

# Uutechnic

Yhtiöraportti

9/2019

# Latu kannattavaan kasvuun alkaa avautua

Toistamme Uutechnicin tavoitehintamme 0,38 euroa. Yhtiön suosituksemme nostamme vähennä-tasolle (aik. myy), sillä viime viikkojen vajaan 15 %:n kurssilasku on purkanut osakkeen yliarvostuksen. Yhtiön arvostus on arviomme mukaan yhä etukenossa, vaikka odotammekin yhtiön pääsevän lähivuosina kiinni kannattavaan kasvuun. Pitkän ajan potentiaaliin emme ole vallitsevassa suhdanteessa valmiita nojaamaan.

## Yhtiö on fokusoitunut viime vuosina ydinliiketoimintaansa

Uutechnic on vuosien 2018 ja 2019 yritysmyyntien jälkeen keskittynyt prosessiteollisuudelle suoraan tai insinööritalojen kokonaistoimitusten kautta tarjottaviin korkealaatuisiin sekoittimiin. Niitä yhtiö tekee kahdessa tytäryhtiössä Suomessa (Uutechnic Oy) ja Saksassa (Stelzer). Liikevaihtonsa yhtiö saa lähes puhtaasti myynistä laitteista, mutta myös laitekaupassa laaja-alainen asiakasprosessien osaaminen onkin Uutechnicin liiketoimintamallissa tärkeä kilpailuase sekä yhtiön vahvuus. Pidämme divestointeja järkevinä, sillä ne ovat tehneet yhtiöstä vähäriskisemmän ja kannattavamman, vaikka lyhyellä tähtäimellä konsernille koon tuntuva pienentyminen onkin luonut Uutechnicille skaalalahaitan kiinteiden hallintokulujen osalta. Skaalalahaitan yhtiö voi poistaa käytännössä ainoastaan kasvun kautta.

## Fokus siirtyy asteittain kohti kannattavaa kasvua 2020-luvun puolella

Uutechnicin fokus siirtyy 2020-luvulla asteittain voimakkaammin kannattavaan kasvuun, kun kasvun perusta on saatu rakennettua riittävän vahvaksi. Noin BKT:n kasvun vauhtia kasvavat sekoitinmarkkinat antavat yhtiölle taustatukea, mutta selvän kasvuyhtiöprofiilin luomiseksi Uutechnicin pitäisi mielestämme pyrkiä vahvuksiensa kautta selvästi markkinoita nopeampaan kasvuun. Yhtiön olemattomien markkinaosuuksien takia tämä on mahdollista. Kilpailukenttä sekoittimissa on hajanainen, mikä toisaalta puoltaa yhtiön epäorgaanisia kasvupyrkimyksiä. Suhtaudumme yhtiön epäorgaanisiin kasvusuunnitelmiin yhtiön tilan ja markkinan rakenteiden takia lähtökohtaisesti positiivisesti.

## Kasvun ja Stelzerin tehokkuuden parantumisen realisoituessa yhtiöllä on selvää tuloskasvupotentiaalia

Kuluva vuosi jää Uutechnicille tuloksellisesti väli vuodeksi johtuen rakennemuutoksiin ja kasvun perustan rakentamiseen liittyvistä kuluista. 2020-luvun alkuvuosina odotamme yhtiön kuitenkin kiihdyttävän kasvupanostusten ansiosta hyvään 4-8 %:n vuosittaiseen orgaaniseen kasvuun. Kasvun lisäksi kannattavuutta tukee Stelzerin (henkilöstö)tehokkuuden parantuminen. Odotamme yhtiön saavuttavan muutamassa vuodessa varsin korkealla tasolla arviomme mukaan noin 10-12 %:ssa olevan kannattavuuspotentiaalinsa. Pääriskejä absoluuttisesti melko vaativien ennusteidemme kannalta ovat yleistalouden kehitys sekä kasvupanostusten ja Stelzerin tehokkuuden parantamisessa onnistuminen.

## Arvostuskertoimet ovat kuitenkin jo etukenossa

Uutechnicin vuosien 2019 ja 2020 ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 33x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 23x ja 11x. Mielestämme kuluvan vuoden kertoimet ovat korkeat ja myös ensi vuoden arvostus on merkittävistä ja selviä riskejä sisältävistä parannusodotuksista huolimatta melko neutraalit. Siten kertomien laskuvara neutraloi tuloskasvuodotukset eikä toisaalta alhaiseksi jäävät osinkotuototkaan heilauta tuotto-odotusta riskeihin nähden riittävän hyväksi. Samaan lopputulokseen johtaa myös suhteellinen arvostus, joka on preemiolla suhteessa Helsingin Pörssin pieniin konepajoihin.

## Analyytikot



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

## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä



(aik. Myy)

**0,38 EUR**

(aik. 0,38 EUR)

Osakekurssi: 0,37 EUR

Potentiaali: 1,6 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Konsernin koko vuoden tulos jää viime vuodesta.

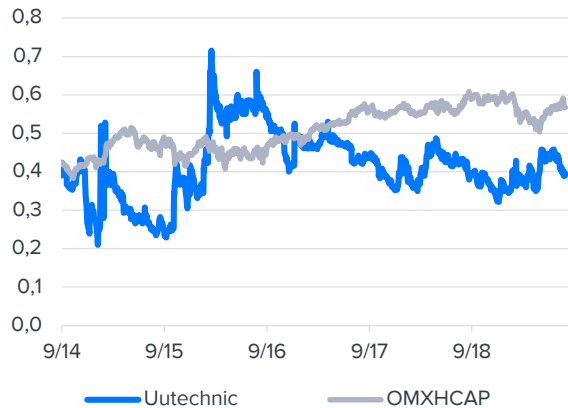
## Avainluvut

|                    | 2018   | 2019e | 2020e  | 2021e  |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 16,5   | 16,2  | 17,1   | 18,5   |
| <b>kasvu-%</b>     | -48 %  | -2 %  | 6 %    | 8 %    |
| <b>EBIT oik.</b>   | 2,0    | 0,9   | 1,8    | 2,2    |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 12,4 % | 5,8 % | 10,5 % | 11,9 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 1,8    | 0,6   | 1,6    | 1,9    |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,03   | 0,01  | 0,03   | 0,03   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 10,4  | 32,8  | 13,0  | 10,9  |
| <b>P/B</b>            | 1,8   | 1,9   | 1,7   | 1,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 2,7 % | 4,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 11,3  | 23,4  | 11,1  | 8,4   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 10,1  | 16,1  | 9,0   | 7,3   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,4   | 1,4   | 1,2   | 1,0   |

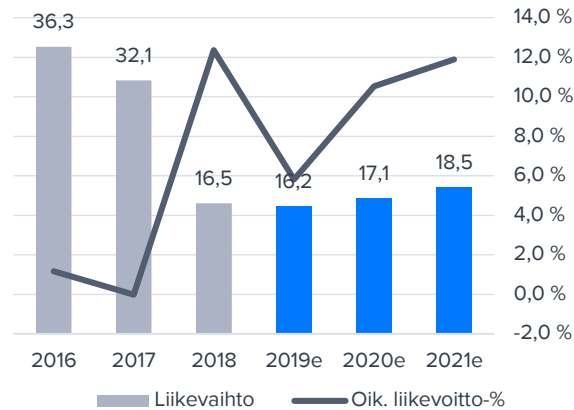
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



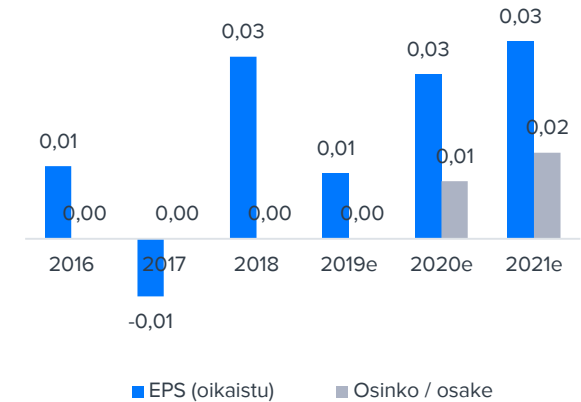
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinaosuuksien voittaminen sekoitinliiketoiminnoissa
- Kannattavuuden parantaminen Stelzerissä
- Epäorgaaninen kasvu yritysjärjestelyillä
- Puhtaana sekoitinyhtiönä Uutechnic on ostokohde virtauksenhallinnan suuremmille pelureille



### Riskitekijät

- Kysyntä tulee pääosin syklisistä investointihyödykkeistä
- Kilpailupaineen kasvu
- Lyhyellä tähtäimellä liian korkea kulurakenne
- Melko kiinteä kulurakenne



### Arvostus

- Osakkeen kuluva vuoden vaisuksi jäävään tulokseen suhteuttuna korkea ja myös keskipitkän tähtäimen potentiaaliin nähden arvostus on myös etukenossa
- Japrotek- ja AP-Tela divestoinnit ovat laskeneet osakkeen riskiprofiilia selvästi ja tukenet hyväksyttävää arvostusta
- Suhteellisesti arvostus on preemiolla
- Osakkeen tuotto-odotus ei mielestämme nouse lyhyellä tähtäimellä riittäväksi riseihin nähden

MCAP

**21**

MEUR

EV

**22**

MEUR

EV/EBIT

**23,4**

2019e

P/E (oik.)

**32,8**

2019e

# Sisällysluettelo

|                                                          |              |
|----------------------------------------------------------|--------------|
| Yhtiökuvaus, historiallinen kehitys ja yritysjärjestelyt | <b>5-8</b>   |
| Liiketoimintamalli ja -rakenne                           | <b>9-11</b>  |
| Sijoitusprofiili                                         | <b>12-14</b> |
| Strategia ja taloudellinen potentiaali                   | <b>15-18</b> |
| Toimiala ja kilpailu                                     | <b>19-20</b> |
| Taloudellinen tilanne                                    | <b>21-22</b> |
| Ennusteet                                                | <b>23-26</b> |
| Arvonmääritys ja suositus                                | <b>27-32</b> |
| Taulukot                                                 | <b>33-34</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria                  | <b>35</b>    |

# Yhtiökuvaus, historiallinen kehitys ja yritysjärjestelyt 1/3

## Nykymuotoinen Uutechnic on muodostunut viime vuosien yritysjärjestelyissä

Uutechnic on korkealaatuista sekoitinteknologiaa valtaosin projektitoimituksina tarjoava konepaja. Yhtiön tavoitteena on etenkin teollisuussektorilla olevien loppuasiakkaidensa tuotantoprosessien kehittäminen maailmanlaajuisesti.

Nykymuotoinen Plc Uutechnic Group Oyj syntyi vuonna 2015, kun yksityisomisteinen Uutechnic Oy ja vuodesta 1989 Helsingin pörssiin listattuna ollut Vaahto Group yhdistyivät useita vaiheita sisältäneessä omistus- ja rahoitusjärjestelyssä. Konsernirakenne on kuitenkin muuttunut viimeisen vajaan vuoden aikana, kun Uutechnic myi ensin nimellisellä hinnalla suurimman tytäryhtiönsä Japrotek Oy:n liiketoiminnan toimivalle johdolle sekä myöhemmin AP-Telan 3,5 MEUR:lla kotimaiselle taholle. Siten Uutechnic Group koostuu nyt kahdesta sekoitinliiketoimintaan keskittyneestä tytäryhtiöstä, jotka ovat Uutechnic Oy ja Stelzer Rührtechnik International.

Sekoittimia ja niihin liittyviä huolto- ja varaosapalveluja konserni tarjoaa etenkin kemianteollisuuteen, elintarvikesektorille, hydrometallurgiaan, metsäteollisuuteen ja ympäristösektoreilla toimiville asiakkaille. Konsernin liikevaihtojakauma asiakassektoreittain vaihtelee projektien ajoituksen mukaan vuosittain, mutta arviomme mukaan tällä hetkellä selvästi suurimmat segmentit ovat kemia-, elintarvike- ja hydrometallurgiasektorit, jotka kattavat yhtiön myynnistä karkeasti kaksi kolmannesta.

Viime vuonna Uutechnicin jatkuvat liiketoiminnot (sekoitinliiketoiminta) tekivät 17 MEUR:n

liikevaihdolla 2,0 MEUR:n liikevoiton ennen PPA-poistoja. Yhtiöllä on AP-Telan myynnin jälkeen 89 työntekijää, joista noin kaksi kolmasosaa työskentelee Saksassa ja loput Suomessa. Toimitusjohtajana konsernissa toimii Jouko Peräaho, joka kuuluu Uutechnic Oy:n perustajiin.

## Yhtiön alkutaival on ollut pomppuinen

Nykymuotoisen Uutechnicin lyhyt historia on ollut pomppuinen. Vuonna 2016 yhtiön kehitys oli kaksijakoista, sillä alkuvuodesta fuusion jälkeiset synergiasäästöt etenivät suunnitellusti ja myös myynti piristyi markkinan mukana, mutta loppuvuosi meni pahasti penkin alle AP-Telan epäonnistuneen suuren projektin takia. Vuonna 2017 yhtiö sai AP-Telan tilanteen korjattua, mutta vuoden tuloksen pilasi tällä kertaa Japrotekin tavarantoimittajasta johtunut materiaaliongelma ja sen myötä pahasti pilalle mennyt yksittäinen projekti. Vuonna 2018 jatkuvat liiketoiminnot (pl. Japrotek ja AP-Tela) paransivat selvästi ja tekivät absoluuttisestikin vahvan tuloksen. Vuoden 2018 kannattavuutta kaunisteli kuitenkin arviomme mukaan lopetetut liiketoiminnot, jotka ovat kantoivat nyt jatkuvien liiketoimintojen harteilla olevasta yleiskulumassasta osan. Viime vuoden vahva kannattavuus (2018: EBIT-% 12,4 %) oli tästäkin huolimatta mielestämme väläytys sekoitinliiketoiminnan korkeasta marginaalipotentialista.

Tuloksen teko oli kuitenkin viime vuonna kapealla pohjalla, sillä väkivahvan track-recordin viimeiseltä 10 vuodelta omaava Uutechnic Oy (keskimääräinen EBIT-% karkeasti 20 %) vastasi arviomme mukaan käytännössä yksin konsernituloksesta.



## Yhtiön kohdealueet:

- **Prosessiteollisuuden sekoitusteknologia**

## Yhtiön asiakassektorit:

- **Kemianteollisuus**
- **Elintarviketeollisuus**
- **Hydrometallurgia**
- **Ympäristötekniikka**
- **Metsäteollisuus**

# Yhtiökuvaus, historiallinen kehitys ja yritysjärjestelyt 2/3

Stelzer taas teki viime vuonna marginaalisen liiketappion. Näin ollen yhtiö oli vielä kaukana täydestä tulospotentiaalistaan viime vuonna ja liiketoiminnan perustan (mm. tehokkuus ja joustavuus) rakentaminen vaatii vielä aikaa ennen kuin hyviä tuloksia on relevanttia odottaa vaisummissakin markkinatilanteissa.

## Japrotekin enemmistön myynti rajasi riskejä

Uutechnic tiedotti kesäkuussa 2018, että yhtiön allekirjoittaneen sitovan sopimuksen 81 %:n osuuden myymisestä Japrotek Oy Ab:n osakekannasta yhtiön toimivalle johdolle. Kauppa toteutui syyskuun 2018 lopussa. Kauppahinta oli nimellinen 20 TEUR. Uutechnicille jääneen omistusosuuden (19%) osalta on osapuolten kesken sovittu osto/myynti-optio nimelliseen hintaan (voimassa tietyin ehdoin 30.6.2023 asti).

Osana järjestelyä Uutechnic teki Japrotek-saataviinsa 1 MEUR alaskirjauksen. Uutechnicille jäi myös 2,9 MEUR:n pääomalainasaatava Japrotekiltä vanhojen saamisten konvertoinnista ja uusista sijoituksesta yhtiöön sekä tiettyjä takausvastuita Japrotekin jo tehdyistä toimituksista. Tarkkaa kauppahintaa (EV) järjestelylle on erittäin vaikea laskea. Hinta ei mielestämme ole edes oleellinen Uutechnicin kannalta, sillä kaupan päätarkoituksena oli rajata konsernin riskejä ja saada takaisin edes osa Japrotekissä olleista saatavista, kun liiketoiminta tervehtyy siirryttäessä tytäryhtiötaloudesta itsenäiseen yrittäjävetoiseen toimintamalliin.

Pidämme kauppaa Uutechnicin kannalta järkevänä alhaisesta kauppahinnasta huolimatta,

sillä kroonisista kilpailukykyongelmista kärsinyt sekä kokoluokkaansa nähden riskisiä (ts. suuria ja matalakatteisia) projekteja tehnyt Japrotek oli mielestämme konsernin ja aiemmin Vaahto Groupin selkein ongelmakohta. Riskit olivat myös realisoituneet usein (esim. 2017 Japrotek teki 13 MEUR:n liikevaihdolla yli 1 MEUR liiketappion) eikä edes kilpailukyvyyn onnistunut parantaminen olisi eliminoinut säiliöliiketoiminnan dynamiikkaan liittyviä riskejä täysin. Myös synergiat sekoittimien ja säiliöiden kokonaistoitusten myynnissä jäivät arviomme mukaan vähäisiksi vuoden 2015 Vaahto-järjestelyn jälkeen (järjestelyn yksi tavoite oli päästä mukaan säiliöitä ja sekoittimia sisältäviin kokonaistoituksiin) ja vastaavat synergiat yhtiö pystyy saavuttamaan myös kumppaniratkaisuilla. Kun vielä huomioidaan enemmistöosuuden myynnistä siedettäväksi jääneet taserasitukset (alaskirjaus), pidämme myyntiä järkevänä Uutechnicin kannalta, sillä kauppa laskee oleellisesti konsernin riskiprofiilia ja tuki samalla myös osakkeelle hyväksyttävää arvostusta.

## AP-Telan divestointi teki Uutechnicistä sekoitinyhtiön

Uutechnic Group tiedotti kesäkuussa 2019, että yhtiö on myynyt Kokkolassa sijaitsevan AP-Telan osakekannan 3,5 MEUR:n kauppahinnalla (EV) kotimaisista konepajoista koostuvalle yhteenliittymälle. Kaupan vaikutus konsernin omaan pääomaan ja tulokseen on noin -0,3 MEUR, minkä yhtiö kirjasi AP-Telan alkuvuoden numeroiden lisäksi lopetettuihin toimintoihin H1:llä.

