

Raute

Laaja raportti

1.12.2022 7:32



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Käänneyhtiö kilpailueduilla

Toistamme Rauten 10,00 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Rautella on mielestämme kestävä kilpailuedut, vaikka yhtiö onkin viime vuosien ongelmien myötä ajautunut käänneyhtiökategoriaan. Odotamme Rauten saavan ongelmansa selätettyä muun muassa säästöohjelman avulla, mutta heikkenemään päin olevan suhdanteen valossa osakkeen tuotto/riski-suhde ei mielestämme ole vielä tarpeeksi houkutteleva.

Rautella on kestävä kilpailuedut

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Rautella on mielestämme kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- sekä palveluverkoston perustuva kilpailuetu ja vankka markkina-asema etenkin sektorin vaativassa yläsegmentissä ja Euroopassa. Yhtiön liikevaihdosta 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista. Yhtiön 15-20 % markkinaosuus sen relevanteilla globaaleilla laitemarkkinoilla tekee Rautesta markkinajohtajan. Rauten pidemmän tähtäimen päähaasteena pidämme syklistä kysyntää, joka voi heiluttaa yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta rajusti.

Kiina olisi suurin mahdollisuus

Rauten kysyntää ajavaa puurakentamista tukevat vahvat ajurit, kuten elintason nousu ja uusiutuvuus. Näiden ajureiden myötä Rautella on kohtalainen vähintään BKT:n kasvun tasolla oleva pitkän ajan kasvukuva. Rauten suurin mahdollisuus nousta uuteen kokoluokkaan ja profiloitua kasvuyhtiöksi on maailman suurimmassa vanerintuottajamaassa Kiinassa, jossa yhtiön markkinaosuus on olematon. Nopeaa läpimurtoa Rautelle vaikeaksi osoittautuneelle hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle ei ole näköpiirissä. Sen sijaan Rautelle viime vuosina aktiivisen Venäjän markkinan sulkeutuminen on iso takaisku. Heikkenevässä suhdanteessa yhtiö on etenkin länsimarkkinoiden varassa, vaikka viime vuosina yhtiö on pyrkinyt parantamaan kehittyvien maiden tarjoamaansa.

Odotamme yhtiön saavan kannattavuutensa palautettua

Rauten tilauskanta on nyt melko hyvä, vaikka yhtiö on joutunutkin siivoamaan tänä vuonna merkittävässä roolissa olleet Venäjän tilaukset pois tilauskannastaan. Siten yhtiön lyhyen ajan näkymät ovat kohtuulliset, mutta selvästi heikkenevän suhdanteen takia kysyntäriskit ovat nyt korkealla. Rauten tulos on ollut koronapandemian alusta asti tappiolla. Odotamme yhtiön saavan marginaalinsa palautettua historialliselle tasolle tuoreen 4-5 MEUR:n säästö- ja kehitysohjelman, inflaation rauhoittumisen, sekä palveluiden kasvun ansiosta, vaikka odotamme liikevaihdon laskevan etenkin ensi vuonna talouskasvun hiipuessa. Rauten lähivuosien pääriskit ovat mielestämme globaali talous, kehitysohjelman edistyminen ja ainakin osin yhtiön kilpailuedun ytimestä pois päin siirtyneen kysynnän hallitsemisessa onnistuminen. Myös viime vuosien tappioista heikentynyt tase nostaa riskejä.

Tuotto/riski-suhde ei ole vielä huomattavan hyvä

Ennusteidemme skenaariolla Rauten arvostus on korkea tulos pohjaisesti myös ensi vuoden kertoimilla, joten lyhyellä tähtäimellä tulosarvostus ei anna osakkeelle mitään tukea. DCF (12,5 €/osake) ja syklin yli arvostus (P/E 8x 5 v. ka. EPS:llä) indikoivat osakkeen olevan jo maltillisesti hinnoiteltu eikä Rauten noin 45 MEUR:n markkina-arvo ole mielestämme vaativa yhtiön kestäviin kilpailuetuihin suhteutettuna. Lyhyellä tähtäimellä osakkeelta puuttuvat silti positiiviset ajurit ja toisaalta riskitasokin säilyy ikävän korkeana sykliriskistä ja tasetilanteesta johtuen. Parempaa tuotto/riski-suhdetta onkin mielestämme nyt tarjolla sekä muualta konepajasektorilta että pörssistä yleisesti.

Suositus

Vähennä

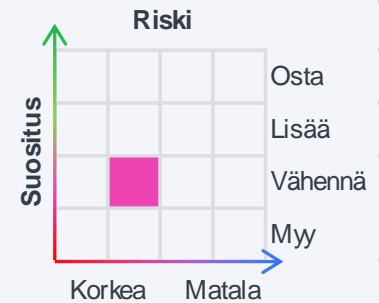
(aik. Vähennä)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

9,50 EUR



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	142,2	148,6	132,0	136,0
kasvu-%	24 %	5 %	-11 %	3 %
EBIT oik.	-2,2	-14,7	2,4	6,3
EBIT-% oik.	-1,6 %	-9,9 %	1,8 %	4,6 %
Nettotulos	-1,8	-12,5	1,6	4,6
EPS (oik.)	-0,42	-2,93	0,38	1,08

P/E (oik.)	neg.	neg.	25,2	8,8
P/B	2,4	1,9	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	20,0	7,9
EV/EBITDA	34,3	neg.	6,9	4,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,3	0,4	0,4

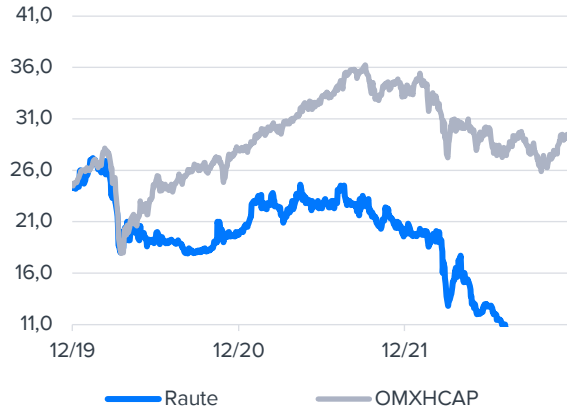
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

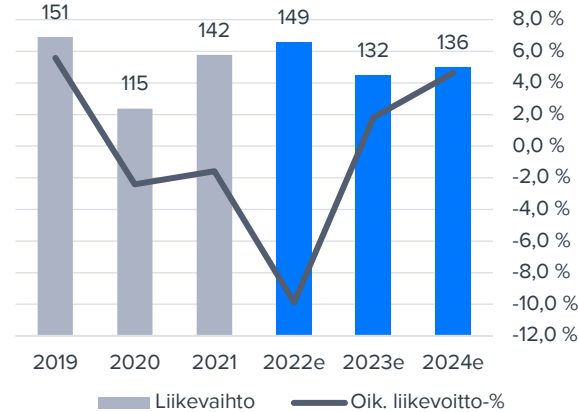
hallitus odottaa nyt Rauten vuoden 2022 liiketuloksen pysyvän merkittävästi negatiivisena ja alle viime vuoden tason. Rauten vuoden 2021 liiketulos oli -2,2 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



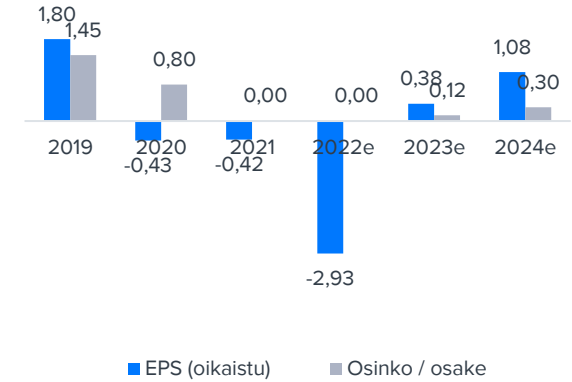
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kysyntä on äärisyklistä ja sykli on nyt heikkenemään päin
- Heikko markkina-asema Kiinassa ja yhtiön edistymisen markkinalle murtautumisessa on ollut hidasta
- Projekt- ja tuotekehitysrisikit
- Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky
- Kilpailuedun ulkokehää kohti siirtyvän kysynnän painopistemuutoksen hallinta
- Venäjän markkinan sulkeutuminen
- Tase on kärsinyt viime vuosien tappioista

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,50	9,50	9,50
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	48	48	50
P/E (oik.)	neg.	25,2	8,8
P/E	neg.	25,2	8,8
P/Kassavirta	neg.	>100	neg.
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	20,0	7,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	32,7 %	27,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-14
Strategia ja taloudellinen potentiaali	15-18
Toimiala ja kilpailukenttä	19-23
Taloudellinen asema	24-25
Ennusteet	26-31
Arvonmääritys ja suositus	32-37
Vastuuvapauslauseke	38

Raute lyhyesti

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

1930-luku

Vanerikoneiden valmistus alkaa

1994

Listautuminen

#1 markkinaosuus

Vaneri ja LVL-koneiden markkinaosuus globaalisti

142 MEUR (23,7% vs 2020)

Liikevaihto 2021

-2,2 MEUR (-1,6 % lv:sta)

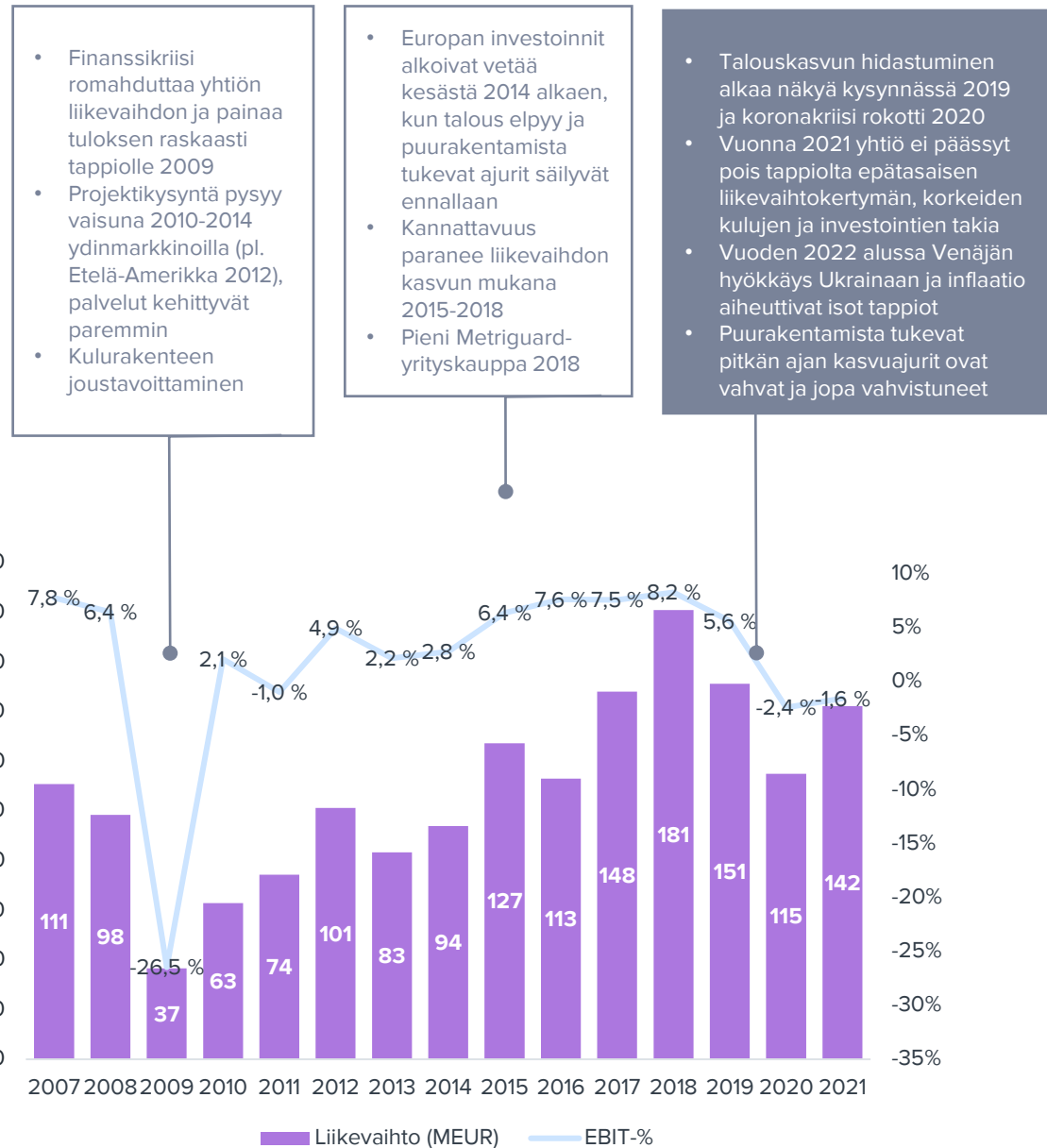
Liikevoitto 2021

802

Henkilöstö 2021 lopussa

66% / 34%

Projektien / Palveluiden osuus liikevaihdosta 2017-2021 ka.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

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

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa, Kanadassa ja USA:ssa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille (pl. Afrikka). Raute-konsernissa on noin 800 työntekijää. Pandemia-aika on ollut yhtiölle vaikeaa, sillä vuodesta 2020 lähtien yhtiö on tehnyt tappiollista tulosta 115-140 MEUR:n liikevaihdolla. Projektityhtiölle tyypillisesti Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee rajusti vuosittain, mutta ajan yli yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa. Myös Venäjä on ollut yhtiölle erittäin tärkeä markkina, minkä takia Ukrainan sota on heikentänyt Rautea pahasti vuoden 2022 aikana.

Liiketoimintarakenne

Emoyhtiöstä ja emoyhtiön täysin omistamista tytäryhtiöistä koostuva Raute-konserni raportoi

taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihdon ja tilauskertymän Raute raportoi kahteen tuotealueeseen jaettuna.

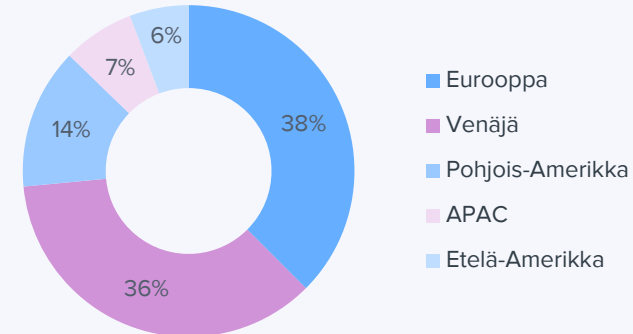
Projektitoimitukset sisältävät viulun, vanerin ja LVL:n valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella. Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta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

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

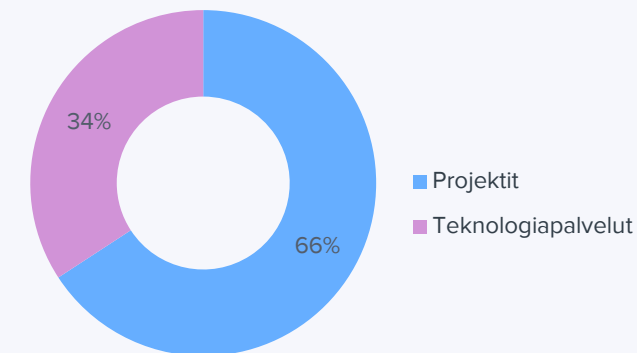
Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 99 MEUR:n välillä. ”Normaalissa tilanteessa” ja pidemmällä aikajaksolla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

Teknologiapalvelut sisältävät varaosien, tehtaiden modernisointien myynnin (sis. pienehköjä laitetoimituksia) ja prosessikehityspalveluita (sis. mm. kunnossapito). Arviomme mukaan Teknologiapalveluiden myynnistä valtaosa on tavarakauppaa kahdesta ensimmäisestä tulovirrasta, kun taas selvä vähemmistö on puhdasta palvelumyyntiä.

Rauten liikevaihdon jakauma 2018-2021 ka.



Rauten liikevaihdon jakauma 2018-2021 ka.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Teknologiapalvelut ovat tuoneet Rauten liikevaihdosta tyypillisesti 30-40 %, mutta sen suhteellinen osuus vaihtelee voimakkaasti projektimyynnin mukana.

Näin ollen onkin olennaisempaa seurata Teknologiapalveluiden liikevaihdon absoluuttista kehitystä. Pitkällä aikavälillä palveluiden myynti on ollut kasvussa (2021: liikevaihto 55 MEUR, CAGR 2007-2021 4,7%). Lisäksi arviomme kannattavan varaosakaupan kasvun olleen selvästi ripeämpää, kun taas koko palveluliiketoiminnan liikevaihdon tason määrää modernisointiaktiiviteetti. Tämä on osakkeen kannalta positiivista, sillä teknologiapalveluiden myynti on tyypillisesti jossain määrin tasaisempaa kuin erittäin syklinen projektimyynti. Teknologiapalveluiden myynti kuitenkin korreloi etenkin Rauten asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, joten taloussyklit vaikuttavat myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat pääosin syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreihin liittyvissä arvoketjuissa.

