

Rapala VMC

Laaja raportti

22.7.2024 8:30



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäänne nykii, mutta ei vielä voi juhlia

Toistamme 2,70 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Kalastustarvikkeisiin keskittyvän Rapalan liikevaihto on laskenut viimeiset pari vuotta toimialan heikon kysynnän ja tuotteiden yltarjonnan keskellä, mutta käsityksemme mukaan tuotteiden yltarjontatilanne on hellittämässä. Odotamme Rapalan liikevaihdon kääntyvän takaisin tuntuvaan kasvuun kuluvana vuonna elpävän kysynnän ja uuden Crush City -pehmytuistimalliston ajamana, mutta heikko taseasema huomioiden osakkeen arvostuskuva vaikuttaa silmissämme edelleen kireältä.

Skaalaedut ja vahva brändi ovat yhtiön vahvuuksia

Rapala toimii noin 7 mrd. € arvoisella urheilukalastuksen markkinalla, josta vapojen ja kelojen arvo on noin puolet. Kokonaisuutena ala kasvaa globaalisti arviomme mukaan pitkällä aikavälillä noin BKT:n vauhtia ja on etenkin kulutushyödykkeissä defensiivinen suhteessa taloussykleihin, joskin sääolosuhteet aiheuttavat vaihtelua kysyntään. Rapala myy ja valmistaa tuotteita kuudessa eri tuotekategoriassa: Uistimet ja syötit, Koukut, Siimat, Tarvikkeet, Muut tuotteet sekä Vapa ja kela. Yhtiön kilpailuetu rakentuu nähdäksemme skaalaetujen ja tunnetun brändin ympärille sekä yhtiön luotettuun asemaan isojen kauppaketjujen kumppanina. Lukujen valossa kyseisten etujen potentiaalia ei olla kuitenkaan viime vuosina ulosmitattu täysmääräisesti. Rapalan nykyinen strategia painottaa aiempaa tehokkaampaa vaihto-omaisuuden kiertoa ja rakentuu aiempaa vahvemmin Rapala-brändin ympärille. Yhtiön sisäisten haasteiden vuoksi vaihto-omaisuuden kierto on historiassa rajoittanut yhtiön pääoman tuottoa. Tämän seurauksena yhtiö on investoinut sekä digitaalisiin kyvykkyyksiin varastohallinnan parantamiseksi ja leikannut varastonimikkeiden määrää vaihto-omaisuuden kierron parantamiseksi. Samalla panoksia on tarkoitus keskittää aiempaa vahvemmin Rapala-brändiin, mikä edellyttää mm. muiden tuotteiden tuomista Rapala-brändin alle ja Rapala-brändin hyödyntämistä aiempaa laajemmin kattobrändinä.

Toimialan ylikapasiteettitilanne takana päin

Rapala ohjeistaa 2024 vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan 2023 heikolta 5,6 MEUR:n tasolta. Mielestämme ohjeistuksen muotoilu vaikuttaa konservatiiviselta ja odotamme 13,5 MEUR:n oikaistua liiketulosta elpävän kysynnän ja uuden Crush City -malliston myötä kasvavan liikevaihdon ja hieman kevenevän kulurakenteen ajamana. Arviomme mukaan 2024 luvut eivät vielä kuvasta yhtiön normalisoitua tuloskuntoa ja odotamme vielä melko selvää tulosparannusta 2025 toimialan vahvistuvan kysynnän tukemana. 30 MEUR:n hybridilainan korot rasittavat ennusteissamme yhtiön nettotulosta ja pidämme ensiarvoisen tärkeänä, että yhtiö priorisoi lähivuosina lainan lunastamista osingonjaon sijaan.

Arvostuskuva vaatii odotuksiamme vahvempaa suhteellista kannattavuutta

Rapalan liikevaihtopohjainen arvostus on maltillinen vahvan brändin omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle ja osaketta hinnoitellaan merkittäväällä alennuksella verrokkeihin nähden. Matala liikevaihtopohjainen arvostus luo osakkeelle nousupotentiaalia, mikäli yhtiö kykenee nostattamaan suhteellista kannattavuutta lähemmäs muita kuluttajatuoteyhtiöitä. Rapala on alisuoriutunut potentiaaliinsa nähden jo pitkään, minkä seurauksena luotto kestävään tuloskäänteeseen on ymmärrettävästi heikko. Tulosennusteillamme osake vaikuttaa hintavalta niin absoluuttisesti kuin verrokkeihin nähden, joskin tunnistamme edellytykset odotuksiamme vahvempaan suoritusasteeseen. DCF-mallimme indikoi 2,9 euron osakekohtaista arvoa ja osakkeen olevan täyteen hinnoiteltu.

Suositus

Vähennä

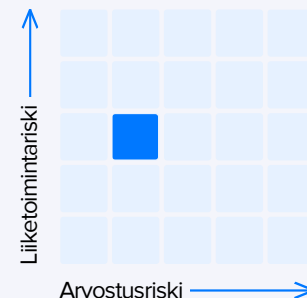
(aik. Vähennä)

2,70 EUR

(aik. 2,70 EUR)

Osakekurssi:

2,65



Avainluvut

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 221,6 | 240,3 | 252,4 | 261,3 |
| kasvu-% | -19 % | 8 % | 5 % | 4 % |
| EBIT oik. | 5,6 | 13,5 | 20,2 | 22,6 |
| EBIT-% oik. | 2,5 % | 5,6 % | 8,0 % | 8,6 % |
| Nettotulos | -7,0 | 2,3 | 8,1 | 10,1 |
| EPS (oik.) | -0,14 | 0,06 | 0,21 | 0,26 |

| | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.) | neg. | 45,3 | 12,7 | 10,2 |
| P/B | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,5 % |
| EV/EBIT (oik.) | 44,7 | 17,4 | 11,3 | 8,2 |
| EV/EBITDA | 16,3 | 9,4 | 7,1 | 5,5 |
| EV/Liikevaihto | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,7 |

Lähde: Inderes

Ohjeistus

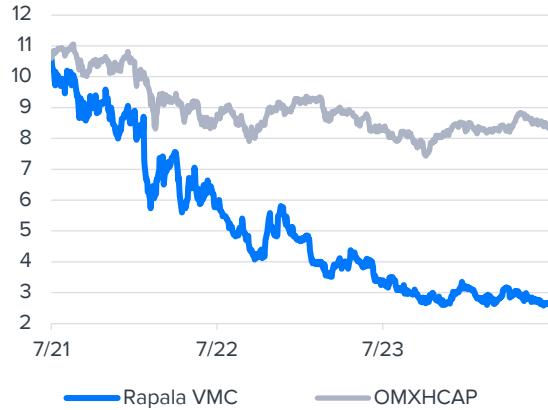
(Ennallaan)

2024 vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan edellisestä vuodesta (2023: 5,6 MEUR).

Sisällysluettelo

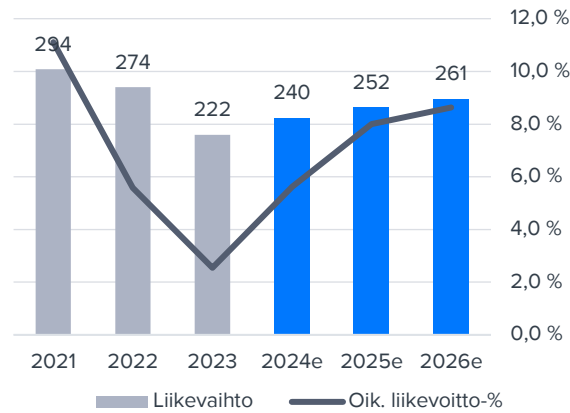
| | |
|---|-----------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | s. 6-11 |
| Liiketoiminnan riskiprofiili | s. 12 |
| Toimiala ja kilpailukenttä | s. 15-18 |
| Toimiala ja kilpailukenttä | s. 13-16 |
| Sijoitusprofiili | s. 17 |
| Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema | s. 21 |
| Strategia | s. 22 |
| Ennusteet | s. 23-27 |
| Arvonmääritys ja suositus | s. 28-31 |
| Taulukot | s. 32-34 |
| Vastuuvapauslauseke | s. 35 |

Osakekurssi



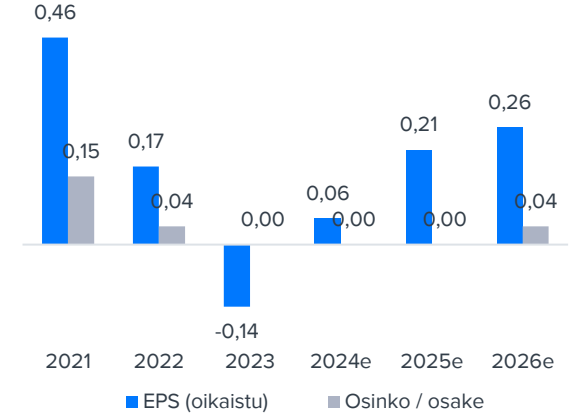
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusi vapa ja kela kategoria tarjoaa synergististä kasvupotentiaalia
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu



Riskitekijät

- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Kaupan omien brändien kasvu
- Vähittäiskaupan murros ja konsolidaatio asiakaspuolella
- Kilpailun kiristyminen

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi | 2,65 | 2,65 | 2,65 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 38,9 | 38,9 | 38,9 |
| Markkina-arvo | 103 | 103 | 103 |
| Yritysarvo (EV) | 235 | 227 | 186 |
| P/E (oik.) | 45,3 | 12,7 | 10,2 |
| P/E | 45,3 | 12,7 | 10,2 |
| P/B | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 1,0 | 0,9 | 0,7 |
| EV/EBITDA | 9,4 | 7,1 | 5,5 |
| EV/EBIT (oik.) | 17,4 | 11,3 | 8,2 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 15,4 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 1,5 % |

Lähde: Inderes

Rapala lyhyesti

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastustarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä.

1936

Perustettu

1998

Listautuminen Helsingin pörssiin

222 MEUR (-19 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

5,6 MEUR (1,8 % liikevaihdosta)

Oik. Liikevoitto 2023

35

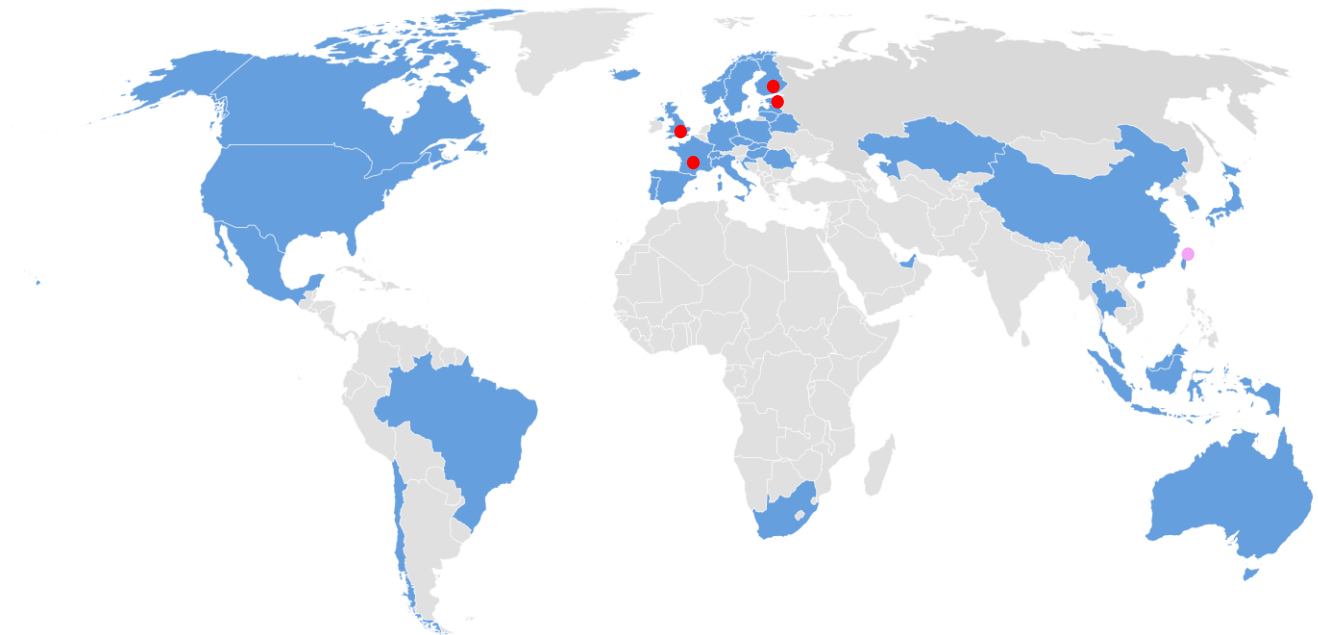
Toimintamaiden lukumäärä

1 436

Henkilöstö keskimäärin 2023

94 % / 6 %

Omat tuotteet / 3rd party tuotteet 2023



● Oma jakeluyhtiö

● Oma tehdas

● Hankintayksikkö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Johtava uistinten, kolmihaarakoukkujen ja kalastustarvikkeiden myyjä sekä valmistaja

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastustarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä. Vuonna 2023 94 % yhtiön myynnistä muodostui konsernin omista tuotteista ja 6 % kolmansien osapuolten tuotteiden jakelusta. Omien tuotteiden myynti on yhtiölle parempikatteista, kun taas kolmansien osapuolten tuotteiden jakelu mahdollistaa yhtiön oman jakeluverkoston laajemman hyödyntämisen.

Rapalan suurin ja tärkein markkina-alue on Pohjois-Amerikka, joka toi vuonna 2023 noin puolet konsernin myynnistä. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa erittäin vahva ja yhtiö on alueella kovissa uistimissa selkeä markkinajohtaja. Pohjois-Amerikassa liikevaihto painottuu lähes täysin omiin tuotteisiin, joiden myynti painottuu suuriin paikallisiin jälleenmyyjiin (ns. "Big Box Retailers").

Pohjoismaiden osuus Rapalan liikevaihdosta oli vuonna 2023 13 %. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä se on jopa hallitseva, joskin yhtiön liikevaihto Pohjoismaissa on ollut laskussa vuodesta 2011 lähtien. Arviomme mukaan Pohjois-Amerikka ja Pohjoismaat ovat Rapalan kannattavimpia markkina-alueita, minkä seurauksena kasvu kyseisillä markkina-alueilla olisi erityisen arvokasta.

Yksinoikeuteen perustuneen Shimano-myyntin päättymisen on vuonna 2020 arviomme mukaan keskeisimpiä tekijöitä Pohjoismaiden ja

kolmansien osapuolten tuotteiden myynnin laskun taustalla.

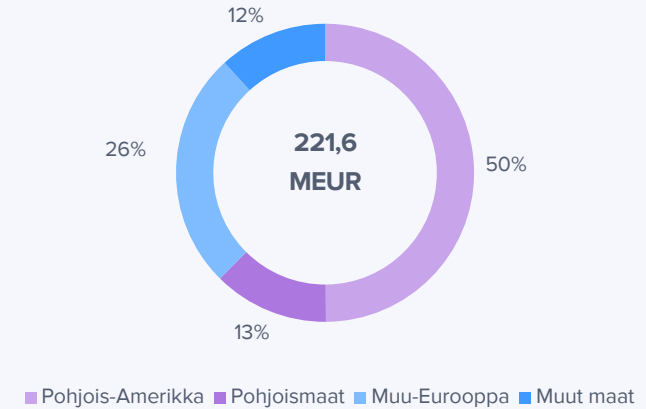
Yhtiön toiseksi suurin markkina-alue on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2023 oli 26 %. Siihen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska ja Espanja (aiemmin myös Venäjä). Myös osassa näissä markkinoissa myytiin aiemmin paljon kolmansien osapuolten tuotteita, mutta Shimano-jakelun päättymisen myötä (2020 ja 2021) niiden rooli on pienentynyt.

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

Valtaosa Rapalan myynnistä on B2B-myyntiä

Rapalan jakeluyhtiöt myyvät yhtiön omia tuotteita sekä valikoituja kolmansien osapuolien tuotteita asiakkaille, jotka ovat pääosin vähittäiskauppoja. Rapalan oma jakeluverkosto on erittäin laaja ja se kattaa noin 35 maata. Lisäksi Rapala myy omia tuotteitaan ulkopuolisille jakelijoille noin sadassa maassa. Arviomme mukaan noin 95 % Rapalan vähittäiskaupoille suuntautuvasta B2B-liikevaihdosta menee omien jakeluyhtiöiden kautta. Paikallisjakelijoiden osuus myynnistä on suuresta maapeitosta huolimatta verrattain rajallinen.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2023)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Kuusi tuotekategoriaa

Rapalan oma tuoteportfolio voidaan jakaa kuuteen kategoriaan: "Uistimet ja syötit", "Koukut", "Siimat", "Tarvikkeet", "Muut tuotteet" sekä "Vapa ja kela". Rapalan omasta portfolioista käytännössä puuttui pitkään viimeisin kategoria. Tilanne muuttui kuitenkin vuonna 2019 julkistetun Shimano-yhteistyön purun myötä. Sen mahdollistaman laajentumisen myötä Rapala on hankkinut oikeudet 13 Fishing brändiin USA:n ulkopuolella sekä Okuma-brändiin Euroopassa.

