

Neo Industrial

Yhtiöraportti

4/2019

Hauras perusta on merkittävä riski

Toistamme Neo Industrialin 1,80 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulos jää lyhyellä tähtäimellä heikoksi, minkä lisäksi sijoittajan riskiprofilia kasvattaa selvästi yhtiön korkea velkataso ja heikko taseasema. Yhtiön tulisi saada aikaan huomattava ja kestävä tulosparannus, jotta taseasemaan liittyvät riskit pienentyisivät. Näkymät tämän suhteen eivät ole mielestämme erityisen vahvat, kun huomioidaan ainakin tilapäistä markkinan hiljentymistä indikoivat merkit.

Sijoitukset kohdistuvat kaapelitoimialaan

Neo Industrial on sijoitusyhtiö, joka sijoittaa kotimaisiin teollisuusyrityksiin. Yhtiö osallistuu sijoituskohteiden liiketoimintaan aktiivisesti ja pyrkii kasvattamaan näiden arvoa. Sijoitukset ovat yhtiölle pitkäaikaisia sijoituksia ja irtaantumisia tehdään vasta, jos yhtiö arvioi, ettei se pysty enää kasvattamaan omistamiensa yhtiöiden arvoa. Tällä hetkellä yhtiö omistaa 100 % kaapelialalla toimivasta Reka Kaapelista, josta konsernin tulos käytännössä muodostuu. Kaapelitoimialan päämarkkinoita ovat Suomen lisäksi muut Pohjoismaat, Baltia ja Luoteis-Venäjä. Kaapelitoimialan pääasiakasalat ovat asuin- ja toimistorakentaminen, sähkön tuotanto ja siirto sekä teollisuus.

Markkinaympäristössä nähtävissä signaaleja hidastumisesta

Arviomme mukaan yhtiön kysynnän kannalta keskeisissä tukku- ja maakaapelointimarkkinoissa on lyhyellä tähtäimellä nähtävissä kysynnän hiljentymisestä. Yhtiön on tärkeää kompensoida tätä viennin kasvattamisella ja muiden alojen kysynnällä markkinaosuuden nostolla. Kokonaisuutena odotamme kuitenkin yhtiön liikevaihdon laskevan 1,5-3 % vuodessa vuosina 2019-2021. Vuonna 2019 odotamme kustannussäästöjen tukevan liikevoittomarginaalia, joka nousee 2,4 %:iin. Vuosina 2020 ja 2021 odotamme kuitenkin kannattavuuden heikkenevän (2,1 % ja 1,7 %), kun liikevaihdon lasku rokottaa volyymeista riippuvaisen tuotannon tehokkuutta. Absoluuttisesti matalan tulostason ja suhteellisen korkeiden rahoituskulujen takia nettotulos painuu lähivuosina nollan tuntumaan tai jopa sen alle. Lisäksi huomattava osa kassavirrasta kohdistuu investointeihin ja rahoituskuluihin, eikä velkatasoa saada siten arviomme mukaan laskettua. Ennusteisiin liittyvää riskitasoa nostaa lyhyt näkyvyys liiketoimintaan, asiakasalojen suhdanneherkkyys sekä metallien hintojen kehitykseen liittyvä korkea epävarmuus.

Korkea riskitaso heikentää riski/tuotto-suhdetta huomattavasti

Neo Industrialin vuosien 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat ennusteillamme 6x ja 7x. Absoluuttisesti matalan operatiivisen tuloksen takia vuoden 2019 P/E-kerroin nousee hyvin korkeaksi (> 100) ja on negatiivinen vuodelle 2020. Tulospohjainen arvostus on kokonaisuudessaan korkea ja osakkeen riski/tuotto-suhdetta heikentää lisäksi korkea riskitaso. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina, sillä se ei ole taseaseman vuoksi perusteltua. Näkemystämme osakkeen korkeasta arvostuksesta tukee kassavirtamalli ja suhteellinen arvostus, vaikkakin huomioitavaa on, että niiden soveltamiseen yhtiön arvonmäärityksessä liittyy rajoitteita.