Vaikka Raute raportoi ulkoisesti myyntiään vain kahdessa segmentissä, sisäisesti yhtiö jakoi liiketoimintojaan asiakaspohjaisiin segmentteihin vuoden 2019 organisaatiouudistuksessa. Tämä muutos ei ole tuonut osin ulkoisistakin tekijöistä johtuen toivottuja tuloksia viime vuosia ja ensi vuoden alusta Raute jakautuu sisäisesti tuote- ja palvelurakenteeseen pohjautuen kolmeen liiketoimintasegmenttiin. Ne ovat Wood Processing (ts. laitteet), Analyzers (ts. mittausteknologia) ja Services (ts. palvelut). Segmenteistä selvästi suurin on arviomme mukaan Wood Processing ja pienin Analyzers. Kannattavuuden osalta taas arviomme, että

korkein potentiaali on korkeaa ja räätälöityä teknologiaa sisältävässä Analyzerissä. Myös Services-yksikön marginaalipotentiali pitäisi olla mielestämme lähempänä kaksinumeroista tasoa liikevoittomarginaalilla mitattuna riippuen toki hieman modernisointien ja muun liiketoiminnan suhteesta yksikön sisällä. Sen sijaan Wood Processingin kannattavuuspotentiali jäänee selvästi muita yksiköitä ja konsernin keskitasoa alemmas, mikä on tyypillistä konepajasektorin laitetoimituksille.

Pidämme organisaatiomuutosta tarpeellisena, sillä viime vuosien kannattavuushaasteiden jälkeen yhtiön pitää keskittyä ensisijaisesti marginaaliensa palauttamiseen. Aiempi organisaatiomalli oli arviomme mukaan rakennettu etenkin kehittyvien markkinoiden kasvun vauhdittamisen näkökulmasta, kun taas tehokkuuden ja joustavuuden kannalta se tuskin varsin monimutkaisena ratkaisuna oli optimaalinen. Nämä tekijät ovat taas tärkeitä Rauten kannattavuuden parantamisen näkökulmasta, joten muutos vaikuttaa mielestämme loogiselta.

Liiketoimintamallin viitekehys on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

Rauten kokonaispalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta. Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin. Tätä kokonaisuutta yhtiö tarjoaa asiakkailleen globaalisti. Ydinprosesseja Rauten liiketoiminnassa ovat tuotekehitys, suunnittelu ja tuotanto sekä markkinointi- ja

myynti, joskin osa suunnittelusta ja tuotannosta on ulkoistettu alihankkijoille. Kokonaisuutena Rauten liiketoimintamalli onkin isoilta linjoiltaan hyvin tyypillinen pohjoismaiselle alansa korkeaan teknologiaan keskittyneelle konepajayhtiölle.

Raute nojaa räätälöityihin tuotteisiin

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

Hinnoittelu on tapauskohtaista

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Arviomme mukaan hinnoittelumalli toimii hyvin tavanomaisen kustannusinflaation aikaan, kun taas ongelmaksi muodostuu paine joustaa vähimmäismarginaalissa silloin kun tilaus on ”pakko” saada (esim. tilauskanta alhaalla). Viimeisen vuoden erittäin inflatorisessa ympäristössä Rautenkin malli on ollut vaikeuksissa suurissa vaikeuksissa ja inflaatiolla on selvä rooli yhtiön viime aikojen tappioiden muodostumisessa.

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

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

Tilaukannan tarjoama näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

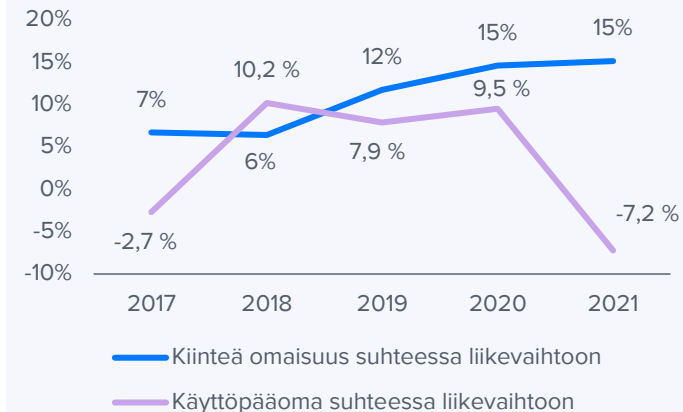
Raute kirjaa projektit tilauskantaansa tyypillisesti ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sopimusvaiheessa. Rauten tilauskanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat suurelta osin 2-24 kk:n sisällä tilauksen

saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 6-18 kk:n sisällä tilauksesta. Palveluissa kierto on vielä selvästi nopeampi eli keskimäärin joitakin viikkoja. Selvästi 6-12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilauskanta ei kuitenkaan tarjoa Rautelle juuri koskaan. Viime vuosina Rauten tilauskanta on vaihdellut radikaalisti noin 20-140 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran ja tilauskannan voimakasta volatiliiteettiä.

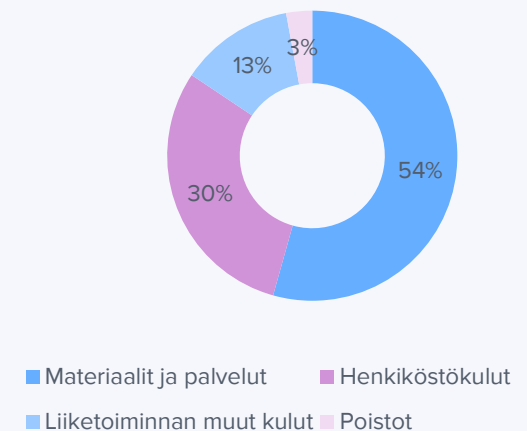
Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Alihankinnan suhteellinen osuus kasvoi arviomme mukaan vuoden 2020 alkuun asti selvästi yhtiön liikevaihdon mukana, sillä liiketoiminnan syklisyyden tiedostava Raute ei ole lähtenyt kasvattamaan omaa tuotantokapasiteettiaan (ts. kiinteitä kuluja) samassa suhteessa kasvun kanssa. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin ottanut joitakin toimintoja myös ulkoa takaisin yhtiön sisälle ja arviomme mukaan oman tuotannon osuus on hieman keskimääräistä verrokkiyhtiötä korkeampi. Joustovaraa systeemissä on mielestämme kuitenkin kohtuullisesti, mikä on tärkeää liiketoiminnan perusrealiteetit huomioiden.

Siten yhtiön kulurakenne joutaakin mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. lomautusmahdollisuus Suomessa). Tämä vaatii toki johdolta erittäin proaktiivista reagoitua. Rautella on kuitenkin liikevaihtotasoon nähden raskas globaali myynti- ja palveluverkosto, jossa heikomman kysynnän aikana joustavat rajapinnat ovat vähissä.

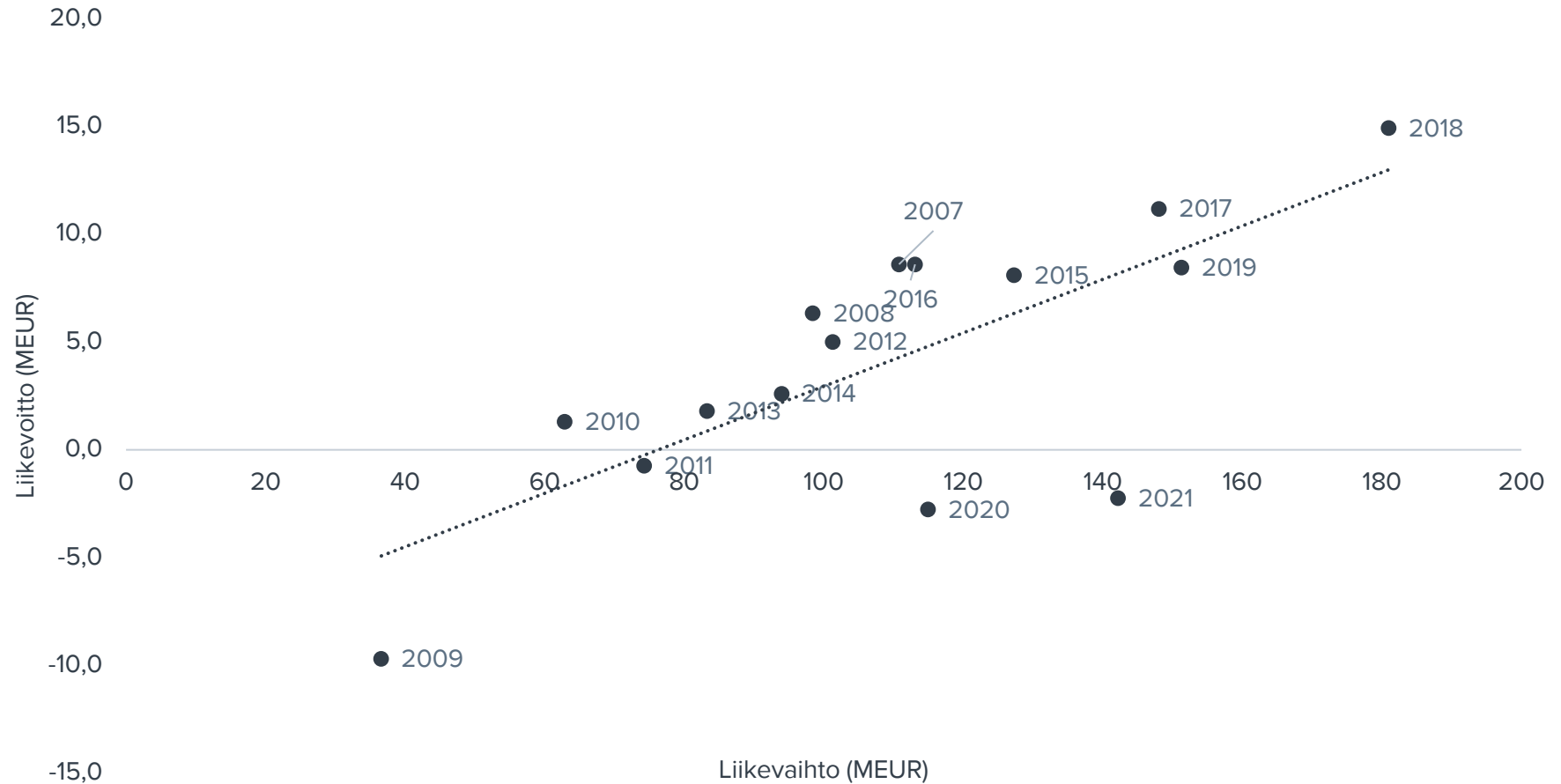
Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Rauten kulurakenne Q3'22 LTM



Rauten liikevaihto ja liikevoitto 2008-2021



Rautelle on tyypillistä korkea tulosvipu. Regressiossa Rauten liikevoitto kasvaa esimerkiksi 2,7x liikevaihdon kasvun verran, kun liikevaihto nousee 120 MEUR:sta 140 MEUR:oon ja 2,2x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon. Tulosvipu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin. Tulosvipu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 30-35 % on kiinteitä. Tulosvipu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päissä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” normaaleissa olosuhteissa (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean liikevaihtotason aikaan ja päinvastoin). Lisäksi suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotemix, laadun hallinta ja työkuorman tasaisuus ja kehitystyön määrä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Lisäksi aktiivinen kehitystyö tulevaisuuden kilpailukyvyyn luomiseksi on paisuttanut jonkun verran Rauten kiinteää kulurakennetta.

Kokonaisuutena Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arvioimmekin, että yhtiön kuluista noin 30-35 % on kiinteitä (pääosa henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista) ja loput 65-70 % muuttuvia (materiaalit ja palvelut sekä osa henkilöstökuluista ja muista kuluista). Siten Rautessa on lähtökohtaisesti melko voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluessa. Huomattavaa kuitenkin on, että käytännössä tulosvipu ei ole symmetrinen vaan kalliimman alihankinnan osuuden kasvattaminen/laskeminen vaikuttaa yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen ja rajaa siten jossain määrin liikevoittomarginaalin potentiaalista vaihteluväliä etenkin relevantin liikevaihtohaarukan ylä- ja alapäässä. Viime vuosina Raute on myös vaatinut melko korkean liikevaihdon kannattavuuden saavuttamiseksi, mikä ei tietenkään ole optimaalista ja tällä saralla yhtiöllä on mielestämme parannettavaa. Raute kesällä 2022 aloittama kehitysohjelma (sis. 1,5-2,0 MEUR säästöt henkilöstökuluissa ja useita miljoonia säästöjä muissa kuluissa) pyrkii palauttamaan yhtiön kustannustehokkuuden pysyvästi nykyistä selvästi paremmaksi.

Kilpailuetua puolustetaan tuotekehityksellä

Kilpailuetujensa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi Raute on sijoittanut tyypillisesti 2-4 % (henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja) vuosittaista liikevaihtoaan vastaavan summan (noin 3-5 MEUR) tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Historiallisesti Raute on

aktivoiut panostuksista vain rajallisen osan taseeseensa ja valtaosa on kirjattu suoraan tulosta rasittaviksi kuluiksi. Kriisitilanteessa tämä kuluerä joustaisi tietyiltä osin, mutta tappiollisina koronavuosinkaan pitkäjänteinen Raute ei ole nipistänyt kehitystyöstä ja lähivuosina arvioimme lähtökohtaisesti kehittyvien maiden tarjontaan sekä digitalisaatioon tehtävien panostusten nostavan tuotekehityskuluja jossain määrin, vaikka huippu lieneekin vuosissa 2021-2022.

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

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyy tavarasta. Esimerkiksi vuoden 2021 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden (sis. IFRS 16 vuokaravastuut) suhde edellisen 12 kk:n rullaavaan liikevaihtoon oli kohtuullinen 15 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita vaan osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. Arvioimme mukaan yhtiön omat kiinteät tuotantopanokset ja nykyinen alihankintaverkko oli varsin kovassa kuormassa jo vuoden 2018 181 MEUR:n liikevaihtotasolla, kun taas yhtiön omat resurssit tulevat täysin hyödynnettyä jo alle 100 MEUR:n volyymillä. Näin ollen Rautella on varsin hyvin liikkumavaraa

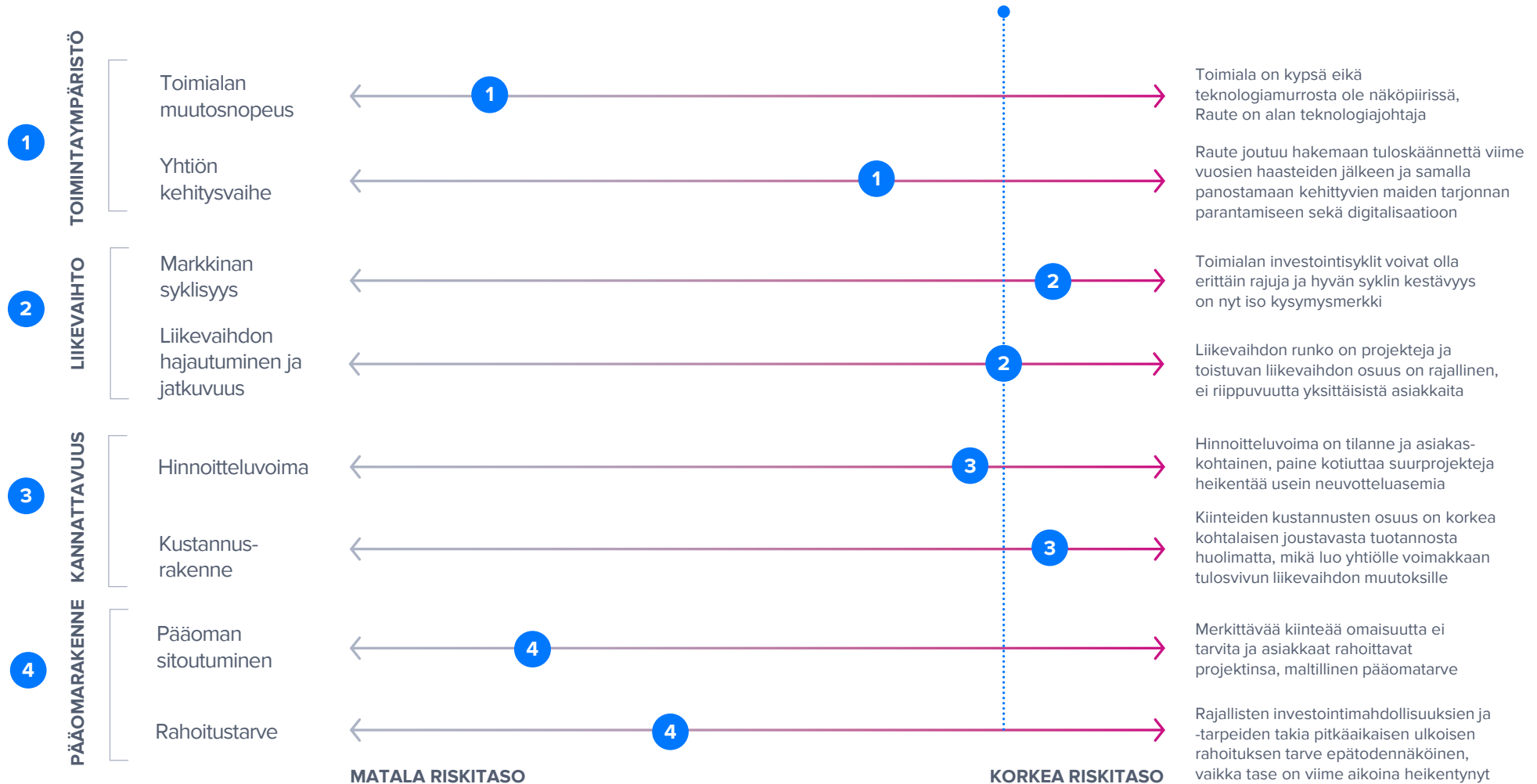
volyymin todennäköinen vaihteluväli huomioiden tuotannon osalta. Myöskään liiketoiminnan kasvu lähtökohtaisesti ei sido kohtuuttomasti yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa tai kasvata tasetta.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliä mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2021 lopussa -7 %. Teknologiapalveluissa käyttöpääoma on kuitenkin käytännössä aina positiivinen. Tästä syystä koko konsernin käyttöpääoma painuu harvemmin negatiiviseksi, vaikka projektiliiketoiminnan maksupostit ovat selvästi etupainotteisia. Vuoden 2021 lopun taso oli siis pidemmän ajan keskiarvoon suhteutettuna selvästi normaalia suotuisampi tilanne Rautelle, mutta pidämme todennäköisenä, että tämä tasoittuu ajan yli yhtiölle tyypillisemmälle tasolle.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta selvästi positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman tuotto on tyypillisesti ollut Rautella sijoitetun pääoman tuottoa matalampi. Tämä on johtunut erittäin vahvasta taseesta, jonka yhtiö tarvitsee puskuriksi voimakkaita projektisyklejä vastaan. Viime aikaisen taseen heikentymisen takia lähiaikoina tilanne voi olla hieman erilainen, mutta lähtökohtaisesti uskomme Rauten pyrkivän palauttamaan omavaraisuusasteensa historiallisille vahvoille tasoille.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2