Vieheet ja syötit kannattavin kategoria

Rapala on maailman suurin uistinvalmistaja ja uistimet ovat konsernin merkittävintä tuoteryhmää. Yhtiön selvästi arvokkain brändi on Rapala. Muita yhtiön brändejä ovat mm. Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Yhtiöllä on ollut lisäksi lukuisia muita maakohtaisia brändejä, mutta brändiportfolioita ollaan terävöittämässä yhtiön fokuksen parantamiseksi.

Segmenttiin kuuluvat myös syötit, joita Rapala valmistaa karpinkalastukseen Dynamite Baits ja Carp Spirit brändeillä. Syötit myydään pääosin Keski-Eurooppaan, jossa karpinkalastus on suosittu kalastusmuoto. Yhtiön markkinaosuus on Yhdysvalloissa kovissa uistimissa noin 20 %:n luokkaa ja myös Pohjoismaissa se on käsityksemme mukaan vastaavassa kokoluokassa. Rapalan kasvu uistimissa seurailee näissä maissa pitkälti kokonaismarkkinan kehitystä johtuen vakiintuneista markkina-asetuksista. Yhtiön innovaatiovoimaa on alettu kuitenkin

kohdistamaan etenkin kasvaviin tuotekategorioihin.

Rapala kertoi viimeksi vuonna 2016 konsernin tuotekohtaisen liikevaihdon jakauman ja silloin uistimien ja syöttien liikevaihto oli 82 MEUR. Uistimet ovat konsernin omista tuotteista kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on arviomme mukaan noin 50-60 % riippuen hieman vuotuisesta myyntimixistä. Uistinten kannattavuus on käsityksemme mukaan pysynyt vakaana, sillä brändiuskollisuus on kohtuullinen.

Koukuissa vastaavasti korkea markkinaosuus

Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa (markkinaosuus arviomme mukaan 25-30 %). Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksihaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. Rapalalle VMC:n hankinta oli osittain myös strateginen, sillä VMC:n tuotannosta lähes puolet menee Rapalan omiin tuotteisiin ja vain hieman yli puolet myydään konsernin ulkopuolelle. Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2016 20 MEUR. Arvioimme myös koukkujen myynnin kehittyneen positiivisesti uistinten myynnin vanavedessä ja nousseen noin 25 MEUR:oon.

Koukut ovat hyvin kannattava tuoteryhmä ja arviomme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen.

Rapalan omia brändejä



Uistimet ja syötit



Rapala®



BLUE FOX®



Koukut



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Siimoissa myynnin kehitys jäänyt odotuksista

Rapala on siimoissa pieni toimija ja sen globaali markkinaosuus on käsityksemme mukaan parin prosentin luokkaa. Yhtiö laajeni siimaliiketoimintaan vuonna 2008, kun se osti siimabrändi Sufixin. Ostohetkellä Sufixin vuotuinen liikevaihto oli noin 10 MEUR, mutta Rapalan strategisena tavoitteena oli kasvattaa liikevaihtoa voimakkaasti ja laajentaa Sufixin tuoteperhettä. Yhtiön tavoitteena oli nostaa siimaliiketoiminnan liikevaihto 30-50 MEUR:n tasolle pitkällä aikavälillä parantamalla yhtiön brändipositiota ja laajentamalla jakelua. Siimaliiketoiminta ei kuitenkaan ole kasvanut yhtiön odotusten mukaisesti, sillä vuonna 2016 sen liikevaihto oli 18 MEUR:n tasolla. Käsityksemme mukaan siimaliiketoiminta on kuitenkin kasvanut tasaisesti vuodesta toiseen, vaikka se onkin jäänyt alkuperäisistä tavoitteista. Siimaliiketoiminta on käsityksemme mukaan hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arviomme mukaan noin 50 %.

Tarvikkeissa laaja kirjo kalastustuotteita

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeet kategorian yritysostoista hyvänä esimerkkinä toimii 2011 toteutettu laajentuminen jääkairoihin yhdysvaltalaisen Strike Masterin ruotsalaisen Mora ICE:n brändin ostolla. Kauppojen myötä tarvikkeisiin sisältyvä jääkalastuksen liikevaihto kasvoi noin 10 MEUR:lla aiemmasta 7 MEUR:sta ja Rapalasta tuli myös talvikalastuksen globaali markkinajohtaja.

Yhtiön strategisena tavoitteena oli tuolloin

kasvattaa talvikalastusliiketoimintansa liikevaihto 20-30 MEUR:oon. Käsityksemme näille tasoille on kairamyynnin positiivisen kehityksen myötä myös viime vuonna ylletty. Taustalla on ollut etenkin Strike Masterin Li-ion kairojen viime aikojen vahva menestys.

Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2016 yhteensä 44 MEUR ja arvioimme sen kasvaneen noin 60 MEUR:oon pääosin talvikalastuksen hyvän kehityksen vetämänä. Tarvikkeiden myyntikate on arviomme mukaan noin 40 %:n luokkaa.

Muut tuotteet (sukset ja puukot)

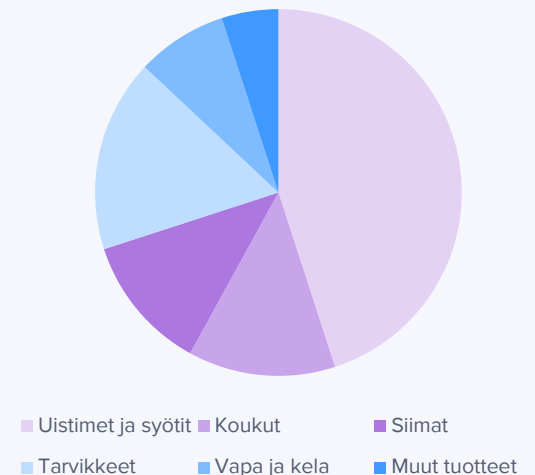
Konsernin muiden tuotteiden myynti oli 2016 8 MEUR ja sen päätuoteryhminä ovat Marttiini-veitset sekä Peltosen sukset. Tehtaiden (Marttiini Oy ja Peltosen Ski Oy) taloustietojen perusteella segmentin liikevaihto oli noin 12 MEUR vuonna 2022. Tästä suksimyynnin osuus oli noin 11,4 MEUR. Pidemmällä aikavälillä emme näe näissä tuotteissa merkittävää kasvupotentiaalia ja käsityksemme mukaan muiden tuotteiden vaikutus liikevoittorivillä on jäänyt vähäiseksi. Yhtiö siirsi vuonna 2020 Rovaniemen puukkotehtaan Vääksyyn ja sittemmin liiketoiminnan Viron Pärnuun, millä haetaan kustannustehokkuutta valmistukseen.

Peltosen suksien markkinaosuus on Suomessa noin 30 % ja myynti ja kannattavuus vaihtelevat lähinnä lumitilanteen mukaan. Pidämme Peltosen liiketoiminnan myymistä mahdollisena, sillä liiketoiminta tarjoaa arviomme mukaan rajallisesti synergioita muun liiketoiminnan kanssa eikä Rapala näin ollen ole silmissämme paras omistaja sille.

Rapalan omia brändejä



Omien tuotteiden myynnin jakauma¹



1) Inderesin arvio, pohjana 2016 Rapalan kertoma tilanne

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Vapa- ja kela-kategoria tarjoaa kasvupotentiaalia

Rapalan oma vapa- ja kelakategoria on vielä lähtökuopissa ja odotamme sen toimivan kasvun ajurina vielä pitkään. Vapa- ja kela kategorian myyntikate on arviomme mukaan noin 40 % koostuen sekä brändi- että jakelukatteesta.

Rapala hankki vuonna 2019 49 %:n vähemmistöosuuden yhdysvaltalaisesta DQC Internationalista. Kaupassa Rapala sai 13 Fishing brändin itselleen Yhdysvaltojen ulkopuolella. DQC omistaa vapa- ja kelabrändin nimeltä 13 Fishing. Yhtiö tuotteet ovat vahvoja hyrräkeloissa, pilkkikategoriassa sekä myös pehmeissä uistimissa. DQC:n tuotanto on ulkoistettu Kiinaan ja yhtiöllä on omat suunnittelu- ja tuotekehitystiimit Floridassa ja Taiwanissa.

DQC on perustettu vuonna 2012 ja sen myynti oli vuoteen 2018 mennessä kasvanut nopeasti noin 20 MEUR:oon (pääosin Yhdysvalloissa). Vuonna 2020 DQC:n liikevaihto romahti 12,6 MEUR:oon, mikä johtui Aasiaan ulkoistetun tuotannon ongelmista pandemiatilanteesta. Liikevaihto elpyi vuonna 2021 kuitenkin vahvasti 20,5 MEUR:oon. DQC-Internationalin tuloksesta Yhdysvalloissa 49 % näkyy Rapalan tuloslaskelmassa osakkuusyhtiö-rivillä. Vuonna 2021 DQC oli päässyt vihdoon 0,7 MEUR:n positiiviseen tulokseen. DQC:n tulos on ollut tätä ennen tappiollinen, sillä toiminnan kasvattaminen on vaatinut panostuksia.

Rapala lanseerasi 13 Fishingin tuotteet vuoden 2021 aikana globaalisti eri markkinoille ja etenkin Pohjoismaissa ne saivat hyvän vastaanoton.

Rapala ei ole kertonut kuinka paljon se myi tuotteita, mutta arvioimme ensimmäisen vuoden myynnin olleen n. 5 MEUR ja pidemmällä tähtäimellä uskomme brändin nousevan USA:n ulkopuolella vähintään 10 MEUR:n myyntiin.

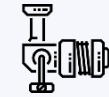
Vuonna 2023 Rapala nostatti omistustaan DQC Internationalista aluksi 60 %:iin ja lopuksi 100 %:iin vuoden lopussa, minkä seurauksena liiketoiminta konsolidoidaan 2024 lähtien täysmääräisesti konsernin lukuihin.

Okuma on uusi lippulaivabrändi

Vuoden 2021 alussa Rapala hankki Okuma-brändin oikeudet Euroopassa ja Venäjällä. Okuma on vapa- ja kela-brändeistä käsityksemme mukaan neljänneksi suurin globaalisti noin 60-80 MEUR:n vuosittaisella jakelumyyntillä. Rapalan Okuma-valikoima on laaja (350 kelamallia ja 450 vapaa/kalastussettiä) ja myös teknisesti laadukas.

Okumalla on omat tehtaat Taiwanilla ja Kiinassa, joiden tuesta Rapala on puhunut rohkaisevasti. Rapala myi aiemmin Shimanon tuotteita suunnilleen 30 MEUR:lla/v niissä Euroopan maissa missä yhtiöllä oli yksinoikeus sekä Venäjän yhteisyrityksessä. Nyt Rapala myy Okumaa omana brändinään Shimanon sijaan kyseisillä markkinoilla sekä Etelä-Koreassa ja jakelee lisäksi Okumaa Brasiliassa ja Meksikossa.

Rapalan omia brändejä

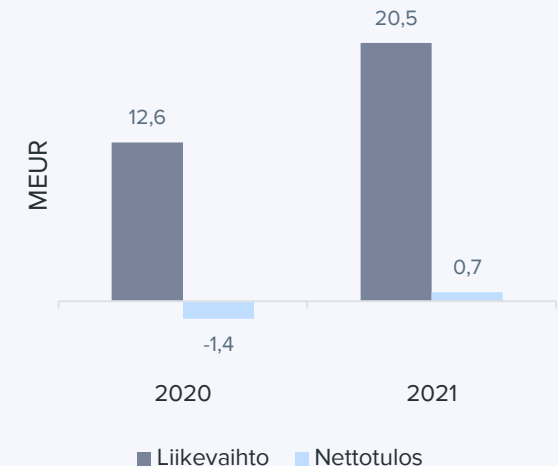


Vavat ja kelat



okuma
INSPIRED FISHING

13 Fishing USA (DQC)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kolmansien osapuolien tuotteiden rooli pienentynyt merkittävästi

Rapala hyödyntää jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Kolmansien osapuolten tuotteiden rooli on viime vuosina kutistunut selvästi poistuneen Shimano-jakelun ja globaalisti laskeneen kelamyynnin takia sekä Rapalan panostettua aiempaa enemmän parempikatteisten omien tuotteiden myynnin kasvattamiseen.

Yhteisenä nimittäjänä kolmansien osapuolten tuoteryhmillä on yhteinen asiakaskunta Rapalan omien tuotteiden kanssa (urheilukaupat ja suuret kauppaketjut). Käytännössä Rapala ostaa tuotteet niiden valmistajilta ja jakelee ne jakeluverkostonsa läpi. Näin ollen Rapala kantaa tuotteisiin liittyvän varastoriskin itse. Yhtiön kolmansien osapuolien tuotteista saama myyntikatemarginaali on luonnollisesti matalampi (Inderesin arvio ~30 %) kuin konsernin omilla tuotteilla.

Rapala raportoi liiketuloksensa segmenteittäin eriyttämällä omat tuotemerkit ja kolmansien osapuolten tuotteista. Mielestämme liikevaihdon jaottelu kyseisen segmenttijaon mukaisesti on informatiivista, mutta liiketuloksen kohdalla segmenttijaottelu muuttuu harhaan johtavaksi. Konsernin liikevaihto ja bruttokate on helppo jaotella kyseistä segmenttijakoa noudattaen, mutta Rapala allokoiki konsernin kiinteät kulut (jakelu + hallinto) segmenteittäin liikevaihdon mukaisesti. Tämän seurauksena kolmansien osapuolten liikevaihdon romahtaminen johtaisi myös omien tuotemerkkien heikentyneeseen kannattavuuteen (kiinteitä kuluja valuu segmentistä toiseen muuttuneen liikevaihtosuhteen myötä), mikä ei mielestämme maalaa johdonmukaista kuvaa

segmenttikohtaisen kannattavuuden kehityksestä. Näkemyksemme mukaan segmenttikohtaiset bruttokatteet olisivat sijoittajan kannalta liiketulosta informatiivisempia.

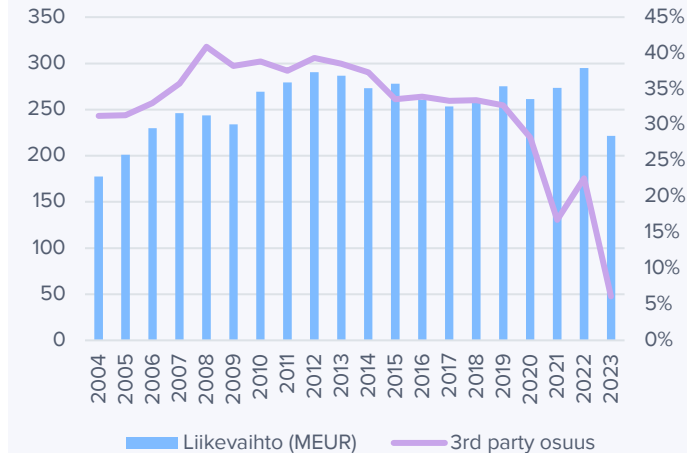
Kaikki kolmansien osapuolien jakelu ei ole historiallisesti ollut erityisen kannattavaa pääoman tuotolla tarkasteltuna. Yhtiö onkin luopunut asteittain mm. metsästyskategorian jakelusta. Kannattavasta kolmansien osapuolien jakelusta esimerkkinä toimivat Peltosen rinnalla jaettavat talviurheiluvälineet Suomessa (mm. Alpina, Rex).

Shimano-jakelu oli hyvin kannattavaa myyntiä

Vuonna 1993 alkanut Shimanon vapojen ja kelojen jakelu oli Rapalalle kannattava jakelukumppanuus myös pääoman tuotolla tarkasteltuna. Jakeluyhteistyössä Rapala jakeli Shimanon tuotteita yksinoikeudella Pohjoismaissa, Ranskassa, Sveitsissä, Espanjassa, Portugalissa sekä Baltian maissa ja Etelä-Afrikassa. Yhteistyö päättyi vuoden 2020 aikana ja Rapalan Euroopan liikevaihdosta poistui sen myötä noin 25 MEUR:n 3rd party myynti. Myönteistä yhteistyön purussa oli se, että Rapala kykeni aloittamaan itse omien tuotteidensa jakelun Shimanon aiemmin yksinoikeudella hoitamissa maissa Euroopassa (Saksan, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Italia, Iso-Britannia ja Turkki). Näissä maissa Shimanon Rapala myynti oli suhteellisen pientä verrattuna markkinoiden kokoon. Lisäksi Rapalalle avautui mahdollisuus oman vapa ja kela-kategorian rakentamiseen yhteistyön purun myötä.

Yhteistyö Shimanon kanssa päättyi lopullisesti, kun Rapala osti 2021 Shimanon vähemmistöosuudet jakeluyhtiöissä Venäjällä, Kazakstanissa, Valko-Venäjällä, Tšekissä, Unkarissa, Romaniassa ja Kroatiassa.