Analyytikko



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Myy

Edellinen: Myy



1,80 EUR

Edellinen: 1,80 EUR

Osakekurssi: 2,29 EUR

Potentiaali: - 21,4 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	104	101	98	96
kasvu-%	-6 %	-3 %	-3 %	-2 %
EBIT oik.	1,7	2,5	2,1	1,7
EBIT-% oik.	1,6 %	2,4 %	2,1 %	1,7 %
Nettotulos	-0,5	0,1	-0,2	-0,4
EPS (oik.)	0,03	0,02	-0,04	-0,07

P/E (oik.)	69,4	>100	neg.	neg.
P/B	1,5	1,7	1,7	1,8
Osinkotuotto-%	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	14,1	17,0	20,0	24,6
EV/EBITDA	6,9	6,2	6,5	6,9
EV/Liikevaihto	0,2	0,4	0,4	0,4

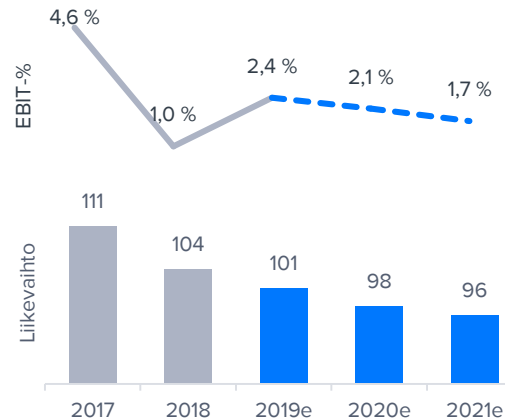
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

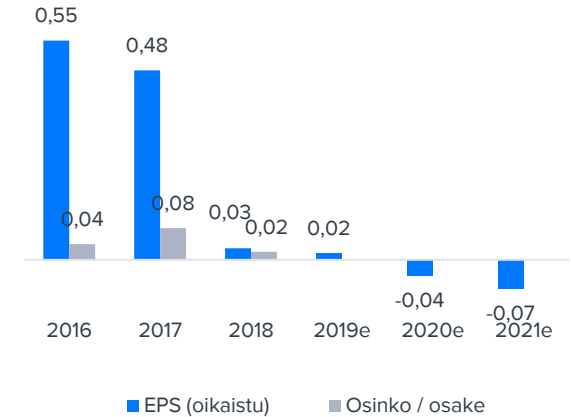


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Maakaapelointi-investoinnit tuovat jatkuvuutta liikevaihdon kehitykseen
- Kustannussäästöt tukevat tulosparannuksen edellytyksiä
- Onnistunut markkinaosuuden kasvu vientimarkkinoilla toisi tarvittavaa liikevaihtokuormaa tehtaiden tehokkaaseen operointiin



Riskitekijät

- Maakaapelointi-investointien aktiviteetin hidastuminen lyhyellä tähtäimellä
- Yhtiön taseasema on heikko ja velan lyhentäminen edellyttää rahavirran selvää vahvistumista
- Heikossa skenaariossa yhtiö joutuu hankkimaan ulkopuolista rahoitusta
- Heikko taloudellinen tilanne voi heijastua operatiiviseen kehitykseen



Arvostus

- Arvostus ei saa tukea korkeista EV/EBITDA-kertoimista ja absoluuttisesti heikon tulostason takia P/E-kerroin nousee hyvin korkeaksi
- Emme odota yhtiön maksavan osinkoa heikon rahoitusaseman takia
- Myöskään suhteellinen arvostus tai kassavirtamalli ei indikoi osakkeelle nousuvaraa



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys	5-7
Liiketoimintamalli	8-11
Sijoitusprofiili	12-13
Markkinat ja kilpailukenttä	14-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-20
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	21-25
Ennusteet	26-28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 1/2

Teollisuuden keskittynyt sijoitusyhtiö

Neo Industrial on sijoitusyhtiö, joka sijoittaa suomalaisiin teollisuusyrityksiin ja pyrkii luomaan arvoa yrityksissä ja niiden keskinäisistä synergioista. Se osallistuu yhtiöiden operatiiviseen liiketoimintaan aktiivisen omistajuuden kautta ja on siten osallinen omistamiensa yhtiöiden kehittämisessä. Teollisuussijoitukset ovat pitkäaikaisia sijoituksia ja Neo Industrialin tarkoitus on kehittää kohteita niin kauan, kun se pystyy kasvattamaan niiden arvoa.

Viime vuosien aikana Neo Industrial on omistanut nykyisen kaapelitoimialan yritysten lisäksi mm. osuuden pientalovalmistaja Finndomosta ja viskoosikuidun valmistuslaitoksen. Muiden liiketoiminta-alueiden konkurssien vuoksi tällä hetkellä yritys keskittyy kaapelitoimialaan ja se on ainoa raportoitava toimiala. Historiallisesti yhtiö on myös tehnyt finanssisijoituksia arvopapereihin ja rahastoihin, mutta nykyinen strategia keskittyy vain teollisuusalan listaamattomiin yhtiöihin.