Raute on vajonnut nyt käänneyhtiökategoriaan

Viime vuosien tulosongelmien takia Raute on mielestämme vajonnut käänneyhtiökategoriaan sijoittajien silmissä. Näin ollen yhtiö vaatii sijoittajilta nyt normaalikin korkeampaa riskinsietokykyä ja kärsivällisyyttä. Käänteeseen jälkeiselle ajalle Rautelle on taas vaikea piirtää selvää lokeroa, kun huomioidaan hitaasti kasvava markkina, korkea markkinaosuus, sykliisyys sekä keskimäärin avokätinen, mutta jossain määrin epätasainen osingonjako. Normaalinomissa olosuhteissa, joihin siis uskomme yhtiön palaavan, Rautessa onkin mielestämme arvo- ja osinkoyhtiön elementtejä.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

Vahva markkina-asema ja teknologinen

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

Kiina. Kiina on maailman selvästi suurin vanerin tuottaja, mutta Rauten markkinaosuus Kiinassa on olematon, sillä yhtiöllä ei ole ollut riittävän hintakilpailukykyistä tarjoamaa erittäin hinta-

sensiitiiviselle Kiinan markkinalle. Kiinan evoluutio kohti korkeamman laadun lopputuotetta ja tehokkaampaa tuotantoa (ts. kalliimpia tuotantokoneita) on ajan yli väistämätöntä ja Rauten olisi mielestämme erittäin tärkeä päästä murtautumaan sisälle suurelle markkinalle. Mielestämme Kiina on selkein sykleistä riippumaton tekijä, joka voi viedä Rauten liikevaihdon ja tuloksen kestävästi uusille tasoille. Lisäksi läpimurto Kiinassa siirtäisi Rauten sijoitusprofiilin painopistettä kasvuyhtiön suuntaan, kunhan käänne onnistuu ensin. Tämä voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Rauten näytöt Kiinaan suhteen ovat vielä vähäiset ja Kiinan varaan on vaikea laskea tässä vaiheessa merkittävästi, vaikka viime vuosien kehitys maassa onkin ollut Rauten kannalta lupaavaa.

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

Kannattavuuden parantaminen. Raute on yltänyt

vuosien 2016-2018 hyvässä syklissä 7-8 %:n EBIT-%:n tasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Koropandemian puhkeamisen jälkeisen ajan tappiotakaan yhtiö ei voi laittaa vain syklin piikkiin, sillä liikevaihto on pysynyt kaikkina vuosina vähintään siedettävänä. Siten Rautella on mielestämme mahdollisuus parantaa suhteellista kannattavuuttaan ainakin syklin kaikissa vaiheissa. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen edellyttäisi korkealle volyymitasolle yltämisen lisäksi etenkin tiukempaa hinnoittelua, projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatu- ja palveluliiketoiminnan kasvun jatkumista. Mielestämme yhtiön tuore kehitysohjelma on oikea askel kannattavuuden parantamisen suuntaan.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista. Liikevaihdon ja tuloksen volatilitteetti on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Asiakkaiden päätöksistä viime kädessä riippuvien tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Asiakkaista tuntuva osa on myös pieniä lyhyehköllä tähtäimellä liiketoimintaansa ohjaavia pelureita, joiden investointiprosessit eivät ole vakiintuneet, ja niiden ennakoiminen on siten vaikeaa. Tällä hetkellä syklinen riski on mielestämme kohollaan, sillä maailmantalous on jäähtymässä

Sijoitusprofiili 2/2

koronaelvytyksen luoman piikin jälkeiseen inflaatioon ja rahapolitiikan kiristymiseen.

Volyymin heiluminen on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Syklit voivat olla pitkiäkin, kun taas Rauten ”vakuutus” syklistyyttä vastaan eli vahva taso on kärsinyt viime vuosien tappioista, investoinneista ja kevään 2021 osingonjaosta. Näin ollen Raute on mielestämme normaalia haavoittuvammassa asemassa syklin heikkenemisen osalta tällä hetkellä, mikä nostaa sijoittajien riskejä juuri nyt.

Projektiriskit: Projektitoimituksiin kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen (käytännössä harvinaista). Rauten track-record on tässä suhteessa ei ole puhdas, sillä yhtiö kärsi projektikustannusten ylityksistä nykyistä edeltäneessä hyvässä syklissä vuoden 2018 lopulla ja vuonna 2019. Myös vuoden 2021 loppupuolella alkanut raju inflaatio on painanut joiden projektien katteita selvästi. Arviomme mukaan projektiriskien realisoituminen on yksi merkittävä syy siihen, että yhtiön kannattavuuspotentiaali ei finanssikriisin jälkeen ole arviomme mukaan realisoitunut kuin hetkittäin.

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

tältä osin muita sektorin yhtiöitä korkeampana.

Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky.

Rauten tarjoama on keskimäärin kallis ja myös preemiohinnoittelua vaativa tarjoama vähintään hidastaa Kiinaan ja muille kehittyville markkinoille murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista sekä kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan kohdennetuilla tuotekehityspanostuksilla kohtuuhintaisten ja helppokäyttöisten laitteiden tarjoamaan riskiä voisi olla mahdollista alentaa ja tähän suuntaan yhtiö on myös viime vuosina panostanut.

Kysynnän painopisteen muutos: Eurooppa ja LVL, joissa Rauten kilpailuetu on vahvimmillaan, ovat ajaneet Rauten liikevaihdon kasvua vuosina 2014-2018. Venäjän markkina taas oli sen sijaan vahva, kunnes Ukrainan sota romahdutti markkinan keväällä 2022. Näillä markkinoilla Rauten suhteellinen asema oli parhaimmillaan. Siten kysynnän painopiste alkoi siirtyä vuonna 2019 Rauten kilpailuedun kovimmasta ytimeistä kohti yhtiön vahvuusalueiden ulkokehää (kehittyvät markkinat, alempi teknologiataso). Koronapandemia ja Ukrainan sota ovat hidastaneet kehitystä ja osin jopa pysäyttäneet sen, mutta tämä tulee arviomme mukaan jatkumaan. Odotettavissa oleva painopistemuutos kasvattaa riskiä Rauten tarjous/tilaus-suhteen heikentymisestä, jos yhtiö ei onnistu kehittyvien markkinoiden tuotekehitys- ja markkinointipanostuksissaan. Heikentyminen taas luonnollisesti heijastuisi pidemmällä perspektiivillä negatiivisesti liikevaihtoon ja tulokseen. Mielestämme Raute on kuitenkin reagoinut ajoissa

käynnistyneeseen ja jatkuvaan muutokseen ja pystynyt viemään kehityshankkeitaan eteenpäin viime aikojen taloushaasteista huolimatta.

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuskäännne ja syklin yli kannattavuuden parantaminen

2.

Puurakentamisen taustalla vahvat ja kestävät kasvuajurit

3.

Kehittyvien markkinoiden (etenkin Kiina) ja palvelumyynnin kasvu

4.

Sektorin äärisyklinen investointikysyntä

5.

Viime vuosina heikentyneen taseen palauttaminen takavuosien tasolle

Potentiaali



- Vanerin ja LVL:n kysyntä kasvaa vähintään globaalin BKT:n vauhdissa
- Suuressa Kiinan markkinassa on yhtiölle merkittävä pitkän ajan potentiaali
- Palvelumarkkina on vielä ”rajaton”
- Alansa globaalisti johtavalle konepajayhtiölle kannattavuus on jäänyt keskimäärin vaisuksi
- Tuoreella kehitysohjelmalla on edellytyksiä parantaa selvästi tehokkuutta ja yhtiön kannattavuutta

Riskit



- Projektiikysyntä on äärisyklistä ja sykli on nyt hyvin epävarmassa vaiheessa
- Tase on selvästi normaalia heikommassa kunnossa viime vuosien tappioiden jäljiltä
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Alasegmentin toistaiseksi rajallinen kilpailukyky
- Kysynnän asteittainen painopisteen siirtyminen Rauten kilpailuedun ytimestä kohti vahvuusalueiden ulkokehää

Strategia ja taloudellinen potentiaali 1/4

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Rauten pitkän tähtäimen strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia, räätälöidyt tuotteet ja globaali läsnäolo. Yhtiö on panostanut näihin kulmakiviin jo pitkään ja luonut uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä, jossa tuotteen laatu ja tuotantokustannus (ts. tuotannon tehokkuus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Arviomme mukaan nämä kilpailuedut eivät ole heikentyneet yhtiön viime aikoina kärsimistä haasteista huolimatta. Lisäksi Heikon tuloksen takia yhtiö joutuu lähivuosina panostamaan myös tehokkuuteen uudella tavalla

Odotettavissa oleva asteittainen painopisteen siirtyminen on kuitenkin viemässä kysynnän kärkeä Rauten kilpailuedun ulkokehälle, mihin liittyen yhtiö myös muokkasi organisaatiotaan vuoden 2019 syksyllä. Lähivuosina yhtiö katsoo strategian toteutuksessa arviomme mukaan yhä laajemmin eri asiakasryhmiensä tarpeita pitkän tähtäimen kilpailuetunsa lähdeksi kuitenkin unohtamatta.

Kilpailuedut korostuvat vaativissa projekteissa

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

kaikki koneet prosessiin yhdeltä toimijalta prosessin yhteensopivuuden varmistamiseksi, projektin hallinnan tehostamiseksi ja pakettihinnoinnin saavuttamiseksi, mikä tukee Rauten kilpailuetua suurprojekteissa. Yhtiöllä on myös 80 vuoden historialtaan laajat referenssit ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit), jotka omalta osaltaan korottavat tulokynnystä alalle muiden pelurien kannalta.

Kilpailuetua vaalitaan kehityspanostuksilla

Kuten todettua teknologista kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 2-4 % liikevaihdosta tai 3-5 MEUR/v viime vuosina. Tästä alle puolet on arviomme mukaan mennyt nykyisen yläsegmentin tuotteiden ydintarjoaman parantamiseen ja teknologisen etumatkan säilyttämiseen. Raute on kuitenkin nostanut panostuksiaan myös digitaalisiin tuote- ja palvelumalleihin sekä kehittyvien markkinoiden tarjoamaan. Varsinkin kehittyvien markkinoiden tarjonnan parantaminen (ml. esim. kohtuuhintaiset ja helppokäyttöiset sekä uudentyyppisille raaka-aineille sopivat laitteet) on saanut kasvavaa painoa yhtiön lähivuosien strategiassa ja arviomme mukaan tälle alueelle tehtävät panostukset voivat pitää lähivuosina yhtiön tuotekehityskuluja pidemmän ajan keskiarvojen yläpuolella. Kehityskuluja viime vuosina on nostanut myös vuosina 2020-2022 käynnissä ollut ERP-projekti, jonka on tarkoitus tukea koko tuotantopalettia.

Pidämme yhtiön valitsemia painopistealueita järkevinä ja arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle aseman

toimialan digitaalisena edelläkävijänä. Sen sijaan kehittyvien markkinoiden tarjonnan paraneminen ja sitä kautta saavutettava läpimurto uusille kasvualueille ei mielestämme ole vielä varmaa, alueelle allokoitavien kehityspanostusten kasvaneesta tasosta huolimatta.

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

Raute on pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Rauten strategian päätavoitteet ovat seuraavat:

- Kannattavuuden parantaminen
- Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen
- Hallittu kasvu

Pidämme kaikkia mainittuja tavoitteita, joita yhtiö ei muuttanut syksyn 2019 strategian villauksen yhteydessä, sijoittajille tärkeinä. Emme myöskään usko yhtiön muuttavan näitä painopisteitä, vaikka 1.10.2022 aloittavan uuden toimitusjohtajan johdolla tehdään varmasti painopistemuuksia. Mielestämme kannattavuuden parantamisen pitäisi olla Rautessa lähivuosina keskiössä.

Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjänteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina (ml. korona-aika) määrätietoisesti

Strategia ja taloudellinen potentiaali 2/4

Pitkjänteisyyden taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö). Aggressiivisena emme strategiaa kuitenkaan pidä, mitä mielestämme kuvaa myös se, että päätavoitteissa ei ole mainittu lainkaan Kiinaa, jota pidämme Rauten suurimpana mahdollisuutena pitkällä aikavälillä. Pitkjänteisyyden lisäksi tietty maltillisuus on sukuyhtiöille tyypillistä.

Arviomme mukaan Raute on pyrkinyt strategiisiin päätavoitteisiinsa viimeisen vuosikymmenen aikana tiettyjen toimien ulkoistamisen ja yhteistyöverkostojen laajentamisen, laatukulujen laskun, palvelumyynnin kasvattamisen ja tuotekehityspanostusten kautta. Myynnillisesti strategia on mielestämme toiminut varsin hyvin, mutta tehokkuuksissa on parantamisen varaa. Lähivuosina odotamme yhtiön panostavan kannattavuuden parantamisessa etenkin laatukuluihin ja ja keski- ja alasegmentin tuotteisiin, joiden kustannusrakenteita keventämällä yhtiö voisi parantaa kilpailukykyään projektiliiketoimintojen kilpailuetunsa kovimman ytimen ulkopuolella. Lisäksi arvioimme yhtiön hakevan kilpailukykyä myös suorien säästöjen ohjelmalla koskien konsernin kaikkia toimintoja. Lisäksi Analyzers- ja Services-yksiköiden tasaisella kasvulla on arviomme mukaan tärkeä rooli etenkin keskipitkällä sihdillä.

Kiinassa eteneminen on ollut hidasta

Kiinassa Rauten eteneminen on ollut hidasta, joskin tuore positiivinen signaali pitkän hiljaiselon jälkeen tuli keväältä 2020, jolloin yhtiö sai yksittäisen muutaman miljoonan euron arvoisen referenssitilauksen maasta. Tämän jälkeen koronakriisi on sotkenut etenemistä Kiinassa.

Raute vaikuttaa jatkavan melko maltilla Kiinan markkinan evoluution odottamista (ts. länsimaisten laatuvaatimusten yleistymistä), vaikka myös Kiinan markkinoilla murtautumisen pelikirjaa on viilattu muutamaan otteeseen. Vuonna 2019 Raute muokkasi lähestymistapaansa yksittäisistä tuotteista kokonaisprosessin hallintaan painottuvaksi ja kaventanut fokustaan suurempiin tehdasmittakaavan investointikyvyn omaaviin yhtiöihin. Pidämme perusteltuna, sillä tuotelähtöisen lähestymistavan tulokset jäivät laihoiksi. Rauten viimeaikaisten kommenttien perusteella yhtiö on päässyt ainakin ajoittain eteenpäin Kiinassa, mutta pitkäaikaista räjähdyksmäistä kasvua tuskin kannatta odottaa. Lyhyellä tähtämellä Kiinassa voi olla haasteena myös hidastuva suhdanne, joka harvemmin helpottaa etenemistä.