Kauppa ei ollut millään tapaa yllättävä, sillä

Uutechnicin strategian keskiössä on ollut jo jonkin aikaa sekoitinliiketoiminta, johon konsernin ydinosaaminen painottuu. AP-Telan tela- ja putkiliiketoiminnalla ei ole käytännössä lainkaan synergioita sekoitinliiketoiminnan kanssa. Synergioiden puutteen lisäksi pienen yhtiön on mielestämme järkevää rajata resurssinsa korkeamman lisäarvon sekoitinliiketoimintaan, jossa yhtiö pystyy omilla tuotteillaan ja osaamisellaan saavuttamaan selvästi AP-Telan alihankintatyyppistä liiketoimintaa korkeamman kannattavuuden. Siten AP-Telan myynti on mielestämme Uutechniciltä strategisesti hyvin looginen ja myös odotettu päätös. AP-Telan tuloksen kroonisesti korkean volatiliteetin takia Uutechnicin osakkeen riskitaso laskee näkemyksemme mukaan divestoinnin myötä ainakin pitkällä aikavälillä.

Kauppahinta vastaa AP-Telan vuoden 2018 liikevaihdosta laskettuna EV/S-kerrointa 0,6x. Viime vuosina AP-Telan tulos on ollut useasti tappiolla ja parhaimmillaankin yhtiö on tehnyt vain joidenkin satojen tuhansien eurojen liikevoittoa (< 0,5 MEUR), joten kaupan tulos pohjainen arvostus on korkea. Siten Uutechnic sai mielestämme AP-Telasta taaksepäin katsottuna hyvän hinnan ja suhtaudumme kauppaan tältäkin osin positiivisesti pienestä alaskirjauksesta huolimatta. Myös kaupan ajoitus osui todennäköisesti lähes nappiin, sillä yleisten taloussuhdanteiden jäähtyminen vuoden 2019 aikana olisi uhannut AP-Telan volyymejä ja tuloskuntoa lähiaikoina.

# Yhtiökuvaus, historiallinen kehitys ja yritysjärjestelyt

## 3/3

### Omistajarakenne on keskittynyt

Uutechnicin omistajarakenne on keskittynyt, sillä Uutechnic Oy:n ja Vaahto Groupin fuusiossa Uutechnic Oy:n yksityisomistajat saivat suurehkon osuuden yhtiöstä ja toisaalta myös Vaahto Groupissa vaikutti suuria yksittäisiä omistajia. Pääomistajat eivät myöskään ole luopuneet omistuksistaan fuusion jälkeen ja siten Uutechnicin vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (free-float) on toistaiseksi rajallinen (noin 15 %). Tästä syystä osakkeelta pitää mielestämme vaatia arvonmäärityksessä likviditeettipreemiota.

Yhtiön pääomistajat vaikuttavat Uutechnicissä hallituksen lisäksi toimivassa johdossa, sillä Uutechnicin toimitusjohtaja Jouko Peräaho on yhtiön toiseksi suurin yksittäinen omistaja. Tämä on mielestämme positiivista, sillä johdon ja hallituksen merkittävät henkilökohtaiset omistukset lisäävät luottamusta, että yhtiötä johdetaan omistaja-arvon kasvattamisen näkökulmasta. Hallituksessa Uutechnicillä on 3 jäsentä, joista yksi on toimitusjohtaja Peräaho. Hallituksen kahdesta muusta jäsenestä vain yksi on riippumaton suurimmista osakkeenomistajista ja yhtiöstä. Näin ollen hallituksen rakenne ei mielestämme ole täysin optimaalinen kaikkien omistajien kannalta, mutta toisaalta pienelle yhtiölle hallitustyön mittakaava on myös kustannuskysymys.

Pääomistajiin, johtoon ja hallitukseen liittyen huomioitavaa on myös, että Uutechnic Groupilla on lähipiirikauppaa mm. Jouko Peräahon ja Timo Lindströmin (suurin omistaja) hallinnoimien yhtiöiden kanssa liittyen Uutechnic Oy:n vuokrasopimukseen. Arviomme mukaan tämä on

ollut perusteltua liiketaloudellisesti ja yhtiölle sopimuksista kohdistuva vuokratulo ole kasvanut vuokrasopimuksille tyypillisiä indeksikorotuksia nopeammin viime vuosina. Siten emme epäile intressiristiriitoja mainittujen tahojen ja muiden osakkaiden välillä lähipiirikauppoihin liittyen.

| Suurimmat omistajat         | %-osakkeista  |
|-----------------------------|---------------|
| Timo Lindström              | 15,6 %        |
| Jouko Peräaho               | 15,4 %        |
| Mikko Laakkonen             | 14,4 %        |
| Uucap Oy                    | 8,5 %         |
| HML Finance Oy              | 11,8 %        |
| Joensuun Kauppa ja Kone Oy  | 6,6 %         |
| Jonni Peräaho               | 5,5 %         |
| Ilona Lindström             | 3,0 %         |
| Risto Lindström             | 3,0 %         |
| Bark Road Invest Oy         | 0,9 %         |
| <b>10 suurinta yhteensä</b> | <b>84,5 %</b> |

Tilanne 31.8.2019

# Uutechnic lyhyesti

Uutechnic Group on sekoitusteknologia- ja asiantuntija -konserni, jonka toiminta-ajatuksena on asiakkaan kilpailukyyn parantaminen tarjoamalla heille edistyksellisiä prosessitekniisiä ratkaisuja sekä ainutlaatuista palvelukonseptia maailmanlaajuisesti.

## 2015

Nykytuotoinen Uutechnic Group syntyy yritysjärjestelyssä

## 2018-2019

Konserni myy sekoitinliiketoiminnan ulkopuoliset osat

## 2 kpl

Konsernin tytäryhtiöiden lukumäärä

## 16,5 MEUR

Liikevaihto 2018 (jatkuvat toiminnot eli sekoitinliiketoiminta)

## 15 MEUR\* 2016-2018

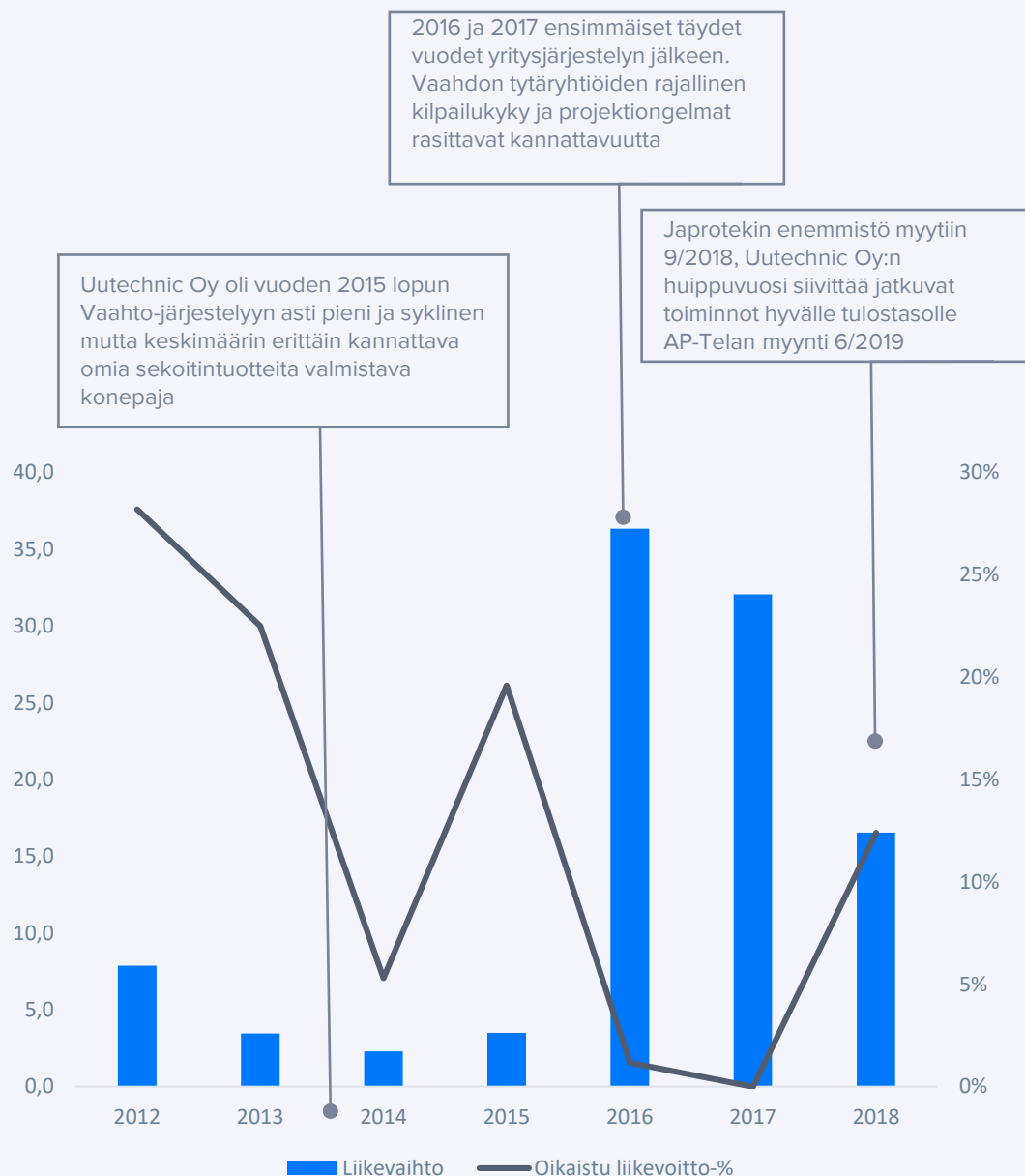
Sekoitinliiketoiminnan liikevaihto keskimäärin (\*Inderes arvio)

## 2,0 MEUR (12,4 % lv:sta)

Liikevoitto ennen PPA-poistoja 2018

## 89 kpl

Henkilöstö H1'19:n lopussa



# Liiketoimintamalli ja -rakenne 1/2

## Liiketoimintamalli nojaa räätälöityihin tuotteisiin ja korkeaan laatuun

Uutechnic operoi konepajalle melko perinteisellä projektipohjaisella liiketoimintamallilla, jossa ydinprosesseja ovat tuotekehitys, tuotanto sekä markkinointi ja myynti. Yhtiön tavoitteena on asiakkaidensa ydinprosessien laadun ja kilpailukyvyyn parantaminen, minkä Uutechnic pyrkii saavuttamaan prosessiosaamisen ja toisaalta pitkälle räätälöityjen laiteratkaisujen avulla. Yhtiön laitekysyntä on luonnollisesti syklistä, sillä niitä ajavat etenkin asiakkaiden investoinnit, jotka heiluvat talouskehityksen mukana. Olennaista palvelumyyntiä Uutechnicillä ei ole, sillä sekoittimien elinkaaret ovat pitkiä eivätkä ne tarvitse toistuvaa huoltoa.

Yhtiön liiketoiminta jakautuu kahteen tytäryhtiöön Uutechnic Oy:öön ja Stelzeriin. Arviomme mukaan potentiaaliset synergiat tytäryhtiöiden välillä ovat huomattavat. Yhtiön tarkoitus on myös johtaa molempia yksiköitä yhtenä kokonaisuutena, mutta käytännössä Uutechnicillä on vielä työtä jäljellä, jotta sekoitinliiketoiminta toimisi saumattomasti yhtenä yksikkönä ja synergiat olisivat näkyviä.

### Yhtiö tavoittelee hintapreemiota

Laitteiden räätälöinti auttaa yhtiötä erottautumaan kilpailussa. Se on muutenkin mielestämme luonnollinen valinta, sillä asiakastarpeet vaihtelevat ja eri toimitusten välille on vaikea löytää selkeää toistettavuutta, mikä mahdollistaisi standardoinnin ja siitä tulevat tehokkuushyödyt. Laatu ja räätälöinti heijastuvat arviomme mukaan myös yhtiön hinnoitteluun, jossa yhtiö tavoittelee arviomme mukaan lievää preemiota mainituilla argumenteilla ainakin suhteessa pelkästään

raudan myyntiin keskittyneisiin kilpailijoihin. Tämä on mielestämme kannattavuuden kannalta kriittistä pienen yhtiön osin korkea kulurakenne huomioiden. Hinnoittelumalliin pohjana yhtiöllä on ollut arviomme mukaan kustannukset ja tavoitekatte, mutta asteittain odotamme yhtiän pyrkivän siirtymään kohti arvopohjaista myyntiä.

### Yhtiöllä on kaksi selkeää myyntikanavaa

Uutechnic myy sekoittimia suoraan prosessiteollisuudessa toimiville yrityksille (esim. Norilsk Nickel ja Boliden) ja toisaalta teknologiyhtiölle (esim. Valmet), jotka käyttävät yhtiötä alihankkijanaan suurempien laitekokonaisuuksien toimituksissa. Suoramyyntissä toimitusten marginaaliprofiili on keskimäärin hieman parempi, mutta pääsääntöisesti myynnin voimakas fokusointi suoraan asiakkaille ei onnistu, sillä keskimäärin asiakkaat haluavat ostaa enenevässä määrin isompia kokonaisuuksia insinööritalojen kautta. Arviomme mukaan tällä hetkellä yhtiön myynnistä kaksikolmannesta tulee teknologiafirmojen kautta. Toistaiseksi yhtiön myyntiä johdetaan ja operoidaan Suomesta käsin ja liiketoiminnan projektiluonteen takia emme usko, että yhtiön tarvitsee lähiaikoina perustaa myyntikonttoreita ulkomaille. Tämä rajoittaa osin kiinteän kulupotin etupainotteista nousua. Lisäksi ulkomaille yhtiö myy tuotteitaan agenttien kautta.

Lukumääräisesti konsernilla on satoja asiakkaita, mutta suuri osa vuotuisesta liikevaihdosta on kertynyt noin kymmeneltä suurelta avainasiakkaalta. Nämä avainasiakkaat vaihtuvat tyypillisesti ainakin osin vuosittain eikä yhtiöllä ole arviomme mukaan toistuvia suuria asiakkuuksia, joiden liikevaihdosta Uutechnic olisi riippuvainen.

Avainasiakkaiden vuotuisten markkinaosuuksien maksimointiin yhtiö myös tähtää, mutta tätä kautta pitkän tähtäimen kasvupotentiaali on rajallinen, sillä yhtiöllä on pääsääntöisesti jo suuri osuus avainasiakkaiden sekoitintilauksista. Pitkän aikavälin tähtäimellä kasvupotentiaalia on siten enemmän uusissa asiakkaissa ja markkina-alueissa.

### Tilauskanta on kroonisesti lyhyt

Uutechnic kirjaa projektit tilauskantaansa tyypillisesti sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Yhtiön tilauskanta on valtaosin melko nopeasti kiertävää, sillä sekoittimet toimitetaan pääosin 2-12 kk:n sisällä tilauksen saamisesta. Näin ollen yhtiön näkyvyys työkuormaan on lyhyt ja volyyymi voi heilua nopeastikin. Käytännössä yhtiön näkyvyys on riittävä, kun seuraavan kvartaalin työkuorma on täynnä. Viime vuosina Uutechnicin sekoitinliiketoimintojen tilauskanta on arviomme mukaan vaihdellut 5-10 MEUR:n välillä. Haarukan alarajalla yhtiön työkuorma on arviomme mukaan kohtuullinen, kun taas ylärajalla yhtiö operoi nykykapasiteettinsa ylärajojen tienoilla.

### Tuotanto tulee pääosin omilta konepajoilta

Tuotannon Uutechnic hoitaa pitkälti tytäryhtiöiden omilla konepajoilla eikä yhtiö käytä normaalissa kysyntätilanteessa merkittävästi alihankintaa. Vuoden 2018 vahvassa kysyntätilanteessa yhtiö kuitenkin turvautui myös alihankintaan Suomessa. Oman valmistuksen suurta osuutta puoltaa se, että yhtiöllä on omaa kapasiteettia riittävästi. Nykyiset kiinteät koneresurssit (sekä pienet pullonkaulainvestoinnit) mahdollistaisivat arviomme mukaan karkeasti 25-30 MEUR:n liikevaihtotason saavuttamisen nykytehtailta.

# Liiketoimintamalli ja -rakenne 2/2

Konekapasiteetin ja henkilöresurssien tehokas hyödyntäminen ovat Uutechnicin kannattavuuden näkökulmasta välttämättömiä asioita, minkä takia yhtiön fokus on oman kapasiteetin täytössä. Lisäksi alihankinnan laatuun ja saatavuuteen liittyy kysymysmerkkejä. Oman tuotannon haittapuolena ovat taas korkeat kiinteät kustannukset ja siten rajallinen joustovara kysynnän vaihteluja vastaan, mutta ainakin tällä hetkellä yhtiön valitsema tuotantomalli on mielestämme perusteltu. Odotamme kuitenkin yhtiön kasvattavan alihankintaa maltillisesti lähivuosina. Suunnittelu ja tuotekehitys ovat pääosin tehtaiden yhteydessä, mutta sekoitinliiketoiminnan skaalan kasvaessa ja synergioiden realisoinnin edetessä yhtiölle voi arviomme mukaan tulla tarve ja mahdollisuus keskittää valkokaulustystä.

## Kiinteä kulurakenne luo yhtiön tulosvivun

Kokonaisuutena arvioimme, että Uutechnicin kuluista tällä hetkellä 35-40 % on kiinteitä ja loput 60-65 % muuttuvia. Siten yhtiön kulurakenne on jäykähkö, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin oman tuotannon suuresta osuudesta sekä pienen yhtiön suhteessa korkeista hallintokuluista. Japrotekin ja AP-Telan divestoinneissa suhteellinen skaalahaitta korostui, sillä yhtiö ei ole pystynyt sopeuttamaan hallintokulujaan samassa suhteessa liikevaihdon pudotuksen kanssa. Siten Uutechnicissä on raju tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin volyymin mukana. Tulosvipu ei silti ole täysin symmetrinen, vaan kannattavuuteen vaikuttavat volyymin lisäksi monet muutkin asiat.

## Kilpailukyvyyn ylläpito vaatii kehityspanostuksia

Teknologiseen osaamiseen ja asiakkaiden prosessien ymmärrykseen nojaavan

kilpailuasemansa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi Uutechnic tekee toistuvia panostuksia tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Vuonna 2018 nämä panostukset olivat 0,8 MEUR tai 3,6 % liikevaihdosta. Taso on korkea etenkin suhteellisesti, mutta tätä selittää arviomme mukaan osin vuoden aikana käynnissä ollut tietojärjestelmähankke. Tietojärjestelmähankkeen jatkuminen pitää kuluja korkealla myös tänä vuonna mutta arviomme mukaan yhtiön normalisoitu kehityspanostusten taso on 2-3 %:n liikevaihdosta. Tämä olisi mielestämme riittävä taso pitämään yhtiön teknologisen kehityksen kelkassa tällä varsin kypsällä toimialalla. Kehityspanokset yhtiö on kirjannut valtaosin kuluksi eikä suuria taseaktivointeja ole tehty.