Konsernin liikevaihto ja kolmansien osapuolten tuotteiden osuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Verkkokauppaan panostettu enenevästi

Rapalalla on myös kuluttajille suunnattu (B2C) verkkokauppa Pohjois-Amerikassa (vuodesta 2011) ja Euroopassa (vuodesta 2018). Sivuroolissa oleva verkkokauppa muodostaa arviomme mukaan Rapalan kokonaisymyynnistä toistaiseksi vain muutaman prosentin ja yhtiö keskittyy sitä vahvemmin vähittäiskauppojen myynnin tukemiseen. Arviomme mukaan verkkokauppa ei kuitenkaan sen nykyisessä mittakaavassa ole yhtiölle erityisen kannattava.

Oma tuotanto ja hankintaketju

Rapala valmistaa itse pääosan uistimista Virossa, koukut Ranskassa, kairat Virossa, puukot ja Sukset Suomessa sekä syötit Iso-Britanniassa. Tehtaat vastaavat omasta materiaalien hankintatoiminnastaan. Edellä mainituissa tuotteissa Rapala hallitsee koko arvoketjua ennen kuin tuotteet myydään vähittäiskaupoille. Loput konsernin omista tuotteista hankitaan alihankintana pääosin Aasiasta ja yhtiön pääsourcing-yksikkö sijaitsee Taiwanissa. Alihankkijoiden valmistamia tuotteita ovat mm. tarvikkeet, metalliuistimet, osa pehmytmuovi-uistimista ja 13 Fishing-brändin tuotteet. Okuma-brändin vavat ja kelat hankitaan suoraan Okuman omilta Taiwanin ja Kiinan tehtailta.

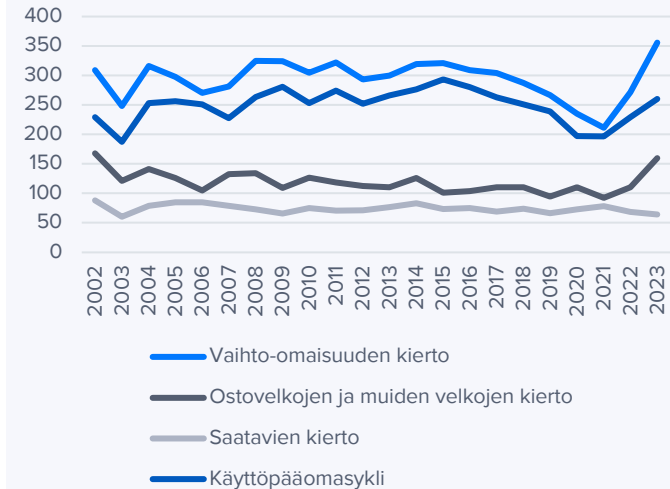
Laaja-alainen tuotekategoria kasvattaa herkästi käyttöpääomaa

Rapala on aktiivinen monessa eri tuoteryhmässä, mikä nostaa yhtiön varastonimikkeiden määrää.

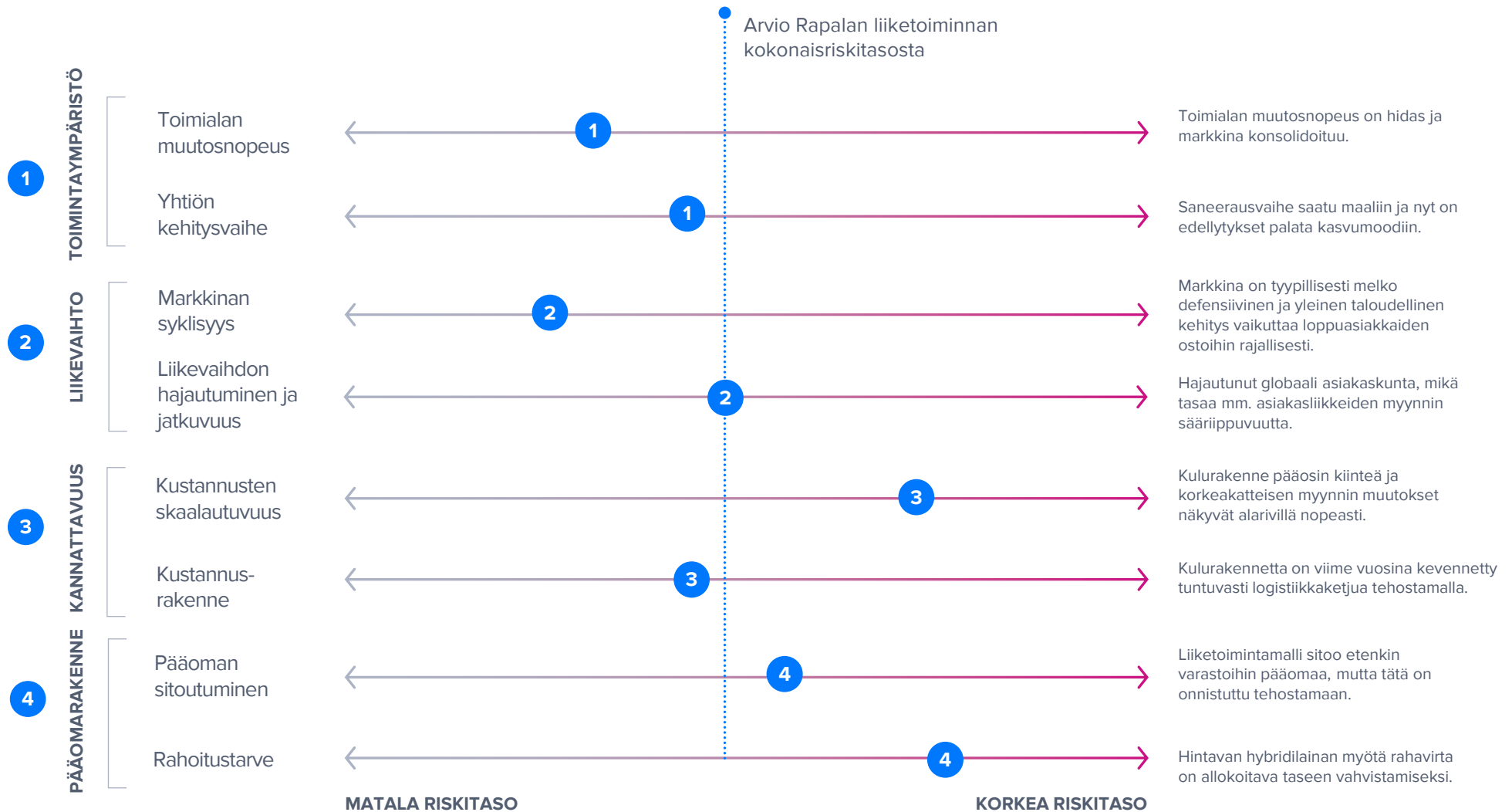
Varastonimikkeiden hallinnan kannalta kalastus on haastava kategoria, sillä kalastustyylejä, olosuhteita ja pyydettyä saalista on monenlaista, minkä seurauksena eri tilanteissa ja markkina-alueilla kalastaja suosii eri tuotteita. Kyseinen dynamiikka nostattaa markkinan kokoa (esim. aktiivisella kalastajalla on helposti monta vapaa, lukuisia eri syöttejä jne.), mutta nostattaa myös kysynnän monimutkaisuutta. Maantieteelliset eroavaisuudet vaikeuttavat näkemyksemme mukaan globaalien skaalautujen saavuttamista, sillä samat tuotteet eivät toimi universaalisti kaikilla markkina-alueilla rajoittaen tuotanto- ja tuotekehityskustannusten skaalautuvuutta. Tämän seurauksena voi arviomme mukaan syntyä tietyille markkina-alueille houkuttelevia taskuja, jossa pienempi vahvasti fokuoitunut toimija saavuttaa vahvan markkina-aseman paikallisten skaalautujen tukemana.

Rapalan hidas käyttöpääomasykli (historiallisesti käyttöpääoman sijoitettu euro on tuloutettu vasta 250 päivän päästä) on ollut yhtiölle selkeä kipukohta, joka johtuu nimenomaan vaihto-omaisuuden hitaasta kierrosta. Vaihto-omaisuuden hallinnan kannalta Rapalan tuotekategoria on vaikea, sillä kalastajien tarpeet vaihtelevat laaja-alaisesti ja lähes jokaisesta tuotteesta voi tuoda markkinoille erilaisia värejä ja kokoja. Näemme yhtiöllä edellytykset historiallisia tasoja parempaan vaihto-omaisuuden kiertoon mm. Batamin tehtaan tuotannon ulkoistamisen (2020), Viron tuotannon logistiikkaketjun virtaviivaistaminen (2022) ja varaston kiertoon keskittyvän strategian myötä.

Käyttöpääoman kierto, päivää



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Toimiala on melko defensiivinen

Globaalista urheilukalastusmarkkinasta on saatavilla vain rajallisesti konkreettista tietoa ja kokonaisuutena ala on pirstaleinen. Arviomme mukaan Rapalalle relevantin markkinan koko on noin 7 miljardia euroa. Tästä markkinasta vapojen ja kelojen osuus on noin puolet. Tämän jälkeen suurimpina tuoteryhminä ovat uistimet ja syötit.

Ala on defensiivinen ja yleisellä taloustilanteella on vain rajallisia vaikutuksia kokonaisuuteen. Etenkin uistimissa markkinan defensiivisyys korostuu, sillä ne ovat säännöllisesti uusittavaa kulutustavaraa. Uistimissa jigit omaavat kovia uistimia tiheimmän uusimissyklin ja ovat euromääräisesti kategoriana kovia uistimia suurempi. Myös siimat ovat globaalisti suuri tuotekategoria tasaisella kysynnällä.

Vapojen ja kelojen päivittämistä uusiin puolestaan lykätään helpommin heikommassa taloustilanteessa. Osoituksena defensiivisyydestä Rapalan liikevaihto kehittyi finanssikriisin aikana vakaasti. Vuosina 2022-2023 Rapalan liikevaihto laski tuntuvasti, mutta laskua korostaa näkemyksemme mukaan vahvat vertailuluvut, toimialan ylikapasiteettitilanne, Venäjän markkinalta vetäytyminen ja päättyneet kolmansien osapuolten jakelusopimukset.

Maantieteellinen jako

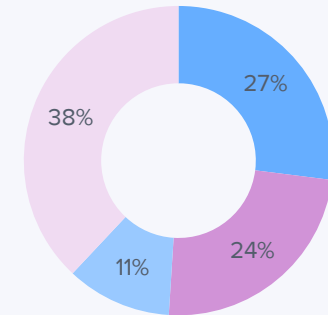
Maantieteellisesti urheilukalastusmarkkina voidaan jakaa kahtia: kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin. Kehittyneet markkinat (Eurooppa, USA ja Japani) vastaavat valtaosaa globaalista urheilukalastusmarkkinasta johtuen suurista

harrastajamääristä ja korkeammista elintasostandardeista. Kehittyneistä markkinoista USA ja Eurooppa ovat Rapalalle tärkeitä markkinoita. Japanin markkinan kehitys ei ole Rapalan kannalta oleellinen, sillä sen liikevaihto alueelta on hyvin pientä paikallisten pelureiden (Shimano ja Daiwa) dominoidessa. Kehittyneillä markkinoilla markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) sen markkinaosuus on suuri. Rapala on pyrkinyt hakemaan kasvua myös tuotetarjontaa laajentamalla. Se on tapahtunut pääosin yritysostojen kautta ja viime vuosina yhtiö on laajentunut myös omiin vapoihin ja keloihin. Tuotekehityksen fokusta on alettu siirtää myös aiempaa enemmän markkinalla kasvaviin tuotekategorioihin. Uutena avauksena voi nostaa esiin 2023-2024 tehdyn laajennuksen pehmytuistimiin Rapala Crush City -brändillä.

Kehittyvillä markkinoilla urheilukalastusmarkkinat kasvavat kehittyneitä markkinoita nopeammin. Niillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu, kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Rapalan myynti on kehittyvillä markkinoilla jäänyt jälkeen markkinalle arvioimastamme kasvusta. Arvioimme tämän johtuneen matalammasta bränditunnettavuudesta verrattuna USA:n ja Euroopan markkinoihin.

Arviot markkinan kasvusta vaihtelevat eri lähteissä, mutta arviomme mukaan Rapalan kohdemarkkinat kasvavat keskimäärin suunnilleen markkina-alueiden BKT:n tahdissa. Alueellisia eroja tähän luo kuitenkin se miten harrastajamäärät kehittyvät, sillä myös muut vapaa-ajan viettotavat kilpailevat ihmisten ajasta.

Markkinan jakautuminen



■ Kelat ■ Vavat ■ Uistimet ja syötit ■ Muut

Lähde: Inderes (arvio)

Toimiala ja kilpailu 2/4

Harrastajamäärien kehityksessä alueellisia eroja

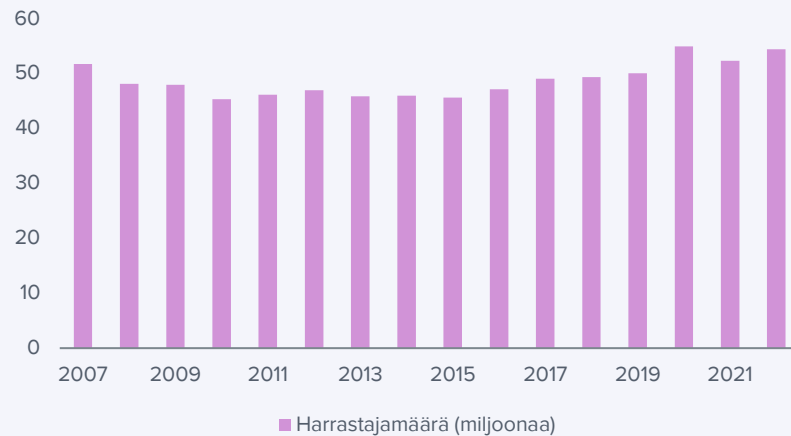
Rapalan tärkeimmällä markkinalla Yhdysvalloissa kalastus on yksi suosituimmista ulkourheilulajeista. Siellä kalastajien määrä oli 2007-2015 laskussa, mutta kalastajien kokonaismäärä on vuosien 2015-2022 aikana kääntynyt lähes 3 % vuosittaisen kasvuun alan järjestöjen aktivoiduttua erityisesti nuorten parissa ja koronapandemian tuoman kiinnostuksen tukemana.

Vuonna 2022 vähintään kerran vuoden aikana kalastusta harrastaneiden kokonaismäärä oli USA:ssa 54,5 miljoonaa tai 18 % koko väestöstä. Pandemian aiheuttaman kalastusbuumin myötä kalastajien kokonaismäärä nousi vuonna 2020 jopa 55,0 miljoonaan (Lähde: 2023 special report

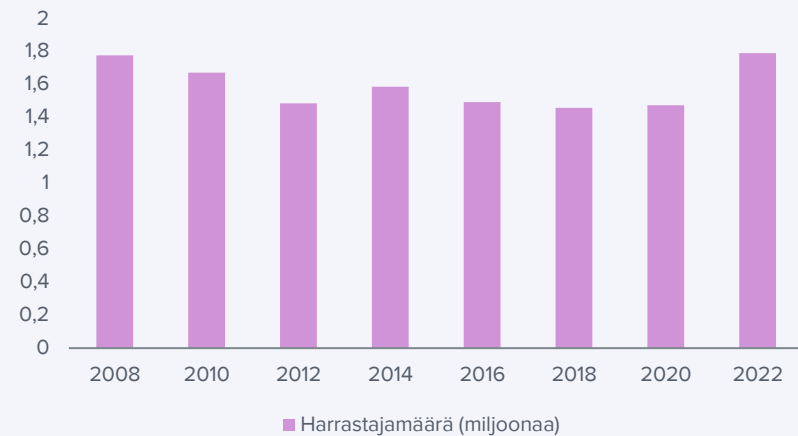
on fishing). Vuoden 2023 lukuja ei ole toistaiseksi vielä saatavilla. Vuoden 2022 aikana laji sai 14,2 miljoonaa uutta harrastajaa, mutta lopettaneiden harrastajien määrä oli 12,0 miljoonaa.

Suomessa viimeisimpien tilastojen perusteella vapaa-ajan kalastajien määrä on ollut 2018 lähtien kasvussa ja vuoden 2022 1,8 miljoonan harrastajan lukumäärä ylitti jopa 2008 nähdyn väliaikaisen huipun. Ruotsissa puolestaan ainakin kerran vuoden sisään kalastaneiden määrä jatkoi vuonna 2021 alkanutta laskuaan ja laski vuonna 2022 1,2 miljoonan edellisvuoden 1,5 miljoonasta (Lähde: Havs och Vatten myndigheten).