Globaali toimintamalli on pysynyt yli aikojen

Kannattavuuden ja suhdannekestävyyden parantaminen on ollut keskeinen osa Rauten strategiaa viime vuosikymmenellä. Globaalien myynti- ja palveluverkostonsa yhtiö on kuitenkin säilyttänyt myös vaikeina vuosina, vaikka sen aiheuttamat korkeat kiinteät kulut voivat ajoittain olla rasite yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuudelle. Pidämme tätä tärkeänä, sillä etenkin kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti aikajaksoittain. Siten Raute joutuu haalimaan yhtiön kokonaisuuden kannalta tärkeitä suurtilauksia kaikista ilmiansuunnista, mikä edellyttää globaalia toimintamallia. Tämä toimintamalli on mielestämme keskeinen osa yhtiön kilpailuetua.

Selvä epäorgaaninen kasvu on vaikeaa

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

Mielestämme kaupat kuvaavat hyvin yritysostojen roolia Rauten strategiassa. Yhtiö on valmis tekemään tuotetarjoamaa parantavia yritysostoja, jotka liittyvät kiinteästi yhtiön nykyiseen ydinliiketoimintaan. Rauten nykyinen tuote- ja teknologiaportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista (ml. esim. henkilö- ja toimintatapariskit) eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä, vaikka uskommekin yhtiön kartoittaneen yrityskauppoja vaihtoehtona maan markkinoille murtautumisessa.

Strategia ja taloudellinen potentiaali 3/4

Lisäksi yrityskauppa-kohteiden kauppahintojen pitäisi olla ainakin historiallisesti kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta riittävän matalia, jotta yritysosto loisi arvoa Rauten omistajille. Siten Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienehköjen paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät kohtaa. Tässä viitekehyksessä emme odota yhtiön pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan jatkuvasti epäorgaanisesti yrityskaupoilla. Yhtiön viime vuosien heikentyneen taseen takia yritysostot ovat myös melko kaukainen ajatus lähivuosien osalta. Pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan ja mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan mahdollisiin kilpailu-uhkien nousuun myös yritysjärjestelyillä.

Taloudelliset tavoitteet jäävät abstrakteiksi

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Hyvä kannattavuus kaikissa suhdanteissa
- Markkinoita nopeampi kasvu
- Hyvä vakavaraisuus
- Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto

Sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudelliset ambitiot abstrakteiksi. Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokuoituneet niche-pelurit voisi tavoitella noin 6-9 %:n liiketulosmarginaalia normaalissa suhdanteessa (ts. liikevaihto 130-160 MEUR). Tähän haarukkaan yhtiö on viime vuosina yltänyt korkeammalla volyymillä. Ainakin hyvässä syklissä yhtiöllä on mielestämme potentiaalia vielä tätä parempaan tulokuntoon (esim. EBIT-% yli 10

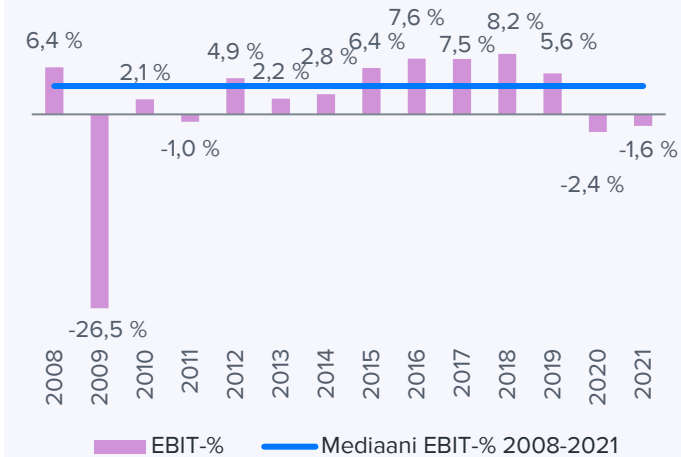
%), jos muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu ja hinnoittelukuri olisivat suotuisia. Siten Raute ei mielestämme edes vuosien 2016-2019 erittäin hyvästä syklisestä yltänyt täyteen marginaalipotentialiinsa.

Pohjoismaisten konepajojen mittakaavassa huippukannattavuuksiin (ts. EBIT-% > 13 %) emme usko Rauten yltävän hyvässä syklissä kokoluokkansa, räätälöityihin tuotteisiin ja osin suurprojekteihin pohjautuvan myynnin rakenteensa sekä huoltotyön alhaisen osuuden takia. Nämä tekijät ja syklinen kysyntä jättävät mielestämme Rauten yli syklin lasketun marginaalipotentialin monia suuria konepajoja alhaisemmaksi, vaikka yhtiön kilpailuetujen ja markkina-aseman vahvuus on vertailukelpoinen moniin pohjoismaisiin verrokkeihin. Kilpailuetujen ja markkina-aseman takia näemme kuitenkin yhtiön syklin yli marginaalipotentialin selvästi vuosina 2012-2021 saavutettua keskimäärin 4,1 %:n tasoa korkeampana. Lisäksi huomautamme, että räätälöityihin tuotteisiin nojaava toimintamalli sitoo vähän pääomaa, joten yhtiö voi saavuttaa monia verrokkeja alemmalla marginaalilla kilpailukykyisen tuoton etenkin sijoitetulle pääomalle.

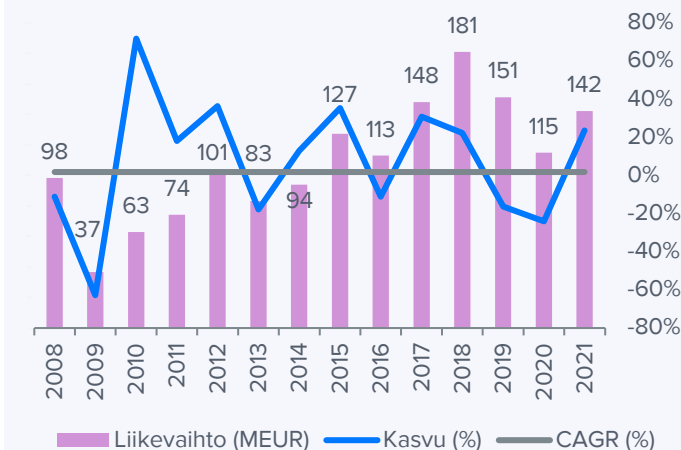
Nykymallilla suhdanne vaikuttaa marginaaleihin

Kaikissa suhdanteissa hyvää kannattavuutta emme usko Rauten nykyisellä toimintamallillaan saavuttavan. Mielestämme se edellyttäisi suhdannevaihteluiden rajuus huomioiden joustavampaa kulurakennetta, mitä Rauten globaali myynti- ja palveluverkosto, merkittävä ja viime vuosina hieman jopa kasvanut oma tuotanto sekä pitkälle räätälöidyt tuotteet eivät mahdollista.

Kannattavuus 2008-2021



Liikevaihto ja kasvu 2008-2021



Strategia ja taloudellinen potentiaali 4/4

Rauten kannalta tärkeää on pitää liikevoiton nollarajalle vaadittava liikevaihtotaso niin alhaalla, että yhtiö ei vajoa raskaalle tappiolle ainakaan vuosien 2009 ja 2022 kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla, vaikka korona-ajan kehitys ei tältä osin ollutkaan kokonaisuutena erityisen rohkaisevaa, kun Raute putosi sekä vuosina 2020 että 2021 vuositasona tappiolle kohtaisista liikevaihtotasosta huolimatta.

Markkinoita nopeamman kasvun arvioimme tarkoittavan noin 3-5 %:n vuosikasvua yli syklin, kun huomioidaan vanerin- ja LVL:n kysynnän kasvupotentiaali Rauten päämarkkina-alueilla ja palveluiden laitteita korkeampi kasvuvара. Hyvä vakavaraisuus tarkoittaa näkemyksemme mukaan nettovelatonta tasetta ja korkeaa yli 50 %:n omavaraisuutta suhdannepuskuriksi. Vahva tase on vakuutus suhdanneriskejä vastaan sekä toimii osoituksena vakavaraisuudesta Rautelle suuria projektiennakoita antaville asiakkaille. Odotamme yhtiön pyrkivän vahvistamaan viime vuosina osumia saanutta tasetaan ”vanhoille” tasoille lähivuosina etenkin kannattavuuskäänteen ja maltillisen osingon maksun kautta.

Raute on osinkoystävällinen yhtiö

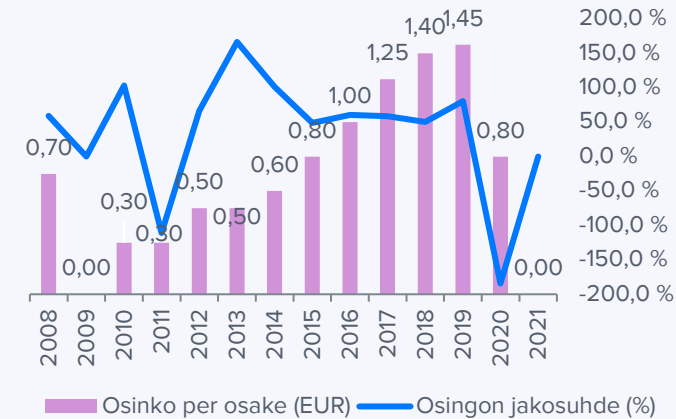
Myös voitonjaon osalta yhtiö on avoin, sillä Raute noudattaa aktiivista osinkopolitiikkaa, joka ei ole suoraan sidottu vuositulokseen. Tämä ja yhtiön pyrkimys tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto linjaavat mielestämme osinkojen olevan yhtiön prioriteettillisella korkealla (historiallisesti osinko on ollut pääosa Rauten koko osaketuotosta), mitä tukee myös Rauten sukuyhtiötausta. Mahdollisesti rajujenkin syklien takia mitään osinkotasoa ei voida mielestämme pitää Rautelle kiveen

hakattuna, mitä myös aktiivinen osinkopolitiikka indikoi. Yhtiö näyttää pyrkineen säästämään osinkoreserviä hyvinä vuosina, mikä voi antaa hieman heikompina yksittäisinä vuosina liikkumavaraa pitää osinko stabiilina tai jopa kasvattaa sitä hieman tulokunnosta riippumatta. Raute on esimerkiksi maksanut osinkoa yli tuloksensa 7 vuotena 2000-luvulla. Raju suhdanteen heikentyminen tai useat heikot vuodet voivat kuitenkin syödä osinkoreservit nopeasti, kuten viime vuosina on nähty. Näissä skenaarioissa osinko joutuu helposti tulilinjalle (osinkoa on laskettu 2000-luvulla 6 kertaa). Nollaosingot olivat kuitenkin yhtiölle harvinaisia ja osingotta Rauten omistajat ovat jääneet vuosina 2000-2022 vain kerran (2009). Viime aikoina heikentyneen yhtiön taloudellisen tilanteen takia nollaosinkoja on kuitenkin arvioimme mukaan odotettavissa vuosilta 2021 ja 2022, minkä jälkeen osinkokehitys riippuu puhtaasti tuloskehityksestä.

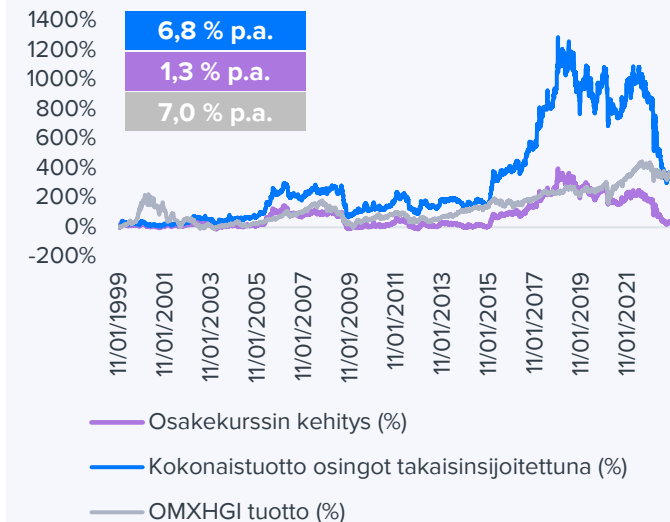
Rauten pitkän ajan tuotto on jäänyt indeksistä

Rauten kokonaistuotto viimeisen 23 vuoden ajalta osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt 6,8% :iin. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso, vaikka tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliteetilla) ja ajallisesti tuottokertymä on ollut epätasainen. Kurssinousua on kertynyt samalla aikaperiodilla reilut 35 % eli 1,3 % vuodessa, mikä korostaa jälleen osingon merkittävää roolia Rauten kokonaistuotossa. Rauten kurssimuutos ja tuotto osingot takaisinsijoitettuna on jäänyt OMXHGI-vertailuindeksiin noin 7 %:n tuottoa heikommaksi, joten tavoitteensa mukaiseen kilpailukykyiseen riskikorjattuun tuottoon sijoittajille yhtiö ei ole mielestämme yltänyt. Etenkin viimeisen 10 vuoden ajalta kokonaistuotto alittaa indeksin selvästi.

Osingon ja jakosuhteen kehitys



Rauten tuotto 11/1999-11/2022



Toimiala ja kilpailu 1/3

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan (ml. modernisoinnit) markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Alan investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden on Rauten muutama vuosi sitten markkinakonsultilla teettämän tutkimuksen mukaan olevan keskimäärin noin 600-750 MEUR vuodessa (nykyisellä kustannustasolla luultavasti jossain määrin enemmän). Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalien vaneri- LVL-markkinan koko on lähes 50 mrd. euroa). Markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan karkeasti 10 %, kun taas vaneri- ja viilusektorit kattavat loput markkinasta.

Laiteiden lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina. Tämän palvelumarkkinan kokoa on vaikea määrittää, sillä esimerkiksi asiakkaat tekevät laitehuollosta suurimman osan itse. Siten on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Arvioimme kuitenkin, että vaneri- ja LVL-sektorin palvelumarkkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla aloilla on nähty. Palvelumarkkina tarjoaakin yhtiölle näkemysmme mukaan toistaiseksi lähes rajattoman kasvuvaram todennäköinen markkinan koko ja yhtiön palvelumyynnin skaala huomioiden.

Palvelut ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten projektit ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa myös

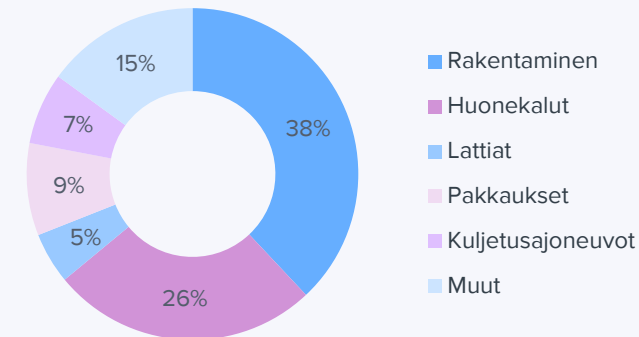
palveluihin uusia mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Tämä siitäkkin huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja ja varaosia muidenkin valmistajien toimittamiin koneisiin (ja päin vastoin)

Palveluliiketoiminnan kehityskaari etenee eri vaiheissa eri alueilla. Kehittyneillä markkinoilla huollon ”ulkoistamisaste” on jo noussut tuottajien keskittyessä jo voimakkaasti pääprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden kehitykseen, markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvissä maissa tulevaisuudessa aiempaa vauhdikkaammin, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailta tulee tarve kehittää prosessejaan kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palvelumyyntiä ajan yli. Siten pidämme Rauten palvelumyynnin pitkän ajan kasvukuvaa hieman laiteprojekteja parempana.

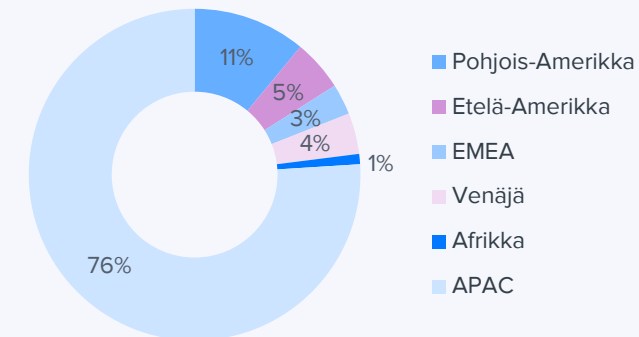
Investointeja ajaa lopputuotteiden kysyntä

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

Vanerin kulutus loppukäyttökohteittain 2020



Vanerin tuotannon jakautuminen 2020



Toimiala ja kilpailu 2/3

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

Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvät sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Rauten asiakkaiden markkinatilanne oli 2010-luvun loppupuolella pääosin hyvä, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille. Vuonna 2019 alkanut globaalin talouden jarrutus alkoi kuitenkin näkyä myös Rauten asiakkaiden markkinatilanteissa ja koronakriisi sekoitti pakkaa, vaikka rakentaminen ei olekaan ollut pahiten kriisistä kärsineitä toimialoja. Vuosi 2021 oli koronasta elpyneen maailmantalouden ajamana sektorilla erinomainen, kun taas vuoden 2022 loppua kohti mentäessä suhdanteen jäähtyminen on alkanut näkyä myös rakentamisessa.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Mainittuja trendejä heijastellen puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksin Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on

hieman hidastunut, mutta puutuotteita tukevien ajureiden takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvun odotusta vanerille järkevänä myös jatkoon.