## Pääomien sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Uutechnic ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihto kertyykin valtaosin tavarapohjaisista lähteistä. Vuoden 2019 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on arviolta noin 20 %. Maltillinen pääomien sitoutuminen johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita, vaan etenkin osaamista. Suhteessa muihin konepajoihin Uutechnicin kiinteän omaisuuden tarve voi kuitenkin olla korkeahko, sillä yhtiö ei käytä merkittävässä määrin alihankintaa. Yhtiön liiketoiminnan orgaaninen kasvu ei kuitenkaan kokonaisuutena sido kohtuuttomasti yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa ja/tai kasvata tasetta.

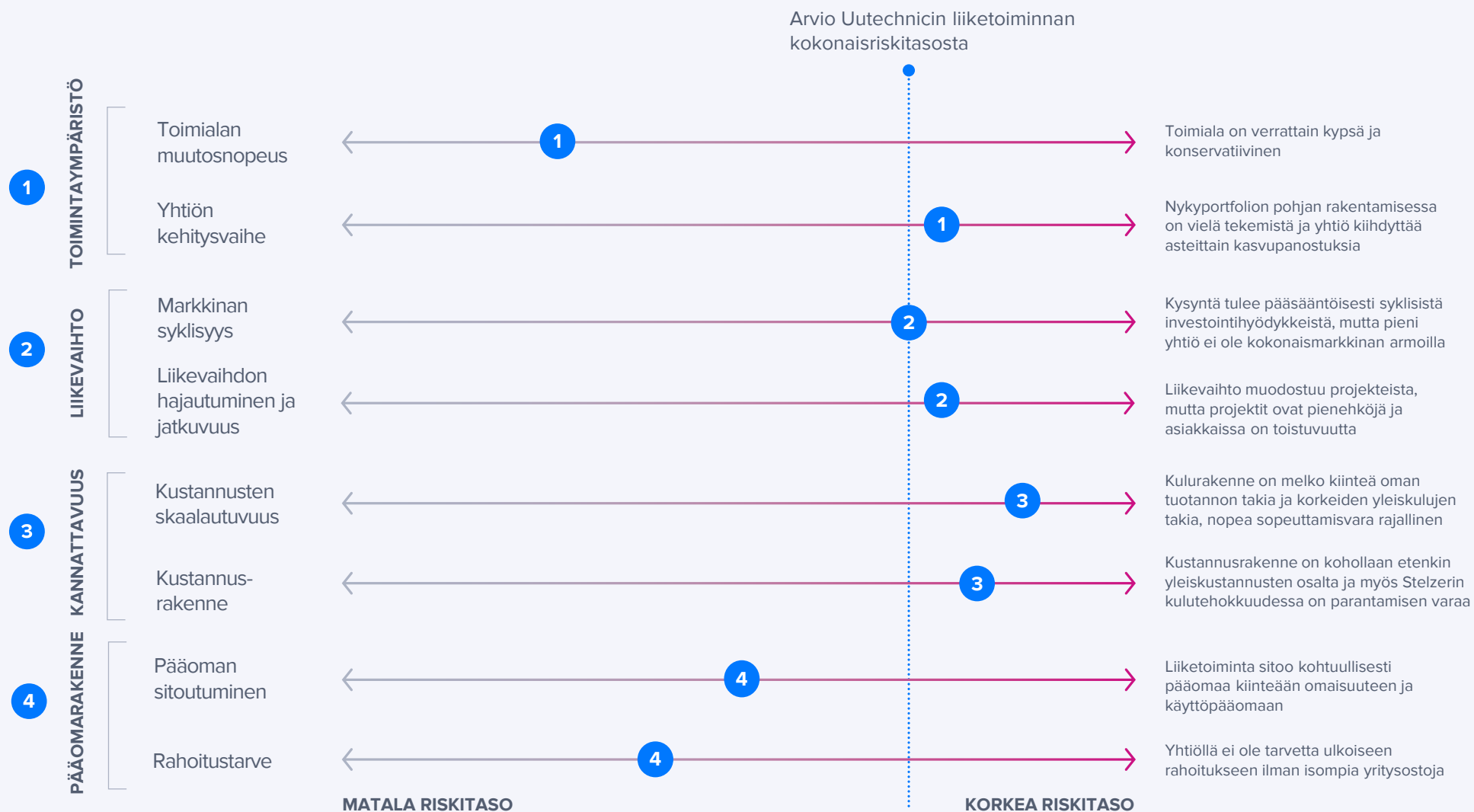
Kiinteän omaisuuden lisäksi Uutechnicin

toiminta on tyypillisesti sitonut käyttöpääomaa. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on vuoden 2019 lopussa arviolta noin 20 %. Keskittyminen sekoitinliiketoimintaan tulee todennäköisesti vähintään pienentämään käyttöpääomatarvetta ja lähivuosina yhtiön pitäisi päästä selvästi alle tämän kohollaan olleen tason (2018 lopussa saamiset poikkeuksellisen korkeat) eikä lähes neutraalin käyttöpääoman saavuttaminen ole mielestämme nykyrakenteella mahdollista. Käyttöpääoman tarve voi silti heitellä voimalla projektiarjoitusten mukana. Liikevaihdon ja tuloksen Uutechnic kirjaa pienprojekteista (< 0,2-0,3 MEUR) luovutuksen yhteydessä, kun taas suurprojektit osatuloutetaan. Siten liikevaihdossa ja tuloksessa voi olla toimitusten arjoitusten takia tuntuva lyhyen ajan heiluntaa.

## Pääomatarpeet rajoittuvat yrityskauppoihin

Kohtuullinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta positiivinen asia, sillä lähtökohtaisesti Uutechnicillä on edellytyksiä tehdä tervettä tuottoa sijoitetulle ja omalle pääomalle kohtuullisellakin kannattavuudella. Lisäksi liiketoimintaa on mahdollista kasvattaa paljonkin orgaanisesti ilman uuden oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista. Maltillinen pääomatarve tukee pitkällä aikavälillä myös yhtiön osinkopotentiaalia, mutta lyhyellä tähtäimellä arvioimme yhtiön allokoivan pääomat skaalan kasvattamiseen. Yrityskauppojen takia yhtiölle voi sen sijaan olla tarve kerätä uutta pääomaa tai käyttää osaketta maksuvälineenä, mutta tämäntyyppistä pääoman käyttöä arvioimme tapauskohtaisesti järjestelyn kokonaisuuden valossa.

# Liiketoimintamallin ja -rakenteen riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/2

## Uutechnic on vielä käännetyhtiö, mutta siirtymä kasvuprofiiliin on tähtäimessä 2020-luvulla

Uutechnic on lyhyen pörssihistoriansa aikana profiloitunut mielestämme käännetyhtiöksi, mikä johtuu pitkälti Vaahto Groupin mukana tulleiden yksiköiden kroonisista tappioista. Mielestämme prosessi ei ole vieläkään täysin ohi, vaikka Japrotek-divestointi poistikin konsernista ongelmallisimman ja riskisimmän osan ja AP-Telan divestointi oli jatkumoa tähän kehityskaareen pienemmässä mittakaavassa. Lisäksi käänneprofiilia tukee mielestämme se, että konsernituloksesta vastaa lähes yksin Uutechnic Oy, kun taas Stelzer on selvästi potentiaalinsa alapuolella. Mielestämme konsernin pitäisikin saada tuloksensa laajemmalle pohjalle ennen kuin käännetyhtiövaiheen voisi ajatella jääneen sijoittajien perspektiivistä kokonaan taakse.

Mielestämme Uutechnicin seuraava kehitysvaihe, joka voi arviomme mukaan päästä kunnolla vauhtiin vuosina 2020-2021, painottaa kasvua. Siten yhtiöstä on muuttumassa sijoittajien näkökulmasta asteittain kasvuyhtiö. Mielestämme tämä myös maksimoisi yhtiön pitkän tähtäimen arvonluonnin, sillä suhteellisesti korkeat kiinteät (hallinto)kulut ovat yhtiölle toistaiseksi selvä kilpailuhaitta. Konepajaliiketoiminnassa kasvun hakeminen ei myöskään tarkoita täysin kannattavuudesta luopumista, vaan arviomme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä kasvaa selvästikin kohtuullista kannattavuutta ylläpitäen. Lisäksi liian tiukka fokus kannattavuuteen rajaisi mielestämme kuitenkin yhtiön pitkän tähtäimen arvonluontipotentiaalin melko ohueksi.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Uutechnicin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

**Kannattavuuden parantaminen** on mielestämme selkeä mahdollisuus Uutechnicille, sillä konsernin tytäryhtiöistä vain pienempi eli Uutechnic Oy on operatiivisesti iskussa ja myös täydessä marginaalipotentiaalissaan. Suuremmassa Stelzerissä kannattavuus on heikomman tehokkuuden (etenkin työvoiman osalta) takia selvästi Uutechnic Oy:tä heikompi, vaikka yhtiöiden myyntikatemarginaalit ovat vertailukelpoiset suhteessa toisiinsa. Konsernin tuloskasvun lisäksi Stelzerin kannattavuuden parantaminen nostaisi yhtiön tuloksen laajemmalle pohjalla ja mielestämme tämä tukisi jossain määrin osakkeelle hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Kannattavuuden parantamisessa yhtiötä auttaisi myös kasvu (orgaaninen tai epäorgaaninen), jolloin kiinteät hallintokulut skaalautuisivat suuremmalle liikevaihtomassalle.

**Orgaaninen kasvu** on konsernille mahdollisuus, sillä Uutechnicin markkinaosuus yhtiölle relevantissa globaalissa pystysekoitinmarkkinassa on lähes olematon. Toisaalta yhtiön tarjoama on arviomme mukaan kilpailukykyinen hinta/laatu-profiililtaan etenkin vaikeissa loppukäytöissä, joten näemme, että yhtiöllä olisi mahdollisuuksia voittaa markkinaosuuksia sekoitinliiketoiminnassa. Lisäksi markkina kasvaa myös orgaanisesti maltillista noin BKT:n kasvun vauhtia. Liikevaihdon kestävä orgaaninen kasvu olisi mielestämme vahva ajuri osakekurssin pitkän aikavälin kehityksen kannalta

kriittiselle tuloskasvulle.

**Yritysjärjestelyt** voivat luoda omistaja-arvoa Uutechnicissä, sillä niiden kautta yhtiö voisi saada sekoitinliiketoimintaansa kriittistä massaa ja lievittää pienen kokoluokan tuomia kilpailuhaittoja. Lisäksi yritysjärjestelyt voisivat laajentaa yhtiön asiakaspohjaa ja maantieteellistä peittoa, mikä avaisi potentiaalia ristiinmyyntiin ja tasoittaisi pitkällä aikavälillä osakkeen riskiprofiilia (tukisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia). Toisaalta arvioimme, että puhtaasti sekoitinliiketoimintaan keskittyneenä yhtiönä Uutechnic on myös kiinnostava ostokohde suuremmille laajemmin virtauksenhallintaan keskittyneille yhtiöille. Pitkällä aikavälillä relevantti ostotarjouksen mahdollisuus tukee mielestämme osakkeen hyväksyttävää arvostusta.

**Japrotek-saatavien kotiutuminen** voisi mielestämme tukea Uutechniciä, sillä mielestämme H1'19:n lopussa taseessa ollut 2,9 MEUR:n saatavan (pääomalaina) kotiutuminen kassaan parantaisi oleellisesti yhtiön taloudellista asemaa ja antaisi lisää vapausasteita pääomien allokointiin. Saatava vastaa 13 % Uutechnicin tämänhetkisestä yritysarvosta ja 77 % yhtiön H1'19:n lopun korollisesta bruttovelasta. Korostamme kuitenkin, että saatavien kotiutuminen on parhaassakin tapauksessa useiden vuosien prosessi ja se vaatii kroonisesti heikosti kannattaneen Japrotekin kestävää käännettä voitolle (pääomallainoja ei osakeyhtiölain mukaan saa lyhentää eikä niiden korkoja maksaa, jos tulos on tappiolla).

## Sijoitusprofiili 2/2

Pitkällä tähtäimellä saatavien kotiutuminen voisi antaa Uutechnicille lisää pääomia kasvustrategian toteutukseen.

### Riskit

Näkemyksemme mukaan Uutechnicin keskeiset negatiiviset arvoajurit ovat:

**Liiketoiminnan perustan rakentamisessa epäonnistumiseen** on mielestämme vielä riski sijoittajille, sillä konsernitulos on arviomme mukaan vielä kapeilla harteilla. Etenkin käynnissä oleva tietojärjestelmien päivittäminen, Stelzerin henkilöstöhokkuuden parantaminen sekä markkinoinnin kehittäminen ovat arviomme mukaan kriittisiä kehityskohteita yhtiölle eikä näiden hankkeiden onnistuminen aikatauluissaan ole vielä itsestään selvää. Stelzerin tehostamiseen voi arviomme mukaan liittyä myös kulttuurillisia haasteita ja tämäntyyppisten haasteiden ratkaiseminen on aina vaikeaa.

**Syklinen kysyntä** on Uutechnicille keskeinen liiketoimintariski, sillä yhtiön liikevaihto muodostuu pääosin projektitoimituksista, joiden määrä on riippuvainen yhtiölle tärkeiden suhdanneherkkien teollisuudenalojen investointitasoista. Tyypillisesti varsinkin metsä-, kaivos- ja osin myös kemianteollisuuden sekä hydrometallurgiasektorin investoinnit ovat vaihdelleet muun muassa talouden syklien, näkymien sekä rahoitusmarkkinoiden tilanteen mukana. Uutechnicin varsinkin lyhyellä tähtäimellä kiinteän kulurakenteen takia liikevaihtotaso vaikuttaa olennaisesti suhteelliseen kannattavuuteen, joten volyyminmuutokset heiluttavat väistämättä myös

tulosta. Lisäksi yhtiön tilauskanta on ollut suhteellisen lyhyt ja näkyvyys rajallinen. Historiallisesti yhtiö on myös saavuttanut korkeimmat liikevaihtolukemansa talouden hyvinä vuosina, joten syklien merkitystä yhtiön tuloksen muodostumisessa ei mielestämme ainakaan toistaiseksi voi aliarvioida, vaikka pienenä yhtiönä Uutechnic ei täysin olekaan kokonaismarkkinan armoilla.

**Projektitoimituksiin** liittyy aina riski, että toimitukset menevät pieleen aikataulun, laajuuden tai kulujen suhteen joko suunnittelu- tai toteutusvaiheessa. Vaikka etenkin Japrotek ja myös AP Tela -divestoinnit ovat pienentäneet konsernin projektien keskimääräistä kokoluokkaa ja projektiriskejä, epäonnistuminen usein varsin monimutkaisissa projekteissa näkyisi edelleen nopeasti konsernin tuloksessa. Myöskään yhtiön operatiivinen suoritus Stelzerissä ei mielestämme ole ollut täysin puhdas viime vuosina (esim. Q1'19), mikä nostaa lievästi riskitasoa myös jatkoa ajatellen, vaikka selkeimmät riskipesäkkeet onkin nyt eliminoitu.

**Muutokset kilpailukentässä** ovat riski Uutechnicille, sillä yhtiö on verrattain pieni ja sen resurssit kilpailussa voivat osoittautua rajallisiksi suurempia skaalaetuja omaavia pelureita vastaan. Yksi esimerkki kilpailukentän muutoksista voisi olla konsolidaatio, jonka etenemistä pidämme pitkällä aikavälillä todennäköisenä sekoitinmarkkinoiden hajautuneen rakenteen takia. Myös suuremmat virtauksenhallintaan keskittyneet yhtiöt voivat olla kiinnostuneita laajentamaan sekoittimiin, mikä voisi

muuttaa kilpailuasetelmia. Toisaalta myös asiakkaiden konsolidoituminen entistä suuremmiksi toimijoiksi ja kysynnän painottuminen insinööritaloihin voi muuttaa esimerkiksi hinnoitteluasemia ja heikentää siten Uutechnicin liiketoimintaedellytyksiä. Tämän tyyppiset muutokset eivät kuitenkin tyypillisesti tapahdu nopeasti, vaan mielestämme kyseessä on pitkän aikavälin riski.

**Japrotek-saatavien alaskirjaus** voisi rasittaa yhtiön tasetta selvästi (H1'19:n lopussa pääomailaina vastasi 28 % yhtiön omasta pääomasta) ja vaikeuttaa myös kasvustrategian toteutusta. Mielestämme tähän liittyy edelleen olennaisia riskejä, vaikka itsenäisenä yhtiönä ja tuoreessa yritysjärjestelyssä tervehdytetyllä taseella Japrotekin edellytykset käänteeseen ovatkin mielestämme paremmat kuin osana suurempaa konsernia. Lisäksi heikossakin skenaariossa yhtiön Japrotek-riskit rajoittuvat toistaiseksi kyseiseen saatavaan (ja rajallisiin takausvastuisiin), minkä myötä koko konsernin jatkuvuudelle ja likviditeetille Japrotekin ongelmat eivät enää muodosta uhkaa.

**Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus** voi vaikuttaa Uutechnicin asiakkaiden investointirahoituksen saatavuuteen ja hintaan. Tämä vaikuttaisi negatiivisesti aluksi Uutechnicin tilauskertymään ja myöhemmin tuloutuvaan liikevaihtoon sekä liikevoittoon. Osa yhtiön asiakkaista toimii korkean korkotason kehittyvissä maissa, joissa rahoituksen hinnan ja saatavuuden merkitys korostuu.

# Sijoitusprofiili

1.

**Sekoitinliiketoiminnan kasvattaminen uusille markkinoille ja uusiin asiakkuuksiin murtautumalla**

2.

**Kannattavuuden parantaminen Stelzerissä**

3.

**Yrityskaupat portfolion muokkaamiseksi ja toisaalta profiloituminen potentiaalisesti ostokohteeksi**

4.

**Yhtiö on pieni ja skaalahaitan eliminointi vaatii kasvua**

5.