Liiketoiminta muodostuu tällä hetkellä kaapelitoimialasta

Neo Industrial omistaa 100 % kaapelitoimialaan erikoistuneesta Reka Kaapeli Oy:sta, minkä lisäksi yhtiön osakkuusyhtiönä on Nestor Cables Oy. Neo Industrialin omistusosuus Nestor Cablesista on 22,9 %.

Nestor Cablesin historiallisten tappioiden seurauksena sen oma pääoma on negatiivinen ja siten sen osakkeiden arvo on myös Neo Industrialin taseessa nolla. Huonon taloudellisen

kehityksen taustalla on etenkin yhtiön epäterve rahoitusasema. Tasearvon alaskirjauksesta johtuen sen tulososuutta (22,9 %) ei ole huomioitu Neo Industrialin luvuissa. Neo Industrialilla ei myöskään ole vastuita Nestor Cablesin tappioista.

Reka Kaapelin pääasialliset markkinat ovat Pohjoismaat, Baltia sekä Luoteis-Venäjä. Vuonna 2018 yhtiön liikevaihdosta 86 % tuli EU-maista ja 14% EU:n ulkopuolelta. Voimakaapectien myynti muodosti yhtiön liikevaihdosta noin 79 % ja loput tulivat asennuskaapeleista. Yhtiö palvelee pääsääntöisesti kolmea teollisuudenalaa:

Asuin- ja toimistorakentaminen: pienjännitteisiä asennus- ja voimakaapecteja, joista asennuskaapelit valmistetaan Keuruun tehtaalla ja voimakaapectit Hyvinkään tehtaalla. Markkina heijastelee etenkin rakentamisen suhdanteiden kehitystä.

Sähkön tuotanto ja siirto: pien-, keski- ja suurjännitteisiä voimakaapecteja, joista pienjännitteiset (1 kV) voimakaapectit valmistetaan Hyvinkään tehtaalla ja keski- ja suurjännitekaapelit (6 - 170 kV) Riihimäen tehtaalla. Myös tuulivoimakaapectit kuuluvat tähän ryhmään. Meneillään oleva maakaapelointibuumi vaikuttaa tällä hetkellä vahvasti sähkön siirrossa käytettävien kaapeleiden menekkiin, pääpainon ollessa tällä hetkellä keskijännitemaakaapeleissa.

Teollisuus: Pienjännitteisiä asennus-, ohjaus- ja instrumentointikaapeleita Keuruun tehtaalta, pienjännitevoimakaapecteja Hyvinkään tehtaalta ja keskijännitevoimakaapecteja Riihimäen tehtaalta.

Näiden tuotteiden menekkiin vaikuttavat teollisuuden uusinvestopiinit sekä jonkin verran myös tehtävät ylläpitoinvestiopin

Omistajarakenne

Neo Industrialin omistajarakenne on keskittynyt. Suurimman osakkeenomistajan Reka Oy:n omistusosuus on yli 50 % osakkeista ja yli 65 % äänimäärästä. Neo Industrial on merkittävän omistusosuuden kautta osa Reka-konsernia, jonka emoyhtiö on pääomistaja Reka Oy. Keskittynyt omistus myös jossain määrin rajaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää ja heikentää likviditeettiä.

Merkittävän kokoluokan pääomistajan rooli turvaa yhtiön rahoitusaseman ja vuonna 2016 pääomistajalta saatu velkarahoitus oli mielestämme muiden sijoittajien kannalta houkuttelevasti hinnoiteltu. Siten merkittävän kokoluokan pääomistaja on näkemyksemme mukaan positiivinen asia muiden omistajien kannalta.

Yhtiö myös nosti lyhyen aikavälin käyttöpääomatarpeen rahoituksen turvaamiseksi alkuvuodesta 2019 1,5 MEUR:n lainan lähipiiriltä, joka on arviomme mukaan Reka Oy:ltä. Lähipiiritapahtumat ovat mielestämme usein kyseenalaisia ja ne tulee arvioida tapauskohtaisesti mahdollisten eturistiriitojen näkökulmasta. Olennaista lähipiiriltä saadussa lainassa on etenkin sen markkinaehtoinen hinnoittelu. Näkyvyyttä hinnoitteluun ei kuitenkaan tässä vaiheessa ole.