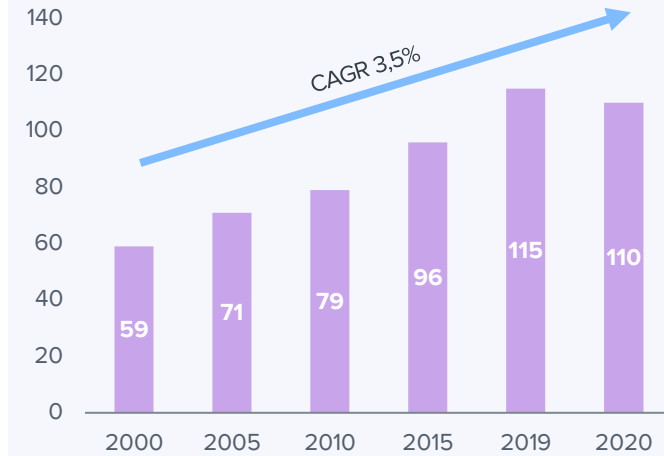
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy kaupungistumisen sekä elintason nousun ajamana ja kestävän kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Nämä ajurit voisivat mielestämme johtaa yli 5 %:n keskimääräiseen vuosittaiseen LVL:n kysynnän kasvuun lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talouden hyvä veto ajaisi myös jatkossa maan asuntoaloituskia ylös, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkimainingeissa). Koronakriisistä huolimatta (tai sen ansiosta) USA:n asuntoaloitukset kehittyivät vuosina 2020-2021 hyvin, mutta vuoden 2022 loppukesällä inflaatio ja suhdanteen rappeneminen ovat alkaneet painaa numeroita myös USA:n asuntomarkkinoilla.

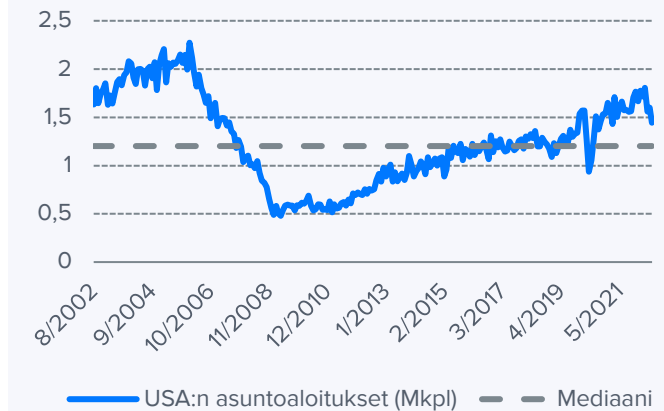
Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten projektiiikevaihto ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15-20 %. Siten yhtiö on alan markkinajohtaja ja markkina-asema on vahva.

Globaali vanerin kulutus milj. m³



USA:n asuntoaloitukset 8/2002-7/2022



Toimiala ja kilpailu 3/3

Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista (jopa yli 50 %), kun taas alasegmentin markkinaosuudet ovat pienempiä. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Kilpailijoiden tarjoama on suppeampi

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

Kokonaistoimituksiin kykenevän pelurin nousu on mielestämme Rauten suurin kilpailu-uhka, mutta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tämän riskin realisoiduminen on epätodennäköistä. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimieltyksistä. Isoja konepajoja pieni, hitaasti kasvava ja omaa teknologiaa vaativa markkina tuskin kiinnostaa.

Kuten todettua Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuus vaatimusten länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö

kilpailee etenkin Angelo Cremonan, Bielen, Dieffenbacherin kanssa. USA:n markkina on luonteeltaan hyvin samantyyppinen, mutta siellä paikalliset kilpailijat (esim. USNR) ovat muutaman pykälän paremmassa asemassa suhteessa Rauteen, sillä Pohjois-Amerikassa asiakkaat eivät tyypillisesti edellytä yhdeltä toimittajalta kokonaistoimitusta.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema oli vahva Venäjällä ennen sotaa ja hyvä Etelä-Amerikassa (vahva Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa), joihin myytävät koneet ovat suhteellisen kehittyntä teollista teknologiaa. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasapäin. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole käytännössä markkina-asemaa maassa. Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen osin teollisesti hyödyntämättömien paikallisten puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkeä Afrikan markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuonna 2017 solmittu yhteistyösopimus. Isoa myyntipotentiaalia Afrikka tuskin Rautelle lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tarjoaa.

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



SWOT-analyysi

Vahvuudet

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

Mahdollisuudet

- Kiinassa merkittävä kasvupotentiaali
- Kannattavuus ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan
- Palveluliiketoiminnan kasvattaminen

Heikkoudet

- Lähes aina kilpailijoita kalliimpi
- Alasegmentissä tarjoama asiakkaille liian kallis
- Matala markkinaosuus Aasiassa (etenkin Kiina)

Uhat

- Talouskasvun hidastumisen vaikutus kysyntään
- Tärkeän Venäjän markkinan toimitusten loppuminen

Rauten pääkilpailijoita

 ANGELO CREMONA

 DIEFFENBACHER

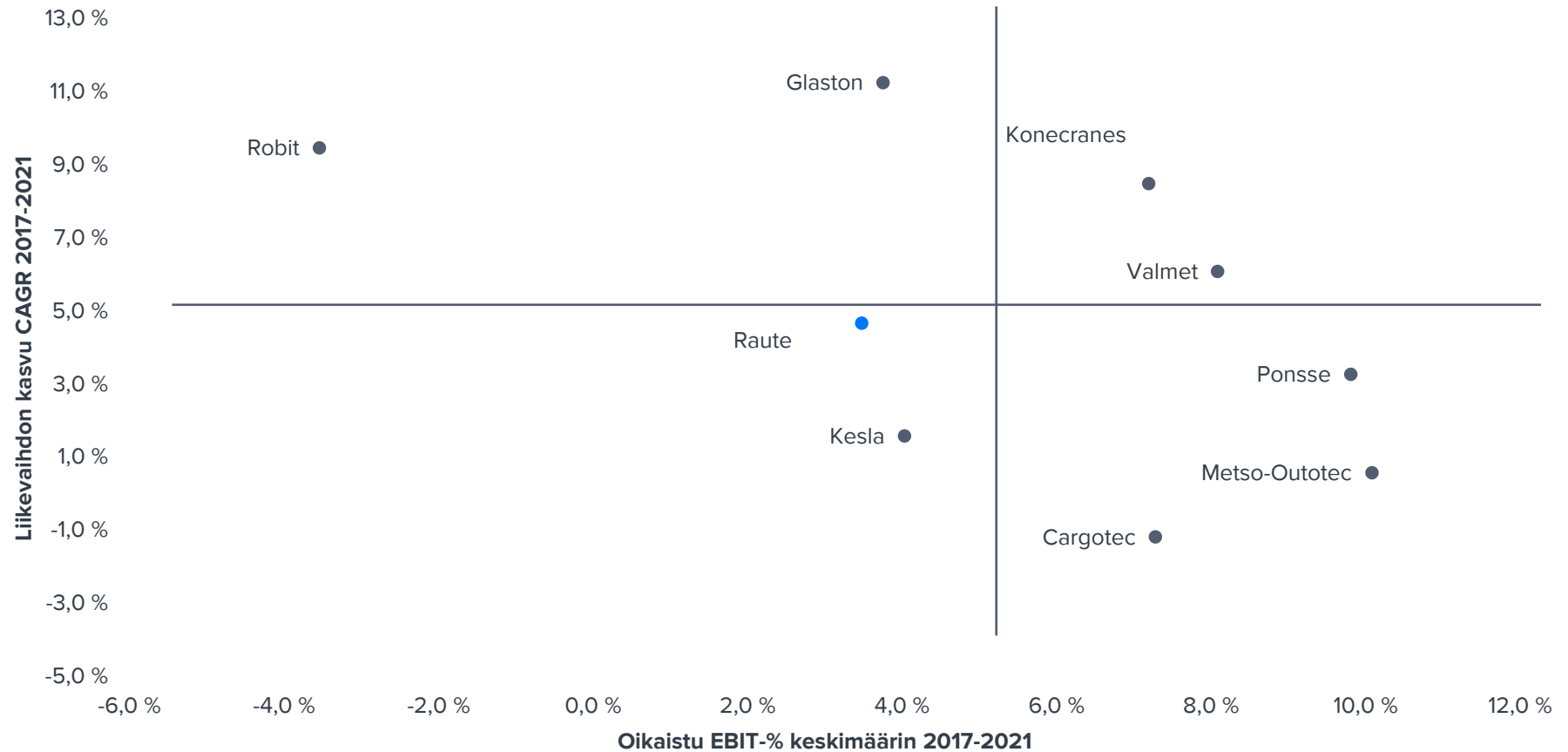
 BieleGroup
SMART INDUSTRIAL AUTOMATION

 meinan

 USNR

 Hnk

Raute suhteessa muihin suomalaisiin konepajoihin



Tässä kuvaajassa vertaamme Rauten vuosien 2017-2021 kasvua ja kannattavuutta muihin suomalaisiin investointitavaraa toimittaviin konepajayhtiöihin. Kyseessä on konepajayhtiölle melko hyvä ajanjakso, sillä vuodesta 2017 aina kevään 2020 koronapandemian puhkeamiseen asti hyvä taloustilanne tuki alan yhtiöitä ja koronapandemiasta toivuttaessa myös vuosi 2021 sujui hyvässä toimintaympäristössä. Kasvun osalta Raute pärjäsi ajanjaksolla kohtuullisesti, sillä yhtiön saavuttama 4,7 %:n vuosittainen keskimääräinen kasvu on noin verrokkijoukon keskiarvon tasolla. Rauten saavuttama keskimääräinen 3,5 %:n liikevoittomarginaali sen sijaan jää yli 2 %-yksiköllä joukon mediaanista, mikä kuvaa mielestämme yhtiön jo pidempään alle potentiaalinsa ollutta kannattavuustasoa. Syyt Raute verrokkiryhmää alemmalle kannattavuudelle eivät arviomme mukaan ole liiketoiminnan rakenteissa tai kasvussa vaan kyse on ollut enemmän yhtiön omasta projektitoteutuksesta ja kulujen hallinnasta sekä toki osaltaan myös aktiivisista panostuksista tulevaisuuden kasvuun.

Taloudellinen asema 1/2

Tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu etenkin Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan, mutta IFRS16-kirjanpidossa niihin liittyvä käyttöoikeusomaisuus on kirjattu pitkäaikaisen omaisuuden puolelle. Kiinteän omaisuuden tarvetta vähentää yhtiön osin alihankintaverkolla ulkoistettu tuotanto ja alihankkijoita Rautella on etenkin Baltian maissa ja Aasiassa. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 12 MEUR:lla ja käyttöoikeusomaisuutta 7,6 MEUR:lla Q3'22:n lopussa. Aineettoman omaisuuden määrä oli Q3'22:n lopussa 9 MEUR, kun viimeisen parin vuoden aikana edennyt ERP-projekti on kasvattanut erää. Liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna aineettoman omaisuuden osuus taseesta on kuitenkin kohtuullinen. Liikearvoa taseessa oli vain alle 2 MEUR Metriguard- ja Hiottu- yrityskauppoihin liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä ovat käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q3'22: 40 MEUR) ja varasto (Q3'22: 21,5 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q3'22:n lopussa 7,4 MEUR. Rauten likvidit varat vaihtelevat projektien kulukertymien ja maksupostien eriaikaisuuden takia ja nämä tekijät heiluttavat myös muita taseen käyttöpääomaeriä.

Rautella on lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin käyttämätön 20,5 MEUR:n luottolimiittisopimus (kovenantit: omavaraisuusaste > 30% ja nettovelkaantumisaste < 80%), minkä lisäksi

konsernilla on 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Siten yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on vielä riittävä, joskin limiitin omavaraisuuskovenantti on jo ikävän lähellä. Taseen loppusumma oli Q3'22:n lopussa 105 MEUR, mikä on Rautelle mielestämme hieman normaalia korkeampi taso.

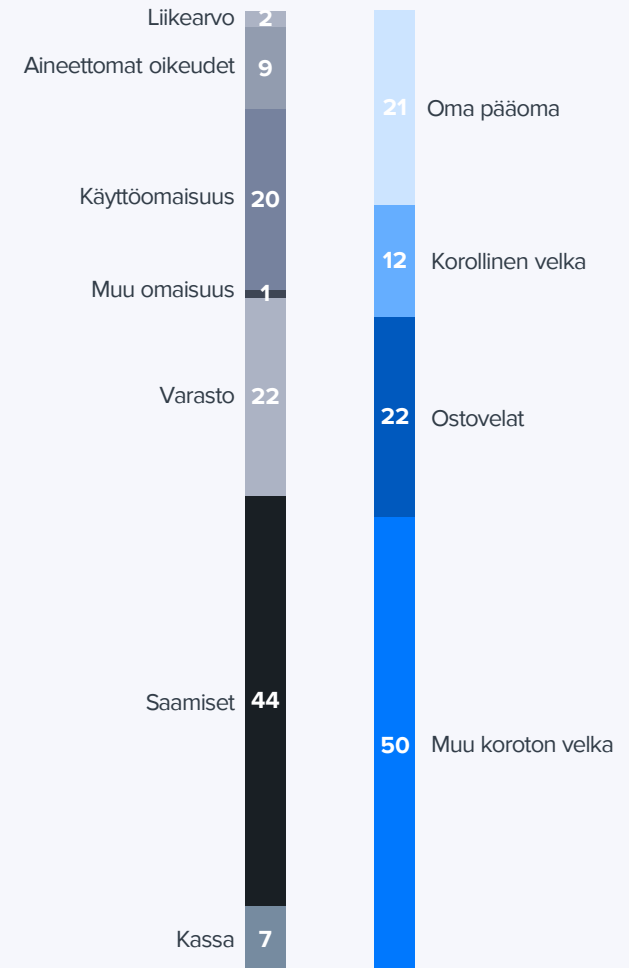
Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korottomista vastuista

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q3'22:n lopussa 21 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli 12 MEUR. Korolliset velat ovat suurilta osin IFRS16:een liitännäisiä vuokravastuita ja tavanomaisen korollisen velan osuus oli 4,4 MEUR. Korottomia vastuita taseessa oli Q3'22:n lopussa 72 MEUR (sis. pääosin ennakoita ja ostovelkoja).

Projektiliiketoiminta sitoo vähän käyttöpääoma ja heiluttaa rahavirtaa

Kuten todettua, Rauten projektiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa, vaikka viime aikoina asiakkaiden keskuudessa maksuajat ovatkin saaneet yhä enenevässä määrin huomiota. Rahoituskustannusten yleinen nousu ja kohti korkeampien rahoituskustannusten kehittyviä markkinoita siirtyvä kysyntä voivat vielä voimistaa tätä trendiä. Viime vuosina Rauten käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on ollut pääosin vain lievästi positiivinen, sillä palvelut sitovat käyttöpääomaa (ei ennakoita). Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääomatarve on matala. Odotamme Rauten käyttöpääomatarpeen pysyvän pitkässä juoksussa historiallisten toteumien tasolla.

Rauten tase Q3'22:n lopussa (MEUR)



Taloudellinen asema 2/2

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

Tase on ottanut osua viime vuosien tappioista

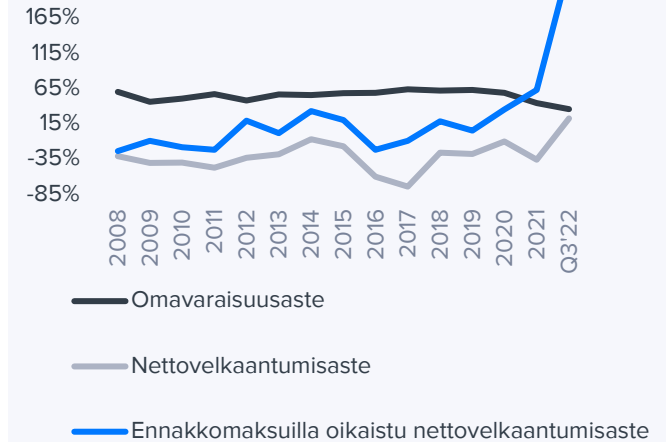
Q3'22:n lopussa Rauten nettovelkaantumisaste oli 23 % nousten Rautelle epätyypillisesti selvästi nollan yläpuolelle. Mielestämme pelkkä nettovelkaantumisasteen seuraaminen antaa kuitenkin vajavaisen kuvan taloudellisesta asemasta, sillä Q3'22:n lopussa Rautella on vielä paljon ennakkomaksuja eli yhtiön hallussa olevia asiakkaiden rahoja taseessaan, vaikka taso laskikin Q3:lla Q2'22:m lopun 49 MEUR:sta 45 MEUR:oon. Ennakkomaksuista oikaistuna nettovelkaantumisaste oli poikkeuksellisen korkealla tasolla 238 %:ssa. Q3'22:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 36 %. Tämä on tavallista alhaisempi taso Rautelle, minkä taustalla ovat etenkin viime vuosien (sis. etenkin Venäjän alaskirjausten värittämä Q2'22) tappiot. Omavaraisuusasteeseen käyttöpääomaerien heilunta vaikuttaa tyypillisesti nettovelkaisuusastetta vähemmän, minkä takia omavaraisuusasteen kautta Rauten taseen kehitystä on helpompi seurata pienemmällä virhetulkintojen riskillä.