**Loppukysyntä on syklistä, mutta pieni yhtiö ei ole täysin markkinatrendien armoilla**

## Potentiaali



- Yhtiöllä on kilpailukykyinen tarjoama korkean marginaalipotentialin sekoittimissa
- Stelzerissä tehokkuus ei ole Uutechnic Oy:n tasolla ja yksikön kannattavuudessa on parantamisen varaa
- Pienenä yhtiönä Uutechnic ei ole kokonaismarkkinan armoilla, vaan olemattomissa markkinaosuuksissa on kasvun varaa, kun fokus saadaan kunnolla kasvuun
- Skaalahaitan eliminointi yritysostoilla ja toisaalta puhtaasti sekoitinliiketoimintaan keskittyneenä yhtiönä Uutechnic voi olla myös kiinnostava ostokohde

## Riskit



- Kasvupanostusten (ml. mahdolliset yritysjärjestelyt) epäonnistuminen / viivästyminen
- Stelzerin kannattavuuden jääminen potentialin alapuolelle (ts. tehostamisen epäonnistuminen)
- Japrotek-saatavien kuranttius
- Syklinen kysyntä ja korkea kiinteä kulumassa

# Strategia ja taloudellinen potentiaali 1/3

## Strategia nojaa nyt sekoittimiin

Uutechnic linjasi Vaahto Group -järjestelyiden yhteydessä, että yhtiö toimittaa sekoitin- ja säiliötekniikan kokonaisratkaisuja prosessiteollisuudelle globaalisti. Tälle kokonaistoimitusstrategialle tietyllä tapaa jopa päätepisteen antaneen Japrotek-divestoinnin jälkeen yhtiö ei ole vielä tarkemmin linjannut strategiaansa (yhtiö pystyy toki yhä kumppanimalleilla kokonaistoimituksiin). AP-Telan divestointi teki kuitenkin Uutechnicistä sinänsä odotetusti puhtaan sekoitintekniikayhtiön ja arvioimme Uutechnicin nojaavaan jatkossa strategiassaan täysin tähän ydinosaamisalueeseensa. Strategisena tavoitteena yhtiöllä on näkemysmme mukaan sekoitinliiketoiminnan (kannattava) kasvu.

## Sekoitinliiketoiminnassa yhtiö pyrkii myymään etenkin sekoitustekniikan prosessiosaamista

Uutechnic korostaa tuoteportfolioissaan laatua ja luotettavuutta, mikä on hyvä näkökulma, kun huomioidaan varsinkin sekoittimien kriittinen luonne yhtiön asiakkaiden prosessien käytettävyyden suhteen (ts. sekoittaminen hajotaminen pysäyttää monesti koko tehtaan / tehtaan osaston). Lisäksi yhtiö räätälöi tuotteitaan varsin laajasti, mikä on näkemysmme mukaan välttämättömyys asiakasprosessien pääosin erilaiset luonteet huomioiden. Tätä kautta yhtiö pääsee myös myymään sekoitustekniikan osaamista kokonaisvaltaisemmin asiakkailleen eikä ajautu pelkästään puhtaaksi standardoidun raudan toimittajaksi, vaikka yhtiön liikevaihto kertyykin laitetoimituksista. Pidämme yhtiön sekoitinliiketoiminnan tuoteportfolioa ja

osaamista sekä laajuuden että laadun suhteen kilpailukykyisenä, mutta huomattavaa ja pitkällä tähtäimellä kestävää kilpailuetua tuotteilla tai teknologialla on mielestämme tällä toimialalla vaikea hankkia. Nykyisten hyvien kilpailuasemien säilyttäminen vaatii yhtiöltä arviomme mukaan myös toistuvia panostuksia tuotekehitykseen ja henkilöstöön.

## Yhtiö tähtää sekoittimissa maltilliseen premioon suhteessa halpatuottajiin

Hinnoittelussa yhtiö pyrkii arviomme mukaan korostamaan koko tuotteen elinkaarikustannuksia (sis. mm. energian kaltaiset käyttökustannukset ja huoltokulut) suoran investointikustannuksen sijaan. Tavoitteena Uutechnicillä on luonnollisesti saada asiakas hyväksymään laitteille lievä hintapremio korkealaatuisilla tuotteilla ja osaamisella ainakin suhteessa kevyemmällä kulurakenteella (skaala tai standardituotteet) operoiviin kilpailijoihin). Premio on myös kannattavuuden kannalta tärkeä, sillä Uutechnicillä ei arviomme mukaan ole puolellaan kestäviä kustannusetuja eikä pieniä ja korkeita kustannustason maissa operoiva yhtiö voi pärjätä kilpailussa hintaan pohjautuvassa ”kilokaupassa”. Osin raskaammalla kulurakenteella operoivia teknologiyhtiöitä (esim. Ekato, SPX Flow) vastaan yhtiö on arviomme mukaan hintakilpailukykyinen.

Laatu ja prosessiosaaminen ja niiden myötä paraneva hinnoitteluasema korostuvat arviomme mukaan etenkin teollisuusyhtiöille menevissä suorissa toimituksissa, joihin Uutechnic pyrkii arviomme mukaan painottamaan myyntiään mahdollisuuksien mukaan. Vaikka Uutechnicin hinnoitteluasema on teknologiyhtiöiden

alihankintatyypissä myynnissä mielestämme jossain määrin heikompi, ei sitä kuitenkaan sovi väheksyä, sillä teknologiyhtiöiden rooli pysyy merkittävänä ja osin jopa kasvavana etenkin tietyillä markkina-alueilla ja tietyntyyppisissä toimituksissa. Siten emme usko, että yhtiö hylkii aktiivisesti kumpaakaan nykyisistä sekoitinliiketoimintojen myyntikanavista.

## Sekoittimien ympärille on vaikea rakentaa merkittävää palveluliiketoimintaa

Projektitoimitusten lisäksi yhtiö pyrkii huolehtimaan koko tuotekokonaisuuden elinkaaresta aina laitetoimituksesta käyttöön. Sekoittimien elinkaaret ovat kuitenkin jopa 10-15 vuotta pitkiä eikä niissä ole merkittäviä kuluja osia tai jatkuvaa huoltotarvetta. Siten sekoittimien ympärille on vaikea luoda merkittävää jatkuvaa vara- ja kulusosamyyntiä tai huolto- ja kunnossapitoa (vrt. monet muut konepajat). Siten Uutechnic tulee pysymään jatkossakin suurelta osin laitteiden projektimyynnissä. Sekoittimien pitkät elinkaaret, kohtuulliset yksikköhinnat ja niiden kriittinen rooli prosesseissa mahdollistavat kuitenkin joskus ”varalaitteen” myymisen toimituksiin, mikä tasaa osin palvelukaupan puutetta segmentissä.

## Suunta kohti uusia asiakkuuksia ja markkinoita

Maantieteellisesti Uutechnicin liikevaihdosta valtaosa on historiallisesti tullut Pohjoismaista ja Euroopasta sekä teollisuusvetoisilta sektoreilta. Yhtiön osuudet nykyisten avainasiakkaiden sekoitininvestoinneista ovat arviomme mukaan pääsääntöisesti korkeita, joten odotamme yhtiön pyrkivän laajentumaan hakemalla uusia asiakkaita ja markkina-alueita sekä vähintään säilyttämään asemansa avainasiakkaiden keskuudessa.

# Strategia ja taloudellinen potentiaali 2/3

Vaikka ainakin tietyillä Euroopan ja Aasia markkinoilla paikallisen läsnäolon vahvistaminen joko suorasti tai epäsuorasti agenttien kautta on välttämätöntä vähintään pitkällä aikavälillä, liiketoiminnan maantieteellinen laajentaminen ei välttämättä vaadi yhtiöltä kohtuuttoman paljon tyypillisesti kiinteitä, kalliita ja etupainotteisia investointeja myyntiverkostoon (tietyt panostukset markkinointiin ja myynnin koulutukseen ovat väistämättömiä). Siten liikevaihdon kasvun antama tulosvipu yhtiössä säilyy ja toisaalta kasvun riskiprofiili pysyy siedettävänä, mutta uusille ja osin tuntemattomille alueille suuntaaminen on aina jossain määrin riskistä.

Euroopan ja Aasian lisäksi arvioimme yhtiön olevan kiinnostunut myös Australian, Etelä-Afrikan sekä Etelä-Amerikan markkinoista, joissa yhtiön nykyasiakassegmenteissä on merkittävää teollisuutta. Pohjois-Amerikan kypsistä, kilpailuista ja vastuuriiskejä sisältävistä markkinoista emme usko yhtiön olevan erityisen kiinnostunut. Asiakassegmenteistä odotamme yhtiön suuntaavan kasvupanostuksia etenkin vähäsyklisemille aloille, kuten elintarvike- ja lääkesektoreille, akkuteollisuuteen ja ympäristösegmenttiin. Tämä on mielestämme järkevää, sillä tätä kautta yhtiön asiakasportfolion syklisyys voisi pitkällä tähtäimellä pienentyä, mikä olisi luonnollisesti positiivista.

## Fokus siirtyä asteittain kohti kasvua 2020-luvulla

Arviomme mukaan tällä hetkellä yhtiön strategian toteuttamisessa painopiste on yhä kasvun perustan rakentamisessa ja kannattavuudessa. Tämä on mielestämme välttämätöntä, sillä

konsernin tulos on toistaiseksi Uutechnic Oy:n harteilla ja Stelzer on selvästi potentiaalinsa alapuolella. Siten pidämme kannattavuuteen panostamista yhä täysin oikean ratkaisuna, vaikka perustan rakentaminen onkin vaatinut aikaa odotuksiamme melko selvästi enemmän.

Perustan rakentamisessa keskeisessä roolissa on yhtiön viime vuonna aloittama tietojärjestelmien uudistus. Sen avulla yhtiön pitäisi arviomme mukaan pystyä suunnittelemaan ja resursoimaan liiketoimintaansa (ml. suunnittelu, tuotanto ja myynti) paremmin ja odotamme tehostuvan projektitoteutuksen mahdollistavan myös suorat säästöt esimerkiksi henkilöstökuluissa etenkin Stelzerissä. Lisäksi tietojärjestelmään on mahdollista liittää myös uusia yksiköitä, mikä luo synergiapotentiaalia mahdollisissa yrityskaupoissa. Tietojärjestelmäuudistuksen lisäksi yhtiöllä on käynnissä myös muutamia muita tuotannon ja tuotteiden kehitysprojekteja muun muassa digitalisointiin liittyen. Lisäksi Uutechnic pyrkii arviomme mukaan edelleen siirtämään Uutechnic Oy:n asiakaslähtöistä ja kustannustehokasta toimintakulttuuria Stelzeriin (ja tulevaisuudessa myös mahdollisesti muihin konserniin kuuluviin yksiköihin), mikä on abstraktimpi ja ulkopuolelta vaikeammin mitattavissa oleva tavoite. Yhtiön pitkän tähtäimen kehityksen kannalta tässä onnistuminen on kuitenkin mielestämme tärkeää.

Välttämättömän perustan rakennuksen jälkeen Uutechnic tulee arviomme mukaan siirtämään fokuksensa sisäisistä asioista liiketoiminnan kasvattamiseen etenkin 2020-luvulla. Tämä on

mielestämme perusteltua, sillä Uutechnic on nykyisellä alle 20 MEUR:n sekoitinliiketoiminnan liikevaihdolla pieni globaaleja teollisuus- ja teknologiayhtiötä palvelevaksi laiteoimittajaksi ja (päälistalla olevaksi) pörssiyritykseksi. Uutechnicillä on kokonsa takia myös selvä skaalahaaitta yleis- ja hallintokulujen osalta, jonka eliminoiminen tai edes pienentäminen vaatii käytännössä leveämpiä liikevaihtovirtoja tulopuolelle. Lisäksi suuret ja melko fragmentoituneet markkinat tarjoavat kohtuullisen kasvualustan Uutechnicin kaltaiselle pienelle pelurille. Sijoittajilta yhtiön kasvustrategian seuraaminen vaatii kuitenkin mielestämme kärsivällisyyttä, sillä sen maukkaimmat hedelmät kypsyvät kerättäväksi parhaassakin tapauksessa todennäköisesti vasta useiden vuosien päästä ja toisaalta kasvustrategian onnistumiseen liittyy vielä myös oleellista epävarmuutta.

## Ostokohteita haetaan etenkin Euroopasta

Kriteereinä mahdollisille yrityskaupoille yhtiöllä ovat arviomme mukaan pääsy uusiin asiakkuuksiin ja uusille markkinoille, rajalliset päällekkäisyydet, integraatiovalmius, enemmistöomistus sekä kohtuullinen arvostus, mutta näiden tekijöiden määräämässä löyhässä viitekehityksessä uskomme yhtiön olevan melko opportunistinen. Lähtökohtaisesti uskomme yhtiön etsivän ostokohteita etenkin Euroopasta, jossa potentiaalisia kohteita yhtiöllä on alle 10 kpl. Integraatio ja kulttuurilliset asiat olisi helpompi sovittaa yhteen ”omalla” mantereella. Muita tuotteita kuin sekoittimia emme usko Uutechnicin olevan kiinnostunut ottamaan portfolioonsa.

# Strategia / strateginen kehitys



## Strategian onnistumistekijät

### Toteutunut

- Japrotek-divestointi rajasi taseriskejä ja laski jatkuvan liiketoiminnan riskitasoa
- AP-Telan myynti vahvisti tasetta ja laski riskejä
- Konsernin johtorakenteita on vahvistettu
- Tietojärjestelmä uudistuksen alkuun saattaminen
- Markkina-aseman säilyttäminen avainasiakkaissa ja uusien markkinoiden tunnistelu

### Lähtöleikkaus 1-2v

- Tietojärjestelmä uudistuksen loppuun vienti
- Hallintorakenteen osittainen skaalaaminen alemmalle liikevaihtotasolle
- Sekoitinliiketoiminnan epäorganisaation kasvumahdollisuuksien selvittäminen
- Asteittainen painopisteen siirtäminen sisäisistä asioista asiakasrajapintaan ja sekoitinliiketoiminnan organisaation kasvuun

### Seuraavat 5 vuotta

- Sekoitinliiketoiminnan markkinointi- ja myyntipanostusten selvä organisaation kiihdyttäminen
- Stelzerin operatiivisen tehokkuuden (henkilöstötehokkuus) parantaminen
- Skaalahaitan poistaminen yritysjärjestelyillä ja ripeällä organisaation kasvulla
- Kilpailukykyyn ylläpitäminen ja vahvistaminen tuotekehityksellä (esim. digitalisaatio)
- Liiketoiminnan syklisyyden laskeminen vähäsyklisiin ja nouseviin segmentteihin (esim. elintarvikkeisiin, ympäristösektoriin ja akkutehokkuuteen) panostamalla

# Strategia ja taloudellinen potentiaali 3/3

## Kasvuprofiili vaatii markkinakasvun ylittämistä

Uutechnic ei ole toistaiseksi julkaissut pitkän ajan kasvu- ja kannattavuustavoitteita. Kasvun osalta yhtiön pitäisi mielestämme tavoitella selvästi markkinoita nopeampaa kasvua, mistä pitkällä aikavälillä osa syntyy epäorgaanisesti. Mielestämme yhtiöltä vaaditaan myös karkeasti 10 %:n keskimääräiseen vuosikasvuun tähtääminen keskipitkällä aikavälillä selkeään kasvuyhtiöprofiiliin siirtymiseen.

## Marginaalipotentiaali on kaksinumeroinen

Tyypillisesti pohjoismaisten korkean lisäarvon teknologiaa ja osaamista myyvien konepajojen laiteilla saavuttamat liikevoittomarginaalit liikkuvat arviomme mukaan 0-10 %:n välillä (palvelut ovat keskimäärin laitteita kannattavampia). Heikossa markkinassa tappiolliset vuodet eivät ole laitemyynnissä poikkeuksellisia, mutta toisaalta taas ainakin joillakin toimialoilla korkea ja tasainen kysyntä voivat siivittää konepajoja ajoittain kaksinumeroisiin laitemarginaaleihin. Hajonta sektorilla onkin suurta, mutta yleisesti 7-10 %:n liikevoittomarginaalitasoa voi mielestämme pitää laitemyynnissä jo hyvänä.

Arviomme mukaan Uutechnicin pitäisi pystyä tavoittelemaan sekoitinliiketoiminnoissaan selvästi kaksinumeroisia marginaaleja, sillä yhtiön fokus on puhtaasti laitteissa eikä se voi laskea juuri mitään laitteiden elinkaaren aikana myytävien palveluiden varaan. Toisaalta yhtiön kulurakenne on tietyiltä osin konepajajättejä kevyempi (esim. normalisoitu T&K sekä myynti ja markkinointi). Lisäksi Uutechnicillä oman valmistuksen osuus tuotannosta on tuntuva,

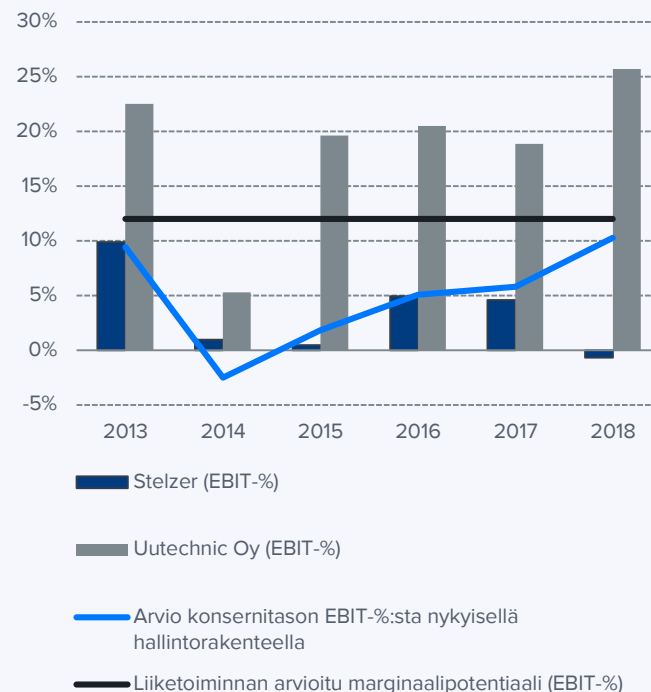
minkä pitäisi tukea yhtiön marginaalipotentiaalia.