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 2/2

Historiallinen kehitys on ollut kaksijakoista

Neo Industrialilla on ollut vuosikymmenen alussa merkittäviä taloudellisia haasteita etenkin heikon rahoitusaseman, mutta myös heikon kysynnän vuoksi. Vuonna 2012 yhtiö ylsi liikevoittotasolla pienelle voitolle, mutta vuosina 2013-2015 tulos oli myös liikevoittotasolla tappiolla liikevaihdon jäätyä matalaksi noin 80-85 MEUR:n tasoon.

Yhtiö järjesteli uudelleen rahoituksensa vuoden 2016 aikana, mikä loi pohjan liiketoiminnan kasvattamiselle. Samalla talouden vahva veto ja suuret maakaapelitilaukset vetivät liikevaihdon kasvuun (2016 liikevaihto 101 MEUR) tukien vahvasti yhtiön tulosta. Yhtiö ylsikin lähihistorian parhaaseen kannattavuuteen ja 8 MEUR:n käyttökatteeseen vuonna 2016 (EBITDA-% 7,9 %).

Vuosi 2017 vahvisti yhtiön onnistuneen tulospäänteen, kun yhtiön tulos oli toista vuotta selvästi voitollinen. Tiettyjen maakaapelointitoimituksien siirtyminen kuitenkin arviomme mukaan aiheutti sen, että yhtiön kasvu (+ 9,8 %) jäi alle potentiaalin. Tämä myös vaikutti heikentävästi kannattavuuteen, kun tehtaiden tasaisessa kuormituksessa ei täysin onnistuttu. Tämä alleviivaa tasaisen ja riittävän suuren kuorman tärkeyttä tuotannossa kannattavuuden kannalta. Huolimatta hyvästä liikevaihdon kehityksestä yhtiön vuoden 2017 käyttökatemarginaali laski 6,5 %:iin, mikä vastasi 7,2 MEUR:n käyttökatetta.

Vuonna 2018 Neo Industrial fokusoitui vahvasti kannattavuuteen, mitä oli tarkoitus vahvistaa

tiukalla hinnoittelulla ja marginaaleja puolustamalla. Vuodesta muodostui kuitenkin hyvin haastava, sillä yhtiön liikevaihto kääntyi reilun 6 %:n laskuun ja korkeat metallien hinnat löivät painetta kannattavuuteen. Liikevaihdon laskun taustalla olivat ajoittaiset heikon kysynnän jaksot, mutta arviomme mukaan myös yhtiön pyrkimykset kompensoida metallien hintojen nousun aiheuttamaa kannattavuuspainetta hintojen korotuksin. Vuosi 2018 toi esiin toimialan kilpailutilanteen ankaruuden ja heikon hinnoitteluvoiman. Kaapelin valmistuksen pääraaka-aineiden kuparin ja alumiinin hintojen raju nousu vuoden 2018 H1:llä heikensi Neo Industrialin kannattavuutta huomattavasti ja esimerkiksi painoi Q1:n tuloksen tappiolle. Kannattavuus säilyi haasteita heijastellen laskutrendillä ja yhtiön käyttökate-% oli 3,4 % (2018 käyttökate 3,5 MEUR).

Vuosi 2018 toimi myös muistutuksena siitä, että metallien hintojen voimakas heilunta on yhtiön tulokselle haitallista, sillä tyypillisesti raaka-ainekustannuksien hintapiikit eivät kompensoidu myyntihinnoissa. Absoluuttisesti matalan operatiivisen tuloksen ja suhteellisen korkeiden poistojen sekä rahoituskulujen myötä nettotulos painui 0,5 MEUR tappiolle vuonna 2018.

Neo Industrial lyhyesti

Neo Industrial on sijoitusyhtiö, joka sijoittaa teollisuusyhtiöihin ja aktiivisen omistajuuden kautta pyrkii kehittämään yhtiöitä ja kasvattamaan niiden arvoa.