Vahva tase on välttämättömyys

Mielestämme Raute tarvitsee erittäin vahvan taseen sillä ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa ja kysyntä on erittäin syklistä. Näin ollen Raute tarvitsee puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiin, vaikka tilauskirja sulaisi (ts. ennakot pienensivät), liikevaihto laskisi, kannattavuus putoaisi ja matalasuhdanne pitkittyisi. Q2'22:lla tehty Venäjä-riskien siivoaminen, kolmatta vuotta jatkuvat tappiot ja investoinnit ovat laskeneet yhtiön omavaraisuutta selvästi suhteessa pidemmän ajan keskiarvoihin. Arviomme mukaan Rauten olisi suotavaa palauttaa taseensa tunnusluvut historiallisen vahvoille tasoilla kysynnän syklistyyden takia ja siten uskomme, että yhtiö keskittyy lähiaikoina taseen vahvistamiseen.

Historiallisesti vahvan taseensa takia Rauten rahoitustilanne ja velanhoitokyky ovat olleet hyvällä tasolla ja nettorahoituskulut ovat olleet perinteisesti nollassa, joskin valuuttakurssierot ovat aiheuttaneet rahoituskuluihin epärelevanttia heiluntaa lyhyellä aikavälillä. Korottomat vastuut olivat edelleen Q3'22 lopussa koholla lyhytaikaisiin saamisiin verrattuna, ja täten käyttöpääoma oli matalalla tasolla. Näin ollen käyttöpääoman sitoutuminen voi lähivartaaleina jatkua ja sitoutumisesta voi aiheutua yhtiölle kassavirtahaaste, jota jouduttiin jo osin Q3'22:n aikana ratkomaan korollisen velan nostolla. Siten odotamme yhtiön joutuvan maksamaan myös pieniä rahoituskuluja lähivuosina. Arviomme mukaan Raute tulee jakamaan osinkoja ennen tuloksen palautumista voitolle ja sen jälkeenkin odotamme osingon jaon olevan historiallista vauhtia maltillisempaa, jotta tase vahvistuu.

Rauten taseen kehitys 2008-Q3'22



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

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

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtämellä sen nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 6-12 kuukautta yhtiön taaksepäin rullaavasta liikevaihdosta laskettuna. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain karkeasti 45-70 MEUR:n liikevaihtoa modernisointiaktiviteetista riippuen, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 70-90 MEUR:lla päästäkseen 130-150 MEUR:n liikevaihtotasolle. Viime vuosina tämä taso ei ole riittänyt yhtiölle hyvään kannattavuuteen, mutta arviomme mukaan yhtiön tehostustoimet tähtäävät siihen, että tällä kuormalla tulostaso voisi nousta hyväksi.

Q3'22:n lopussa Rauten tilaukanta oli absoluuttisesti hyvällä tasolla 94 MEUR:ssa. Tästä tilaukannasta enää vain 6 MEUR kuului Venäjän toimituksiin, sillä yhtiö siivosi Q2'22:lla valtaosan Venäjän toimituksistaan pois tilaukannastaan muun muassa neuvottelemalla sopimusten

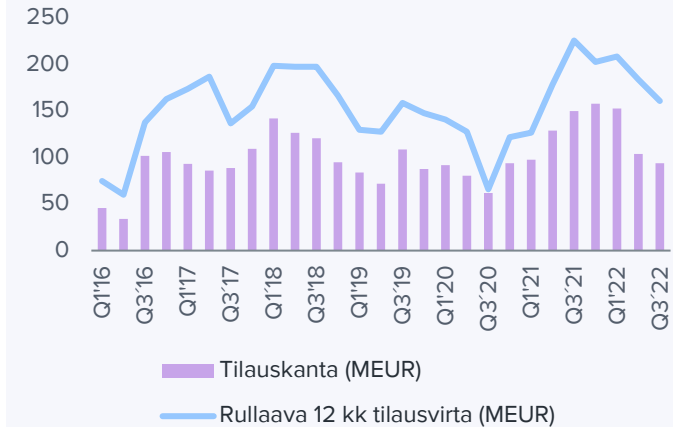
peruutuksista. Siten tilauskantaan liittyvä Venäjä-riski on hyvin rajallinen, vaikkakaan täysin varmaa pääosin Q4:lla toimitetuksi kaavailtujen 6 MEUR:n tilausten eteneminen ei ole. Tilaukanta on 37 % vertailukauden alapuolella, mikä selittyy etenkin Venäjän tilausten poistamisella tilaukannasta.

Arviomme mukaan tilaukannan katerakenne on tyydyttävä, sillä se sisältää paljon erikokoisia hankkeita ja myös merkittävä osa tilaukannasta on myös myyty kovimman inflaation puhkeamisen jälkeen (ts. inflaatiota on hinnoiteltu toimituksiin). Hyvällä tasolla emme kuitenkaan katerakenteen usko olevan, sillä se sisältää joitakin suurempia ja tai pitkän toimitusajan projekteja, joiden katteita inflaatio on yhä syönyt. Terve tilaukanta antaa mielestämme Rautelle kohtuullisen näkyvyyden talven 2022/2023 volyyymiin. Pidemmälle hyvää näkyvyyttä ei arviomme mukaan kuitenkaan ulotu.

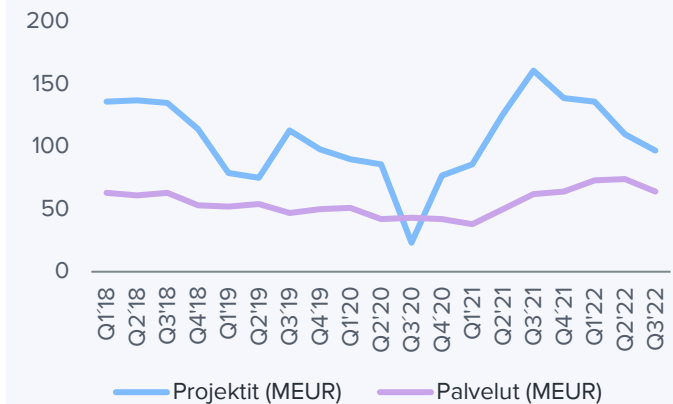
Markkina on ollut hyvä, mutta riski heikkenemisestä on konkreettinen

Rauten Q3'22:n lopun taaksepäin katsovan 12 kuukauden rullaavat tilaukset olivat kohtalaisella tasolla 161 MEUR:ssa (nämä tilaukset sisältävät myös helmikuulle 2022 asti tilaukset Venäjältä). Tämä indikaattori on 29 % matalammalla tasolla vertailukauteen nähden. Kokonaisuutena Rauten markkinatilanne onkin ollut viime aikoina hyvä, kun maailmantalouden vahva kiihdytys vuoden 2020 koronashokista ja asiakkaiden hyvä markkinatilanne ovat tukeneet kysyntää. Kysyntä myös painottui vielä kehittyneisiin Rautelle vahvoihin teollisuusmaihin ja myös Venäjän markkina oli pirteä sodan puhkeamiseen asti.

Rauten tilauskanta ja rullaava 12 kk tilausvirta Q1'16-Q3'22



Rauten projektien ja palveluiden 12 kk rullaavat tilausvirrat Q1'18-Q3'22



Ennusteet 2/5

Viime aikoina nopeasti edenneen inflaation ja Ukrainan sodan takia heikentynyt taloustilanne on kuitenkin nostanut riskejä kysynnän (ts. uusien tilausten) hyytymisestä, vaikka tyypillisesti jälkisyklisen Rauten tuotteiden kysyntä oli vahvaa vielä Q1-Q3'22:lla, jolloin yhtiö keräsi pienistä puroista hyvät tilausvirran. Vuoden 2023 jälkipuoliskolle yhtiöllä ei arviomme mukaan kuitenkaan ole merkittävää tilauskantaa, mikä korostaa vallitsevaa kiusallisen korkeaa epävarmuutta. Pidemmällä perspektiivillä globaalien talouskasvun ei kuitenkaan odoteta kiihtyvän merkittävästi koronapandemiaa edeltävään aikaan, mikä pitää kurissa osin myös Rauten toimintaympäristöön liittyviä odotuksia. Toisaalta puurakentamisen trendi on ollut jopa kiihtymään päin vahvistuvan vihreän trendin mukana, mikä taas on yhtiölle positiivista.

Potentiaalia on useammalla alueella, mutta epävarmuus on silti ylhäällä

Vuosina 2015-2018 Rauten tilausvirtaa dominoi maantieteellisesti Eurooppa, jossa on alkanut poikkeuksellisen monta uutta kapasiteettia luonutta vaneri- ja LVL-projektia vuosina 2014-2018. Tätä heijastelleen Rauten tilausvirran painopiste siirtyi muille markkinoille, sillä Euroopan isojen investointien jatkuminen olisi johtanut väistämättä ylikapasiteettiin, joka taas olisi pitkässä juoksussa myös Rautelle ongelmallinen tilanne.

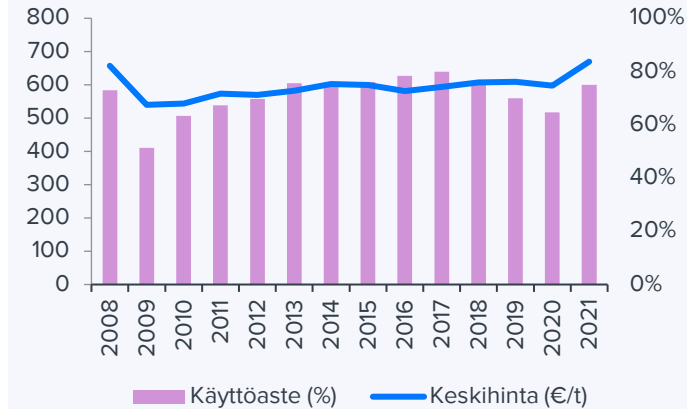
Vuosina 2019-2021 Rauten tilausvirran otti reppuselkänsä Venäjä, josta yhtiö nappasi vuosina 2019 ja 2020 erittäin isot tehdastilaukset. Sota hyydytti Venäjän markkinan toistaiseksi, mutta alkuvuodesta Eurooppa ja Pohjois-Amerikka

ovat olleet pirteitä markkinoita (ml. venäläisen vanerin tuonnin korvaaminen Euroopassa), kun taas Aasiassa Kiinan koronahuolet ja epävarmuus ovat hidastaneet kysyntää. Etelä-Amerikan unelias kehitys on myös jatkunut viimeisen 10 vuoden tyypillistä tilannetta heijastellen, vaikka pientä piristymistä olikin jo näköpiirissä Q3:lla.

Suurprojektien osalta Rautelle potentiaalisimpia alueita ovat arviomme mukaan lähivuosina Itä-Eurooppa ja Suomi, joissa ainakin Rauten pitkäaikaisilla asiakkailla Latvijas Fineiriksella ja Metsä Woodilla on suurehkot vaneri-investoinnit melko pitkällä suunnitteilla. Pohjois-Amerikan LVL voisi olla potentiaalinen alue Rautelle, jos USA:n asuntomarkkina ei sakkaa pahemmin inflaation ja talouskasvun hidastumisen takia (riski sakkaukselle on kuitenkin viime aikojen datan pohjalta akuutti). Jokerin roolissa ovat taas Aasia ja Etelä-Amerikka, mutta näillä alueilla tilanne on hyvin binäärinen ja hiljaiselon jatkuminen on yhtä mahdollista kuin tilausten piristyminen. Venäjän markkina sen sijaan pysynee jäässä pidempään, mikä on iso takaisku maassa vahvan markkina-aseman omaavalle Rautelle.

Siten Rautella on projektipotentialia useammalla markkinalla, mutta jos yhtiön kilpailuedun kovimmasta ytimeistä (Eurooppa ja LVL) siirrytään kauemmas, riski hävityistä tarjouskilpailuista kasvaa väistämättä. Lisäksi talouteen, inflaatioon ja geopolitiikkaan liittyvä epävarmuus riivaa samalla tavalla käytännössä kaikkia ilmansuuntia. Yhtiön näkymä on mielestämme korkeintaan keskimääräinen tai sitä vaisumpi lähivuosille, mutta talouskasvun kehitys on toki kysynnän osalta isossa roolissa.

UPM Plywoodin käyttöasteet ja keskihinnat 2008-2021



Rauten viime vuosien isoja tilauksia

Julkaisu	Arvo	Tilaja	Maa
Q3'21	18 MEUR	Red October LLC	Venäjä
Q3'21	16 MEUR	Segezha Group	Venäjä
Q2'21	30 MEUR	VMG Group	Liettua
Q4'20	55 MEUR	Plitwood	Venäjä
Q3'19	58 MEUR	Segezha	Venäjä
Q1'19	12 MEUR	CJSC Plyterra	Venäjä
Q1'18	20 MEUR	Tuntematon	Japani
Q1'18	23 MEUR	Metsä Wood	Suomi
Q4'17	21 MEUR	UPM	Venäjä
Q3'17	11 MEUR	Roseburg FP	USA

Ennusteet 3/5

Tulosta lähdetään kampeamaan ylös syvältä

Viime vuosina heikentynyt Rauten tulokunto on saanut vuoden 2022 aikana lisää vastatuulta useasta syystä. Venäjän hyökkäys Ukrainaun, voimakas kustannusinflaatio ja Kiinan koronasulut ovat vaikuttaneet negatiivisesti Rauten liiketoimintaan tänä vuonna. Raute joutui alaskirjaamaan Q2'22:n aikana 9 MEUR:n edestä Venäjän projekteihin liittyneitä omaisuuseriään ja lisäksi uudelleenjärjestelyt aiheuttivat 2 MEUR:n ylimääräiset kulut (ml. irtisanomiskorvauksia). Lisäksi kustannusinflaatio heikensi Rauten marginaaleja ja Kiinan koronasulut seisauttivat Rauten paikallisen toiminnan kolmeksi kuukaudeksi aiheuttaen tehottomuutta ja ylimääräisiä kuluja.

Raute tekikin Q1-Q3:lla 113 MEUR:n liikevaihdolla historiallisen korkean 15 MEUR:n liiketappion. Huolestuttavaa oli myös, että Raute putosi liiketappiolla H1:n molemmilla kvartaaleilla myös Q2:n ei-toistuvista eristä oikaistuna. Näin ollen yhtiölle jäi rutkasti takamatkaa. Q3 oli tuloksen osalta parempi ja voitollinen etenkin hyvän liikevaihdon ja suotuisan mixin takia, mutta edes siedettäväksi kuluvan vuoden tulosta ei näistä lähtökohdista enää saa. Raute antoi kesäkuussa kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan 2022 liiketulos pysyy merkittävästi negatiivisena ja alle vuoden 2021 tason (liiketappio 2021 2,2 MEUR). Tämä ohjeistus toistettiin odotustemme mukaisesti Q3-raportin yhteydessä lokakuussa.

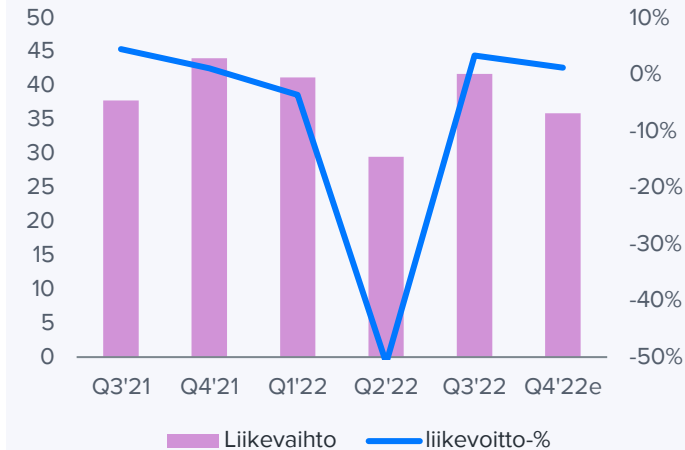
Odotamme lievästi voitollista tulosta H2:lta

Odotamme Rauten liikevaihdon nousevan vahvalta

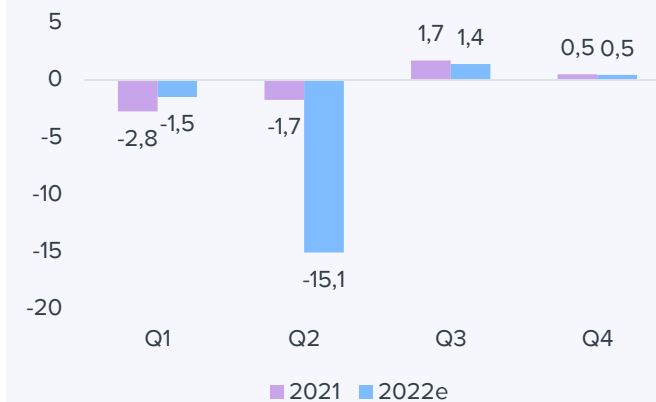
vertailukaudelta tänä vuonna 5 % 149 MEUR:oon tilauskannan vallitsevaa tasoa peilaten. Kasvu syntyy arviomme mukaan sekä projekteissa että palveluissa modernisaatioista ja ennustamme myös varaosakaupan pysyvän tänä vuonna hyvässä kasvussa asiakkaiden vahvoja markkinatilanteita peilaten. Arviomme mukaan kasvu hidastuu loppuvuotta kohti, mikä peilaa etenkin Venäjän tilausten poistamista tilauskannasta ja hidastumaan päin olevaa suhdannetta. Samoista syistä johtuen emme odota liikevaihtotason nousevan absoluuttisesti loppuvuotta kohti, mikä olisi yhtiölle epätyypillistä. Ennusteemme sisältää oletuksen, että Raute saa toimitettua valtaosin Venäjälle vielä tilauskannassaan olevat 6 MEUR:n tilaukset Q4:lla, mutta tähän liittyy toki vielä riskejä.