Historiassa Uutechnic Oy on yltänyt kestävästi erittäin hyvälle karkeasti 20 %:n marginaalitasolle. Stelzerin kannattavuus (EBIT-% 0-10 %) on ollut selkeästi heikempi ja volatiili. Yhtiöiden myyntikatemarginaalit ovat vertailukelpoiset, joten Stelzer on arviomme mukaan mahdollista nostaa kulutehokkuutta parantamalla kaksinumeroiselle marginaalitasolle, mutta Uutechnic Oy:n kaltaisia huippumarginaaleja Stelzerin voi kuitenkin arviomme mukaan olla vaikea saavuttaa korkeamman palkkatason ja kireämmän kilpailun takia. Uutechnic Oy:n historiallisen kannattavuustason säilyttäminen ja Stelzerin nostaminen kaksinumeroiselle marginaalitasolle nostaa arviomme mukaan myös konsernin kannattavuuspotentiaalin (EBIT-%) 10-13 %:iin, kun huomioidaan myös ne emoyhtiön kulut, joita ei ole kohdistettu tytäryhtiöille. Taserakenne huomioden yhtiö tekisi näillä marginaalitasoilla jo hyvää noin 20 %:n tuottoa sijoitetulle pääomalle.

## Taseessa puskurit ovat tarpeen

Liiketoiminnan sykliisyys ja projektiluonteisuus, ennakkoihin pohjaava laskutus ja strategiaan kuuluvien yritysostojen vaatima taloudellinen liikkumavara huomioden emme pitäisi noin nettovelattomuuden tavoittelemista keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä liian konservatiivisena tavoitteena yhtiölle. Siten arviomme yhtiön keskittyvän liiketoiminnan kasvattamisen lisäksi velkojen lyhentämiseen lyhyellä tähtäimellä, minkä takia yhtiöltä ei kannata mielestämme odottaa lähivuosina isoja osinkoja. Keskipitkän ajan osingonjakovaraan vaikuttaa mielestämme yhä myös Japrotek-saatavan kehityskaari.

Kannattavuuden kehitys ja arvioitu marginaalipotentiaali



# Toimiala ja kilpailukenttä 1/2

## Markkinat ovat suuret suhteessa yhtiön kokoon

Uutechnicin saavutettavissa oleva markkinakoko pohjautuu sen asiakassegmenttien vuotuisiin investointeihin ja niiden sisällä konsernille relevanttien tuotteiden osuuteen investoinneista. Eri markkinatutkimuksiin pohjautuvien arvioidemme mukaan sekoitinmarkkinan (pystysekoittimet) kokoluokka Euroopassa on - 250-300 MEUR ja globaalisti vajaan miljardi. Vaikka tasoihin sisältyvä epävarmuus on korkea, on selvää, että yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna saavutettavissa oleva markkina on suuri ja yhtiön markkinaosuus olematon.

Siten markkinat eivät mielestämme aseta rajoja yhtiön kasvulle missään realistisessa skenaariossa. Toisaalta samasta syystä Uutechnic ei voi mielestämme myöskään piiloutua markkinakehityksen taakse, sillä pienten markkinaosuuksiensa takia markkinasyklit eivät määrää suoranaisesti yhtiön kehityssuuntaa. Täysin immuuni pienikään yhtiö ei markkinoiden kehitykselle ole, kuten myös tytäryhtiöiden historialliset liikevaihtokehitykset osoittavat (liikevaihdot ovat olleet tyypillisesti korkeita niinä vuosina, kun globaalissa taloudessa on mennyt hyvin). Markkinoiden myötävuudessa liiketoiminnan kasvattaminen on pienellekin yhtiölle helpompaa, kun taas laskevalla markkinoilla markkinaosuuden voittaminen vaatii vahvaa strategiaa, kilpailukykyä ja ankaraa jalkatyötä. Mahdotonta se ei kuitenkaan ole.

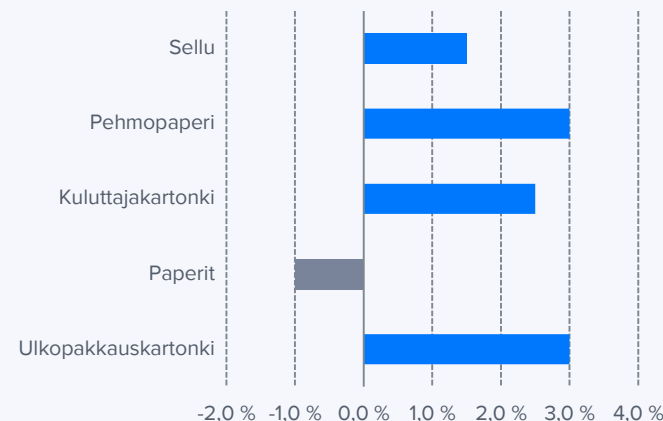
## Markkinat kasvavat maltillista vauhtia

Mielestämme Uutechnicin markkinoiden kasvupotentiaalia on relevanttia tarkastella yhtiön asiakasteollisuuksien lopputuotteiden kysynnän pitkän aikavälin kasvunäkymien kautta, sillä tyypillisesti investointien täytyy kasvaa pitkällä aikavälillä noin saman verran kuin lopputuotteiden kysynnän, jotta kysyntä pystytään tyydyttämään. Yksittäisten vuosien investointitasot heiluvat selvästi talouden syklien mukana, mutta tällä tapaa saadaan kuitenkin arviomme mukaan kohtuullinen kuva yhtiön markkinoiden pitkän ajan trendikasvusta.

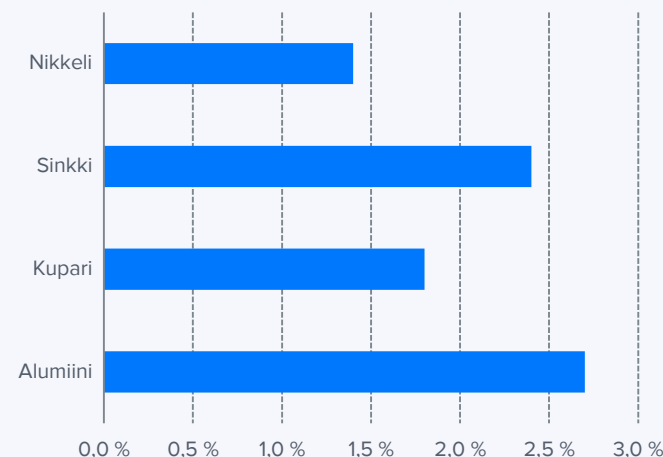
Yhtiön pääasiallisista asiakassektoreista konsulttitalot ovat arvioineet metsäteollisuuden lopputuotteiden kysynnän kasvavan 0-3 %:n vuosivauhtia. Kemian teollisuuden kasvunäkymä on hieman parempi 3-4 %. Kolmannen suuremmat sektorin eli hydrometallurgian taustalla olevan metallien kysynnän on arvioitu kasvavan 1-3 %:n vuosivauhtia. Elintarvikesektorilla kasvupotentiaali lienee niin ikään 2-4 %:n haarukassa.

Nämä tasot antavat mielestämme suuntaa sektoreiden investointikysynnästä, jonka voisi olettaa olevan keskimäärin 2-4 %:n tasolla. Tämä on noin karkeasti globaalin BKT:n pitkän ajan kasvun tasolla, joten erityisen voimakasta kasvunäkymää pelkkä markkinakasvu ei mielestämme yhtiölle tarjoa. Uutechnicin pitkän aikavälin kasvutarinan kannalta olennaista onkin saavuttaa markkinoita selvästi nopeampaa orgaanista ja epäorgaanista kasvua onnistuneen strategian toteutuksen kautta.

Metsäsektorin tuotteiden kysyntänäkymät (CAGR)



Metallien kysynnän kasvunäkymät (CAGR)



## Toimiala ja kilpailukenttä 2/2

Voimakkainta lopputotteiden, toimialojen investointien ja lopulta Uutechnicin tuotteiden kysynnän kasvu on arviomme mukaan kehittyvissä maissa ja etenkin Aasiassa, jossa elintason nousun, väestön kasvun ja kaupungistumisen kaltaiset trendit nostavat BKT:n kasvupotentiaalin kehittyneitä maita korkeammaksi. Näin ollen pidämme tärkeänä, että Uutechnic tunnustelee myös Aasian markkinoita, vaikka periaatteessa yhtiön markkinaosuus Euroopassa on pieni ja yhtiön vahvuudet laatuun nojaavana toimittajana korostuvat kehittyneissä maissa.

### Kilpailukenttä on moninainen

Myös Uutechnicille relevantin kilpailukentän määrittäminen on suhteellisen hankalaa, sillä yhtiön liiketoiminnoissa operoi paljon erilaisia kilpailijoita erilaisilla tuotetarjoamilla. Lähtökohtaisesti pidämme yhtiön kilpailukenttää periaatteessa globaalina, mutta pakkaa sekoittavat eri markkinoilla myös lokaalit pelurit.

Uutechnicin pääkilpailija on lähes kaikissa asiakassegmenteissä saksalainen yksityisomisteinen Ekato, jonka vuosiliikevaihto on noin 160 MEUR:n kokoluokassa. Ekato on myös globaalisti merkittävin useampaan segmenttiin panostava sekoitinpeluri. Arviomme mukaan Ekaton vahvuuksia ovat etenkin tunnettuus, brändi ja uskottavuus, kun taas kustannuskilpailukyvyssä uskomme Uutechnicin pärjäävän Ekatolle. Ekaton taloudellisesta suorituskyvystä on erittäin vaikea saada saksalaisten yksityisomisteisten firmojen tavoin tietoa, joten yhtiön kannattavuuden peilaaminen Uutechniciin ei suoraan onnistu, mutta uskomme

yhtiön tehneen jokseenkin tervettä tulosta viime vuosina, sillä toimintaa ei ole uudelleenjärjestelty.

Muihin kilpailijoihin Uutechnic törmää tietyissä segmenteissä. Metsäteollisuudessa sveitsiläinen Sulzer on usein vahvoilla, sillä yhtiö pystyy toimittamaan sekoittimien lisäksi venttiilit ja pumput. Muissa asiakassegmenteissä sekoitintoimituksia ei tyypillisesti niputeta yhteen muiden tuotteiden kuin säiliöiden kanssa, joten suurempaa kilpailuhaittaa laajemman virtauksen hallinnan tuoteportfolion puuttuminen ei Uutechnicille näkemyksemme mukaan aiheuta. Metsäteollisuuden painoarvo yhtiön asiakasrakenteessa on myös näkemyksemme mukaan pienemään päin. Muita merkittäviä kilpailijoita ovat yhdysvaltalainen virtauksen hallintaan keskittynyt SPX Flow (Lightning), joka operoi etenkin Anglo-Amerikkalaisissa maissa. Lisäksi kilpailussa voi olla mukana paikallisia pelureita (ml. Aasiassa kiinalaiset edullisten halpatuotteiden valmistajat).

Koska kilpailijakenttä koostuu listaamattomista yrityksistä ja suuryritysten divisioonien osista ei kilpailijoista ole luotettavaa taloustietoa juuri saatavilla. Näin ollen Uutechnicin liiketoiminnan kovimman ytimen suorituskyyä ja toimialan potentiaalia on vaikea haarukoida kilpailija-analyysin kautta. Lähtökohtaisesti kuitenkin arvioimme, että fokuksituneen tarjonnan, hyvän tuotemixinsä ja oman tehokkaan tuotannon ansiosta ainakin Uutechnic Oy:n taloudellinen suorituskyy on ollut toimialan huippua. Tehottomampi Stelzer on sen sijaan pärjännyt todennäköisesti pitkällä aikavälillä sektoria heikommin.

### Uutechnicin pääkilpailijat

## EKATO

Saksalainen yksityisomisteinen yhtiö, joka on maailman pääosin sekoittimiin keskittynyt peluri. Liikevaihto noin 160 MEUR, mikä sisältää myös muuta kuin sekoittimia. Kilpailija Uutechnicille lähes kaikissa tarjouskilpailuissa. Vahvuudet brändi, tunnettuus ja tuotteet. Kustannuskilpailukyvyssä ei kuulu eliittiin.

## SULZER

Sveitsiläinen virtauksen hallintaan keskittynyt suuryhtiö. Vahvuus myös pumppuja ja venttiilejä sisältävä kokonaistarjonta, josta on etua metsäteollisuudessa. Ei merkittävä kilpailija muissa asiakassegmenteissä.

## SPXFLOW

Yhdysvaltalainen virtauksen hallintaan keskittynyt suuryhtiö. Vahvuudet markkina-asema Anglo-Amerikkalaisissa maissa ja laaja virtauksen hallinnan kokonaistarjonta. Ei erityisen merkittävä kilpailija laajemmalla rintamalla.

### Yhtiö X

Pieni ja paikallinen peluri. Sekoitinliikevaihto alle 20 MEUR. Vahvuudet kevyessä kulurakenteessa ja kulutehokkuudessa, ei omia tuotteita tai laajempaa osaamistarjontaa. Tämän segmentin kilpailijoita Uutechnicillä on kymmeniä, joista tarjouskilpailuissa on tyypillisesti läsnä muutamia projektista riippuen.

# Taloudellinen tilanne

## Taseen loppusumma on normalisoitua tasoa ylempänä

Uutechnicillä oli kiinteää omaisuutta (ts. tuotantolaitoksia ja koneita) taseessa H1'19:n lopussa 3,3 MEUR. Myös aineettoman omaisuuden määrä oli H1'19:n lopussa maltillinen 0,8 MEUR. Liikearvoa taseessa oli 2,3 MEUR, mikä liittyy arviomme mukaan etenkin Vaahto Group - fuusioon. Pidämme toistaiseksi liikearvoa kuranttina emmekä näe siinä alaskirjaustarpeita, kunhan etenkin Stelzer pystyy parantamaan tuloskehitystään lähivuosina odotustemme mukaisesti.

Näiden melko tyypillisten erien lisäksi yhtiöllä oli pitkäaikaisessa omaisuudessa 2,9 MEUR lainasaaminen Japrotekiltä, jonka kotiutuminen vaatii arviomme mukaan Japrotekin kestävää kannattavuuskäännettä sekä aikaa useita vuosia. Toistaiseksi pidämme kuitenkin erää kuranttina. Tämä saatava ei kuitenkaan liity enää yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ja siten kiinteän pitkäaikaisen omaisuuden määrä taseessa on koholla. Tältä osin tilanne tuskin helpottaa nopeasti, kun huomioidaan Japrotekin liiketoiminnan edelleen alhainen marginaalipotentiali sekä pääomallainojen korkojen maksuun ja lyhennyksiin liittyvät rajoitteet.

Uutechnicin suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (H1'19: 3,2 MEUR) ja varasto (H1'19: 3,1 MEUR). Muita saamia yhtiöllä oli noin 0,5 MEUR ja rahavarat olivat 2,3 MEUR H1'19:n

lopus. Likvidit varat heiluvat projektimaksujen ja toimitusten eriaikaisuuden takia ja nämä tekijät heiluttavat myös muita taseen käyttöpääomaeria. Pidemmällä tähtäimellä käyttöpääomassa on arviomme mukaan tehostamisen varaan ainakin Stelzerin osalta. Kassavaroja tuki AP-Telasta saatu 3,5 MEUR:n maksu ja kassassa Uutechnicillä onkin pieni pesämuna epäorgaaniseen kasvuun, sillä juoksevan liiketoiminnan pyörittämiseen tarvittavat kassapuskurit ovat selvästi nykyistä kassatasoa alemmat. Myös muista tase-eristä AP-Telalle kuuluva omaisuus oli H1'19:n lopussa siirtynyt osakekaupan mukana sen uusille omistajille.

## Taloudellinen asema on vahva ja taseessa on jo pientä liikkumavaraa yritysjärjestelyihin

Omaa pääomaa yhtiöllä oli H1'19:n lopussa 10,1 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli 3,7 MEUR. Tästä 0,8 MEUR oli lyhytaikaista korollista velkaa. Korollisesta velasta (pankkilainaa) yhtiö maksaa arviomme mukaan maltillista noin 2 %:n korkoa. Vielä vuoden lopussa pitkäaikaisessa velassa olleen 1 MEUR pääomallain yhtiö maksoi takaisin Q2'19:n aikana. Korottomia vastuita taseessa oli H1'19:n lopussa noin 4,7 MEUR, mistä ostovelkoja oli 4,1 MEUR (ostovelat suuremmat kuin saamiset).

Uutechnicin taloudellinen asema on vahva, sillä AP-Telan myynnin jälkeen yhtiön nettovelkaantumisaste oli H1'19:n lopussa vain 14 % (H1'18: 53 %). Omavaraisuusaste oli 61 %:ssa (H1'19: 45 %), mutta omavaraisuusastetta tukevat saadut ennakkomaksut, joten se antaa usein turhan positiivisen kuvan yhtiön taseasemasta. Vastaavasti velanhoitokykyä mittaava vuoden rullaava nettovelka/käyttökate-suhde oli vuoden

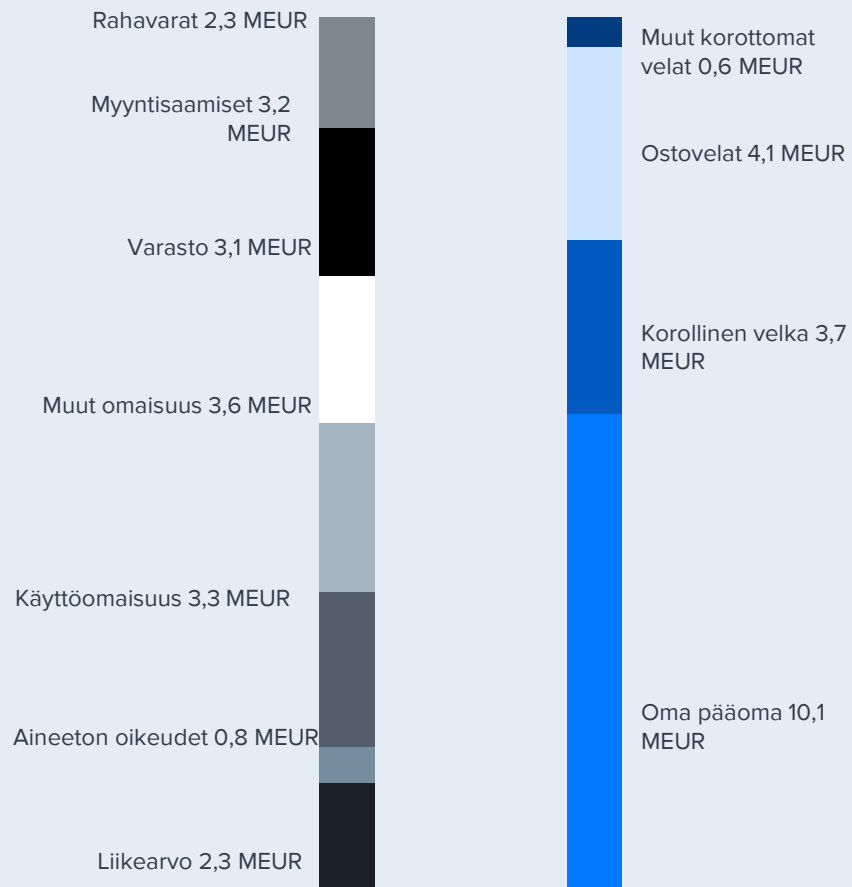
rullaavalla käyttökateella terveellä alle 1x tasolla ja vain noin 1x tasolla myös kuluven vuoden tulosennusteellamme.