Harrastajamäärä USA



Harrastajamäärä Suomi



Toimiala ja kilpailu 3/4

Pirstaleinen kilpailukenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on pirstaleinen. Rapala on arviomme mukaan alan viidenneksi tai kuudenneksi suurin toimija noin 250 MEUR:n liikevaihdolla. Yhdysvaltalainen Pure Fishing on käsityksemme mukaan alan suurin peluri ja sen liikevaihto on arviomme mukaan lähes 800 MEUR. Yhtiö on kasvanut epäorgaanisen kasvun ajamana (mm. Plano Synergy ja Svedsen Sport), mutta yhtiö on tuskailnut velkaisen taseasemansa kanssa. S&P:n 2023 [analyysin](#) mukaan Pure Fishingin velkojen laiminlyönti nähtiin mahdollisena lopputulemana liiallisen velkaantumisen ja heikon velanhoitokyvyn takia. Pure Fishing on aktiivinen kalastuksen kaikilla osa-alueilla ja päässyt hyvinä vuosina jopa 20 % käyttökatemarginaaliin.

Japanilaiset Shimano ja Globberide (Daiwa) ovat fokusoineet toimintansa vapoihin ja keloihin, vaikka myös niillä on jonkin verran muita tuotekategorioita. Niiden vahvuuksia ovat etenkin laadukas tuotekehitys sekä valmistusosaaminen. Sekä Shimanon että Daiwan liikevaihto on viime vuonna ollut laskutrendillä toimialan kalastustarvikemarkkinan hidastuneen kysynnän ja ylitarjontatilanteen vuoksi. Kumpikin toimija kykenee yli 10 %:n liiketulosmarginaaliin, mutta niiden kannattavuudet ovat Rapalan tapaan olleet paineessa.

Johnsson Outdoors (USA) on myös markkinalla iso peluri, mutta se ei kilpaile Rapalan kanssa, sillä tuoteportfolio keskittyy kalastuselektroniikkaan.

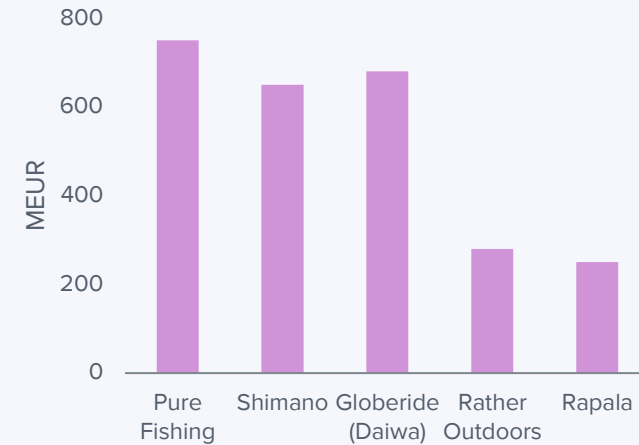
Uutena tulokkaana alan kärkipelureihin on yhdysvaltalainen Rather Outdoors, joka on noussut lähelle Rapalan liikevaihtotasoa aggressiivisten yritysostojen myötä. Myös se omaa nyt lähes kaiken kattavan tuoteportfolion.

Suurimpien pelurin jälkeen alalla on vielä 25-100 MEUR:n kokoluokassa olevia keskisuuria toimijoita, joita on kuitenkin myös osteltu ahkerasti pois markkinalta. Lisäksi on myös lukematon määrä pienempiä paikallisia toimijoita, jotka ovat monesti perheyhtiötaustaisia (esim. Kuusamon uistin).

Viimeisen vuosikymmenen aikana on nähty trendinomaisen kasvu kauppojen omien merkkien määrässä, ja aktiivisia kauppaketjuja tällä saralla ovat olleet ainakin Cabella/Bass Pro (USA) sekä Decathlon (Eurooppa).

Toimialalla brändiyhtiöillä ei tyypillisesti ole omia liikkeitä, vaan myynti hoidetaan jälleenmyyjien kautta. Tämä johtuu suuresta kausivaihtelusta, joka tekisi oman kivijalkaliikkeen pyörittämisestä hyvin hankalaa. Näin ollen brändivalmistajilla on vain rajallisesti keinoja torjua kauppojen omien merkkien luomaa kilpailupainetta. Kauppojen omien merkkien osuutta koko markkinasta on vaikea arvioida, mutta näkemyksemme mukaan se on kehittyneillä markkinoilla noin 15-20 %. Kehittyvillä markkinoilla luku on puolestaan selvästi matalampi. Kokonaisuutena suuret ja keskisuuret toimijat yhdessä kauppojen omien tuotemerkkien kanssa vastaavat arviomme mukaan noin 2/3 kokonaismarkkinasta. Loput on pienempien paikallisten toimijoiden hallussa.

Toimialan suurimmat pelurit



Toimiala ja kilpailu 4/4

Pääomasijoittajat ovat ajaneet konsolidaatiota

Kalastustuotteissa voi saavuttaa mittakaavaetuja ja koon myötä vahvistaa neuvotteluvoimaa vähittäiskaupan suuntaan, mikä on arvioimme mukaan aiheuttanut konsolidaatiopainetta. Vahvat paikalliset brändit tarjoavat samalla isommille toimijoille houkuttelevia mahdollisuuksia viedä ostokohteiden tuotteita oman jakelun läpi laajempaan levitykseen.

Pääomasijoittajien omistamat kalastusvälineyhtiöt ovat olleet vetovastuussa markkinan konsolidoinnissa. Pörssiyhtiö Newell Brands myi Pure Fishingin 2018 marraskuussa yhdysvaltalaiselle pääomasijoittaja Sycamore Partnersille. Pure Fishing myytiin 1,3 miljardin dollarin velattomalla hinnalla, jolloin EV/S-kertoimeksi tuli korkea 2,4x. Myös sen jälkeen yhtiö on hankkinut omistukseensa Fin-Norin ja Van Staalın, Plano Synergyn ja viimeksi tanskalaisen Svendsen Sportin. Kauppahintoja ei julkistettu, mutta viimeisimmän Svendsen Sportin kauppahinta nousi noin miljardiin tanskan kruunuun (EV/S yli 2x) nimettömän lähteen perusteella (Refinitiv). Vuonna 2015 Maj Invest oli hankkinut enemmistön Svendsenistä myös noin EV/S 2x-kertoimella.

Yhdysvaltalainen Rather Outdoors (aik. LEW's) on ollut markkinan toinen konsolidaattori pääomasijoittaja BDT Capitalin tukemana. Yhtiö osti vuonna 2017 mm. Strike King-brändin, jonka uistimet ovat Rapalan jälkeen toiseksi myydyin kovien uistinten brändi USA:ssa. Yhtiö hankki myös vuonna 2019 brittiläisen Fox Internationalin pääomasijoittajilta 150 miljoonan punnan hintaan.

Fox oli ennen yritysostoa kasvanut mallikkaasti orgaanisesti ja epäorgaanisesti ja hankkinut aiemmin mm. 2016 Salmo-brändin. Foxin tarkkoja lukuja ennen transaktiota ei ole saatavilla, mutta arvioimme EV/S-kertoimen liikkuneen 2-3x välillä sen 2015 liikevaihdon (30 M£) perusteella. Rather Outdoor osti myös 2021 Zebco-brändin jolloin se laajentui voimakkaasti vapoihin ja keloihin.

Myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde

Rapala on ollut alalla aiemmin aktiivinen konsolidoija. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin tehnyt yritysostoja hyvin rajallisesti ja ne ovat keskittyneet vapa- ja kelaportfolion rakentamiseen (13 Fishingin brändi ja 2020 Okuma-brändin hankinta Euroopassa ja Venäjällä). Uskomme yhtiön fokuksen olevan orgaanisessa kasvussa, mikä on mielestämme perusteltua.

Olemme aiemmin spekuloineet myös Rapalan olevan mahdollinen yritysostokohde ja [Pure Fishingin](#) omistama Sycamore Partners hankki 19,2 % omistuksen yhtiöstä helmikuussa 2021 pitkäaikaiselta omistaja Sofinalta. Sycamore on sitemmin keventänyt omistustaan Rapalasta ja myynyt osakkeita mm. pääomistaja VMC:lle. Teollisen logiikan näkökulmasta Rapala on mahdollinen ostokohde, mutta arvioimme mukaan ostotarjous koko Rapalasta riippuu pääomistaja VMC:n tahtotilasta. Keväällä Rapalan hallituksen puheenjohtajaksi nimitetyn ja VMC:n toimitusjohtajana toimivan Emmanuel Viellardin [kommenttien perusteella](#) pääomistaja ei kuitenkaan ole kiinnostunut suuremmasta fuusiosta.

Pure Fishing yritysostoja



- Fin-Nor (2019)
- Van Staal (2019)
- Plano Synergy (2020)
- Svendsen Sport (2021)

Rather Outdoors yritysostoja



- Strike King (2017)
- Fox International (2019)
- Zebco (2021)

Rapala yritysostot **Rapala**

- 13 Fishing vähemmistö (2019)
- Okuma-brändi Euroopassa ja Venäjällä (2021)
- Shimanon Venäjän ja Itä-Euroopan vähemmistöosuudet (2021)
- 13 Fishing loppuosa (2023)

Sijoitusprofiili

1.

Rapala-brändin ja skaalaetujen luoma kilpailuetu

2.

Defensiivinen loppukysyntä

3.

Strategian onnistumisen luoma merkittävä nousupotentiaali

4.

Markkinoiden luottamus on ansaittava takaisin

5.

Yritystokortti

Potentiaali



- Omien tuotteiden ja etenkin Rapala-brändin myynnin kasvu
- Uusi vapa ja kela kategoria tarjoaa synergististä kasvupotentiaalia
- Tehostettu kulurakenne luo edellytykset parempaan
- Pääoman vapautuminen tuotetarjoaman tehostamisen ja rahavirtavetoisen strategian myötä
- Rapala on potentiaalinen ostokohde

Riskit



- Historiallisesti vaisut näytöt kannattavuudesta ja pääoman allokoinnista
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Kaupan omien brändien kasvu

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

Kasvusta huolimatta kannattavuus ei ole historiallisesti seurannut mukana

Rapalan pitkän historian ja ailahtelevan suorittamisen vuoksi arvioimme yhtiön historiallista kehitystä kolmen ajanjakson kautta. Mielestämme Rapalan olisi vuosina 2002-2008 voinut mieltää laatu-yhtiöksi korkean sijoitetun pääoman tuoton perusteella. Yhtiön pörssihistorian kehitysvaiheista ensimmäinen versio oli näkemyksemme mukaan laadukkain.

Rapalan seuraavassa kehitysvaiheessa kasvettiin huomattavasti suurempaan kokoluokkaan ja 2009-2015 investoitiin yhteensä 17 MEUR netto yritystoihin. Kasvu ei kuitenkaan skaalautunut ja liike-tulosmarginaali heikkeni 11,2 %:sta 9,4 %:iin samalla kun liikearvosta oikaistu pääoman kierto hidastui. Heikentyneen liike-tulosmarginaalin taustalla oli sekä heikentynyt materiaalikate, joka johtui arvioimme mukaan laajentumisesta uusiin tuotekategorioiden, kasvaneesta kolmansien osapuolten jakelusta ja henkilöstökulujen liikevaihtoa nopeammasta kasvusta. Käsityksemme mukaan

yhtiö avasi kyseisenä aikana huomattavan määrän uusia suoria jakelumarkkinoita, joista arvioimme mukaan heikoimmat painavat konsernin kannattavuutta tänäkin päivänä. Oletamme, että markkinakohtaisissa kannattavuuksissa on merkittäviä eroja ja Pohjois-Amerikka ja Pohjois-Eurooppa ovat tänäkin päivänä selvästi keskimääräistä markkina-alueita kannattavampia.

Kolmannella tarkastelujaksolla (2016-2023) Rapalan materiaalikate ja liikevaihto säilyivät pitkälti ennallaan, mutta liike-tulos laski merkittävästi. Kyseistä jaksoa väritti merkittävä saneerausvaihe (mm. heikosti kannattavan Batamin tehtaan sulkeminen, tuotannon suoraviivaistaminen ja keskittäminen Virossa), pari vahvaa koronavuotta ja koronasta seurannut erittäin haastava toimialan ylikapasiteettitilanne. Toteutettujen tehostamistoimenpiteiden myötä näemme yhtiöllä edellytykset huomattavasti viimeistä periodia vahvempaan suoritus-tasoon, mutta se vaatii keskittymistä yhtiön vahvuuksiin.

Fokus karkasi vahvuuksista

Mielestämme Rapalan vahvan brändin ja toisaalta merkittävän USAn ja Pohjois-Euroopan markkinaosuuden perusteella yhtiöllä on edellytykset luoda arvoa liiketoiminnallaan (ts. tekemään pääoman tuottovaadetta korkeampaa pääoman tuottoa). Uskomme yhtiön omaavan oikein kannattavia tuoteryhmiä, mutta liian innokas laajentuminen omien vahvuusalueiden ulkopuolelle (Rapalan vahva brändi uistimissa ja syöteissä etenkin Pohjois-Amerikassa ja Pohjoismaissa) johti konsernitason vaisuun kehitykseen. Historialliset näytöt pääoman allokoinnista huomioiden suhtaudumme Rapalan kohdalla varuoksella yritys-järjestelyihin ja uusiin tuotekategorioiden, sillä ne voivat nähdäksemme viedä fokuksen pois yhtiön omista vahvuuksista. Odotuksemme uuden Rapala Crush City -malliston suhteen ovat kuitenkin myönteiset, sillä panostukset suuntautuvat Rapalalle mieltämiimme vahvuusalueille (vieheet ja uistimet Rapala brändin alla, Pohjois-Amerikan ja Pohjoismaiden markkina).

| | 2002-2008 | 2009-2015 | 2016-2023 |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Liikevaihto (ka) | 210,4 | 273,2 | 268,8 |
| Materiaalikate | 59 % | 53 % | 53 % |
| EBIT³ | 23,5 | 25,7 | 14,2 |
| EBIT-% | 11 % | 9 % | 5 % |
| Henkilöstökulut -% | -21 % | -23 % | -26 % |
| Poistot -% | -3 % | -3 % | -4 % |
| Liiketoiminnan muut kulut -% | -21 % | -19 % | -18 % |
| Sipon kierto¹ | 1,9x | 1,6x | 1,6x |
| ROI | 21 % | 15 % | 8 % |
| 3rd party liikevaihdon osuus | | 38 % | 29 % |
| Operatiivinen rahavirta (ka)² | 16,8 | 18,6 | 15,7 |

¹Ei huomioi käyttöoikeuseriä vertailukelpoisuuden parantamiseksi eikä liikearvoa operatiivisen suorituskyvyn erittelemiseksi.

²Vuokrakulut huomioitu rahavirrassa vertailukelpoisuuden parantamiseksi. ³IFRS 16 korkokomponentti nostattaa 2019-2022 liike-tulosta ja heikentää vertailukelpoisuutta.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/4

Koronasta seurannut kulutuskrapula kiusaa edelleen

Rapalan liikevaihto on 2017-2023 laskenut keskimäärin 2 % vuodessa kutistuneen kolmansien osapuolien myynnin ajamana. Kyseisenä aikana yhtiön omien brändien myynti on kasvanut keskimäärin 4 % vuodessa, joskin kehitystä on ajanut oman vapaliiketoiminnan rakentaminen Okuma ja 13 Fishing yrityskaupoilla. Samalla kolmansien osapuolten tuotteiden myynti on laskenut keskimäärin 26 % vuodessa lähes olemattomalle tasolle.

Rapalan liikevaihto nousi vuonna 2021 ennätyskorkealle 294 MEUR:n tasolle koronapandemiasta seuranneen kulutusinnon tukemana ajamana. Siitä seurannut heikentynyt kysyntä yhdessä koko kalastustarvikemarkkinan ylitarjontatilanteen kanssa on johtanut Rapalan omien brändien myynnin laskuun. Kolmansien osapuolten tuotteiden myynti on puolestaan laskenut yhtiön lopetettua heikosti kannattavia jakelusopimuksia ja yhtiön ulkoistettua vuonna 2023 13 Fishingin tuotteiden jakelufunktiot Yhdysvalloissa. Rapalan liikevaihto laski 2022-2023 jokaisella raportoidulla markkina-alueella, mutta kyseisistä alueista rajuinta pudotus on ollut yhtiölle keskeisillä Pohjoismaiden markkinoilla. Vuoden 2022 aikana yhtiö ajoi myös alas tuotantonsa Venäjällä, mikä aiheutti arviomme mukaan myös pientä painetta kulutukseen.

