. Osinkotuoton rooli Rautessa on arviomme mukaan nykyisellä kasvuun nojaavalla strategialla pienehkö, vaikka historiallisesti iso osa Rauten tuotosta onkin tullut osingosta.

Hyväksyttävä arvostus on vielä maltillinen

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät tukevat ja painavat Rauten arvostusta:

Kestävä teknologinen kilpailuetu ja vahva

markkina-asema pitävät luottamuksen yhtiön pitkän ajan kilpailukyvyyn suhteen korkealla ja tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Jälkemarkkinaliiketoimintojen kasvu tukisi Rauten hyväksyttävää arvostusta ja näiden kannattavampien ja vakaampien osien kasvun jatkuessa arvostuksessa voisi olla nousuvaraa

Tase on vahva kesän 2023 rahoitusjärjestelyiden jäljiltä, mikä rajaa osakkeen riskiprofiilia

Lähivuosien tuloskasvunäkymä on suotuisa erinomaisen tilauskannan, kehitysohjelman valmistumisen sekä matalahkon lähtötason takia.

Sijoittajien luottamus yhtiöön on luultavasti kärsinyt vuosien 2020-2022 vaikeina aikoina ja tämän palauttaminen vaatii Rautelta tuloksellisesti ehjiä kvartaaleja ja vuosia.

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

Pieni koko nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 7x-10x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x-14x. Nämä kerroinhaarukat ovat karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin kertoimien kanssa. Mielestämme jälkemarkkinaliiketoimintojen (Services ja Analyzers)

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,98	9,98	9,98
Osakemäärä, milj. kpl	6,12	6,12	6,12
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	25	39	50
P/E (oik.)	17,4	9,6	7,9
P/E	30,1	9,6	7,9
P/B	1,6	1,4	1,2
P/S	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,3
EV/EBITDA (oik.)	3,1	2,9	3,2
EV/EBIT (oik.)	4,9	4,7	4,7
Osinko/tulos (%)	60,2 %	38,5 %	39,3 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	4,0 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

viime vuosien pääosin hyvä kehitys on tukenut osaltaan Rautelle hyväksyttävää arvostusta jossain määrin, mutta vähintään yhtä isona vastavoimana tälle on ollut pitkän ajan korko-odotusten nousu.

Suhteessa vastaavalla liiketoiminamallilla operoivaan ydinverrokkiryhmään (Helsingin Pörssin pienet ja/tai investointitaravetoiset konepajat) nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen karkeasti 10-30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia toistaiseksi. Alennuksessa voisi mielestämme olla pidemmällä sihdillä laskuvaraa, jos yhtiö pystyy parantamaan lähivuosina kasvun ja kannattavuuden track-recordiaan onnistuneen strategian toteutuksen kautta.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat matalat

Ennusteidemme skenaariolla Rauten arvostus on siedettävä (2023e: oik. P/E 17x, oik. EV/EBIT 5x) jo viime vuoden tuloksella ja luottamus kuluvan vuoden tulosparannusta kohtaan on hyvä vahvan tilauskannan ja strategian toteutuksen etenemisen ansiosta. Rauten vuoden 2024 ennusteidemme mukaiset kertoimet ovat P/E 10x ja EV/EBIT 5x. EV-kertoimien laskennassa yhtiön 4 MEUR:n oman pääoman ehtoinen vaihdettava juniorilaina on käsitelty velkana, sillä tavoitehintamme on lainan konversiokurssin (12,79 € / osake) alapuolella. Molemmat kertoimet vuodelle 2024 ovat yhtiölle hyväksyiemme haarukoiden alapuolella. Siten pidämme kertomia maltillisina, vaikka ennakoiden luultavasti poikkeuksellisen suuri määrä painaakin EV-pohjaisia kertoimia myös ensi vuodelle tarkasteltuna.