103,8 MEUR (- 6,4 % % vs. 2017)

Liikevaihto vuonna 2018

3,5 MEUR (3,4 % lv:sta)

Käyttökate vuonna 2018

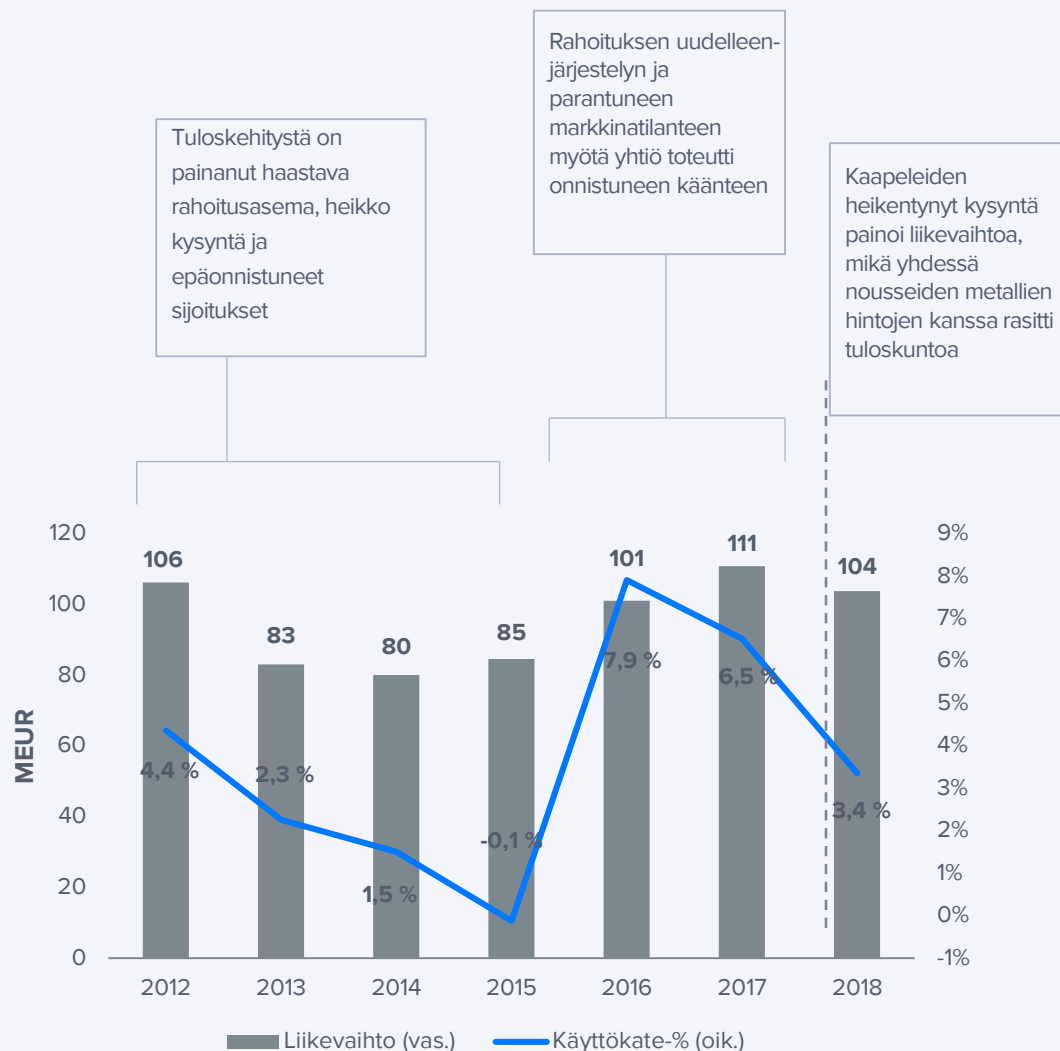
251

Henkilöstö keskimäärin vuonna 2018

Reka kaapeli (100 %)

Nestor Cables (22,9 %)

Sijoitukset kaapelitoimialaan



Liiketoimintamalli 1/2

Liiketoimintamalli

Neo Industrialin liiketoimintamalli on hyvin yksinkertainen ja se rakentuu käytännössä kolmesta ydinprosessista:

1) raaka-aineiden hankinnasta,

2) kaapelin tuotannosta ja

3) myynnistä ja markkinoinnista

Mallin yksinkertaisuudesta johtuen kilpailuettujen saavuttaminen erikoistumisen kautta on haasteellista. Alalla voi kuitenkin erottautua kaapeleiden laadulla ja toimitusketjun toimivuudella.