Muuttunut myynnin rakenne näkyvä myyntikatemarginaalissa

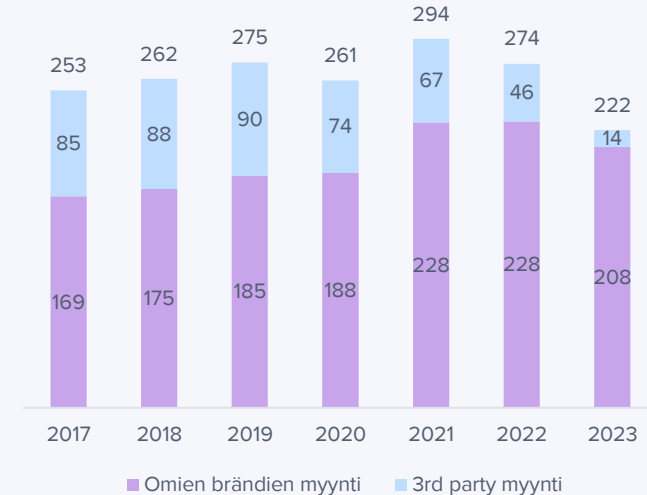
Rapalan muuttuneen myynninrakenteen myötä yhtiön materiaalikatemarginaali on vahvistunut

hieman vuoden 2017 tasolta. Omat tuotemerkit omaavat vahvemmat materiaalikatteet, joten myynnin painottuminen niihin nostattaa yleisesti kateprofiilia. Parannus on kuitenkin melko lievä vuoden 2017 tasoon suhteutettuna ja näemme yhtiöllä edellytykset nykyistä vahvempaan materiaalikatteeseen. Batamin tehtaan alasajo ja kyseisen tuotannon ulkoistaminen (vuonna 2020) on arviomme mukaan laskenut materiaalikatetta lievästi, mutta oletamme muutoksen olleen kannattavuutta ajatellen myönteinen bruttokatetasolla.

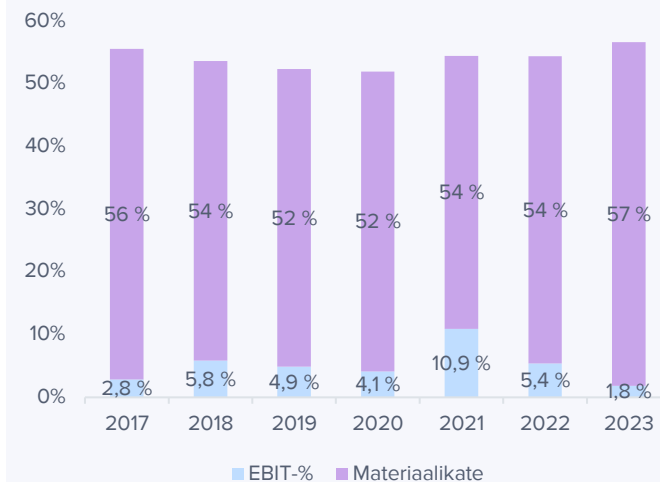
Muihin kuluttajatuoteyhtiöihin rinnastettuna Rapalan materiaalikate on varsin terveellä tasolla, mutta yhtiön operatiivinen tehokkuus (tuloslaskelman muut kuluerät) ja pääoman hidas kierto on ollut heikon pääoman tuoton taustalla.

Rapalan viime vuosien suhteellinen kannattavuus on yleisesti ollut heikko suomalaisiin kuluttajatuoteyhtiöihin verrattuna. Kulurakennetta on rasittanut monenlaiset tehostamistoimenpiteet, joiden vuoksi yhtiö ei ole kyennyt viime vuosina tekemään ”ehjää” tulosta. Rapalan kannattavuudessa kehitys ei vielä näy, mutta yhtiö on keventänyt organisaatorakennettaan ja suoraviivaistanut tuotantoaan huomattavasti. Kyseisten toimien tukemana näemme yhtiön kannattavuudessa selvää parannusvaraa heikolta tasolta myynnin elpyessä.

Rapalan liikevaihto (MEUR)

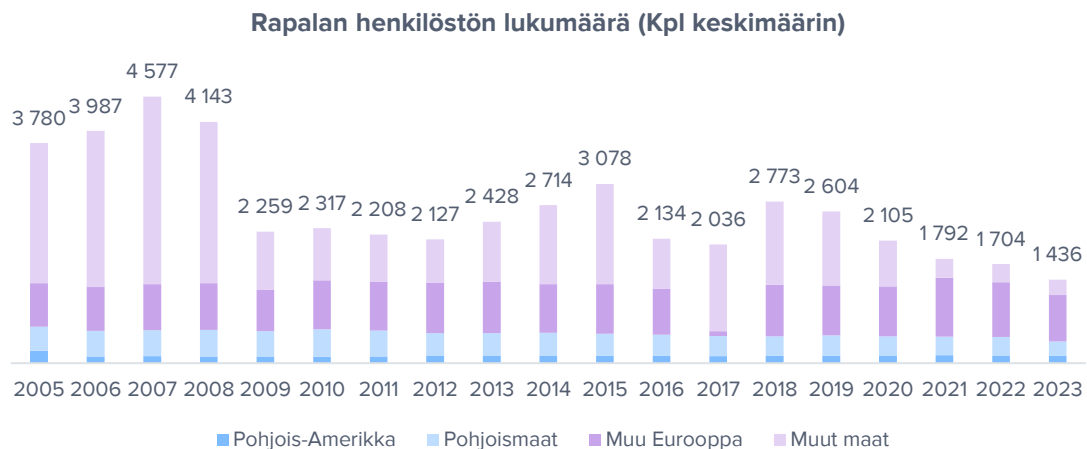


Rapalan suhteellinen kannattavuus



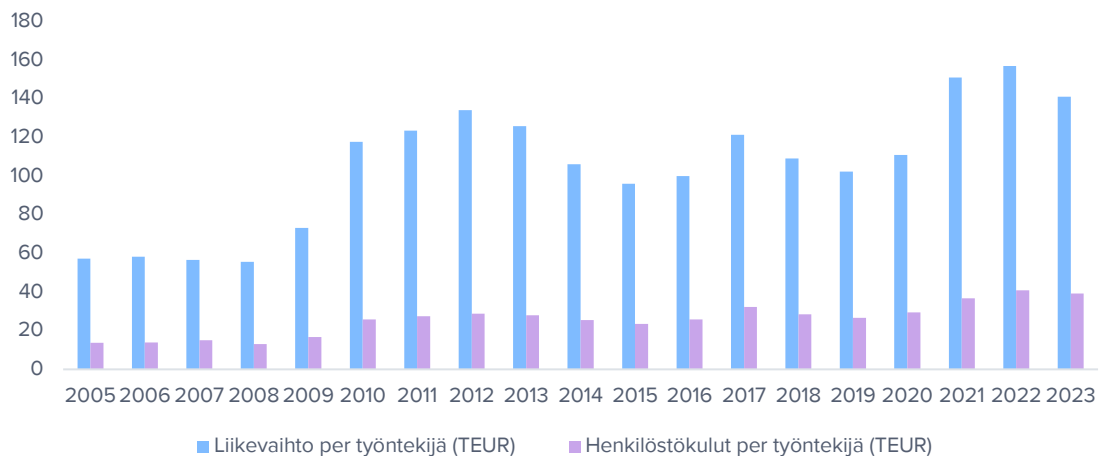
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Rapalan organisaation koko on kutistunut huomattavasti



- Rapalan organisaation koko oli suurimmillaan vuonna 2007, josta se on sittemmin kutistunut merkittävästi
- Työntekijöiden lukumäärän laskusta huolimatta nykyisen konsernin kannatteleva liikevaihtopotentiaali ei ole laskenut vaan ennemminkin noussut aiempaa suuremman ulkoistusasteen, tuotannon kasvaneen automaatioasteen ja aiempaa kevyemmän hallinnon ansiosta
- Rapalan kannalta pidämme etenkin Batamin tuotannon ulkoistamista hyvin perusteltuna, sillä heikon kannattavuuden ja tehokkuusasteen omannut tehdas oli yhtiölle pitkään murheenkryyni

...mutta työntekijäkohtainen tehokkuus on parantunut



- Muuttuneen liiketoimintamallin myötä Rapalan työntekijäkohtainen liikevaihto on kasvanut huomattavasti. Tämä ei kuitenkaan valu suoraan kannattavuuteen, muuttuneen kulurakenteen ja kasvaneiden työntekijäkohtaisten kulujen vuoksi
- Organisaation kutistuminen on painottunut heikomman palkkatason maihin, mikä yhdessä yleisen palkkainflaation kanssa on aiheuttanut painetta Rapalan työntekijäkohtaiseen henkilöstökuluun eikä henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta ole ainakaan vielä laskenut. Näemme henkilöstökulujen skaalautumiselle kuitenkin edellytykset kasvun myötä

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/4

Taseen vahvistaminen etusijalla

Rapala joutui haastavan liiketoimintaympäristön vuoksi 2023 lopussa rahoittamaan uusiksi lainansa, mikä tuli vaikeaan paikkaan euroalueen hiljattain kiristynyttä rahoitusympäristöä ajatellen. Pankkilainojen uusimisen ohella yhtiö laski liikkeeseen 30 MEUR:n hybridilainan 12,5 %:n korolla, mikä on korkea taso yhtiön sijoitetun pääoman tuottoon nähden. Rapalan kohdalla pidämme ensiarvoisen tärkeänä, että yhtiö priorisoi taseensa vahvistamista ja kykyään lunastaa hybridilaina sen tarkistuspäivänä 2026 lopussa.

2023 lopussa Rapalalla oli taseessaan 111,7 MEUR:n edestä nettovelkaa, mikä on 6,3 kertaa 2023 heikon käyttökatetason yhtiön tavoitetason ollessa alle 3,8x. Määritelmämme nettovelasta poikkeaa yhtiön raportoimasta luvusta, sillä huomioimme hybridilainan osana nettovelkaa oman pääoman sijaan. Nettovelasta 13,9 MEUR oli IFRS 16 -standardin mukaista vuokrasopimusvelkaa. Rapalan tase on kuluttajatuote-yhtiöksi aggressiivisesti vivutettu eikä se nykyisellään jätä liikkumavaraa suurempia investointeja tai yritysjärjestelyjä varten. Näkemyksemme mukaan Rapalalla ei kuitenkaan ole akuuttia tarvetta kumpaankaan.

Aineettomat hyödykkeet pistävät taseessa silmään

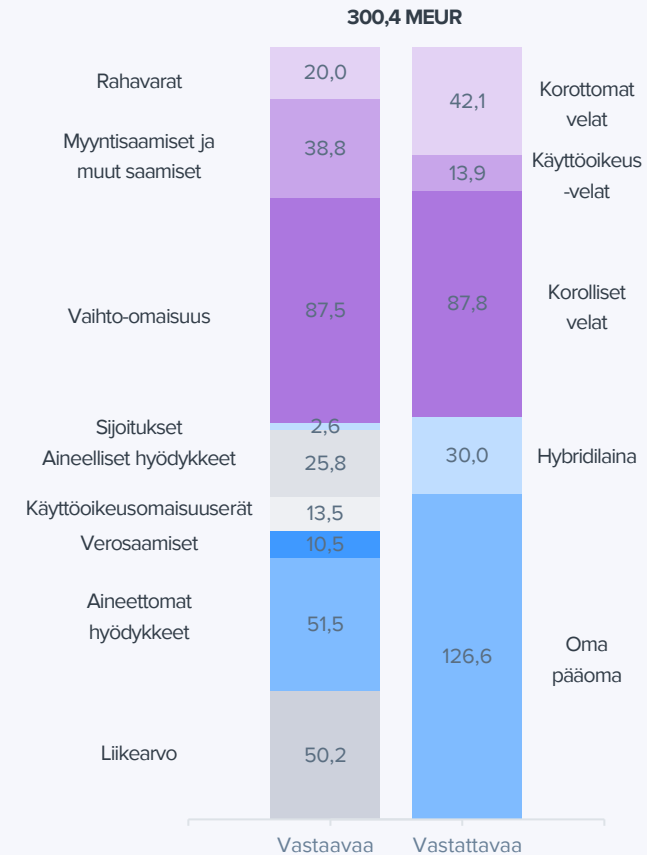
Rapalan omaisuuserät koostuvat pääosin käyttöpääomasta ja aineettomista hyödykkeistä. 88 MEUR:n vaihto-omaisuus on yhtiön kokoon nähden merkittävä määrä ja näemme edellytykset kyseisen erän keventämiselle virtaviivaistetun tuotantoketjun ja vaihto-omaisuuden kertoon keskittyvän strategian myötä. Taseen tehokkuutta

ajatellen näemme vaihto-omaisuudessa eniten potentiaalia parempaan, minkä seurauksena sitä on syytä pitää silmällä. Yhtiön 25,8 MEUR:n aineelliset hyödykkeet ja 13,5 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuserät ovat puolestaan maltillisella tasolla liiketoiminnan kokoon ja valmistavan teollisuuden luonteeseen nähden. Yhtiön aineelliset omaisuudet koostuvat pääosin koneista ja kalustosta sekä rakennuksista, kun taas käyttöoikeusomaisuuserät liittyvät yhtiön eri toimitiloihin.

10,5 MEUR:n verosaamiset liittyvät tappioihin yhtiön heikommilla markkina-alueilla, minkä seurauksena niiden hyödyntäminen edellyttää kyseisen markkina-alueen kannattavuuden elpymistä. Rapalalla on 32,1 MEUR:n edestä vahvistettuja tappioita, joita ei ole kirjattu taseeseen, koska konsernille ei johdon arvion mukaan todennäköisesti kerry tarpeeksi verotettavaa tuloa niiden hyödyntämiseksi. Ne voivat kuitenkin osoittautua arvokkaaksi, jos jonkin heikon markkina-alueen tulostäänne edistyy ennakoitua paremmin.

Rapalalla on tuntuva määrä yritysjärjestelyistä syntyneitä liikearvoa ja aineettomia hyödykkeitä taseessaan. Liikearvoon liittyvää alaskirjausriskiä on hankala arvioida yhtiön ulkopuolelta, mutta pidämme etenkin pienempiä alaskirjauksia täysin mahdollisina. 52 MEUR:n aineettomat hyödykkeet koostuvat lähinnä tavaramerkeistä ja asiakassuhteista. Rapala aktivoi taseeseensa osan markkinointipanostuksistaan, mikä kasvattaa eroa vapaan rahavirran ja liiketuloksen välillä. Investoinnit aineettomiin omaisuuseriin ovat vaihdelleet 2018-2023 0,4 ja 6,9 MEUR:n välillä keskiarvon asettuessa 2,2 MEUR:oon.

Rapalan taserakenne H2'23 (MEUR)



Strategia

Rapala on 2023-2024 uudistanut valtaosan johdostaan ja tiedotti 2023 lopussa vuosien 2024-2026 strategiastaan. Yhtiön nykyinen strategia keskittyy etenkin varastonhallinnan kehittämiseen ja Rapala brändiin.

”Together - One More Turn” -strategia

Together - One More Turn -strategian alla Rapala pyrkii kehittämään operatiivista tehokkuuttaan ja keskittyy aiempaa kurinalaisemmin kassavirtaansa. Mm. tehokkuuden lisäämistä haetaan tuotannosta, logistiikan optimointia, prosessien tehostamista ja kustannusten hallintaa. Lisäksi digitalisaatio, globaalien tietojärjestelmien ja teknologian hyödyntäminen ovat myös tärkeässä asemassa liiketoiminnan kehittämiseksi.

Arviomme mukaan etenkin Batamin tehtaan alasajosta ja Vääksyn sekä Sortavalan tehdasfunktioiden keskittämisestä Pärnuun syntyneet tehokkuushyödyt eivät vielä näy täysmääräisesti yhtiön luvuissa. Yksi Rapalan tehokkuutta heikentänyt tekijä on lisäksi ollut maayhtiötasolla johdettu ostaminen ja heikko näkyvyys konsernin varastotasoihin. 2021 yhtiö siirtyi uuteen malliin, jonka alla ostoja ja varastotasoja johdetaan keskitetysti. Tämän mahdollistaminen on käsityksemme mukaan vaatinut IT-järjestelmien uusimista, mutta taustafunktioiden pitäisi olla nykyään aiempaa kilpailukykyisemmät.

Toteutettujen operatiivisten toimien ohella varastotasojen hallinnan parantaminen vaatii aktiivista tuoteportfolion hallintaa ja kurinalaisuutta leikata rönsyt pois tarjoomastaan. Käsityksemme mukaan yhtiö on asettanut tietyn varastokierron

tavoitetason, joka yksittäisen tuotteen on ylitettävä säilyäkseen valikoimassa.

Kaikki punaiselle

Nykyisen strategiansa alla Rapala pyrkii keskittymään aiempaa vahvemmin Rapala brändiin. Arviomme mukaan markkinointipanostukset ja tuotekehitysinvestoinnit painottuvat sen myötä aiempaa vahvemmin Rapalan brändiin. Rapalan brändi on erittäin vahva kovissa balsasta valmistetuissa uistimissa, joita on myyty miljoonittain. Rapala Crush City -brändi on puolestaan esimerkki uudesta kategorialanseurauksesta Rapala-brändin alla. Käsityksemme mukaan yhtiön on tarkoitus tuoda myös muita brändejään vahvemmin Rapala-brändin siiven alle kuluttajan silmissä esimerkiksi hypoteettisesti ilmaisemalla Storm brändin kuuluvan Rapala perheeseen Storm by Rapala -merkinnällä.

Suhtaudumme myönteisesti aiempaa kurinalaisempaan keskittymiseen Rapala brändiin ja sen muovaamiseen aiempaa kattavammaksi kattobrändiksi, sillä yhtiön kilpailuetu nojaa nähdäksemme Rapala-brändin vahvaan tunnettuuteen ja mittakaavaetuihin. Tuotetarjooman keskittäminen aiempaa vahvemmin Rapala brändin alle tuo myös tehokkuutta brändin tunnettuuden ylläpitämiseen vaaditussa mainonnassa. Tunnistamme samalla riskin brändin dilutoimiselle kuluttajien silmissä, jos sitä venytetään liian innokkaasti uusiin suuntiin.