Mielestämme Uutechnic pääsi lopulta irti ydinliiketoimintaan kuulumattomista osistaan lopulta siedettävien tasevaikutuksien. Samalla yhtiö sai myös pienen muutaman miljoonan euron sotakassan (ml. velkakapasiteetti) yritysostoihin. Siten yhtiöllä on hyvät puskurit ja toisaalta pientä liikkumavaraa tarttua houkutteleviin epäorgaanisiin kasvuhankkeisiin mahdollisuuksien mukaan. Mahdollinen oman pääoman käyttö/kerääminen antaisi kasvustrategian toteutukseen luonnollisesti lisää vapausasteita emmekä usko yhtiön poissulkevan tätäkään vaihtoehtoa, jos yrityskauppatutkaan osuisi hieman suurempi ja houkutteleva ostokohde.

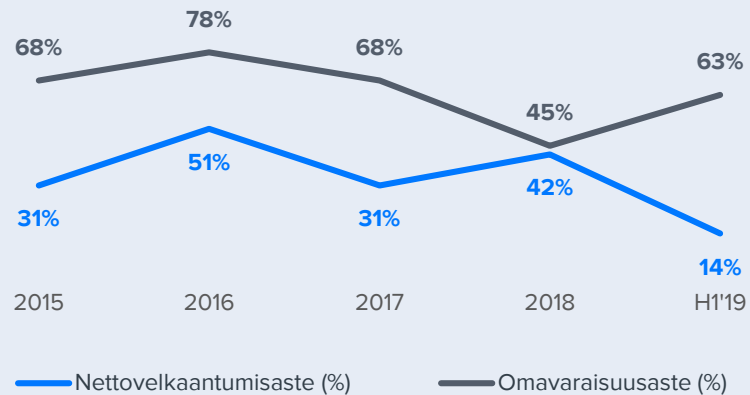
Taseen tunnuslukujen laskennassa Uutechnicin Japrotekille antamia pääomallainoja (ts. korollisia saamia) ei ole vähennetty nettovelasta. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä saamisen kotiutumiseen ja kotiutumisen aikatauluun liittyy epävarmuutta, vaikka arviomme mukaan Japrotekillä itsenäisenä yrityksenä onkin aiempaa paremmat edellytykset tappiokierteen katkaisuun. Saamisen täysimääräinen kotiutuminen (+korkotuotot) lähivuosina vahvistaisi kuitenkin oleellisesti Uutechnicin taloudellista tilannetta. Lisäksi saamisen kotiutuminen taas antaisi yhtiölle selvästi lisää vapausasteita pääomien allokointiin (ml. epäorgaaninen kasvu että osingot). Siten Japrotekin kehityksellä on yhä tuntuva merkitys Uutechnicin taloudelliselle asemalle.

# Taloudellinen tilanne

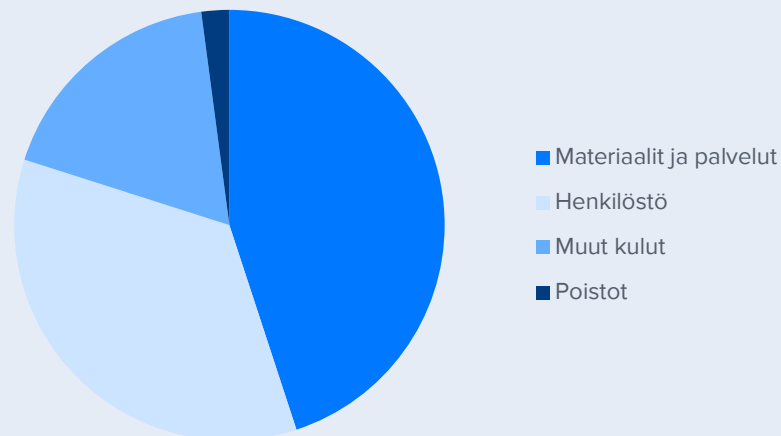
## Tase H1'19:n lopussa



## Taseen tunnuslukujen kehitys



## Arvioitu tämänhetkinen kulurakenne



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Uutechnicin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa konsernin tilauskertymään perustuen. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme lisäksi tytäryhtiöiden liikevaihtoa arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuden muutoksen perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme konsernin myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Lisäksi mallinamme konsernitulosta vuositason myös tytäryhtiöiden sekä emoyhtiön numeroita netottamalla. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua sekä arvioimaamme Uutechnicin pitkän ajan marginaalipotentialia. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä niiden ajoittumista ja skaalaa on mahdotonta ennakoita.

## Vuoden 2019 ennusteet

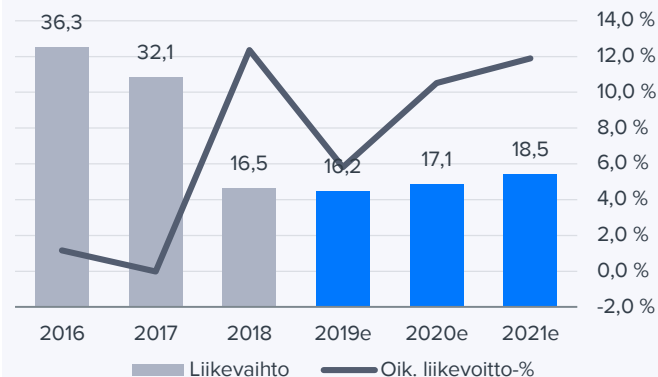
Uutechnic antanut kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön tulos jää tänä vuonna viime vuodesta. Yhtiö perusteli näkemystä 1) tietojärjestelmä uudistuksen kertaluontoisilla kuluilla 2) hallintokulujen suhteellisen rasituksen nousulla 3) maailmantalouden hidastuminen myötä vaikeutuvalla markkinalla 4) osittain alhaisesta työkuormasta johtuneella Q1:n heikolla tuloksella. H1:llä Uutechnic teki 7,8 MEUR:n liikevaihdolla 0,1 MEUR:n liikevoiton (H1'18: 7,3 MEUR:n liikevaihto,

0,7 MEUR:n liikevoitto), kun taas lopetetut toiminnot huomioiva nettotappio oli 0,4 MEUR.

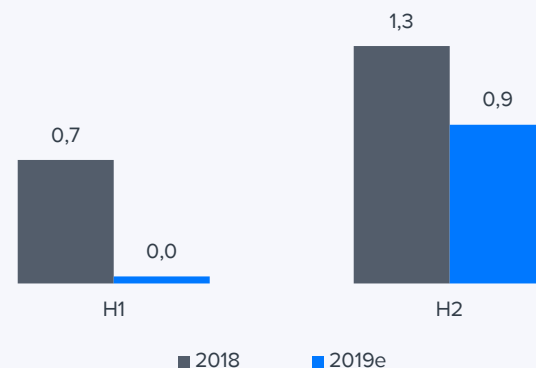
Uutechnicin tilauskanta oli H1:n lopussa 8,5 MEUR, mikä oli 12 % vertailukautta ylempänä. H1'19:n uudet tilaukset olivat vertailukauden tasolla 9,6 MEUR:ssa. Näin ollen yhtiön työkuorma on tilauskannan valossa arviomme mukaan riittävän täynnä Q3:lle, mutta ainakin Q4:lle yhtiöllä olisi vielä toimituskapasiteettia. Q3:lla yhtiö ei ole toistaiseksi tiedottanut suuremmista tilauksista ja pohjakysynnän kehitykseen liittyy mielestämme kasvavaa epävarmuutta, kun huomioidaan globaalin talouskasvun hidastuminen ja Stelzerin kotimarkkinan eli Saksan vientikoneen yskiminen. Toistaiseksi yhtiön tarjouskanta on arviomme mukaan kuitenkin kohtuullisella tasolla epävarmuuden kasvusta huolimatta ja odotamme Uutechniciltä tervettä tilauskertymää myös H2'19:ltä.

Odotamme yhtiön jatkuvien toimintojen liikevaihdon laskevan tänä vuonna 2 % 16,1 MEUR:oon. Jatkuvien toimintojen liikevoiton ennustamme vastaavasti laskevan H1-tulosta ja myös osin H2:lla vaikuttavia jo mainittuja ajureita peilaten 54 % 0,9 MEUR:oon. Lievien rahoituskulujen ja maltillisesti normalisoitua tasoa alempien verojen (yhtiöllä on vielä hyödynnettävissä vanhoja tappioita Suomessa) myötä ennustamme yhtiön jatkuvien toimintojen EPS:n olevan vuonna 2019 0,01 euroa (0,00 euroa lopetettujen toimintojen H1'19:n tappiot huomioiden).

## Konsernin\* liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Liikevoiton (oik.) kehitys puolivuositain



## Ennusteet 2/3

Osinkoa emme odota yhtiön vielä vuoden 2019 tuloksesta maksavan, mutta nettovoitto ja hyvä rahavirta tuovat nettovelkaantumistasetta yhä alaspäin (2019e: 9 %). Japrotek-saatavia tai -korkotuottoja emme ole odottaneet kirjautuvan vielä tälle vuodelle ajoitussyistä.

### Vuosien 2020 ja 2021 ennusteet

Vuoteen 2020 Uutechnic pääsee arviomme mukaan puhtaammalta pöydältä, sillä tietojärjestelmähankkeen pitäisi arviomme mukaan valmistua tänä vuonna, mikä laskee yhtiön juoksevaa kulutaakkaa ja vapauttaa johdon resursseja liiketoiminnan kasvattamiseen ja kehittämiseen (ml. Stelzerin henkilöstötehokkuus). Markkinatilanteen osalta emme usko yhtiölle tulevan selkeää vetoapua, sillä talouskasvu on globaalisti edelleen hidastumaan päin.

Arviomme kuitenkin kasvuun siirtyvän painopisteen alkavan kantaa asteittain hedelmää ja yhtiön alkavan voittaa systemaattisemmin markkinaosuuksia 2020-luvun alkupuolella. Ennustamme Uutechnicin liikevaihdon kasvavan vuosina 2020 ja 2021 6 % ja 8 % 17,1 MEUR:oon ja 18,5 MEUR:oon. Liikevoiton arviomme parantuvan 91 % vuonna 2020 1,8 MEUR:oon ja 22 % MEUR:oon vuonna 2021. Vuosien 2020 ja 2021 ennusteemme vastaavat jo yhtiölle varsin hyviä 10,5 %:n ja 11,9 %:n liikevoittomarginaaleja.

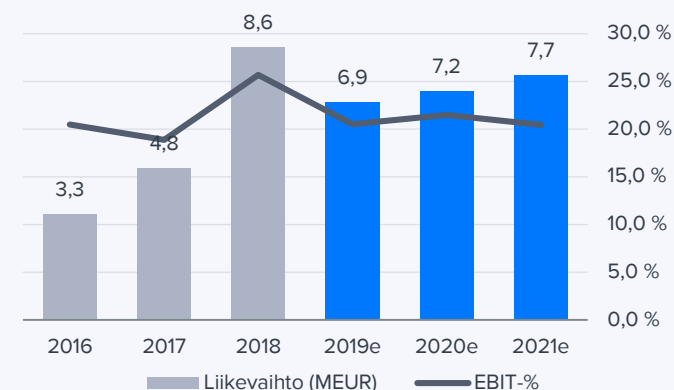
Tuloksen parantumista ajaa arviomme mukaan etenkin liikevaihdon kasvu ja sen skaalautuminen kannattavuuteen sekä Stelzerin toiminnan tehostuminen. Stelzerissä tehokkuuden parantumisen taustalla on etenkin suhteellisen

henkilöstötehokkuuden nousu, jonka taustalla on sekä henkilöstömäärän lasku (eläköitymiset) sekä tuottavuuden parantuminen (ml. uusien tietojärjestelmien luomat hyödyt). Vuonna 2021 Stelzerin pitäisi arviomme mukaan olla myös huomattavasti lähempänä tulospotentiaaliaan, kun tehostamistoimet ovat pureet. Uutechnic Oy:n kannattavuuden arviomme pysyvän jokseenkin vakaana korkealla noin 20 %:n tasolla (EBIT-%). Suhteelliset hallintokulut ovat kuitenkin arviomme mukaan vielä vuosina 2020-2021 orgaanisella kasvulla saavutettavissa olevalle alle 20 MEUR:n liikevaihtotasolle haaste. Yrityskaupat voivat toki korjata tilannetta tässä suhteessa.

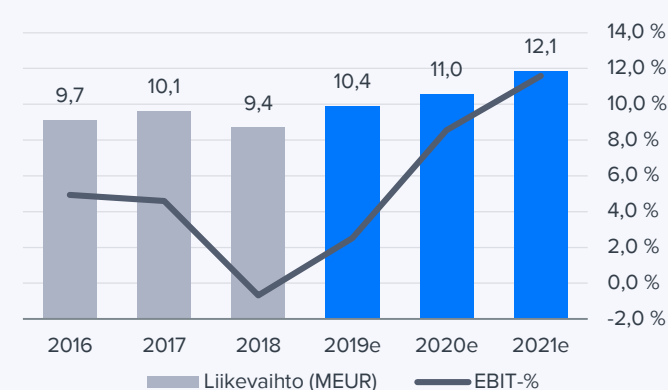
Tuloslaskelman alemmilla riveillä nollassa (sis. korkotuottoja Japrotekiltä) olevat rahoituskulut ja asteittain kohti yhtiön normalisoitua noin 22-24 %:n tasoa liikkuva veroaste huomioiden vuosien 2020 ja 2021 EPS-ennusteemme ovat 0,029 ja 0,032 euroa. 2020-luvulla odotamme myös yhtiön aloittavan maltillisen osingon maksun ja vuosien 2020 ja 2021 osinkoennusteet ovat 0,01 ja 0,015 euroa. Tästä huolimatta yhtiön tase jatkaa vahvistumista ja vuonna 2020 yhtiö on arviomme mukaan selvästi nettovelaton ilman yrityskauppoja. Japrotek-saatavia olemme ennustaneet yhtiön saavan kotiutettua vuosina 2020-2021 0,2 MEUR vuodessa. Saatavan kotiutumisella ja mahdollisilla yrityskaupoilla on tuntuva vaikutus yhtiön taloudellisen aseman kehityksen kulmakertoimeen.

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia yhtiön lähivuosien ennusteisiimme.

Uutechnic Oy:n liikevaihto ja kannattavuus



Stelzerin liikevaihto ja kannattavuus



# Ennusteet 3/3

## Pitkän aikavälin ennusteet

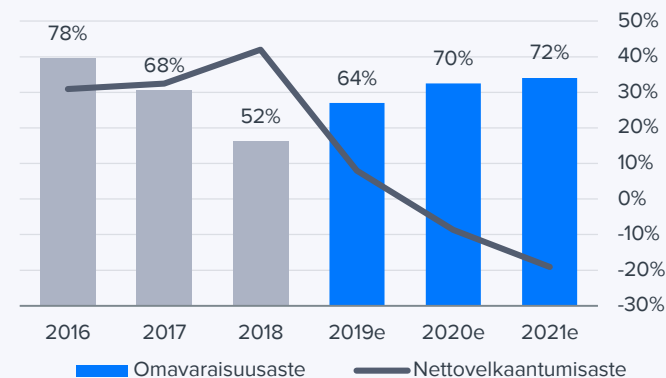
Odotamme Uutechnicin jatkavan kasvua nykystrategiansa päälinjoja noudatellen myös vuoden 2021 jälkeen. Ennustamme Uutechnicin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä orgaanisesti 3-5% vuodessa, mikä perustuu markkinoiden ja yhtiön lievään markkinaosuuden kasvuun. Uutechnicin liiketulosmarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9-12 %:n haarukassa kiristyvän kilpailupaineen takia.

Näkyvyys syklisessä projektiliiketoiminnassa olevan yhtiön pitkän tähtäimen kehityskaareen on rajallinen ja näin ollen ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Tämä vielä korostuu juuri nyt, kun talouskasvu ja markkinakysyntä ovat todennäköisesti heikkenemään päin ja toisaalta yhtiön pitäisi samanaikaisesti pyrkiä kiihdyttämään uusia asiakkuuksia ja markkinoita avaavia kasvupanostuksia. Lisäksi pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat varsin suurella todennäköisyydellä muokkaamaan ennusteitamme rakenteellisesti.

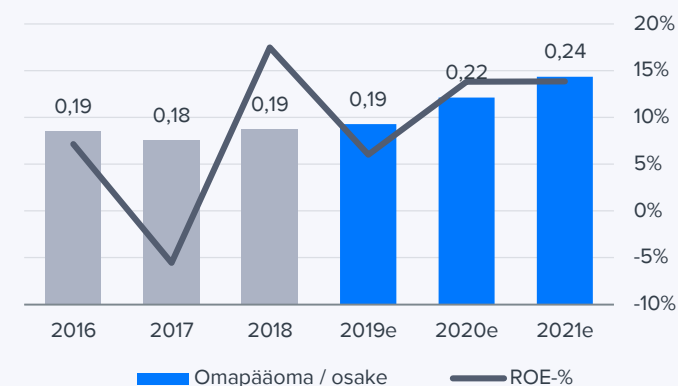
Korkean epävarmuuden ja heikon näkyvyyden sekä niistä kumpuavien suurten ennusteriskien takia pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodostuksen kannalta on mielestämme näistä syistä rajallinen. Olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa, joka toimii Uutechnicin tapauksessa lähinnä realiteettitarkastuksena arvonmäärityksen kannalta kriittisemmille lyhyen aikavälin

arvostuskertoimille.