Hankintaketjun rooli on merkittävä

Hankintatoimi on merkittävässä roolissa Neo Industrialin liiketoiminnassa, koska merkittävä osa kaapeleiden valmistuksen kustannuksista syntyy raaka-aineista. Neo Industrial hankkii raaka-aineita toimittajilta vuosisopimuksilla. Volyymit ovat sopimuksissa joustavia komponentteja ja siten hankintaa voidaan optimoida vastaamaan lopputuotteiden kysyntään. Näin ollen yhtiöön ei arviomme mukaan kohdistu merkittävää varastoriskiä, joskin raaka-aineiden hintojen muutokset voivat heiluttaa varaston arvoa.

Raaka-aineiden hankintaa yhtiössä tehdään sen kolmen tehtaan tarpeen mukaisesti keskitetysti, minkä avulla yhtiö säästää logistiikkakuluissa. Keskittämisen tuomien säästöjen vaikutus on arviomme mukaan kuitenkin melko rajallinen, sillä

ne rajoittuvat logistiikkaan ja yhtiön keskitettyyn hankintaorganisaatioon. Tämä johtuu pitkälti alan kustannusrakenteesta. Hankinnassa volyymialennuksia ei arviomme mukaan ole mahdollista saada merkittävästi, sillä suuri osa (yli 50 %) kaapeleiden raaka-aineista on pörssihinnoiteltuja metalleja.

Raaka-aineiden hankinta sitoo yhtiöltä merkittävästi käyttöpääomaa ja heijastuu siten rahavirtaan. Nykyisen liiketoimintamallin vaihtoehtona olisi ulkoistettu tuotanto sopimusvalmistajille, mutta pidämme nykyistä mallia houkuttelevampana käytäntönä alalla, jossa marginaalit ovat kroonisesti matalat.

Tuotanto on täysin omissa käsissä

Kaapelin tuotanto jakaantuu yhtiön kolmelle tehtaalle, jotka kukin fokusoituvat eri tuotesegmentteihin. Arviomme mukaan tehtailla olisi maltillisia synergioita, mikäli ne rakennettaisiin vierekkäin ja siten nykyinen rakenne ei ole optimaalinen. Synergioiden taso ei kuitenkaan yllä riittävälle tasolle, jotta tehtaiden järjestely olisi jälkikäteen kannattavaa, sillä takaisinmaksuaika investoinnille olisi pitkä.

Tehtaiden yhteydessä yhtiöllä on tuotteiden laadunvalvontapisteet, joiden avulla se valvoo ja ylläpitää tuotteiden laatua, mikä on myös yhtiölle strategisesti tärkeää. Oman tuotannon ansiosta yhtiöllä on mahdollisuus hallita tuotantoprosessia ja varastoaan, mikä on taas keskeistä sen toimitusvarmuuden kannalta. Liiketoimintamallin etu käytännössä rakentuu sen kautta, että

onnistuminen kilpailun kannalta keskeisillä osa-alueet, laatu ja toimitusvarmuus, ovat yhtiön omissa käsissä.

Kaapelin tuotantolinjat ovat käyttöiältään pitkäikäisiä ja niiden huoltotarve on melko matala vuositasolla. Näin ollen huolimatta siitä, että yhtiö omistaa itse tehtaansa, ovat sen vuosittaiset investointitarpeet kohtuullisia liiketoiminnan kokoluokkaan nähden. Mielestämme tämä myös osaltaan puoltaa omaa tuotantoa alalla.

Myynti ja markkinointi tehdään päämarkkinoilla paikallisesti

Neo Industrial vastaa itse pääsääntöisesti tuotteidensa suoramyyntistä ja päämarkkinoilla yhtiö toimii omien myyntiyhtiöidensä kautta. Kaapelitoimialan myyntiorganisaatio painottuu Suomeen, josta johdetaan kaikkia yhtiön ulkomaisia myyntiyhtiöitä. Neo Industrialilla on myyntiyhtiöt Tanskassa, Norjassa, Ruotsissa, Virossa ja Venäjällä, jotka yhdessä muodostavat koko päämarkkina-alueen myyntiverkoston.

Merkittävä osa (arviolta noin 60 %) kaapeliliiketoiminnan myynnistä tulee tukkuliikkeiden kautta, minkä takia yhtiön pitää suunnata markkinointi tukkukauppojen asiakkaille. Käytännössä mallin etuna on se, että silloin yhtiö on lähellä asiakkaitaan ja pystyy reagoimaan asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin lyhyelläkin aikavälillä. Arviomme myös tukkumyynnin olevan erittäin kilpailtua suoramyyntiä houkuttelevampaa parempien katteiden takia.