Strategia eroaa markkina-alueittain

Rapalan pyrkii strategiassaan panostamaan vahvasti Pohjois-Amerikan markkinaan, joka on käsityksemme mukaan yhtiön kannattavampia markkina-alueita. Laajeneminen pehmytuistimiin Rapala -brändillä ja 13 Fishingin USA:n liiketoimintojen haltuunotto luo nähdäksemme yhtiölle hyvät edellytykset vahvistaa markkinaosuuttaan vahvimmalla ja tärkeimmällä kohdemarkkinallaan. USA:lla kasvu on tervetullutta sen kannattavuudesta johtuen.

Euroopassa Rapalan fokus on kannattavuuden parantamisessa ja markkinaosuuden kasvattamisessa. Nähdäksemme kannattavuuden painottaminen indikoi ettei se toistaiseksi ole tyydyttävällä tasolla. Arviomme mukaan tuntuva hajontaa löytyy kannattavuudessa Euroopan maiden välillä ja Pohjoismaat ovat kannattavuudeltaan muuta maanosaa parempia.

Aasian, Etelä-Amerikan ja Afrikan markkinoilla tähtää lokalisoidulla lähestymistavalla varmistamaan tuotteidensa haluttavuuden vahvojen brändien vetovoimaa hyödyntäen. Rapalan mukaan tuotteita saatetaan myös räätälöidä kunkin markkina-alueen erityistarpeeseen. Kyseinen osa strategiaa mietityttää meitä, sillä kyseiset markkina-alueet omaavat käsityksemme mukaan muuta konsernia heikomman kannattavuuden ja tuotteiden räätälöiminen niitä varten lisää konsernin varastonhallintaan liittyvää monimutkaisuutta. Näemme jakelufunktion ulkoistamisen yhtenä vaihtoehtona kyseisten markkina-alueiden kannattavuuden parantamiseksi, mutta se heikentäisi yhtiön edellytyksiä hallita omaa brändiään kyseisillä markkina-alueilla.

Ennusteet 1/3

Ennakkotilaukset luovat näkyvyyttä lähitulevaisuuteen

Rapala ohjaa sijoittajien odotuksia ohjeistamalla kuluvan vuoden tulostaan, mutta yhtiö ei ohjeista liikevaihtoa. Ohjeistusta antaessaan Rapalalla on tyypillisesti kohtuullinen näkyvyys ennakkotilauksen määrään. Ennakkotilaukset ovat tilauksia, jotka Rapala saa asiakkailta jo ennen kautta ja ne kirjataan myynniksi kun ne toimitetaan. Tämän lisäksi kauden aikana Rapala saa kaupoilta täydennystilauksia, jotka riippuvat enemmän kyseisen kauden kuluttajakysynnästä, joka on sääriippuvaista. Ennustamme liikevaihdon kehitystä markkina-alueittain ja segmenteittäin, mutta kannattavuutta ainoastaan konsernitasona.

Rapala raportoi tuloksensa puolivuositain. Puolivuositilauksien välillä voi esiintyä merkittäviä heilahduksia myynnissä, sillä tärkeä ”makean veden kalastuksen” täydennystilauksien myynti-ikkuna sijoittuu kesään. Isot tilaukset voivat näin ollen tulla sisään jo kesäkuun puolella, kuten kävi vuonna 2021. Pääsääntönä H1 on kuitenkin kausiluontoisesti selvästi parempi, kun etenkin pohjoisella pallonpuoliskolla korkean myyntikatteen kalastusvälineistä noin 2/3 hankitaan ensimmäisen 6 kuukauden aikana. Matalampikatteisessa talviurheilussa ja jääkalastuksessa puolestaan suurin osa myynnistä on H2:lle ajoittuvia ennakkotilauksia ja jos edellinen talvi on ollut heikko näkyy se vasta seuraavan vuoden ennakkotilauksissa, kun kauppojen varastot ovat jääneet täyteen.

Kuluvana vuonna ponnistetaan tuloskuopasta

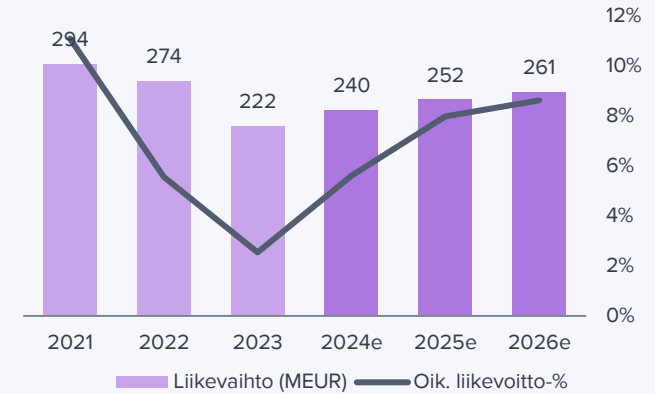
Rapala ohjeistaa 2024 vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vertailukauden tasolta, joka on 5,6 MEUR. Mielestämme ohjeistus vaikuttaa

konsernitasolta, kun huomioi erittäin heikon vertailukauden, yhtiön kommentit kalastusarvokemerkkinen ylikapasiteettitilanteen hellittämisestä sekä uuden Crush City -malliston vahvasta kysynnästä.

Kuluvan vuoden ennusteissamme Rapalan liikevaihto kasvaa 8 % 240 MEUR:oon, mikä painottuu etenkin Pohjois-Amerikan myyntiin. Ennusteissamme suurin ajuri kasvun taustalla on vähittäiskauppojen normalisoitua tilausrytmiä, mutta odotamme myös hyvää kontribuutiota uudelta Crush City -mallistolta. Kolmansien osapuolten tuotteiden myynniltä emme odota oleellista kasvua, mutta mikäli yhtiö sopii uusia jakelusopimuksia on ennusteissamme nousupainetta kyseisen liiketoiminnan osalta. Nähdäksemme Rapalan kilpailuedut eivät painotu muiden tuotteiden jakeluun, joten puollamme omiin tuotteisiin keskittymistä.

Ennusteissamme yhtiön vertailukelpoinen liiketulos nousee 13,5 MEUR:oon liikevaihdon kasvun ja eri liiketoiminnan uudelleenorganisoinnista syntyneiden kulujen poistumisen ja niiden mahdollistamien tehokkuushyötyjen myötä. Näemme Rapalalla edellytykset nostattaa myyntikatemarginaaliaan lievästi kuluvana vuonna myynnin painoutuessa aiempaa enemmän korkeamman katteen omaaviin omiin tuotteisiin. Liiketulosennusteemme on selvästi vertailukauden yläpuolella, joten pidämme ohjeistuksen nostamista vielä kuluvan vuoden aikana hyvin mahdollisena. Rapalan ohjeistamiseen liittyvä sisäinen linja ei kuitenkaan ole tiedossamme, joten emme euromääräisesti hahmota kuinka suuri tulosparannus edellyttäisi ohjeistuksen päivittämistä.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Markkinalta vetoapua vielä 2025-2026

Rapala ei ole julkistanut pidemmän aikavälin taloudellisia tavoitteita. Tulevien vuosien ennusteissamme oletamme Rapalan kysyntäympäristön täysin normalisoituvan vasta 2026, minkä seurauksena kasvu saa lähivuosina hieman tavallista enemmän tukea markkinakasvulta. Odotamme etenkin korkeamman hintapisteen vapa- ja kelakategorian täysmääräisen elpymisen tapahtuvan kalastuksen kulutushyödykkeitä myöhemmin. Vuosina 2025-2026 odotamme yhtiöltä 5-3,5 %:n liikevaihdon kasvua, mikä viime vuosina saneeratun kulurakenteen vuoksi valuu hyvin yhtiön kannattavuuteen. Yhtiö on karsinut kiinteää kulurakennettaan huomattavasti viime vuosina, minkä ohella näemme lähivuosina liikevaihdon kasvun ja potentiaalinen myyntikatemarginaalin vahvistumiselle tulevana tulosajureina.

2025-2026 liikeulosennusteemme asettuvat 20,2-22,6 MEUR:oon, mikä on noin 8-8,6 % liikevaihdosta. 8-9 %:n liikeulosmarginaali ei ole vahvan brändin omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle erityisen korkea taso, mutta Rapalan kohdalla on hyvä pitää mielessä Rapala-brändin alla myytävien vieheiden melko rajallinen osuus konsernin liikevaihdosta, mikä rajaa marginaalipotentialia.

Pidemmän aikavälin ennusteet

2027-2033 ennusteissamme Rapalan liikevaihdon kasvu laskee 3 %:ista 2 %:iin, johon kasvu vakiintuu. Rapalan tuotekategoriat ovat kypsiä ja yhtiö omaa jo valmiiksi vahvan markkina-aseman kannattavilla markkinoillaan, mikä silmissämme hankaloittaa vahvan ja arvoa luovan kasvun

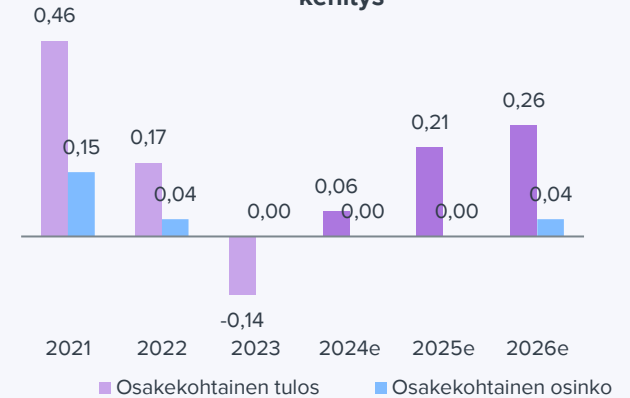
ylläpitämistä pidemmän päälle. Yritysjärjestelyt ja säännöllisesti uusiin tuotekategorioidiin laajentaminen mahdollistaisi odotuksiamme vahvemman kasvun ylläpitämisen, mutta tässä vaiheessa sijoitustarinaa niihin nojautuminen kaukana tulevaisuudessa arvoa luovina ajureina olisi mielestämme ennen aikaista / turhan optimistista. Pidemmän aikavälin liikeulosmarginaaliennusteemme asettuvat 8-8,5 %:iin.

Tuloskasvu vahvistaa lähivuosina tasetta

Rapalan vivutetun taseen ja siitä johtuvien korkokulujen vuoksi yhtiön osakekohtainen tulos heiluu huomattavasti liikeulosta herkemmin. Kuluvana vuonna odotamme yhtiön tekevän 0,06 euron osakekohtaisen tuloksen, joka kasvaa lähivuosina huomattavasti nousevan liike tuloksen ja laskevan velkataakan myötä. Emme odota Rapalan jakavan edellisvuoden tapaan 2024 tai 2025 osinkoa, sillä odotamme yhtiön priorisoivan taseensa vahvistamista ja tuloskäänteensä edistämistä (mikä olisi mielestämme perusteltu ratkaisu). Arviomme mukaan hallituksen puheenjohtajan paikalta vaikuttavan Viellardin suvun ääni merkittävästi osingonjakoon liittyvissä päätöksissä.

Rapalalla on taseessaan 30 MEUR:n hybridilaina 12,5 %:n korolla, jonka yhtiö voi lunastaa 2026 lopussa. Ennusteissamme hybridilainan lunastaminen ja sen myötä taseen vahvistaminen tekee myös nettotuloksesta vakaamman ja antaa yhtiölle tulevaisuudessa aiempaa enemmän liikkumavaraa pääoman allokaatiopäätöksissä.

Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys

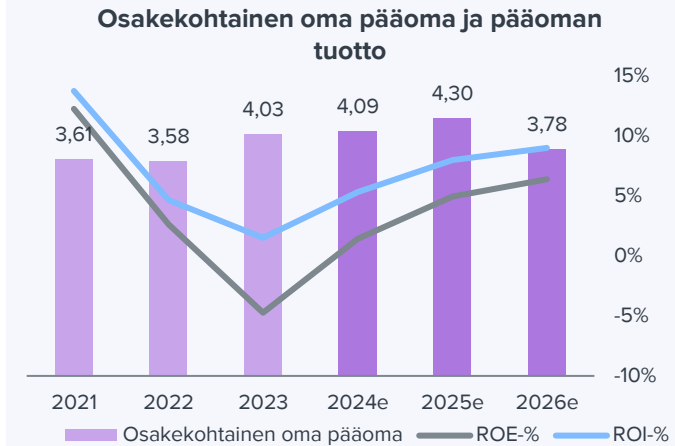


Ennusteet 3/3

Odotamme maltillista sijoitetun pääoman tuottoa

Ennusteissamme Rapala vahvistaa tasettaan lähivuosina investoimalla maltillisesti ja pidättäytymällä osingonjaosta, minkä seurauksena yhtiön osakekohtainen oma pääoma nousee 4,3 euroon vuonna 2025. 2026 odotamme osakekohtaisen oman pääoman laskevan yhtiön lunastaessa 30 MEUR:n hybridilainansa ja osingonjaon myötä.

Ennusteissamme yhtiön 2024 pääoman tuotot ovat paineessa tavallista heikomman tulostason ja hitaamman pääoman kierron takia, mutta kummankin komponentin vahvistuminen tukee paranevaa pääoman tuottoa 2025-2026 ennusteissamme. Rapalan sijoitetun pääoman tuotto vakiintuu ennusteissamme noin 9-10 %:n tasolle, mikä on maltillinen taso vahvan brändin omaavalla kuluttajatuoteyhtiölle, mutta edellyttää kuitenkin selvää parannusta 2018-2020 tasoihin nähden. Ennusteissamme pääoman tuotot vakiintuvat hieman pääoman kustannuksen yläpuolelle, minkä perusteella liiketoiminta saavuttaa lievästi arvoa luovan moodin. Sijoitetun pääoman tuotto jää kuitenkin ennusteissamme hybridilainan korkotasosta, mikä rajoittaa oman pääoman tuoton vahvistumista lähivuosien ennusteissamme.



Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | H1'22 | H2'22 | 2022 | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 148 | 126 | 274 | 118 | 104 | 222 | 129 | 112 | 240 | 252 | 261 | 269 |
| Pohjois-Amerikka | 69,2 | 62,9 | 132 | 58,3 | 52,3 | 111 | 65,9 | 57,5 | 123 | 131 | 136 | 141 |
| Pohjoismaat | 20,0 | 18,8 | 38,8 | 13,4 | 14,4 | 27,8 | 14,3 | 15,3 | 29,5 | 30,7 | 31,6 | 32,4 |
| Muu Eurooppa | 42,6 | 28,1 | 70,7 | 32,8 | 24,3 | 57,1 | 34,4 | 25,5 | 60,0 | 62,4 | 64,2 | 65,8 |
| Muu maailma | 16,5 | 16,2 | 32,7 | 13,4 | 12,7 | 26,1 | 13,9 | 13,5 | 27,4 | 28,5 | 29,3 | 30,1 |
| Käyttökate | 19,4 | 4,2 | 23,6 | 10,1 | 5,4 | 15,5 | 17,2 | 7,7 | 24,9 | 31,9 | 34,1 | 35,0 |
| Poistot ja arvonalennukset | -5,8 | -5,5 | -11,3 | -5,6 | -5,9 | -11,5 | -5,7 | -5,7 | -11,4 | -11,7 | -11,5 | -11,4 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 15,5 | -0,2 | 15,3 | 5,4 | 0,3 | 5,6 | 11,5 | 2,0 | 13,5 | 20,2 | 22,6 | 23,5 |
| Liikevoitto | 13,6 | -1,3 | 12,3 | 4,5 | -0,45 | 4,0 | 11,5 | 2,0 | 13,5 | 20,2 | 22,6 | 23,5 |
| Nettorahoituskulut | -1,1 | -2,4 | -3,5 | -4,9 | -5,34 | -10,2 | -3,6 | -3,1 | -6,8 | -5,1 | -5,0 | -4,9 |
| Tulos ennen veroja | 12,5 | -3,7 | 8,8 | -0,4 | -5,79 | -6,2 | 7,9 | -1,2 | 6,8 | 15,1 | 17,6 | 18,7 |
| Verot | -3,9 | -1,3 | -5,1 | -0,6 | -0,14 | -0,7 | -1,8 | 0,3 | -1,6 | -3,8 | -4,4 | -4,7 |
| Vähemmistöosuudet | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -0,3 | -0,4 |
| Nettotulos | 8,7 | -5,0 | 3,7 | -1,0 | -5,9 | -7,0 | 4,6 | -2,4 | 2,3 | 8,1 | 10,1 | 13,6 |
| EPS (oikaistu) | 0,27 | -0,10 | 0,17 | 0,00 | -0,13 | -0,14 | 0,12 | -0,06 | 0,06 | 0,21 | 0,26 | 0,35 |
| EPS (raportoitu) | 0,22 | -0,13 | 0,10 | -0,03 | -0,153 | -0,18 | 0,12 | -0,06 | 0,06 | 0,21 | 0,26 | 0,35 |