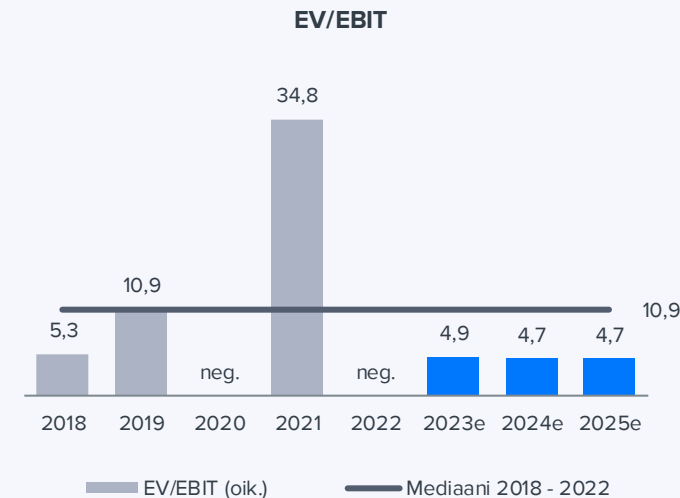
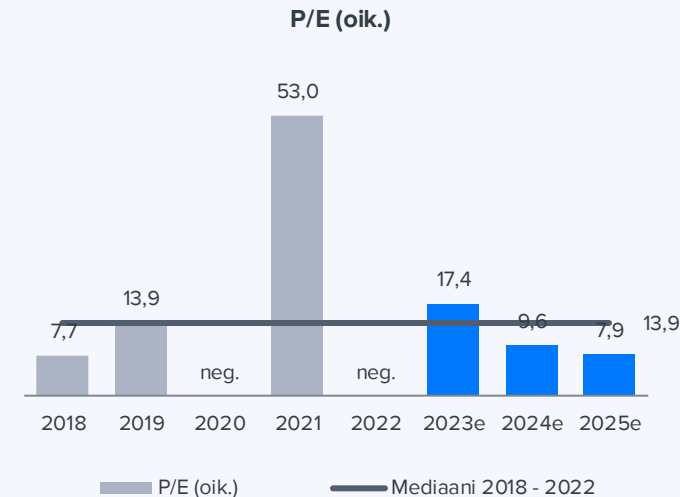
Historiallinen tase- ja volyymipohjainen arvostus antavat myös positiivista signaalia

Rauten kuluvan vuoden EV/S-kerroin 0,2x (sis. 3 MEUR:n oman pääoman ehtoisen juniorilainan käsittelyvelkana) on reippaasti Rauten oman 5 vuoden mediaanin alapuolella. Nämä tasot kuvaavat Rauten erittäin maltillista hinnoittelua suhteessa pidempään perspektiiviin, sillä mielestämme yhtiön teknologiaan ja markkina-asemaan liittyvät kilpailuedut ovat säilyneet ennallaan myös viime vuosien vaikeuksissa.

Rauten arvostuksen maltillisuutta peilaa myös yhtiön P/B-luku 1,6x (2023e). Tasearvostus on mielestämme halpa suhteessa Rauten viime vuosikymmenen oman pääoman tuottoon (2013-2023 mediaani ROE-% 13 %). Lisäksi tulostulon suunta on nyt paranemassa, mikä on tyypillisesti toteutuessaan ajanut Rauten P/B-arvostusta pidemmän ajan keskiarvon yläpuolelle ennen pitkää. Näin ollen osake saa mielestämme kohtuullista tukea myös tase-pohjaisesta arvostuksesta tässä vaiheessa. Matalat tase- ja volyymipohjainen arvostus ja niiden osakkeelle antamat kohtuulliset tukitasot laskevat mielestämme Rauteen nyt tehtävän sijoituksen riskiprofiilia ja parantavat siten tuotto/riski-suhdetta.

Verrokkiryhmäarvostus on vain suuntaa antava

Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin Pörssin pienet konepajat ja suuremmista pohjoismaisista konepajoista teollisuuden investointitaravahyödykkeissä operoivat yhtiöt.



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Tämäntyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauten samantyyppisten liiketoiminta-ajureiden takia. Verrokkiarvostus on kuitenkin mielestämme vain suuntaa antava metodi yhtiölle, sillä verrokkiryhmä on kapea eikä se sisällä Rauten suoria kilpailijoita.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2023 ja 2024 ovat P/E-lukujen osalta 13x ja 11x ja EV/EBIT-kertoimien osalta 11x ja 10x. Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöiden arvostukset eivät ole kalliita, mutta tuloskomponentteihin liittyvät epävarmuudet ovat toki poikkeuksellisen suuria, sillä Rautesta poiketen valtaosalla yhtiössä tilauskannat ovat olleet heikkenemään päin vuonna 2023. Kokonaisuuden valossa Raute on kuitenkin arvostettu tulos pohjaisesti tuntuvalta ja perusteltua tasoa suuremmalla alennuksella suhteessa verrokkiryhmään.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on vajaat 14 euroa, mikä antaa positiivisen kuvan osakkeeseen ladatuista pitkän ajan odotuksista muiden arvostusmenetelmien tavoin. Malli kuvastaa toistaiseksi vähäisten näyttöjen takia ainoastaan skenaariota, jossa yhtiön kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille onnistuu.

DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on osakkeen riskiprofiilia heijastellen 10,0 % ja oman pääoman kustannus 10,6 %. Olemme laskeneet tuottovaatimusta lievästi yhtiön viime

aikaisen pääosin myönteisen uutisvirran takia ja ennusteriskien laskun takia. Yhtiön suorituskyvyn parantuessa tuottovaatimuksessa voisi olla mielestämme ajan yli yhä jopa melko selvää laskuvaraa kääntein jatkuessa, vaikka nykyiset korko-odotukset ja omaan pääomaan nojaava rahoitusrakenne pitävät vielä tuottovaatimusta melko korkeana. Siten DCF-arvoon jää nousuvaraa sekä ennusteiden että tuottovaatimusten suunnasta, mikäli Rauten strategian toteutus onnistuisi yhtiön tavoitteiden mukaan.

Riskikorjattu tuotto-odotus on selvästi plussalla

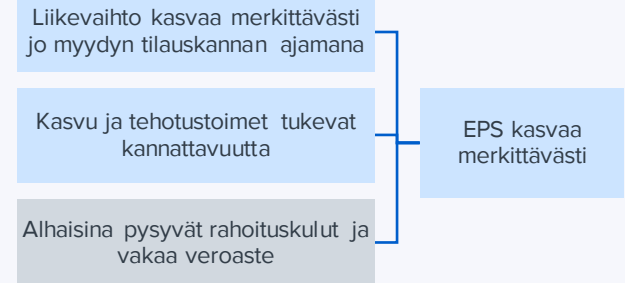
Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme Rauten osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 12-16 euroa osakkeelta. Nykyiseltä kurssitasolta Rauten osakkeen tuotto-odotus nousee mielestämme tuloskasvun ja pienen osingon valossa selvästi tuottovaatimusta korkeammaksi 12 kuukauden sihdillä, vaikka osa tuloskasvusta kuluukin arvostuksen koholla olevan lähtötason sulateluun etenkin P/E-luvun kautta tarkasteltuna. Siten säilytämme vahvan positiivisen näkemyksemme Rautesta ennallaan.

Keskeisimmät näkemykseemme liittyvät riskit ovat mielestämme ennustepuolella ja tuotto-odotus voisi jäädä odotuksista, jos yhtiön tuloskasvu ei toteutuisi talousnäkymien heikentymisen, inflaation, projekti riskien realisoitumisen tai ERP-ongelmien pitkittymisen takia. Vastaavasti tuotto-odotus voisi olla vielä ennusteskenaariotamme selvästi parempi, jos yhtiö onnistuisi strategiassaan tavoitteidensa mukaisesti. Näin ollen riskitkin ovat vähintään neutraalissa tasapainossa.

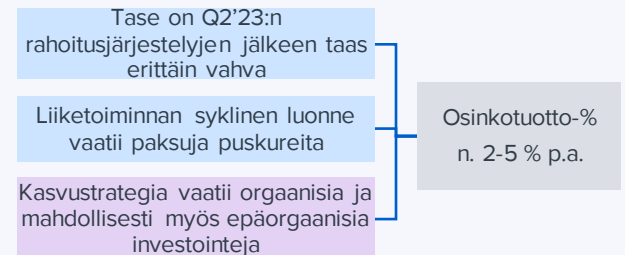
Osaketuoton ajurit Q3'23 LTM-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

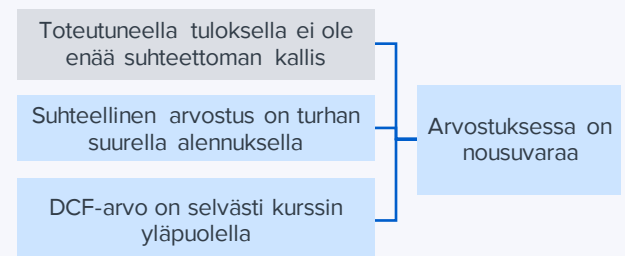
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää reilusti tuottovaatimuksemme