### Taseen avainlukujen kehitys



### Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Kvartaaliennusteet\*

| Tuloslaskelma                        | H1'17           | H2'17           | 2017            | H1'18           | H2'18          | 2018            | H1'19          | H2'19e         | 2019e          | H1'20e          | H2'20e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|--------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>16,7</b>     | <b>15,4</b>     | <b>32,1</b>     | <b>7,4</b>      | <b>9,2</b>     | <b>16,5</b>     | <b>7,4</b>     | <b>8,8</b>     | <b>16,2</b>    | <b>7,8</b>      | <b>9,3</b>    | <b>17,1</b>   | <b>18,5</b>   | <b>20,0</b>   |
| Konserni                             | 16,7            | 15,4            | 32,1            | 7,4             | 9,2            | 16,5            | 7,4            | 8,8            | 16,2           | 7,8             | 9,3           | 17,1          | 18,5          | 20,0          |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>-0,5</b>     | <b>1,1</b>      | <b>0,6</b>      | <b>0,8</b>      | <b>1,5</b>     | <b>2,3</b>      | <b>0,3</b>     | <b>1,1</b>     | <b>1,4</b>     | <b>0,9</b>      | <b>1,4</b>    | <b>2,2</b>    | <b>2,5</b>    | <b>2,7</b>    |
| Poistot ja arvonalennukset           | -0,3            | -0,3            | -0,6            | -0,1            | -0,1           | -0,2            | -0,2           | -0,2           | -0,4           | -0,2            | -0,2          | -0,4          | -0,3          | -0,3          |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>-0,8</b>     | <b>0,8</b>      | <b>0,0</b>      | <b>0,7</b>      | <b>1,3</b>     | <b>2,0</b>      | <b>0,0</b>     | <b>0,9</b>     | <b>0,9</b>     | <b>0,7</b>      | <b>1,2</b>    | <b>1,8</b>    | <b>2,2</b>    | <b>2,4</b>    |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>-0,8</b>     | <b>0,8</b>      | <b>0,0</b>      | <b>0,7</b>      | <b>1,3</b>     | <b>2,0</b>      | <b>0,0</b>     | <b>0,9</b>     | <b>0,9</b>     | <b>0,7</b>      | <b>1,2</b>    | <b>1,8</b>    | <b>2,2</b>    | <b>2,4</b>    |
| Konserni                             | -0,8            | 0,8             | 0,0             | 0,7             | 1,3            | 2,0             | 0,0            | 0,9            | 0,9            | 0,7             | 1,2           | 1,8           | 2,2           | 2,4           |
| Nettorahoituskulut                   | -0,1            | -0,4            | -0,5            | -0,1            | 0,0            | -0,1            | -0,1           | -0,1           | -0,1           | 0,0             | 0,0           | 0,0           | 0,1           | 0,1           |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>-0,9</b>     | <b>0,4</b>      | <b>-0,5</b>     | <b>0,6</b>      | <b>1,3</b>     | <b>2,0</b>      | <b>0,0</b>     | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>     | <b>0,7</b>      | <b>1,2</b>    | <b>1,8</b>    | <b>2,3</b>    | <b>2,5</b>    |
| Verot                                | 0,1             | -0,2            | -0,1            | -0,1            | -0,1           | -0,2            | -0,1           | -0,1           | -0,2           | -0,1            | -0,1          | -0,2          | -0,5          | -0,6          |
| 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           |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>-0,8</b>     | <b>0,3</b>      | <b>-0,6</b>     | <b>0,5</b>      | <b>1,3</b>     | <b>1,8</b>      | <b>-0,1</b>    | <b>0,8</b>     | <b>0,6</b>     | <b>0,6</b>      | <b>1,0</b>    | <b>1,6</b>    | <b>1,8</b>    | <b>1,9</b>    |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>-0,01</b>    | <b>0,00</b>     | <b>-0,01</b>    | <b>0,01</b>     | <b>0,02</b>    | <b>0,03</b>     | <b>0,00</b>    | <b>0,01</b>    | <b>0,01</b>    | <b>0,01</b>     | <b>0,02</b>   | <b>0,03</b>   | <b>0,03</b>   | <b>0,03</b>   |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>-0,01</b>    | <b>0,00</b>     | <b>-0,01</b>    | <b>0,01</b>     | <b>0,02</b>    | <b>0,03</b>     | <b>0,00</b>    | <b>0,01</b>    | <b>0,01</b>    | <b>0,01</b>     | <b>0,02</b>   | <b>0,03</b>   | <b>0,03</b>   | <b>0,03</b>   |
|                                      |                 |                 |                 |                 |                |                 |                |                |                |                 |               |               |               |               |
| Tunnusluvut                          | H1'17           | H2'17           | 2017            | H1'18           | H2'18          | 2018            | H1'19          | H2'19e         | 2019e          | H1'20e          | H2'20e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | <b>-1,4 %</b>   | <b>-20,7 %</b>  | <b>-11,7 %</b>  | <b>-55,8 %</b>  | <b>-40,5 %</b> | <b>-48,4 %</b>  | <b>0,2 %</b>   | <b>-4,1 %</b>  | <b>-2,1 %</b>  | <b>5,6 %</b>    | <b>5,7 %</b>  | <b>5,6 %</b>  | <b>8,2 %</b>  | <b>8,1 %</b>  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | <b>-194,6 %</b> | <b>-291,3 %</b> | <b>-100,9 %</b> | <b>-188,4 %</b> | <b>70,7 %</b>  | <b>-51225 %</b> | <b>-94,1 %</b> | <b>-33,1 %</b> | <b>-54,0 %</b> | <b>1485,4 %</b> | <b>27,8 %</b> | <b>91,3 %</b> | <b>22,2 %</b> | <b>9,1 %</b>  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | <b>-2,8 %</b>   | <b>7,1 %</b>    | <b>2,0 %</b>    | <b>10,8 %</b>   | <b>16,1 %</b>  | <b>13,8 %</b>   | <b>3,6 %</b>   | <b>12,5 %</b>  | <b>8,4 %</b>   | <b>10,9 %</b>   | <b>14,5 %</b> | <b>13,0 %</b> | <b>13,6 %</b> | <b>13,5 %</b> |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | <b>-4,8 %</b>   | <b>5,1 %</b>    | <b>0,0 %</b>    | <b>9,5 %</b>    | <b>14,7 %</b>  | <b>12,4 %</b>   | <b>0,6 %</b>   | <b>10,2 %</b>  | <b>5,8 %</b>   | <b>8,3 %</b>    | <b>12,4 %</b> | <b>10,5 %</b> | <b>11,9 %</b> | <b>12,0 %</b> |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | <b>-5,0 %</b>   | <b>1,7 %</b>    | <b>-1,8 %</b>   | <b>7,1 %</b>    | <b>13,8 %</b>  | <b>10,8 %</b>   | <b>-1,6 %</b>  | <b>8,7 %</b>   | <b>4,0 %</b>   | <b>7,5 %</b>    | <b>11,1 %</b> | <b>9,5 %</b>  | <b>9,9 %</b>  | <b>9,5 %</b>  |
| Lähde: Inderes                       |                 |                 |                 |                 |                |                 |                |                |                |                 |               |               |               |               |

# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonmääritysmenetelmät

Suosimme Uutechnicin arvonmäärityksessä etenkin tulos- ja kassavirtapohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E ja P/FCFF. Mielestämme kaikki kertoimet ovat sinänsä käyttökelpoisia yhtiölle, sillä Uutechnicin rakenteessa ei ole tekijöitä, jotka heikentäisivät tuloslaskelman ala- tai yläriveihin pohjautuvien kertoimien käyttökelpoisuutta. EV-kertoimia soveltaessamme emme kuitenkaan ole toistaiseksi vähentäneet konsernin nettovelasta Japrotek-saamisia niiden kuranntiuteen ja kotiutumisaikatauluun liittyvän epävarmuuden takia.

Osinkotuoton rooli arvonmäärityksessä ja tuotto-odotuksen haarukoinnissa on pieni, sillä yhtiö ei ole maksanut viime vuosina osinkoa ja rakennejärjestelyvaiheen jälkeen yhtiön olisi mielestämme järkevämpää investoida varansa yrityskauppoihin ja skaalahaittojen poistamiseen kuin maksaa varoja ulos omistajille (ts. onnistuneilla investoinneilla omistajien tuotto-odotus olisi arviomme mukaan suurempi). Siten Uutechnicin kokonaistuoton on mielestämme tultava etenkin arvonmuutoksesta, jonka taustalla pääroolissa on luonnollisesti tuloskasvu. Yhtiön pääomakevyessä liiketoiminnassa tasepohjainen P/B-luku ei myöskään ole erityisen hyvä tunnusluku, mutta volyymipohjainen EV/S-kerroin toimii konepajaliiketoiminnassa paremmin kannattavuusodotusten mittakaavan hahmottamisessa.

Painotamme arvonmäärityksessämme etenkin kuluvan vuoden ja hieman pienemmiltä osin seuraavan vuoden kertoimia, sillä näkyvyys Uutechnicin sykliseen projektiliiketoimintaan on

pidemmällä tähtäimellä heikko. Vuoden 2019 uudelleenjärjestelytilanteen vuoksi painotamme väliaikaisesti arvonmäärityksessä normaalia enemmän jo ensi vuotta. Heikon näkyvyyden takia pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvan DCF-malin painoarvo Uutechnicin arvonmäärityksessä on vähäinen.

Pääpaino tulospohjaisessa arvonmäärityksessä on absoluuttisilla kertoimilla, sillä suorat listatut verrokkit ovat vähissä. Hyvän realiteettitarkastuksen yhtiön arvostuskertoimien suhteuttaminen Helsingin pörssin (pieniin) konepajoihin kuitenkin antaa ja annamme suhteelliselle arvonmääritykselle maltillisen painon arvostuksen kokonaiskuvan muodostamisessa.

## Arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Mielestämme Uutechnicin hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Laadukas sekoitinliiketoiminnan tarjoama** lisää luottamusta yhtiön keskipitkän aikavälin kilpailukyvyn suhteen
- **Hyvä keskipitkän ajan kasvu- ja tuloskasvupotentiaali** voi toimia osakkeelle ajurina, kunhan kannattava kasvu pääsee kunnolla vauhtiin
- **Lyhyellä tähtäimellä (H2'19) vaisu tuloskasvukuva** toimii osakkeelle toistaiseksi käsijarruna
- **Mahdollinen profiloituminen potentiaalisesti ostokohteeksi** voi tukea osakkeen hyväksyttävää arvostusta

| Arvostustaso                 | 2019e | 2020e  | 2021e  |
|------------------------------|-------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 0,37  | 0,37   | 0,37   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 56,5  | 56,5   | 56,5   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 21    | 21     | 21     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 22    | 20     | 18     |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 32,8  | 13,0   | 10,9   |
| <b>P/E</b>                   | 32,8  | 13,0   | 10,9   |
| <b>P/Kassavirta</b>          | 5,7   | 10,8   | 9,8    |
| <b>P/B</b>                   | 1,9   | 1,7    | 1,5    |
| <b>P/S</b>                   | 1,3   | 1,2    | 1,1    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 1,4   | 1,2    | 1,0    |
| <b>EV/EBITDA (oik.)</b>      | 16,1  | 9,0    | 7,3    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 23,4  | 11,1   | 8,4    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 0,0 % | 34,9 % | 43,7 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 0,0 % | 2,7 %  | 4,0 %  |

Lähde: Inderes

## Arvonmääritys ja suositus 2/3

- **Tuloksen syklisyys/volatiliteetti sekä yhtiön pieni kokoluokka** nostavat sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttävät tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa
- **Suuri Japrotek-saatava taseessa** nostaa sijoittajan riskiprofiilia osakkeessa toistaiseksi
- **Vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat rakenteellisesti alhaisella tasolla, mikä puoltaa selvän likviditeettipreemion vaatimista osakkeelta.
- **Vahva track-record** Uutechnic Oy:stä luo luottamusta yhtiön pitkän ajan potentiaaliin, mutta Stelzerin viime vuosien vaisu track-record neutraloi ajurin toistaiseksi

Nämä taustat huomioiden normalisoitu P/E-kerroin Uutechnicille on mielestämme noin 10x-14x ja EV/EBIT-kerroin 8x-12x. Haarukat ovat yhtiön historiallisten tasojen alapuolella, mutta pidämme tätä perusteltuna, sillä Uutechnicin tulostunto on ollut pörssihistoriansa ajan valtaosin heikko, eikä historiallisia tulostasojakaan voida siten käyttää referenssinä. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinan yleisen kehityksen ja yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutosten varalle.

Uutechnicin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 33x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 24x ja 11x. Vuosien 2019 ja 2020 EV/EBIT-kertoimet olisivat 20x ja 10x, jos Japrotek-saatavaa kohdeltaisiin

käteisen tavoin ja se vähennettäisiin yhtiön nettovelasta.

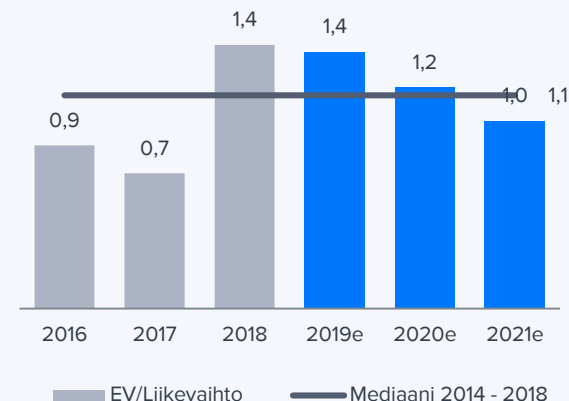
Nämä ja osakkeelle hyväksymämme kerroinhaarukat huomioiden osakkeen arvostustaso on mielestämme ottanut etunojan tulosparannuksen etenemisen ja Uutechnicin kasvuyhtiöprofiiliin vahvistumisen suhteen. Näin ollen emme näe arvostuksessa nousuvaraa ja kurssinousu vaatisi etenkin vuoden 2020 osalta varsin vaativien ennusteidemme ylittämistä. Näin ollen osakkeen tuotto/riski-profiili ei mielestämme ole tarpeeksi hyvä, vaikka hyvässä skenaariossa ennusteidemme ylittäminen ei olekaan mahdotonta. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme jäävän alhaisiksi.

### Suhteelliselle preemiolle on toistaiseksi vaikea löytää perusteita

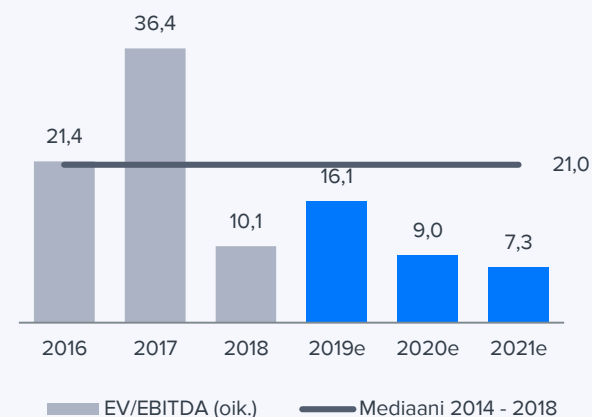
Suhteellisesti peilaamme Uutechnicin arvostusta Helsingin pörssin pieniin (markkina-arvo alle 1000 MEUR) samantyyppisellä liiketoimintamallilla operoiviin konepajayhtiöihin, sillä suoraa ja hyvin vertailukelpoisia verrokkeja yhtiölle ei juuri listattuna ole. Vertailuryhmän yhtiöt ovat kuitenkin kokoluokaltaan ja tuoteportfolioiltaan varsin erilaisia Uutechniciin verrattuna, minkä takia vertailuryhmän arvostus ei mielestämme välttämättä anna täysin oikeaa kuvaa Uutechnicille hyväksyttävästä arvostustasosta. Näin ollen mittariin tulee mielestämme suhtautua tietyllä varauksella.

Suhteessa löyhästi liitännäiseen verrokkiryhmään Uutechnicin osake on kalliimpi sekä tulos-, tase- että volyymipohjaisesti.

EV/Liikevaihto



EV/EBITDA



# Arvonmääritys ja suositus 3/3

Tämä kieli näkemyksemme mukaan pienelle käännetyhtiölle haastavasta hinnoittelusta. Varsinkin volyymipohjainen yliarvostus antaa mielestämme haastavan kuvan Uutechnicin arvostuksesta yhtiön tässä kehitysvaiheessa. Emme pidä myöskään vertailuryhmän arvostusta erityisen alhaisena. Näin ollen yhtiön pitäisikin pystyä ylittämään melko vaativat ennusteemme, jotta osakkeessa olisi nousuvaraa myös suhteellisesta perspektiivistä tarkasteltuna.

## Kassavirtapohjaisesti arvostus ei ole kohtuuton, mutta iso osa arvosta kaukana tulevaisuudessa

Uutechnicin kassavirta-analyysi (DCF) antaa osakkeelle arvon 0,41 euroa, mikä on hieman nykykurssin yläpuolella. Mallin kasvu- ja kannattavuusennusteemme heijastelevat aiemmin esittämiämme Uutechnicin lyhyen ja pitkä aikavälin melko haastavia ennusteitamme. Olemme käyttäneet mallissa yleisesti matala korkotaso huomioiden kohtuullisen korkeaa diskonttaustekijää, vaikka olemmekin laskeneet pääoman kustannusta Japrotek- ja AP-Tela divestointien myötä laskeneen osakkeen riskiprofiiliin takia. Laskelmassamme oman pääoman kustannus on 10,2 % ja pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,8 %. Kassavirtamallissa noin 44 % muodostuu terminaaliarvosta. Suuri osa osakkeen DCF-arvosta perustuu siis kaukaiseen tulevaisuuteen ja heikentää siten laskelman luotettavuutta. Korostamme myös, että DCF-arvo on herkkä muutoksille korossa ja terminaaliarvoissa eikä sitä kannata seurata sokeasti. Kuitenkin DCF-analyysi tukee näkemystämme osakkeen tämänhetkisestä arvostustasosta kohtuullisen hyvin.

## Lyhyen ajan tuotto-odotus ei puolla riskinottoa

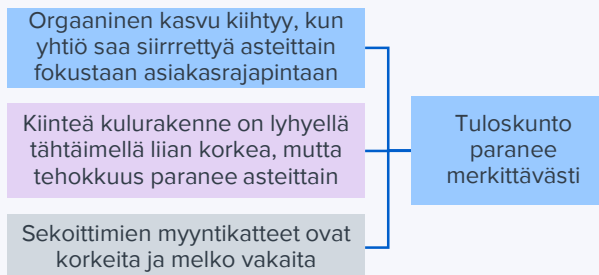
Toistamme Uutechnicin 0,38 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy), sillä viime viikkojen vajaan 15 %:n kurssilasku on purkanut osakkeen selkeimmän yliarvostuksen. Odotamme Uutechnicin kiihdyttävän lähivuosina kannattavaan kasvuun, kun yhtiö saa vihdoinkin siirrettyä fokuksensa sisäisistä asioista asiakasrajapintaan ja liiketoiminnan kehittämiseen. Kasvun ja Stelzerin tehokkuuden parantumisen kautta syntyvä tuloskasvu hautautuu kuitenkin pääosin arvostuskertoimien normalisointivarian alle. Osinko ei riitä kääntämään tuotto-odotuksen vaakaa positiiviselle puolelle, sillä odotamme yhtiön säästävän pääomansa valtaosin epäorganisten kasvumahdollisuuksien hyödyntämiseen ja tämä olisi mielestämme järkevää myös sijoittajien perspektiivistä.