| Tunnusluvut | H1'22 | H2'22 | 2022 | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 112,2 % | 94,1 % | -6,8 % | -20,5 % | -17,7 % | -19,2 % | 9,0 % | 7,8 % | 8,4 % | 5,0 % | 3,5 % | 3,0 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -41,5 % | -103 % | -53,2 % | -65,5 % | -245 % | -63,1 % | 115,6 % | 577,6 % | 139,4 % | 49,5 % | 11,8 % | 4,4 % |
| Käyttökate-% | 13,1 % | 3,3 % | 8,6 % | 8,5 % | 5,3 % | 7,0 % | 13,4 % | 6,9 % | 10,4 % | 12,6 % | 13,0 % | 13,0 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 10,5 % | -0,2 % | 5,6 % | 4,5 % | 0,3 % | 2,5 % | 9,0 % | 1,8 % | 5,6 % | 8,0 % | 8,6 % | 8,7 % |
| Nettotulos-% | 5,8 % | -3,9 % | 1,3 % | -0,9 % | -5,7 % | -3,1 % | 3,6 % | -2,1 % | 0,9 % | 3,2 % | 3,9 % | 5,0 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Pysyvät vastaavat | 154 | 157 | 158 | 157 | 155 |
| Liikearvo | 50,2 | 50,2 | 50,2 | 50,2 | 50,2 |
| Aineettomat hyödykkeet | 34,5 | 51,5 | 53,7 | 54,7 | 55,5 |
| Käyttöomaisuus | 44,7 | 39,3 | 38,6 | 37,9 | 37,6 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 13,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 11,8 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,0 | 10,5 | 10,0 | 8,4 | 6,3 |
| Vaihtuvat vastaavat | 184 | 144 | 143 | 147 | 144 |
| Vaihto-omaisuus | 99,9 | 87,5 | 81,7 | 83,3 | 83,6 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 2,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Myyntisaamiset | 52,1 | 36,1 | 39,1 | 41,1 | 42,6 |
| Likvidit varat | 29,0 | 20,0 | 21,7 | 22,8 | 18,3 |
| Taseen loppusumma | 338 | 300 | 300 | 304 | 299 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 139 | 157 | 159 | 167 | 148 |
| Osakepääoma | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Kertyneet voittovarot | 135 | 123 | 125 | 133 | 144 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muu oma pääoma | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,6 |
| Pitkäaikaiset velat | 64,3 | 86,3 | 83,1 | 78,1 | 88,5 |
| Laskennalliset verovelat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Korolliset velat | 53,3 | 75,6 | 69,6 | 64,6 | 75,0 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 11,0 | 10,6 | 13,5 | 13,5 | 13,5 |
| Lyhytaikaiset velat | 135 | 57,5 | 58,3 | 58,3 | 63,2 |
| Korolliset velat | 97,5 | 26,1 | 24,0 | 22,2 | 25,8 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 37,3 | 31,4 | 34,4 | 36,1 | 37,4 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 338 | 300 | 300 | 304 | 299 |

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024 | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|------------------------------------|-------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 240 | 240 | 0 % | 252 | 252 | 0 % | 261 | 261 | 0 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 14,6 | 13,5 | -8 % | 20,2 | 20,2 | 0 % | 22,6 | 22,6 | 0 % |
| Liikevoitto | 14,6 | 13,5 | -8 % | 20,2 | 20,2 | 0 % | 22,6 | 22,6 | 0 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,08 | 0,06 | -27 % | 0,21 | 0,21 | 0 % | 0,28 | 0,26 | -6 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,00 | 0,00 | | 0,02 | 0,00 | -100 % | 0,03 | 0,04 | 33 % |

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus 1/3

Tuotto-odotus puoltaa sivusta seuraamista

Toistamme 2,7 euron tavoitehintamme ja vähennäsuosituksemme. Nähdäksemme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää heikon taseaseman myötä 12 kuukauden tähtäimellä laihaaksi uuden Crush City tuotelanseerauksen potentiaalista huolimatta. Arviomme osakkeen käyvästä arvosta on noin 2,5-3,5 euroa, mikä pohjautuu kassavirtamalliin ja sen herkkyysoanalyysiin, osakkeen absoluuttisiin arvostuskertoimiin sekä suhteelliseen arvostukseen. Lähivuosien tuotto-odotus on korkeiden arvostuskertoimien ja heikon osingonmaksukyyn vuoksi tuloskasvun varassa, johon yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset heikolta lähtötasolta ja uuden lupaavan tuotelanseerauksen ansiosta.

Tulos ja tase luovat sopivan kehikon hinnoittelulle

Rapalan arvostusta on mielestämme hyvä katsoa tulos- ja tasepohjaisesti sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkeihin, minkä lisäksi DCF-malli on soveltuva työkalu yhtiön arvonmäärittämiseen.

Rapalan liikevaihto laski 2022-2023, mutta odotamme yhtiön kääntyvän takaisin kasvuun kalastustarvikkeiden väliaikaisen ylitarjonnan hellitettyä. Rapalan kohdalla kestävän tulostason arvioimista vaikeuttaa viime vuosien hyvin ailahteleva tuloskunto, konsernin viime aikaiset rakennemuutokset sekä uusi lupaavan vastaanoton saanut Crush City -mallisto. Tasepohjainen arvostus yhdessä DCF-mallin kanssa antavat tulospohjaisia kertoimia

vakaamman kiintopisteen yhtiön arvostuksen perkaamiseen.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vahva brändi ja johtava asema ensisijaisessa kategoriassaan
- Hyvä pääoman tuottopotentiali
- (Tyypillisesti) vakaa kysyntä

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Historiallisesti ailahteleva tuloskunto
- Heikko taseasema
- Heikot historialliset näytöt pääoman allokoinnista

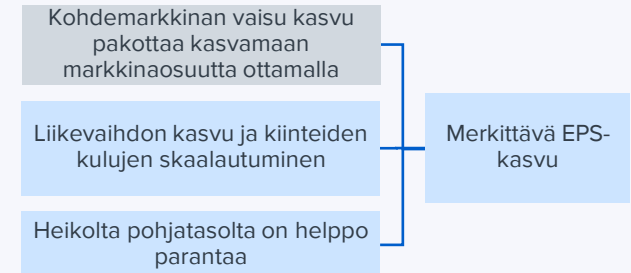
Arvostuksessa tukeuduttava tulevaan

Kuluvan vuoden ennusteillamme Rapalan tulospohjainen arvostus (P/E: 45x, EV/EBIT: 17x) on todella korkea ja kertoimet sisältävät selvää laskuvaraa. Kuluvan vuoden kertoimet eivät kuitenkaan kuvasta näkemystämme yhtiön normalisoidusta tulostasosta ja selvän tulosparannuksen huomioivat 2025 kertoimet ovatkin huomattavasti maltillisempia. Yhtiön arvostuskertoimia arvioidessa on hyvä huomioida heikko tase, jonka vuoksi emme odota yhtiön jakavan lähivuosina osinkoa prioriteetin ollessa taseen vahvistamisessa. Osingon puute jättää osakkeen tuotto-odotuksen tuloskasvun varaan, mikä painaa myös hyväksyttävää arvostuskertoimia.

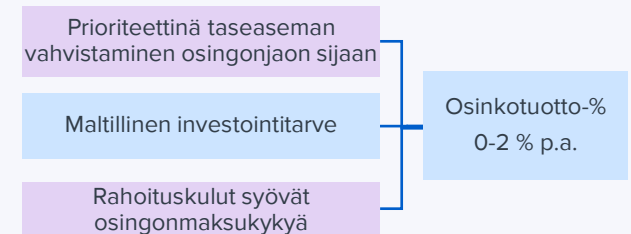
Osaketuoton ajurit 2024-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

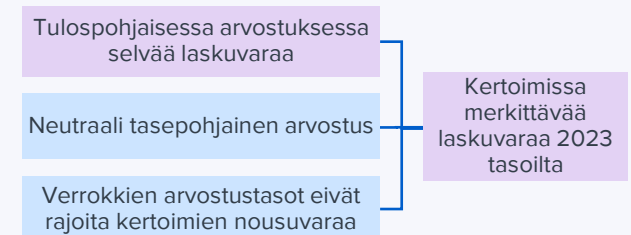
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus n. 5-8 % p.a.

Osakkeen arvostus 2/3

Tasepohjainen arvostus on perusteltavissa

Tasepohjaisesti Rapalaa hinnoitellaan kuluvaan vuoden ennusteillamme P/B-kertoimella 0,6x. Taso on selvästi Helsingin pörssin mediaania edullisempi ja matala myös paikallisiin kuluttajatuoteyhtiöihin verrattuna. Taso vaikuttaa kuitenkin todellisuutta matalammalta omaa pääomaa nostattavan hybridilainan takia, minkä seurauksena tasepohjaista arvostusta tulisi muun pörssin ja verrokkien ohella suhteuttaa myös oman pääoman tuottoon. Viime vuosien näytöillä nykyinen tasepohjaista arvostusta on oikeastaan perusteltu.

Rapalan vahvan brändin ansiosta näemme yhtiöllä edellytykset tehdä normalisoidusti yli 10 %:n oman pääoman tuottoa, mikä oikeuttaisi jopa lievään preemiohinnoitteluun tasearvoon nähden ja kuvastaa osakkeen piilevää nousuvaraa. Kyseinen skenaario vaatii kuitenkin hybridilainan lunastamisen, aiempaa tiukempaa kurinalaisuutta pääoman allokoinnissa ja Crush City -malliston onnistuneen vastaanoton. Näemme yhtiöllä edellytykset tuloskunnon elvyttämiseen, mutta viimeisen vuosikymmenen haasteiden jälkeen haluamme yhtiöltä lisää näyttöjä tuloskäänteestä.

Kassavirtalaskelma indikoi nousuvaraa

DCF-mallimme odotukset ovat melko maltilliset vahvan brändin omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle. Malli olettaa selvää tasokorjausta Rapalan edellisen vuosikymmenen näyttöihin nähden, mikä on hyvä pitää mielessä mallia arvioidessa.

DCF-laskelmassamme olemme Rapalan

pidemmän aikavälin kasvun hidastuvan 2 %:n tasolle, joka on myös terminaalikasvuoletuksemme.

Ennusteissamme yhtiön pidemmän aikavälin liikevoittomarginaali asettuu 8 %:iin, mikä on maltillinen taso vahvan brändin omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle, mutta melko selvästi yhtiön edellisen vuosikymmenen toteutuneen suhteellisen kannattavuuden yläpuolella. Ennusteissamme marginaaliparannusta ajaa liikevaihdon painottuminen aiempaa vahvemmin omien brändien myyntiin ja Rapalan toteuttamat tehostamistoimenpiteen organisaatiossa.

Pidemmän aikavälin ennusteissamme Rapalan sijoitetun pääoman tuotto asettuu noin 9-10 %:iin, mikä ei ole erityisen haastava taso, mikäli yhtiö saa kestäväen tuloskäänteeseen toteutettua ja keskittyy aiempaa kurinalaisemmin liiketoiminnan rahavirtaan. Ennusteidemme maltillisen sijoitetun pääoman tuoton vuoksi mallimme ei ole erityisen herkkä muutoksille yhtiön kasvuennusteissa, vaan arvo painottuu pikemminkin oletuksiin yhtiön suhteellisesta kannattavuudesta ja taseen kiertonopeudesta.

DCF-mallimme indikoi Rapalalle 2,9 euron osakekohtaista arvoa, mikä puhuu myös oleellisen nousuvaran puutteesta. Olemme mallissa hyödyntäneet 8,7 %:n pääoman tuottovaadetta ja 10,7 %:n tuottovaadetta oman pääoman kohdalla. Pääoman tuottovaateessa näemme lievää laskuvaraa, jos/kun yhtiö saa kalliin hybridilainan lunastettua taseestaan.

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi | 2,60 | 2,60 | 2,60 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 38,9 | 38,9 | 38,9 |
| Markkina-arvo | 101 | 101 | 101 |
| Yritysarvo (EV) | 233 | 225 | 184 |
| P/E (oik.) | 44,4 | 12,4 | 10,0 |
| P/E | 44,4 | 12,4 | 10,0 |
| P/B | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 1,0 | 0,9 | 0,7 |
| EV/EBITDA | 9,4 | 7,1 | 5,4 |
| EV/EBIT (oik.) | 17,3 | 11,2 | 8,2 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 15,4 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 1,5 % |

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus 3/3

Verrokkiryhmän arvostus rajaa nousuvaraa

Rapalan verrokkiryhmä koostuu globaalista otoksesta pörssilistattuja kuluttajatuote-yhtiöitä. Vaikka yksikään yhtiöistä ei ole täysin verrattavissa Rapalan laajan kalastukseen suunnatun tuotetarjoaman kanssa, muistuttavat kukin verrokkiryhmän yhtiö omien piirteidensä vuoksi jotenkin Rapala. Suurimmalla osalla verrokeista on brändi/tuote, joka edustaa tietyssä tuotesegmentissä oman markkina-alueensa tunnetuinta vaihtoehtoa (ns. ”category captain”). Muita yhteisiä piirteitä Rapalan ja verrokkiryhmän välillä voi löytyä esim. samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- tai

kannattavuusprofiilista.

Verrokkeihin nähden arvostuskuva vaikuttaa kireältä

Verrokkiryhmän mediaani EV/Sales -kertoimet ovat vuosille 2024 ja 2025 1,5-1,4x. Näihin verrattuna Rapalaa hinnoitellaan selvällä alennuksella, mikä selittyy verrokkeja heikommalla suhteellisella kannattavuudella.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2024 ja 2025 17x ja 11x, jotka ovat täysin linjassa Rapalan kertoimien kanssa. Verrokkeja heikompi taseasema ja osingonmaksukyky huomioiden näemme Rapalan arvostuskertoimissa laskuvaraa verrokkeihin

nähden. P/E-kertoimella mitattuna Rapalaa hinnoitellaan kuluvaan vuoteen ennusteilla merkittävällä preemiolla, mutta ensi vuoden selvän tulosparannuksen sisältävillä ennusteilla arvostuskuva kääntyy mielestämme ansaitusti lievän alennuksen puolelle. Mielestämme Rapalan suhteellinen arvostus kääntyy kireän puolelle ja vaatisi ennusteitamme vahvempaa tuloskasvua ollakseen perusteltu.

Nähdäksemme Rapalan normalisoitu pääoman tuotto on verrokkiryhmän mediaania matalampi, mikä puoltaa alennushinnoittelua P/B-kertoimessa. Yli 60 %:n alennushinnoittelu on kuitenkin todella merkittävä ja jättää kirisvaraa, mikäli tuloskäännös toteutuu.