Liiketoimintamalli 2/2

Investointitarpeet noin poistojen tasolla, liiketoiminta sitoo pääomaa varastoihin

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä odotamme Neo Industrialin investointitarpeiden olevan noin poistojen tasolla eli 1,5-2,5 MEUR:ssa. Taso on liiketoiminnan kokoluokassa kohtuullinen ja sisältää myös tehokkuusinvestointeja ylläpitoinvestointien lisäksi. Siten heikossa tilanteessa yhtiö voisi jarrutella investointien tason suhteen. Absoluuttisesti investoinnit vievät melko suuren osan liiketoiminnan kassavirrasta matalan marginaalipotentialin ja käyttöpääoman sitoutumisen vuoksi, joten liikkumavara on myönteistä nykyinen rahoitustilanne huomioiden.

Kaapelitoimialalle luonteenomaisesti yhtiöllä sitoutuu pääomaa käyttöpääoman muodossa sen varastoihin, mikä taas heikentää kassavirtaa. Tähän vaikuttaa myös yhtiön pyrkimykset erottautua toimitusvarmuudessa ja -nopeudessa, sillä siinä onnistuminen vaatii korkeita varastotasoja. Lisäksi vientivetoinen kasvu sitoo arviomme mukaan kotimaan liiketoimintaa enemmän käyttöpääomaa.

Käyttöpääoman kiertoa nopeuttaa yhtiön myyntisaamisten myyminen taseesta (factoring), mistä johtuen yhtiö saa rahat toimitetuista tuotteista nopeammin kuin suoraan asiakkaita laskuttamalla. On kuitenkin huomioitava, että myyntisaamisten myynti syö rahavirtaa maltillisesti rahoitusyhtiön katteen takia.

Toiminnot



Tuotanto

Myynti ja
markkinointi



T&K

Hankintatoimi



Liiketoimintaidea

Neo Industrial sijoittaa
tulevaisuuden sähköistysratkaisuja
kehittävään kaapelitoimialaan

NEO
Industrial

Liikevaihto 104 m€
EBITDA 3,5 m€ (2018)

Kilpailu

NKT

Suuret toimijat

Nexans

Prysmian
Group

Pienet kaapelintuottajat Itä-Euroopassa

Tuotteet

FLAMEREX

Palonkestävät kaapelit

Reka [®]

Vakiokaapelit

LiteRex

Halogeenittomat kaapelit

DRYREX

Keski- ja
suurjännitemaakaapelit

Myyntikanavat



Suoramyynti



Tukkukauppa

Kysynnän ajurit

3 suurinta asiakasta
toi noin 43,5 %
liikevaihdosta (2018)



Teollisuuden
tehdas investoinnit



Energiantuotanto



Sähköverkkojen rakentaminen



Rakentaminen

Kustannusrakenne

252 hlö (12/2018)
101 m€ (2018)



Henkilöstökulut
(14,2 % kustannuksista)

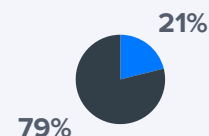


Materiaalit ja palvelut
(74,3 %)

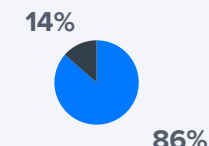


Liiketoiminnan muut kulut
(8,6 %)