Liiketappiota odotamme Rauten tekevän tänä vuonna 14,7 MEUR. Tappio on suuri ja siitä valtaosaa selittää Venäjän alaskirjaukset Q2:lta. Kohtuullisesta liikevaihtotasosta huolimatta emme usko yhtiöllä olevan edellytyksiä vielä tänä vuonna positiiviseen kannattavuuteen edes alaskirjauksista ja muista kertakuluista oikaistuna, mikä johtuu 1) inflaation aiheuttamista katerasitteista etenkin H1:llä 2) yleisesti korkeasta kulurakenteesta saavutettavaan liikevaihtotasoon nähden 3) investointiluonteisesti kuluista tuloslaskemassa ERP-uudistukseen liittyen. Emme ole tehneet tulosennusteisiimme muutoksia. Rauten käynnissä olevan kehitysohjelman 1,5-2,0 MEUR:n henkilöstökulujen säästön ja koko ohjelman yhteensä 4-5 MEUR:n muiden kulujen säästöjen arvioimme tukevan tulosta lievästi Q4:lla.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 4/5

Odotamme osingon seuraavan tulostrendiä

Rauten normaalien nollatason rahoituskulujen ja positiiviseksi kirjattujen verojen jälkeen ennustamme vuoden 2022 EPS:n asettuvan -2,93 euroon. Osinkoa yhtiö ei luonnollisesti tule tämän vuoden raskaasti tappiollisesti tuloksestaan maksamaan.

Kuluvan vuoden vapaan kassavirran arviomme jäävän tappiollisen tuloksen ja käyttö pääoman sitoutumisen takia selvästi pakkaselle ja vuoden lopussa Rauten omavaraisuusaste on arviomme mukaan 29 % ja nettovelkaantumisaste 34 %. Nämä ovat yhtiö mukavuusaluetta heikompia ja sijoittajille vatsanpuruja aiheuttavia tasoja.

Vuoden 2023 liikevaihdon pohjaa luodaan Q4:lla ja ensi vuoden alussa

Rauten Q3:n lopun tilauskannasta arviomme mukaan karkeasti 50-60 % ajoittuu vuodelle 2023, joten konkreettista näkyvyyttä koko ensi vuoteen ei käytännössä vielä ole. Tämä on kuitenkin Rautelle täysin tyypillinen tilanne. Siten vuoden 2023 liikevaihto- ja tulostason ratkaisee suurelta osin Q4:n ja ensi vuoden H1:n tilauskertymä.

Tämänhetkisen markkinatilanteen kokonaiskuvaan peilattuna Rautella pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 50-60 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 70-80 MEUR:n projektikaupat tänä vuonna ja juoksuvahti voi arviomme mukaan jatkua suurin piirtein samana vuoden 2023 alussa, kunhan yleinen talouskehitys ei sakkaa liian rajusti. Talouskehitykseen liittyvät riskit ovat kuitenkin olleet nousussa viime

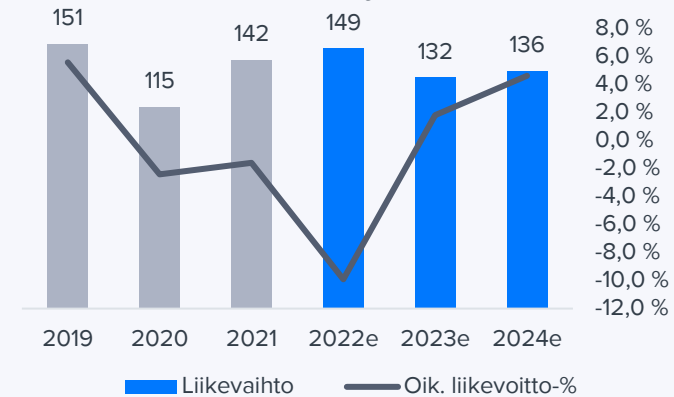
viikkoina, kun muun muassa Euroopan energiakriisi on kärjistynyt ja inflaatio on sitkistynyt länsimaissa. Arvioimme tilauskertymän saavuttaminen vaatii 1-2 suuremman projektikaupan voittamista seuraavan kolmen kvartaalin aikana. Useampien isojen projektikauppojen voittaminen tässä aikaikkunassa sen sijaan loisi jo nousupaineita vuoden 2023 ja/tai vuoden 2024 ennusteisiimme.

Odotamme kannattavuuden palautuvan ensi vuonna kulupuolen laskun kautta

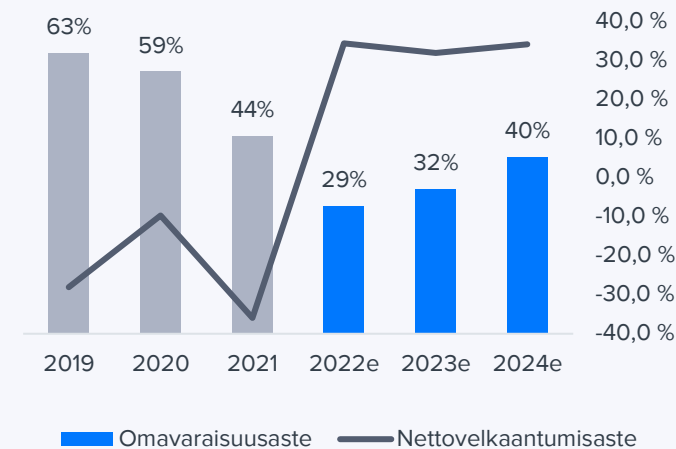
Arviomme mukaan tyydyttävää vuoden 2023 aloitettavaa tilauskantaa ja taloustilanteen mukana hieman hidastuvaa kysyntää heijastellen ennustamme Rauten liikevaihdon laskevan vuonna 2023 11% 132 MEUR:oon. Liiketuloksen ennustamme nousevan viime vuosien tappiolta 2,4 MEUR:oon heijastellen paranevaa tilauskannan katerakennetta, kehitysohjelman 4-5 MEUR:n säästöjä ja ERP-projektin kulujen loppumista. Kehitysohjelman säästöistä valtaosa tulee näkymään vuonna 2023. Ennusteemme vastaa kuitenkin vain vaatimatonta 1,8 %:n liikevoittomarginaalia, sillä arviomme yhtiön kannattavuuden palauttamisen vaativan vuotta 2023 paremman markkinatilanteen, säästöjen täysimääräisen tuen sekä hyötyjä ERP-hankkeesta.

Emme ole tehneet muutoksia vuoden 2023 ennusteisiimme, sillä olimme jo odottaneet ennen yhtiön kehitysohjelmasta saatuja tietoja Rauten henkilöstömäärän lähtevän laskuun ja muiden kulujen tehokkuuden paranevan. Periaatteessa ennustamallamme liikevaihdolla ja tehostustoimien

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 5/5

onnistuessa Rautella pitäisi olla eväitä parempaakin, mutta olemme toistaiseksi ennusteissamme varovaisia, sillä yhtiön kannattavuus on jäänyt viime vuosina toistuvasti lievästi ennusteitamme heikommaksi.

Vuoden 2023 EPS:n ennustamme olevan 0,38 euroa lievästi negatiiviseksi painuvien rahoituskulujen ja tavanomaista hieman alemman 20 %:n veroasteen jälkeen. Vuonna 2023 odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi voitollisen tuloksen myötä, vaikka myös tase kaipaa vuosikymmenen alun tuntuvien tappioiden jäljiltä vahvistamista. Tiedostamme kuitenkin, että nollaosinko myös vuodelta 2023 on täysin mahdollinen, jos yhtiön tuloskehitys ei ylitä ennusteitamme.

Pitkän tähtäimen ennusteet

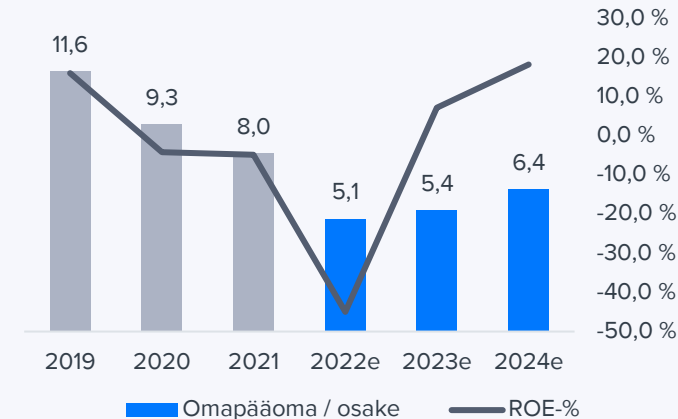
Vuodesta 2024 alkaen arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailukyvyn sekä markkina-aseman tukemina noin 2-4 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliä mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida. Vuonna 2024 odotamme kuitenkin lähtökohtaisesti yleisen markkinatilanteen olevan Rauten kannalta hieman vuotta 2024 suotuisampi.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen

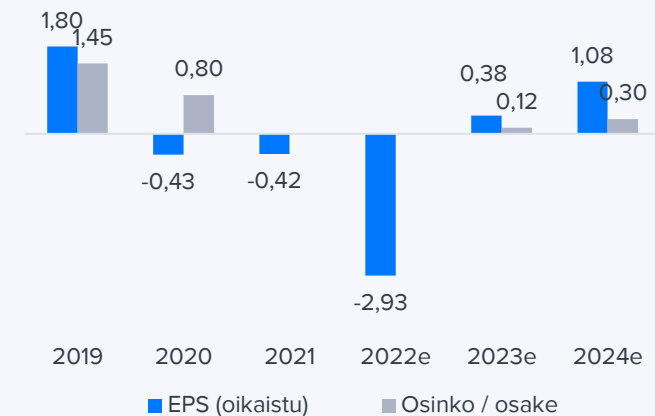
myötä uskomme Rauten pystyvän palauttamaan kannattavuutensa historiallisille tasoilleen ja luomaan tervettä taloudellista lisäarvoa (keskiarvo ROCE-% > WACC-%). Kannattavuuden palauttaminen vaatii kuitenkin luultavasti kulurakenteen ja liiketoimintamallin keventämistä uuden toimitusjohtajan johdolla vuosina 2022-2023. Tälle Q3-raportissa kehitysohjelmasta annetut askelmerkit luovat mielestämme melko hyvän pohjan, kunhan toimet alentavat yhtiön kuluja pysyvästi ja liikevaihto kääntyy kasvuun. Jos taas liikevaihtokehitys olisi odotuksiamme heikompaa, pidämme mahdollisena että kannattavuuden normalisointi vaatisi Rautelta lisää toimenpiteitä kulurakenteen puolella. Vuosien 2024-2029 ei-sykliset liikevoittomarginaalin ennusteemme ovat 4,7-7,0 %, mikä on jokseenkin linjassa yhtiön historiallisten toteumien kanssa. Emme ole tehneet myöskään pitkän ajan ennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Ennustamme myös Rauten palauttavansa taseensa historialliseen viitekehukseen alan liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän matalina pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan 22-23 %. Osingonmaksua arvioimme yhtiön kiihdyttävän, kun tase on taas nettovelaton. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



EPS ja DPS



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	115	24,8	35,5	37,9	44,1	142	41,3	29,6	41,8	36,0	149	132	136	140
Konserni	115	24,8	35,5	37,9	44,1	142	41,3	29,6	41,8	36,0	149	132	136	140
Käyttökate	1,3	-1,8	-0,6	2,8	1,7	2,1	-0,2	-13,8	2,7	1,7	-9,8	6,9	10,9	12,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-4,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,9	-4,5	-4,6	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,8	-2,8	-1,7	1,7	0,5	-2,2	-1,5	-15,1	1,4	0,5	-14,7	2,4	6,3	7,5
Liikevoitto	-2,8	-2,8	-1,7	1,7	0,5	-2,2	-1,5	-15,1	1,4	0,5	-14,7	2,4	6,3	7,5
Konserni	-2,8	-2,8	-1,7	1,7	0,5	-2,2	-1,5	-15,1	1,4	0,5	-14,7	2,4	6,3	7,5
Nettorahoituskulut	0,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-2,5	-2,7	-1,4	1,7	0,6	-1,7	-1,2	-15,4	1,4	0,5	-14,7	2,0	5,8	7,0
Verot	0,6	0,0	0,4	-0,5	0,1	0,0	-0,1	2,5	-0,1	-0,1	2,2	-0,4	-1,2	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,8	-2,8	-1,0	1,2	0,7	-1,8	-1,2	-12,9	1,3	0,4	-12,5	1,6	4,6	5,4
EPS (oikaistu)	-0,43	-0,65	-0,23	0,28	0,18	-0,42	-0,29	-3,03	0,29	0,09	-2,93	0,38	1,08	1,27
EPS (raportoitu)	-0,43	-0,65	-0,23	0,28	0,18	-0,42	-0,29	-3,03	0,29	0,09	-2,93	0,38	1,08	1,27

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-24,0 %	4,1 %	45,4 %	35,8 %	13,2 %	23,7 %	66,7 %	-16,5 %	10,2 %	-18,3 %	4,5 %	-11,2 %	3,0 %	2,9 %
Käyttökate-%	1,1 %	-7,2 %	-1,8 %	7,4 %	3,7 %	1,5 %	-0,6 %	-46,8 %	6,4 %	4,6 %	-6,6 %	5,3 %	8,0 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-2,4 %	-11,1 %	-4,9 %	4,6 %	1,2 %	-1,6 %	-3,6 %	-51,0 %	3,4 %	1,3 %	-9,9 %	1,8 %	4,6 %	5,4 %
Nettotulos-%	-1,6 %	-11,1 %	-2,7 %	3,2 %	1,7 %	-1,2 %	-3,0 %	-43,6 %	3,0 %	1,1 %	-8,4 %	1,2 %	3,4 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	25,1	32,5	35,0	33,5	33,3
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	3,3	6,4	6,4	6,4	6,4
Käyttöomaisuus	16,8	21,6	22,1	20,6	20,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,4	1,0	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,9	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	60,3	78,1	65,5	60,2	61,3
Vaihto-omaisuus	15,0	22,0	23,8	17,8	13,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	33,6	31,6	32,7	29,0	34,0
Likvidit varat	11,6	24,4	8,9	13,2	13,6
Taseen loppusumma	85,4	111	101	93,7	94,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	39,6	34,1	21,6	23,2	27,2
Osakepääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	25,6	20,2	7,7	9,3	13,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,9	8,9	11,1	13,2	14,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	4,5	8,5	10,7	12,8	13,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	41,0	67,7	67,9	57,3	53,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	3,6	5,7	7,8	8,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,1	60,8	59,5	46,2	40,8
Muut lyhytaikaiset velat	3,7	3,3	2,8	3,3	3,3
Taseen loppusumma	85,4	111	101	93,7	94,6

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Arviomme mukaan Raute hinnoitellaan markkinoilla tulos pohjaisesti. Yhtiölle soveltuvat mielestämme hyvin sekä EV-pohjaiset tunnusluvut sekä P/E-kerroin, sillä yhtiön tuloslaskelman ylä- ja alaosissa ei ole huomattavia poikkeamia eikä myöskään yhtiön tase ole enää poikkeuksellisen vahva. Tulos pohjaisten kertoimien lisäksi käytämme Rauten osakkeen arvottamisessa myös osinkotuottoa maltillisella painolla. Osinkotuoton merkitystä korostaa mielestämme se, että historiallisesti verrattain suuri osa Rauten sijoittajille tarjoamasta kokonaistuotosta on tullut juuri osingosta. Tase pohjaista P/B-lukua käytämme arvonmäärityksessä hahmottamaan osakkeeseen ladattujen odotusten voimaa, vaikka Raute ei missään tapauksessa olekaan taseen kautta hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö eikä tasekerroin aseta suoranaisesti rajaa hyväksyttävälle arvostukselle (tuki P/B tai EV/S sen sijaan voi tietyissä ääritilanteissa olla).

Emme hyväksy yhtiölle korkeita kertoimia, vaikka hyväksyttävä arvostus onkin nousussa

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät painavat ja tukevat Rauten arvostusta:

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

Maltillisesti pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa melko korkean vapaan kassavirran ja pääomien allokoinnin taseen palauttamiseen historialliseen asentoon sekä myöhemmin osinkoon.

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

Lähivuosien tulokasvuodotukset ovat perusskenaariossa hyvät viime vuosine heikkojen tulosten ja kehitysohjelman takia, mutta osaketta ei toki olekaan hinnoiteltu tappioiden kroonistumisen pohjalta.