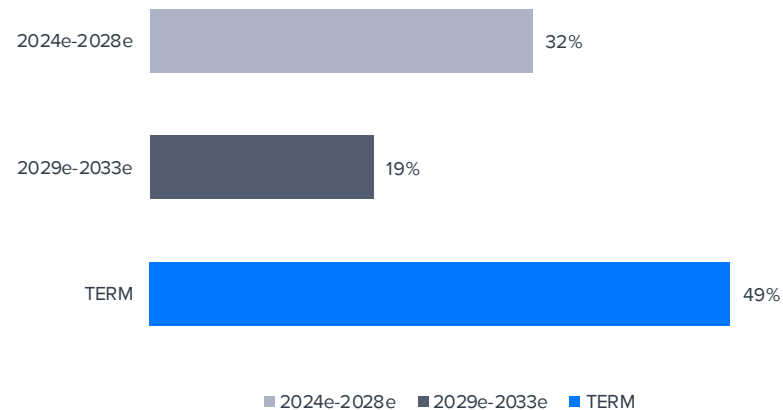
| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Markkina-arvo | | Yritysarvo | | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|----------------------------------|---------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|---------------|---------------|----------------|-------|-------|
| | MEUR | MEUR | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e |
| Globeride Inc | 291 | 371 | | | 5,8 | 5,4 | 0,5 | 0,5 | 9,5 | 14,4 | 3,4 | 3,8 | 0,9 | | |
| Shimano Inc | 12971 | 10042 | | | 19,1 | 15,5 | 3,9 | 3,4 | 33,3 | 28,6 | 1,2 | 1,2 | 2,7 | | |
| Fiskars Oyj Abp | 1349 | 1863 | 17,3 | 12,8 | 10,8 | 8,9 | 1,5 | 1,5 | 15,6 | 11,6 | 4,9 | 5,3 | 1,7 | | |
| Johnson Outdoors Inc. | 357 | 280 | 23,6 | 7,5 | | | 0,5 | 0,5 | 33,4 | 13,3 | | | 0,8 | | |
| Mizuno Corp | 1214 | 1113 | | | 10,1 | 9,0 | 0,8 | 0,8 | 16,3 | 13,6 | 1,3 | 1,6 | 1,6 | | |
| Yonex Co | 1092 | 1007 | | | 13,8 | 11,0 | 1,5 | 1,4 | 23,5 | 18,2 | 0,7 | 1,0 | 3,0 | | |
| Thule Group AB | 2715 | 2892 | 19,7 | 16,9 | 16,9 | 14,8 | 3,4 | 3,2 | 25,1 | 21,2 | 3,3 | 3,6 | 4,2 | | |
| Orthex Oyj | 124 | 139 | 11,6 | 10,2 | 8,7 | 7,9 | 1,5 | 1,4 | 15,9 | 13,1 | 3,6 | 4,1 | 3,2 | | |
| Helen Of Troy Ltd | 1281 | 1954 | 7,4 | 8,4 | 6,4 | 7,4 | 1,1 | 1,1 | 7,0 | 8,6 | | | 0,9 | | |
| Harvia Oyj | 735 | 762 | 20,5 | 18,0 | 17,5 | 15,6 | 4,6 | 4,2 | 27,4 | 24,0 | 1,9 | 2,1 | 6,0 | | |
| Tulikivi | 25 | 33 | 8,3 | 11,0 | 5,5 | 5,5 | 0,9 | 0,9 | 10,8 | 10,8 | 4,7 | 4,7 | 1,3 | | |
| Rapala VMC (Inderes) | 101 | 233 | 17,3 | 11,2 | 9,4 | 7,1 | 1,0 | 0,9 | 44,4 | 12,4 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | | |
| Keskiarvo | | | 15,5 | 12,1 | 11,5 | 10,1 | 1,8 | 1,7 | 19,8 | 16,1 | 2,8 | 3,0 | 2,4 | | |
| Mediaani | | | 17,3 | 11,0 | 10,4 | 8,9 | 1,5 | 1,4 | 16,3 | 13,6 | 3,3 | 3,6 | 1,7 | | |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | 0 % | 1 % | -10 % | -21 % | -36 % | -35 % | 172 % | -9 % | -100 % | -100 % | -63 % | | |

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

| DCF-laskelma | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -19,2 % | 8,4 % | 5,0 % | 3,5 % | 3,0 % | 2,5 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % |
| Liikevoitto-% | 1,8 % | 5,6 % | 8,0 % | 8,6 % | 8,7 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,0 % | 8,0 % | 8,0 % | 8,0 % |
| Liikevoitto | 4,0 | 13,5 | 20,2 | 22,6 | 23,5 | 23,4 | 23,9 | 24,4 | 23,4 | 23,9 | 24,4 | |
| + Kokonaispoistot | 11,5 | 11,4 | 11,7 | 11,5 | 11,4 | 11,4 | 11,5 | 11,5 | 11,6 | 11,7 | 11,8 | |
| - Maksetut verot | -11,2 | -1,1 | -2,1 | -2,3 | -1,9 | -1,9 | -4,1 | -5,0 | -4,8 | -5,0 | -5,1 | |
| - verot rahoituskuluista | 1,2 | -1,6 | -1,3 | -1,3 | -1,3 | -1,3 | -1,2 | -1,1 | -1,1 | -1,0 | -1,0 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 25,3 | 5,7 | -1,8 | -0,5 | 0,0 | -2,2 | -1,8 | -1,9 | -1,9 | -1,9 | -2,0 | |
| Operatiivinen kassavirta | 30,8 | 27,9 | 26,7 | 30,0 | 31,9 | 29,6 | 28,3 | 28,0 | 27,3 | 27,6 | 28,1 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | -0,4 | 2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -16,6 | -12,9 | -12,0 | -12,0 | -12,0 | -12,1 | -12,1 | -12,2 | -12,3 | -12,5 | -12,5 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 13,8 | 17,9 | 14,6 | 18,1 | 19,9 | 17,5 | 16,2 | 15,7 | 14,9 | 15,2 | 15,6 | |
| +/- Muut | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | 13,8 | 17,9 | 14,6 | 18,1 | 19,9 | 17,5 | 16,2 | 15,7 | 14,9 | 15,2 | 15,6 | 239 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 17,3 | 13,0 | 14,7 | 14,9 | 12,1 | 10,3 | 9,2 | 8,0 | 7,5 | 7,1 | 109 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 223 | 206 | 193 | 178 | 163 | 151 | 141 | 132 | 124 | 116 | 109 |
| Velaton arvo DCF | | 223 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -131,7 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 20,0 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 112 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 2,9 | | | | | | | | | | |

Rahavirranjakauma jaksoittain



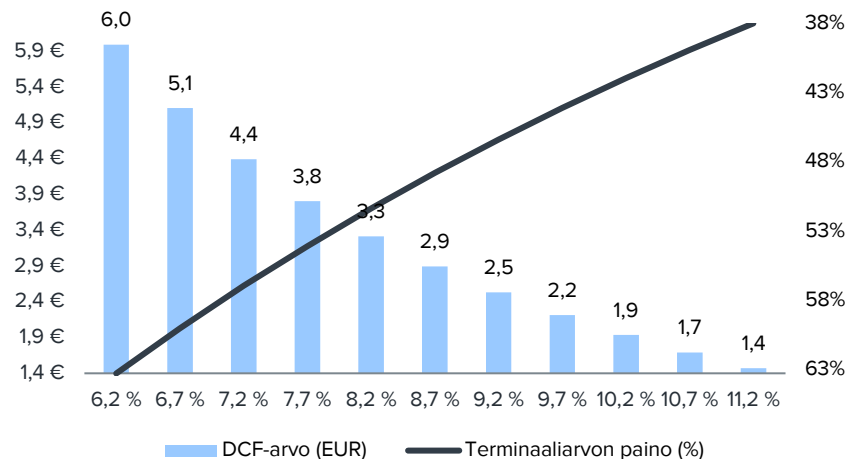
Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 30,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E) | 35,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 7,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,30 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 2,00 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 10,7 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 8,7 % |

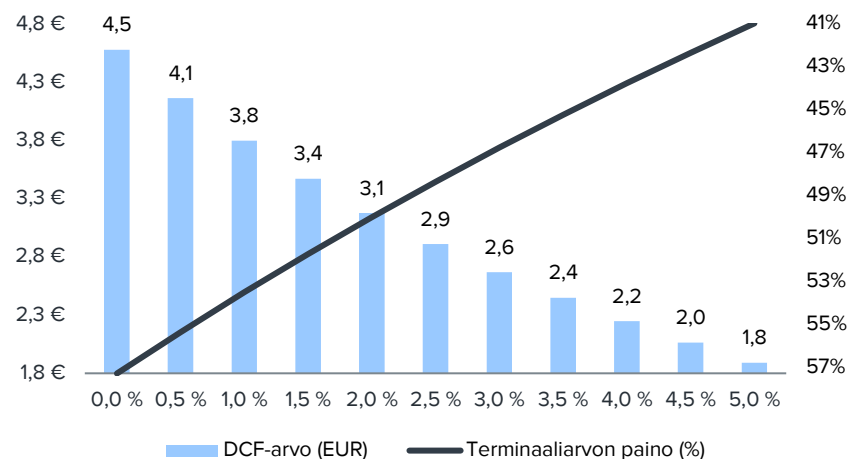
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

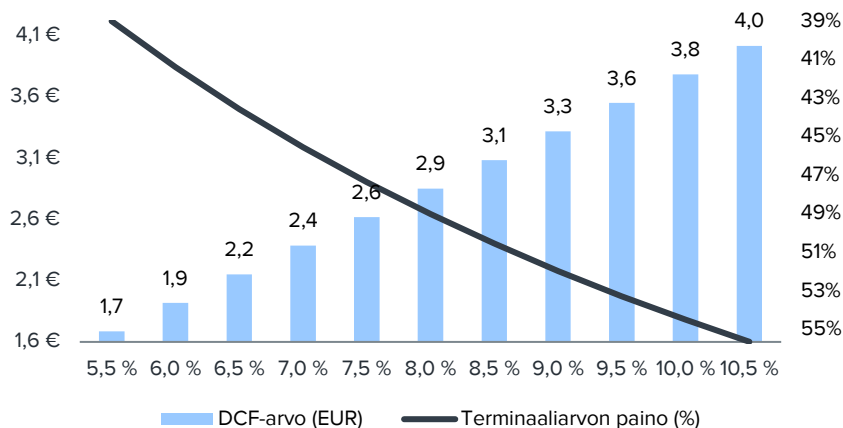
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



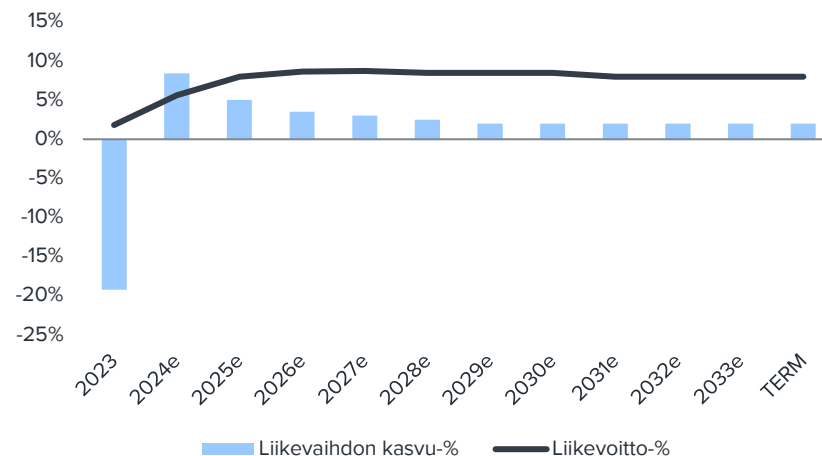
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset

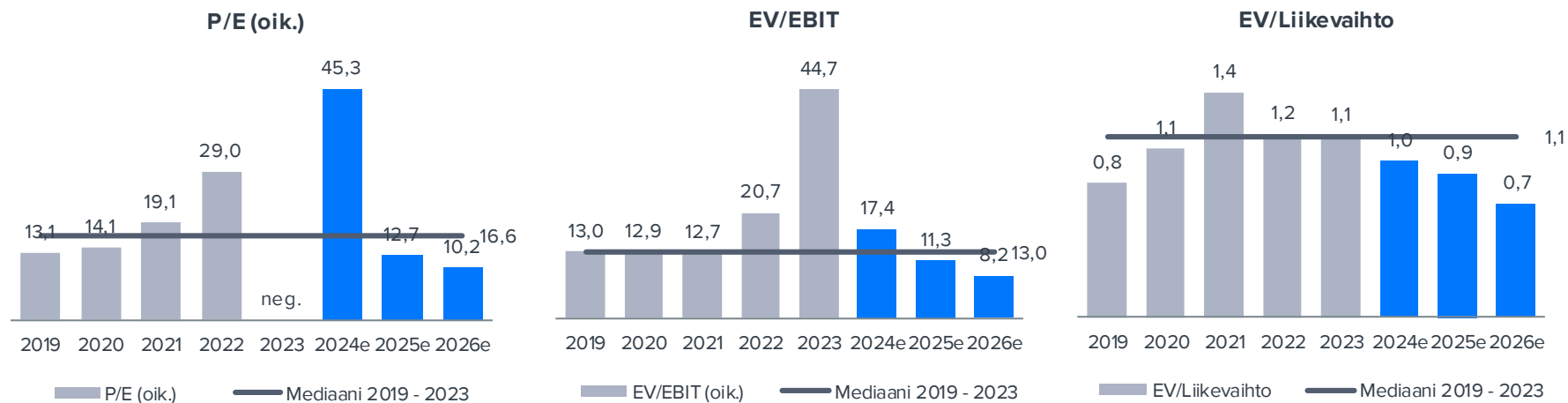


Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|-------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 2,77 | 4,36 | 8,72 | 5,00 | 2,84 | 2,65 | 2,65 | 2,65 | 2,65 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 38,3 | 38,6 | 38,6 | 38,9 | 38,9 | 38,9 | 38,9 | 38,9 | 38,9 |
| Markkina-arvo | 106 | 168 | 337 | 194 | 110 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| Yritysarvo (EV) | 232 | 277 | 415 | 316 | 252 | 235 | 227 | 186 | 172 |
| P/E (oik.) | 13,1 | 14,1 | 19,1 | 29,0 | neg. | 45,3 | 12,7 | 10,2 | 7,6 |
| P/E | 29,6 | >100 | 19,8 | 52,5 | neg. | 45,3 | 12,7 | 10,2 | 7,6 |
| P/B | 0,7 | 1,2 | 2,4 | 1,4 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,6 |
| P/S | 0,4 | 0,6 | 1,1 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 8,9 | 11,2 | 9,0 | 13,4 | 16,3 | 9,4 | 7,1 | 5,5 | 4,9 |
| EV/EBIT (oik.) | 13,0 | 12,9 | 12,7 | 20,7 | 44,7 | 17,4 | 11,3 | 8,2 | 7,3 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 34,0 % | 42,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 15,4 % | 60,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 1,7 % | 0,8 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,5 % | 7,9 % |

Lähde: Inderes



Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 294,3 | 274,3 | 221,6 | 240,3 | 252,4 | EPS (raportoitu) | 0,44 | 0,10 | -0,18 | 0,06 | 0,21 |
| Käyttökate | 46,0 | 23,6 | 15,5 | 24,9 | 31,9 | EPS (oikaistu) | 0,46 | 0,17 | -0,14 | 0,06 | 0,21 |
| Liikevoitto | 32,1 | 12,3 | 4,0 | 13,5 | 20,2 | Operat. kassavirta / osake | 0,70 | -0,25 | 0,79 | 0,72 | 0,69 |
| Voitto ennen veroja | 28,0 | 8,8 | -6,2 | 6,8 | 15,1 | Vapaa kassavirta / osake | 0,06 | -0,99 | 0,36 | 0,46 | 0,38 |
| Nettovoitto | 17,0 | 3,7 | -7,0 | 2,3 | 8,1 | Omapääoma / osake | 3,61 | 3,58 | 4,03 | 4,09 | 4,30 |
| Kertaluontoiset erät | -0,6 | -3,0 | -1,6 | 0,0 | 0,0 | Osinko / osake | 0,15 | 0,04 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tase | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
| Taseen loppusumma | 315,5 | 338,1 | 300,4 | 300,4 | 303,7 | Liikevaihdon kasvu-% | 13 % | -7 % | -19 % | 8 % | 5 % |
| Oma pääoma | 139,3 | 139,0 | 156,6 | 158,9 | 167,3 | Käyttökateen kasvu-% | 86 % | -49 % | -34 % | 61 % | 28 % |
| Liikearvo | 49,1 | 50,2 | 50,2 | 50,2 | 50,2 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 52 % | -53 % | -63 % | 139 % | 49 % |
| Nettovelat | 78,1 | 121,8 | 111,7 | 101,9 | 94,0 | EPS oik. kasvu-% | 48 % | -62 % | -180 % | -143 % | 257 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Käyttökate-% | 15,6 % | 8,6 % | 7,0 % | 10,4 % | 12,6 % |
| Käyttökate | 46,0 | 23,6 | 15,5 | 24,9 | 31,9 | Oik. Liikevoitto-% | 11,1 % | 5,6 % | 2,5 % | 5,6 % | 8,0 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -9,4 | -27,3 | 25,3 | 5,7 | -1,8 | Liikevoitto-% | 10,9 % | 4,5 % | 1,8 % | 5,6 % | 8,0 % |
| Operatiivinen kassavirta | 27,1 | -9,9 | 30,8 | 27,9 | 26,7 | ROE-% | 12,3 % | 2,7 % | -4,7 % | 1,4 % | 5,0 % |
| Investoinnit | -26,0 | -29,0 | -16,6 | -12,9 | -12,0 | ROI-% | 13,8 % | 4,7 % | 1,5 % | 5,3 % | 8,0 % |
| Vapaa kassavirta | 2,3 | -38,7 | 13,8 | 17,9 | 14,6 | Omavaraisuusaste | 44,2 % | 41,1 % | 52,1 % | 52,9 % | 55,1 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | 56,1 % | 87,6 % | 52,2 % | 45,3 % | 38,3 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 9,0 | 13,4 | 16,3 | 9,4 | 7,1 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | 12,7 | 20,7 | 44,7 | 17,4 | 11,3 | | | | | | |
| P/E (oik.) | 19,1 | 29,0 | neg. | 45,3 | 12,7 | | | | | | |
| P/B | 2,4 | 1,4 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 1,7 % | 0,8 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | | | | | | |

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|----------------------------|----------|---------|-------------|
| 12/04/2022 | Lisää | 8,00 € | 7,30 € |
| 02/05/2022 | Lisää | 7,00 € | 6,14 € |
| 18/07/2022 | Lisää | 6,50 € | 5,77 € |
| 13/01/2023 | Lisää | 5,00 € | 4,74 € |
| 13/02/2023 | Vähennä | 4,50 € | 4,36 € |
| 17/07/2023 | Vähennä | 3,50 € | 3,40 € |
| 24/07/2023 | Vähennä | 3,10 € | 3,40 € |
| <i>Analytiikko vaihtuu</i> | | | |
| 30/02/2024 | Vähennä | 2,80 € | 2,84 € |
| 11/03/2024 | Vähennä | 2,70 € | 2,93 € |

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**