Osakkeen kurssinousu vaatisikin mielestämme 1) nykyisiä vaativia ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua ja/tai 2) onnistuneita yritysostoja ja/tai 3) ostotarjousta. Näistä tekijöistä kaikkien toteutuminen on sinänsä mahdollista, mutta toisaalta kaikkiin parametreihin liittyy myös oleellisia riskejä ja epävarmuuksia etenkin, kun huomioidaan yleistalouden todennäköisesti heikkenevä suhdanne. Suotuisaan skenaarioon nojaamisen välttämistä puoltaa myös arvostuksen selkeiden tukitasojen puute (ts. vaativien ennusteiden pettäessä osakkeessa olisi laskuvaa).

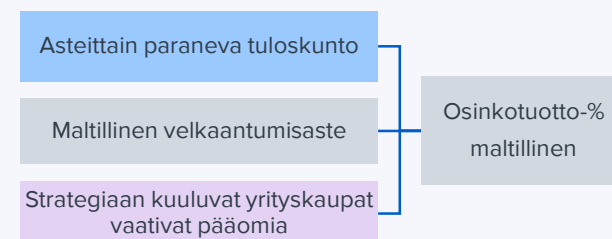
## Osaketuoton ajurit 2019e-2021e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

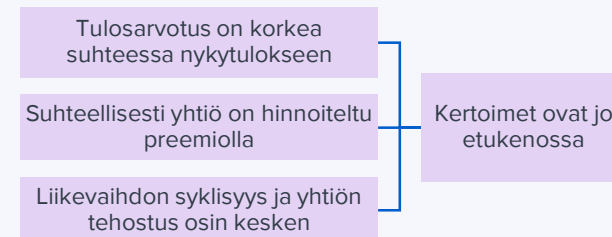
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit

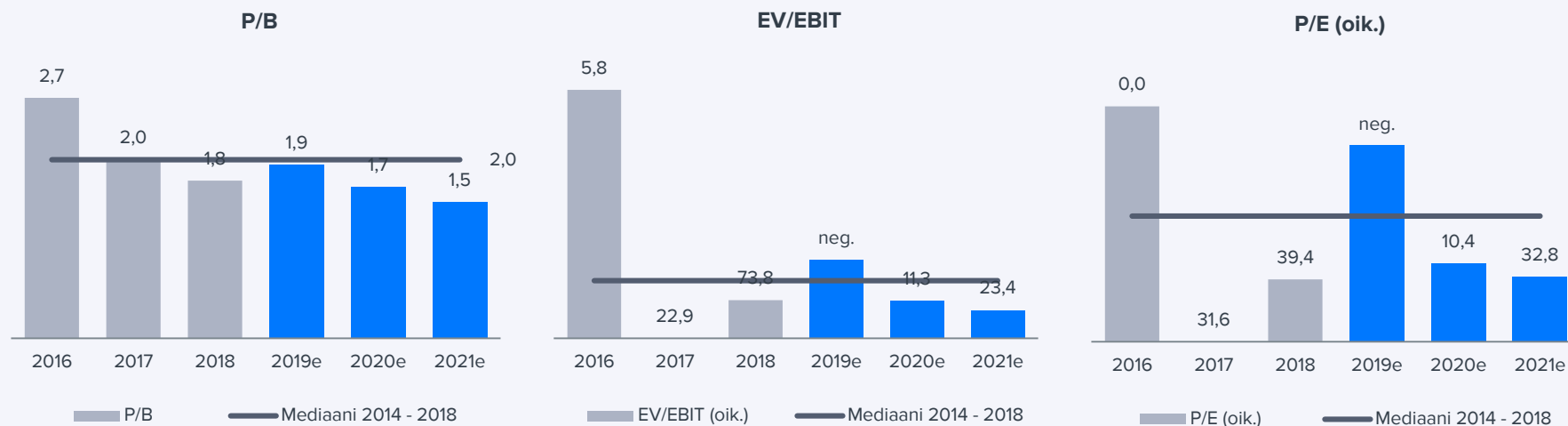


Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 0-6 % p.a.

# Arvostus yhteenveto

| Arvostustaso          | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi           | 0,40  | 0,50  | 0,35  | 0,33  | <b>0,37</b>  | <b>0,37</b>   | <b>0,37</b>   | <b>0,37</b>   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 56,0  | 56,5  | 56,5  | 56,5  | <b>56,5</b>  | <b>56,5</b>   | <b>56,5</b>   | <b>56,5</b>   |
| Markkina-arvo         | 22    | 28    | 20    | 19    | <b>21</b>    | <b>21</b>     | <b>21</b>     | <b>21</b>     |
| Yritysarvo (EV)       | 27    | 31    | 23    | 23    | <b>22</b>    | <b>20</b>     | <b>18</b>     | <b>17</b>     |
| P/E (oik.)            | 31,6  | 39,4  | neg.  | 10,4  | <b>32,8</b>  | <b>13,0</b>   | <b>10,9</b>   | <b>10,7</b>   |
| P/E                   | 31,6  | 39,4  | neg.  | 10,4  | <b>32,8</b>  | <b>13,0</b>   | <b>10,9</b>   | <b>10,7</b>   |
| P/Kassavirta          | neg.  | >100  | 31,9  | neg.  | <b>5,7</b>   | <b>10,8</b>   | <b>9,8</b>    | <b>10,2</b>   |
| P/B                   | 2,4   | 2,7   | 2,0   | 1,8   | <b>1,9</b>   | <b>1,7</b>    | <b>1,5</b>    | <b>1,4</b>    |
| P/S                   | 2,5   | 0,8   | 0,6   | 1,1   | <b>1,3</b>   | <b>1,2</b>    | <b>1,1</b>    | <b>1,1</b>    |
| EV/Liikevaihto        | 3,1   | 0,9   | 0,7   | 1,4   | <b>1,4</b>   | <b>1,2</b>    | <b>1,0</b>    | <b>0,9</b>    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 20,6  | 21,4  | 36,4  | 10,1  | <b>16,1</b>  | <b>9,0</b>    | <b>7,3</b>    | <b>6,3</b>    |
| EV/EBIT (oik.)        | 22,9  | 73,8  | neg.  | 11,3  | <b>23,4</b>  | <b>11,1</b>   | <b>8,4</b>    | <b>7,1</b>    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b> | <b>34,9 %</b> | <b>43,7 %</b> | <b>57,0 %</b> |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b> | <b>2,7 %</b>  | <b>4,0 %</b>  | <b>5,3 %</b>  |

Lähde: Inderes



# Vertailuryhmä

| Verrokkiryhmän arvostus       | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E          |             | Osinkotuotto-% |              | P/B         |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|-------------|----------------|--------------|-------------|
| Yhtiö                         |             | MEUR          | MEUR       | 2019e       | 2020e       | 2019e       | 2020e       | 2019e          | 2020e       | 2019e        | 2020e       | 2019e          | 2020e        | 2019e       |
| Kesla                         | 5,35        | 13            | 23         |             |             |             |             |                | 0,6         | 8,4          | 10,0        | 3,8            | 3,8          | 1,3         |
| Glaston                       | 1,19        | 100           | 144        | 18,9        | 12,1        | 18,5        | 7,2         | 0,7            | 0,6         |              | 12,6        | 3,5            | 4,1          | 1,4         |
| Raute                         | 22,70       | 74            | 55         | 6,7         | 6,9         | 5,0         | 5,0         | 0,5            | 0,5         | 12,2         | 13,0        | 6,3            | 6,5          | 2,1         |
| Ponsse                        | 28,10       | 785           | 838        | 10,7        | 9,4         | 8,4         | 7,2         | 1,1            | 1,0         | 14,2         | 12,1        | 3,4            | 3,6          | 3,3         |
| Outotec                       | 5,64        | 1035          | 1069       | 13,1        | 8,8         | 8,7         | 6,7         | 0,9            | 0,7         | 21,1         | 13,4        | 1,6            | 1,8          | 3,1         |
| <b>Uutechnic (Inderes)</b>    | <b>0,37</b> | <b>21</b>     | <b>22</b>  | <b>23,4</b> | <b>11,1</b> | <b>16,1</b> | <b>9,0</b>  | <b>1,4</b>     | <b>1,2</b>  | <b>32,8</b>  | <b>13,0</b> | <b>0,0</b>     | <b>2,7</b>   | <b>1,9</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |            | <b>12,4</b> | <b>9,3</b>  | <b>10,2</b> | <b>6,5</b>  | <b>0,8</b>     | <b>0,7</b>  | <b>14,0</b>  | <b>12,2</b> | <b>3,7</b>     | <b>4,0</b>   | <b>2,2</b>  |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |            | <b>11,9</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,6</b>  | <b>6,9</b>  | <b>0,8</b>     | <b>0,6</b>  | <b>13,2</b>  | <b>12,6</b> | <b>3,5</b>     | <b>3,8</b>   | <b>2,1</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |            | <b>96 %</b> | <b>22 %</b> | <b>89 %</b> | <b>30 %</b> | <b>67 %</b>    | <b>92 %</b> | <b>148 %</b> | <b>4 %</b>  | <b>-100 %</b>  | <b>-29 %</b> | <b>-6 %</b> |

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

# Kassavirtamalli

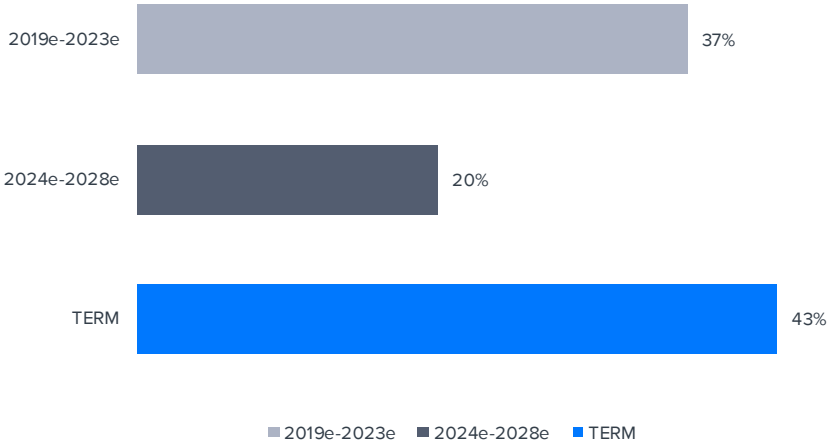
| DCF-laskelma                            | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | TERM |
|-----------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Liikevoitto                             | 2,0  | 0,9   | 1,8   | 2,2   | 2,4   | 2,5   | 2,5   | 2,5   | 2,3   | 2,3   | 2,3   |      |
| + Kokonaispoistot                       | 0,2  | 0,4   | 0,4   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |      |
| - Maksetut verot                        | 0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,3  | -0,5  | -0,6  | -0,6  | -0,6  | -0,5  | -0,5  | -0,5  |      |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |      |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |      |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -1,6 | 0,7   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,0   |      |
| Operatiivinen kassavirta                | 0,9  | 1,9   | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,4   | 2,4   | 2,4   | 2,3   | 2,3   | 2,1   |      |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |      |
| - Bruttoninvestoinnit                   | -1,1 | 2,1   | -0,1  | 0,0   | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |      |
| Vapaa operatiivinen kassavirta          | -0,1 | 4,0   | 2,0   | 2,2   | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,0   | 1,9   |      |
| +/- Muut                                | -2,7 | -0,3  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |      |
| Vapaa kassavirta                        | -2,8 | 3,7   | 2,0   | 2,2   | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,0   | 1,9   | 26,6 |
| Diskontattu vapaa kassavirta            |      | 3,6   | 1,8   | 1,8   | 1,6   | 1,5   | 1,4   | 1,2   | 1,1   | 1,0   | 0,8   | 11,8 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |      | 27,6  | 24,0  | 22,2  | 20,4  | 18,9  | 17,4  | 16,0  | 14,7  | 13,7  | 12,7  | 11,8 |
| Velaton arvo DCF                        |      | 27,6  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| - Korolliset velat                      |      | -4,8  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| + Rahavarat                             |      | 0,4   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| -Vähemmistöosuus                        |      | 0,0   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| -Osinko/pääomapalautus                  |      | 0,0   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Oman pääoman arvo DCF                   |      | 23,1  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Oman pääoman arvo DCF per osake         |      | 0,41  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |

## Pääoman kustannus (wacc)

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 23,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 20,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 4,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,40   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likviditeettipremio                 | 1,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 10,7 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 9,1 %  |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2017         | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>32,1</b>  | <b>16,5</b> | <b>16,2</b> | <b>17,1</b> | <b>18,5</b> | <b>20,0</b> |
| Konserni                           | 32,1         | 16,5        | 16,2        | 17,1        | 18,5        | 20,0        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>0,6</b>   | <b>2,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,7</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -0,6         | -0,2        | -0,4        | -0,4        | -0,3        | -0,3        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>0,0</b>   | <b>2,0</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,4</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>0,0</b>   | <b>2,0</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,4</b>  |
| Konserni                           | 0,0          | 2,0         | 0,9         | 1,8         | 2,2         | 2,4         |
| Nettorahoituskulut                 | -0,5         | -0,1        | -0,1        | 0,0         | 0,1         | 0,1         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-0,5</b>  | <b>2,0</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,5</b>  |
| Verot                              | -0,1         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,5        | -0,6        |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-0,6</b>  | <b>1,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,9</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>-0,01</b> | <b>0,03</b> | <b>0,01</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,01</b> | <b>0,03</b> | <b>0,01</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> |

| Tunnusluvut                          | 2017     | 2018     | 2019e   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|--------------------------------------|----------|----------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -11,7 %  | -48,4 %  | -2,1 %  | 5,6 %  | 8,2 %  | 8,1 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -100,9 % | -51225 % | -54,0 % | 91,3 % | 22,2 % | 9,1 %  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 2,0 %    | 13,8 %   | 8,4 %   | 13,0 % | 13,6 % | 13,5 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 0,0 %    | 12,4 %   | 5,8 %   | 10,5 % | 11,9 % | 12,0 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -1,8 %   | 10,8 %   | 4,0 %   | 9,5 %  | 9,9 %  | 9,5 %  |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       | Vastattavaa                    | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>11,3</b> | <b>11,7</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,8</b>  | <b>8,5</b>  | <b>Oma pääoma</b>              | <b>9,9</b>  | <b>10,6</b> | <b>10,9</b> | <b>12,5</b> | <b>13,8</b> |
| Liikearvo                      | 3,5         | 3,1         | 1,8         | 1,8         | 1,8         | Osakepääoma                    | 2,9         | 2,9         | 2,9         | 2,9         | 2,9         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 2,0         | 1,0         | 0,8         | 0,9         | 0,9         | Kertyneet voittovarot          | 0,7         | 1,3         | 1,6         | 3,3         | 4,5         |
| Käyttöomaisuus                 | 5,1         | 4,5         | 3,4         | 3,3         | 3,3         | Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | Uudelleenarvostusrahasto       | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 2,9         | 2,9         | 2,7         | 2,4         | Muu oma pääoma                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,6         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2,9</b>  | <b>3,3</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,0</b>  |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>9,1</b>  | <b>8,7</b>  | <b>7,9</b>  | <b>9,0</b>  | <b>10,6</b> | Laskennalliset verovelat       | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Vaihto-omaisuus                | 3,7         | 4,0         | 2,9         | 2,9         | 3,0         | Varaukset                      | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | Lainat rahoituslaitoksilta     | 2,3         | 2,7         | 1,1         | 0,6         | 0,4         |
| Myyntisaamiset                 | 4,8         | 3,3         | 2,3         | 2,4         | 2,6         | Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Likvidit varat                 | 0,6         | 0,4         | 1,6         | 2,7         | 4,0         | Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>20,4</b> | <b>20,4</b> | <b>17,0</b> | <b>17,8</b> | <b>19,1</b> | <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>7,6</b>  | <b>6,5</b>  | <b>4,3</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,3</b>  |
| Lähde: Inderes                 |             |             |             |             |             | Lainat rahoituslaitoksilta     | 1,6         | 2,2         | 1,3         | 1,0         | 1,0         |
|                                |             |             |             |             |             | Lyhytaikaiset korottomat velat | 5,9         | 4,3         | 3,0         | 3,1         | 3,3         |
|                                |             |             |             |             |             | Muut lyhytaikaiset velat       | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
|                                |             |             |             |             |             | <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>20,4</b> | <b>20,3</b> | <b>17,0</b> | <b>17,8</b> | <b>19,1</b> |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:  
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laateen analyttikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 8.8.2016   | Vähennä  | 0,54 €  | 0,57 €      |
| 18.8.2016  | Vähennä  | 0,60 €  | 0,62 €      |
| 13.10.2016 | Lisää    | 0,60 €  | 0,50 €      |
| 24.11.2016 | Vähennä  | 0,45 €  | 0,45 €      |
| 23.1.2017  | Vähennä  | 0,45 €  | 0,47 €      |
| 28.2.2017  | Vähennä  | 0,48 €  | 0,48 €      |
| 2.5.2017   | Vähennä  | 0,48 €  | 0,50 €      |
| 24.7.2017  | Vähennä  | 0,40 €  | 0,43 €      |
| 31.7.2017  | Vähennä  | 0,40 €  | 0,42 €      |
| 30.10.2017 | Vähennä  | 0,40 €  | 0,40 €      |
| 1.3.2018   | Lisää    | 0,40 €  | 0,36 €      |
| 30.4.2018  | Lisää    | 0,47 €  | 0,44 €      |
| 21.5.2018  | Vähennä  | 0,47 €  | 0,49 €      |
| 30.7.2018  | Lisää    | 0,47 €  | 0,44 €      |
| 30.10.2018 | Lisää    | 0,45 €  | 0,40 €      |
| 1.3.2019   | Vähennä  | 0,39 €  | 0,39 €      |
| 2.5.2019   | Vähennä  | 0,36 €  | 0,36 €      |
| 1.8.2019   | Myy      | 0,38 €  | 0,43 €      |
| 23.9.2019  | Vähennä  | 0,38 €  | 0,37 €      |



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

#### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**