Vertailuryhmä

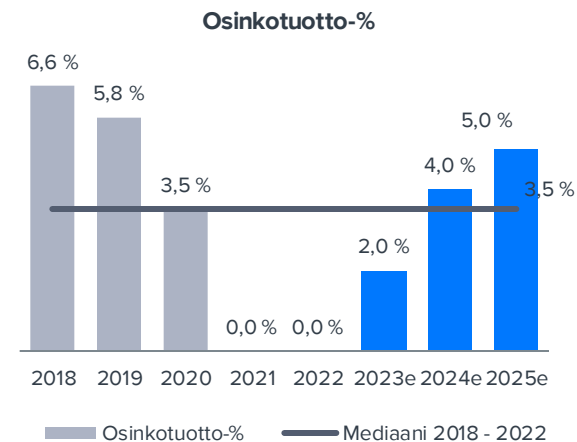
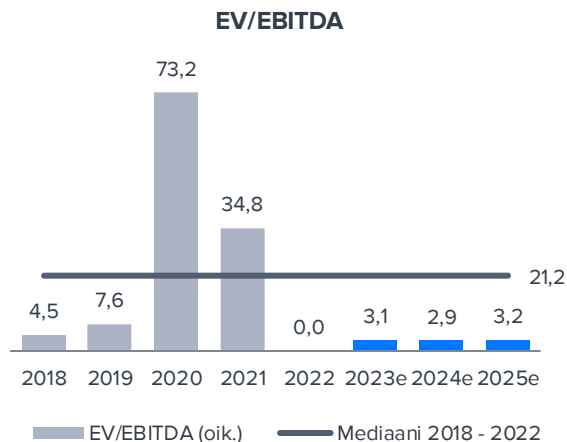
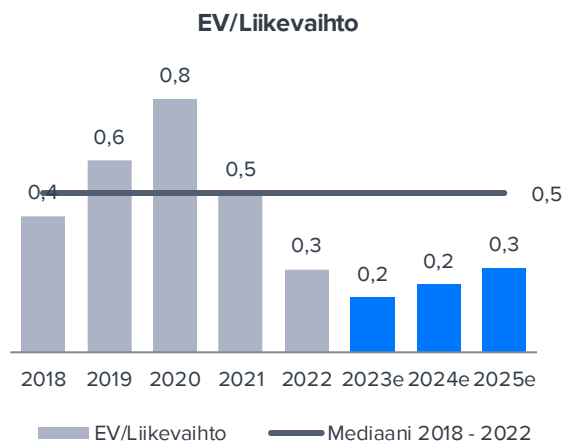
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Glaston	62	84	8,0	6,5	4,4	4,0	0,4	0,4	10,5	7,8	6,1	7,5	0,9
Ponsse	633	703	12,9	10,6	8,3	7,4	0,9	0,9	15,6	12,7	3,0	3,2	1,8
Kesla	14	27	13,3	13,3	6,7	6,7	0,5	0,5	11,3	8,2	3,8	5,1	1,0
Robit	32	59	14,9	9,9	7,4	5,9	0,6	0,6	16,7	8,9	2,0	4,7	0,6
Metso	7622	8409	10,5	9,9	8,8	8,3	1,6	1,5	13,1	12,2	4,0	4,3	2,6
Valmet	4824	5317	10,0	9,0	7,5	6,9	1,0	1,0	12,7	11,3	5,5	5,9	1,8
Konecranes	3238	3739	8,9	8,5	7,0	6,8	0,9	0,9	11,6	11,0	3,6	3,9	1,9
Raute (Inderes)	61	25	4,9	4,7	3,1	2,9	0,2	0,2	17,4	9,6	2,0	4,0	1,6
Keskiarvo			11,2	9,7	7,2	6,6	0,9	0,8	13,1	10,3	4,0	4,9	1,5
Mediaani			10,5	9,9	7,4	6,8	0,9	0,9	12,7	11,0	3,8	4,7	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-53 %	-52 %	-59 %	-57 %	-81 %	-76 %	37 %	-12 %	-47 %	-14 %	-12 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	21,3	25,0	22,7	19,8	8,26	9,98	9,98	9,98	9,98
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	6,12	6,12	6,12	6,12
Markkina-arvo	91	106	97	84	35	61	61	61	61
Yritysarvo (EV)	78	92	93	72	42	25	39	50	45
P/E (oik.)	7,7	13,9	neg.	53,0	neg.	17,4	9,6	7,9	7,3
P/E	7,7	13,9	neg.	neg.	neg.	30,1	9,6	7,9	7,3
P/B	1,9	2,1	2,4	2,5	1,5	1,6	1,4	1,2	1,2
P/S	0,5	0,7	0,8	0,6	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,8	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,5	7,6	73,2	34,8	neg.	3,1	2,9	3,2	2,8
EV/EBIT (oik.)	5,3	10,9	neg.	34,8	neg.	4,9	4,7	4,7	4,1
Osinko/tulos (%)	50,3 %	80,4 %	neg.	0,0 %	0,0 %	60,2 %	38,5 %	39,3 %	43,8 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	5,8 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes



DCF-malli

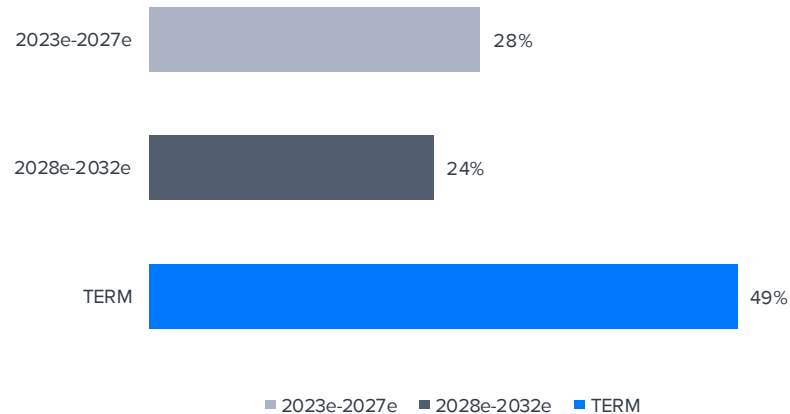
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	-9,2 %	27,5 %	1,9 %	-9,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-9,2 %	2,2 %	4,5 %	5,7 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	-14,6	3,2	8,3	10,6	11,0	12,5	13,1	12,5	12,3	12,3	12,5	
+ Kokonaispoistot	5,0	4,9	5,2	5,1	5,1	5,3	5,3	5,6	5,8	5,9	6,0	
- Maksetut verot	-0,9	-1,4	-0,3	-0,6	-0,6	-2,9	-3,1	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-4,3	28,5	-20,6	-16,6	-1,2	-2,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	-14,7	35,2	-7,4	-1,6	14,4	12,8	14,2	14,6	14,5	14,6	15,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,1	-5,0	-5,6	-6,4	-6,7	-6,4	-6,5	-6,3	-6,5	-6,0	-7,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,0	31,7	-13,0	-8,0	7,7	6,4	7,7	8,2	8,0	8,6	7,9	
+/- Muut	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-20,0	31,9	-12,7	-7,6	7,9	6,4	7,7	8,2	8,0	8,6	7,9	102
Diskontattu vapaa kassavirta		31,9	-11,5	-6,3	5,9	4,4	4,8	4,7	4,1	4,0	3,4	43,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		88,8	56,9	68,4	74,7	68,7	64,4	59,5	54,9	50,8	46,7	43,4
Velaton arvo DCF		88,8										
- Korolliset velat		-18,3										
+ Rahavarat		24,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		94,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositusausten 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyn omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analytiikon 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 Inderesin, 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 liikkeeseenlaskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/08/2019	Vähennä	22,50 €	21,80 €
02/10/2019	Lisää	26,00 €	24,70 €
31/10/2019	Lisää	26,00 €	23,80 €
15/01/2020	Vähennä	26,00 €	27,10 €
14/02/2020	Vähennä	24,00 €	25,60 €
19/03/2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30/04/2020	Myy	18,00 €	20,60 €
14/05/2020	Vähennä	18,00 €	18,60 €
24/07/2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30/10/2020	Vähennä	19,00 €	19,00 €
15/02/2021	Vähennä	22,00 €	23,60 €
09/03/2021	Vähennä	22,00 €	21,70 €
29/04/2021	Vähennä	24,00 €	23,30 €
14/05/2021	Lisää	25,00 €	23,00 €
26/07/2021	Vähennä	24,00 €	23,50 €
25/10/2021	Vähennä	23,00 €	22,00 €
26/01/2022	Lisää	21,00 €	18,75 €
14/02/2022	Lisää	21,00 €	19,55 €
03/03/2022	Vähennä	16,50 €	15,00 €
02/05/2022	Vähennä	14,00 €	13,00 €
22/06/2022	Vähennä	13,00 €	11,90 €
25/07/2022	Vähennä	11,00 €	10,40 €
24/10/2022	Vähennä	10,00 €	9,56 €
01/12/2022	Vähennä	10,00 €	9,50 €
15/02/2023	Vähennä	10,00 €	10,00 €
10/03/2023	Vähennä	10,00 €	9,00 €
02/05/2023	Lisää	12,00 €	10,10 €
24/05/2023	Lisää	11,50 €	10,80 €
08/06/2023	Osta	11,50 €	8,50 €
22/08/2023	Osta	11,50 €	8,44 €
25/08/2023	Osta	11,50 €	9,20 €
03/01/2024	Osta	12,50 €	9,98 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Rikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**