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

Tase on kärsinyt viime vuosien vaikeuksien myötä ja sen vahvistaminen mukavuusalueelle tulee luultavasti sitomaan lähivuosina pääomia.

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

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

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 8x-10x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x-14x. Nämä kerroinhaarukat ovat karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin arvostuskertoimien kanssa. Mielestämme palveluliiketoiminnan (etenkin varaosakauppa)

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,50	9,50	9,50
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	48	48	50
P/E (oik.)	neg.	25,2	8,8
P/E	neg.	25,2	8,8
P/Kassavirta	neg.	>100	neg.
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	20,0	7,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	32,7 %	27,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

viime vuosien pääosin hyvä kehitys on tukenut osaltaan tulevaisuudessa Rautelle hyväksyttävää arvostusta jossain määrin, mutta nyt vastavoimana arvostukselle on korko-odotusten nousu.

Suhteessa vastaavalla liiketoiminnalla operoivaan ydinverrokkiryhmään (Helsingin Pörssin pienet ja/tai investointitavaravetoiset konepajat) nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen noin 10-30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia. Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon johtuen yhtiön korkeasta riskiprofiilista sekä osingon suuresta roolista Rauten pitkän ajan tuoton lähteenä.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat haarukoidemme ylälaidoilla

Vuoden 2022 ennusteillamme kertoimet ovat negatiiviset ja myös vuoden 2023 ennusteilla arvostus on hyväksymiemme haarukoiden yläpuolella. Näin ollen vasta vuoden 2024 kertoimet painuvat haarukoidemme alalaitojen tienoille ja ovat houkuttelevalla tasolla. Vaikka pidämme Rauten tuloksen trendikäännettä todennäköisenä talousriskeistä huolimatta, on vuoteen 2024 asti näkyvyys tässä vaiheessa hyvin heikko. Näin ollen voimakas etunoja vuoteen 2024 ei vielä houkuttele ja pidämme Rauten osaketta lyhyellä tähtämellä melko haastavasti hinnoiteltuna.

Sen sijaan Rauten 5 ja 10 vuoden EPS:n mediaanilla yhtiön P/E olisi jo vain noin 8x. Nämä tasot kuvaavat Rauten varsin maltillista hinnoittelua

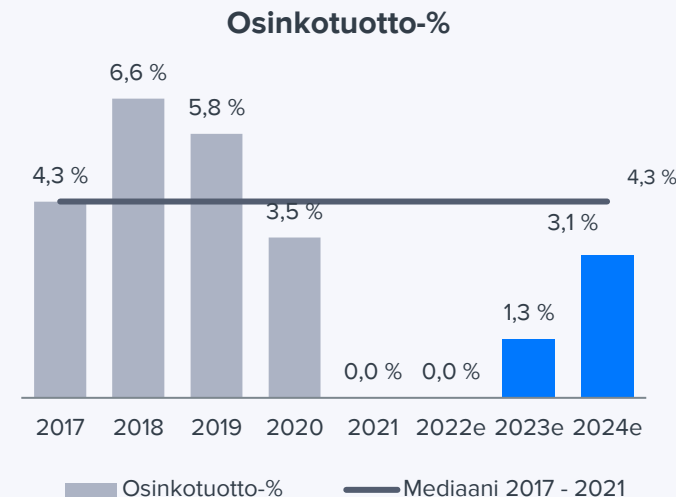
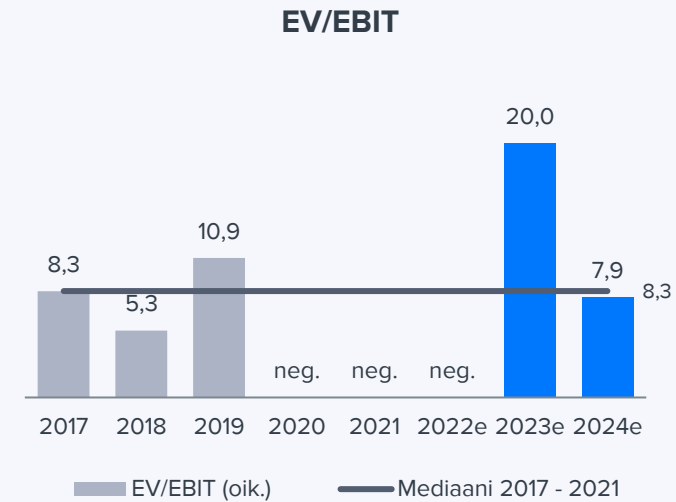
suhteessa pidempään perspektiiviin, sillä yhtiö teknologiaan ja markkina-asemaan liittyvät kilpailuedut eivät ole näkemyksemme mukaan hävinneet minnekään viime aikojen haasteista huolimatta. Käänneyhtiöiden kategoriaan ajautuneelle Rautelle keskipitkän aikavälin arvostus ei kuitenkaan ole vielä räikeän halpa (vrt. konepajasektorin arvostukset ovat nyt myös yleisesti matalia) ja herätä siten riskinottohalua ennen kuin selviä merkkejä paremmasta näkyy.

Osinkoa emme myöskään yhtiöltä odota vuoden 2021 tai 2022 tuloksista, mille Venäjän ongelmat, kuluvan vuoden tappiot ja luultavasti vielä jonkun aikaa tietyt taseessa piilevät riskit ovat olleet mielestämme viimeinen niitti. Myös vuoden 2023 osinkotasoa on epävarma. Osingon puute heikentää luonnollisesti sijoittajien lyhyen ajan tuotto-odotusta selvästi.

Rauten arvostuksen haastavuutta peilaa osin yhtiön P/B-luku 1,9x (2022e). Tasearvostus ei mielestämme ole halpa suhteessa Rauten viime vuosikymmenen oman pääoman tuottoon (2010-2021: ROE-% 9 %). Siten osake ei saa mielestämme vielä tasearvostuksesta tukea, vaikka tuloskäänne olisi odotuksiamme hitaampi. Tämä osaltaan korottaa Rauteen tällä hetkellä tehtävän sijoituksen riskiprofiilia.

Verrokkiryhmäarvostus on vain suuntaa antava

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavia yhtiötä ei ole olemassa eikä kilpailijoista löydy listattuja yhtiötä. Siten suhteellisen arvostustason



Arvonmääritys ja suositus 3/3

ja arvostuserojen sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa ja pidämme suhteellista arvostusta lähinnä indikaatiivisena mittarina Rautelle. Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin Pörssin pienet konepajat ja suuremmista pohjoismaisista konepajoista teollisuuden investointitavarahyödykkeissä operoivat yhtiöt. Tämäntyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauteen samantyyppisten liiketoiminta-ajureiden takia.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat P/E-lukujen osalta 14x ja 13x ja EV/EBIT-kertoimien osalta 12x ja 11x. Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöiden arvostukset eivät ole kalliita, mutta tulokomponentteihin liittyvät epävarmuudet ovat toki poikkeuksellisen suuria. Näin ollen Raute on arvostettu tulos pohjaisesti tuntuvalla preemiolla suhteessa verrokkiryhmään vuoden 2023 ennusteilla. Tase pohjaisesti Raute on arvostettu (2022e) myös preemiolla, kun taas volyymipohjainen EV/S (2022e) on selvällä alennuksella. Siten emme näe suhteellista arvostuksen taipuvan houkuttelevan puolelle, vaikka otamme huomioon Rauten maltillista alennushinnoittelua edelleen puoltavat pitkän aikavälin tekijät.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 13 euroa, mikä antaa positiivisen kuvan osakkeeseen ladatuista pitkän ajan odotuksista yli 5-10 vuoden toteutuneilla tuloksilla laskettujen tuloskertoimien tavoin. Tämä kuvastaa yhtiön

vähimmäistuottopotentiaalia skenaariossa, jossa kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille onnistuu.

DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,9 % ja oman pääoman kustannus on riskiprofiilia heijastellen 11,8 %. Olemme nostaneet tuottovaatimusta viimeisen vuoden aikana selvästi johtuen sekä yhtiökohtaisiin riskeihin sekä ulkoisiin tekijöihin liittyen (ml. korkotason nousu). Näkyvyyden ja yhtiön suorituskyvyn parantuessa tuottovaatimuksessa voisi olla mielestämme ajan yli melko selvää laskuvaraa, mutta tämä edellyttää mielestämme yhtiöltä selvään kannattavuuden parantamista ja myös taseen vahvistamista.

Tuotto/riski ei vielä riitä

Lähivuosien korkea arvostus huomioiden emme pidä Rauten lyhyen ajan tuotto-odotusta riittävän hyvänä vallitseviin korkeisiin riskeihin nähden. Tilannekuva voisi muuttua, jos hyvä kysyntätilanne jatkuisi heikkenemään päin olevasta suhdanteesta huolimatta ja/tai yhtiö saisi kannattavuuttaan parannettua arvioimaamme nopeammin. Myös tietyn taseriskin kummitteleminen taustalla heikentää niin ikään Rauten tuotto/riski-suhdetta, vaikka perusskenaariossamme yhtiölle ei taseen tai kassavirran kanssa isoja ongelmia tulekaan.

Pidemmällä sihdillä näemme osakkeen nykyhinnan edullisena suhteessa yhtiön todelliseen arvoon, mutta ajureita arvon purkautumiseen ei mielestämme ole ilman tuloskunnan selkeää palautumista ja taseriskin eliminoitumista. Nykyisissä olosuhteissa sekä konepajasektorilta että muualtakin pörssistä löytyy mielestämme hyviä tuotto-odotuksia alemmalla riskillä. Näin ollen seuraamme Rauten käännetäipaleen etenemistä toistaiseksi sivusta.

Osaketuoton ajurit Q3'22 LTM-2024e



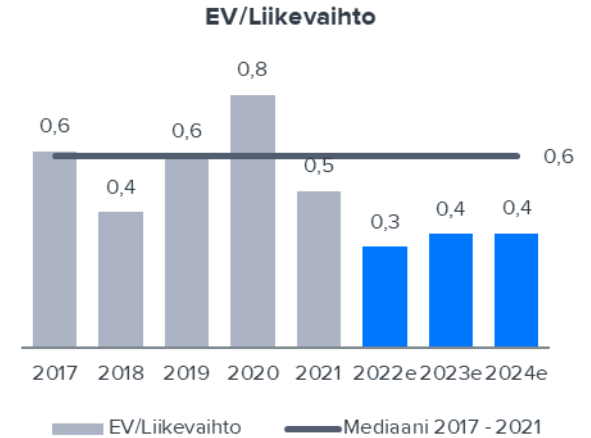
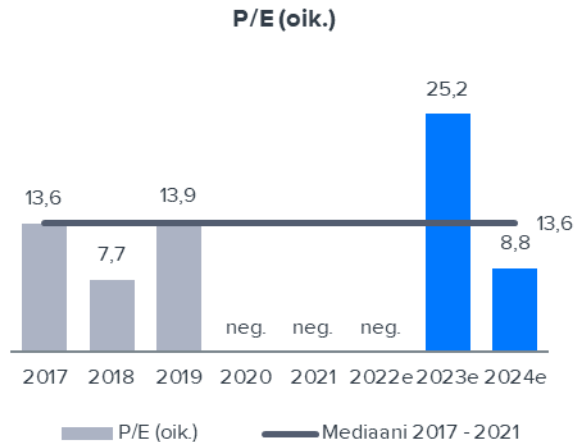
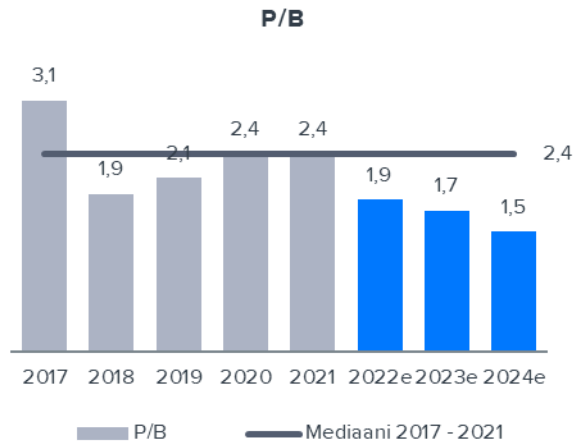
Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Glaston	76	94	10,5	6,8	5,9	4,4	0,4	0,4	13,9	9,0	3,3	5,0	1,1
Ponsse	718	760	15,0	12,5	9,8	8,8	1,0	1,0	19,1	15,5	2,5	3,0	2,3
Kesla	16	33		32,8	32,8	10,9	0,7	0,7		17,2	2,2	3,2	1,2
Robit	53	82	13,7	12,7	6,9	6,9	0,7	0,7	12,8	12,8	2,0	3,2	1,0
Metso Outotec	7307	7927	13,4	10,7	10,6	8,8	1,5	1,4	15,5	13,5	3,3	3,8	3,1
Valmet	4543	4900	11,1	9,3	7,9	7,0	1,0	0,9	13,2	11,7	5,3	5,5	1,8
Konecranes	2210	2956	10,8	8,8	8,1	6,8	0,9	0,8	11,9	9,8	4,5	4,8	1,6
Raute (Inderes)	41	48	-3,3	20,1	-4,9	6,9	0,3	0,4	-3,3	25,3	0,0	1,3	1,9
Keskiarvo			12,4	13,4	11,7	7,7	0,9	0,8	14,4	12,8	3,3	4,1	1,7
Mediaani			12,3	10,7	8,1	7,0	0,9	0,8	13,5	12,8	3,3	3,8	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-127 %	88 %	-161 %	-1 %	-63 %	-53 %	-124 %	98 %	-100 %	-66 %	20 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	29,0	21,3	25,0	22,7	19,8	9,50	9,50	9,50	9,50
Osakemäärä, milj. kpl	4,22	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	122	91	106	97	83	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	93	78	92	93	71	48	48	50	46
P/E (oik.)	13,6	7,7	13,9	neg.	neg.	neg.	25,2	8,8	7,5
P/E	13,6	7,7	13,9	neg.	neg.	neg.	25,2	8,8	7,5
P/Kassavirta	9,8	neg.	4,8	neg.	7,2	neg.	>100	neg.	8,1
P/B	3,1	1,9	2,1	2,4	2,4	1,9	1,7	1,5	1,3
P/S	0,8	0,5	0,7	0,8	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,6	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,7	4,5	7,6	73,2	34,3	neg.	6,9	4,6	3,7
EV/EBIT (oik.)	8,3	5,3	10,9	neg.	neg.	neg.	20,0	7,9	6,2
Osinko/tulos (%)	58,7 %	50,3 %	80,4 %	neg.	0,0 %	0,0 %	32,7 %	27,8 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	6,6 %	5,8 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	3,2 %	6,3 %



DCF-malli

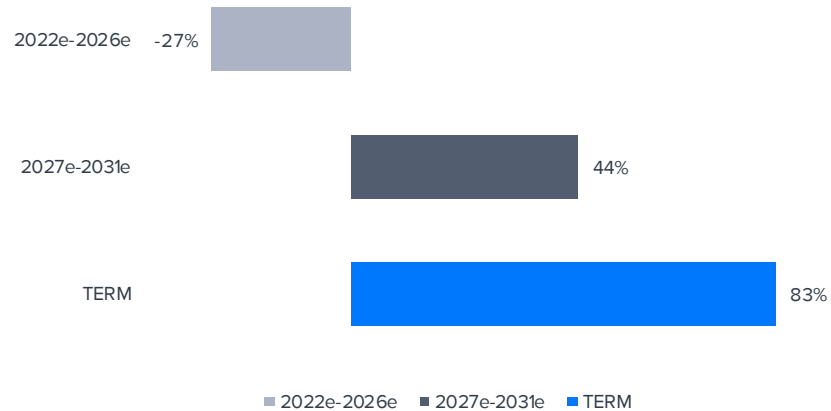
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,7 %	4,5 %	-11,2 %	3,0 %	2,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-1,6 %	-9,9 %	1,8 %	4,6 %	5,4 %	7,0 %	6,5 %	6,3 %	6,1 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
Liikevoitto	-2,2	-14,7	2,4	6,3	7,5	10,4	10,2	10,5	10,5	10,3	10,5	
+ Kokonaispoistot	4,3	4,9	4,5	4,6	4,9	4,5	4,2	4,1	4,2	4,3	4,3	
- Maksetut verot	-0,4	0,0	-0,4	-1,2	-1,6	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	21,2	-4,7	-3,1	-6,1	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	22,9	-14,4	3,3	3,5	9,1	12,0	11,6	11,7	12,0	11,9	12,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-11,1	-5,2	-3,0	-4,5	-4,1	-4,2	-3,8	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	11,6	-19,7	0,3	-1,0	5,0	7,8	7,8	7,2	7,5	7,4	7,6	
+/- 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	11,6	-19,7	0,3	-1,0	5,0	7,8	7,8	7,2	7,5	7,4	7,6	87,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-19,5	0,3	-0,8	3,6	5,1	4,6	3,8	3,6	3,2	3,0	34,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		41,1	60,6	60,3	61,1	57,5	52,4	47,7	43,9	40,3	37,1	34,2
Velaton arvo DCF		41,1										
- Korolliset velat		-12,1										
+ Rahavarat		24,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		53,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**