Tulovirrat

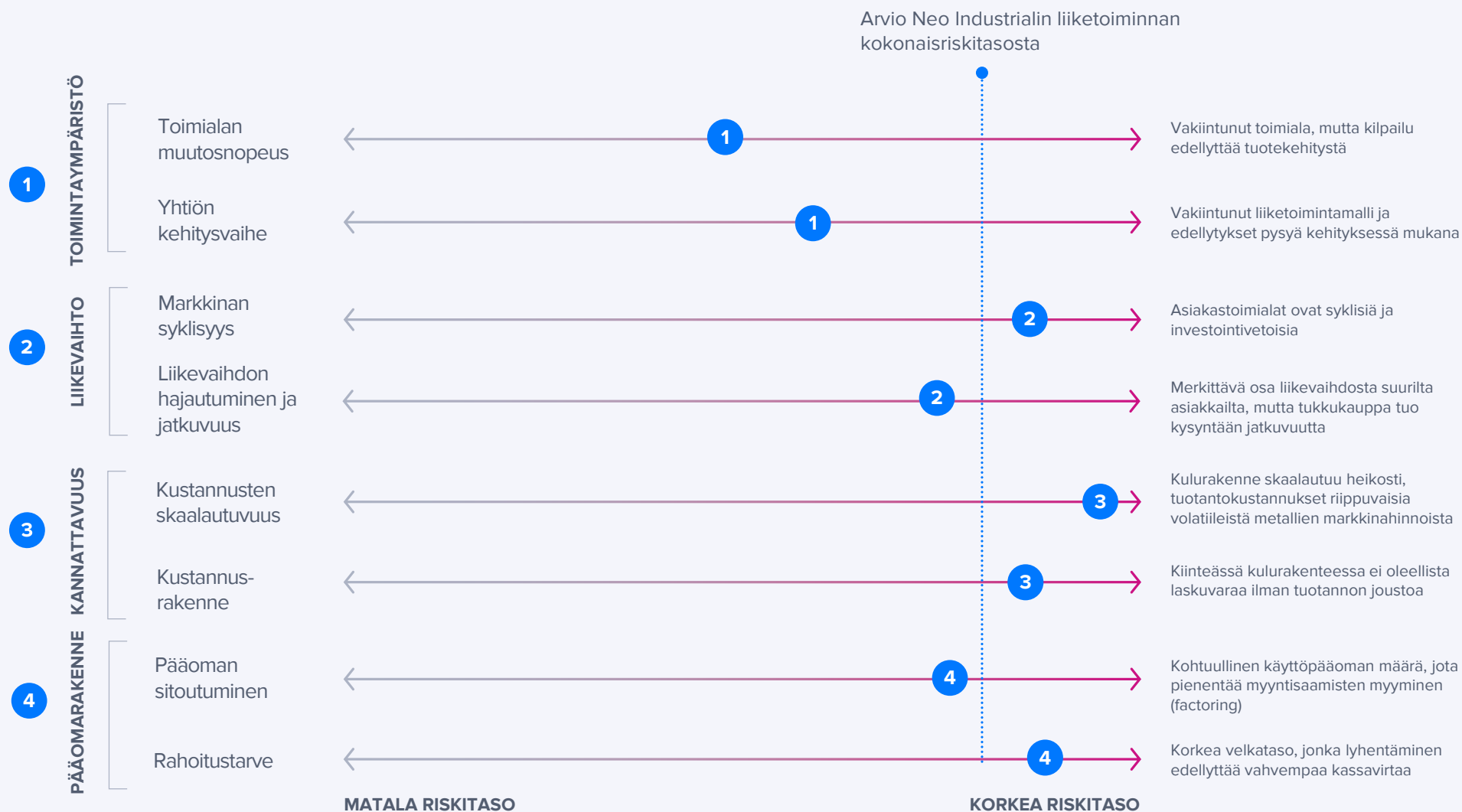


■ Asennuskaapelit ■ Voimakaapelit



■ EU-maat ■ EU:n ulkopuoliset maat

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Ei yksiselitteistä profiilia

Neo Industrial ei mielestämme istu mihinkään tyyppiseen sijoitusprofiiliin suoraan, mutta arviomme mukaan yhtiö pyrkii pitkällä aikavälillä profiloitumaan kasvuyhtiöksi. Kasvuyhtiöprofiilia kuitenkin heikentää kaapelitoimialan liikevaihdon suhdanneherkkyys. Kasvuyhtiöprofiilia luonnollisesti vahvistaisi, jos yhtiö onnistuisi kasvattamaan sijoituksien määrää nykyisen kahden sijoituksen rinnalla. Tämä kuitenkin vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan selvästi nykyistä vahvempaa rahoitusasema.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Neo Industrialin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Viennin kasvu: Arviomme mukaan yhtiön kasvupotentiaali on tällä hetkellä vahvimillaan viennissä, sillä yhtiöllä on kapasiteettinsa rajoissa potentiaalia kasvattaa markkinaosuuttaan Pohjoismaiden tukkumarkkinoilla. Yhtiön jalansija on pieni Suomen ulkopuolisilla markkinoilla, jotka taas ovat Suomen markkinaa isommat. Viennin osuuden kasvu tasoittaisi yhtiön liikevaihdon kehitystä, joka on vahvasti kausiluonteista tällä hetkellä. Tämä myös nostaisi tehtaiden kuormitusta hiljaisemmilla jaksoilla, mikä tehostaisi kokonaisuutta.

Kannattavuuden vahvistuminen: Viennin kasvun myötä kohoava kapasiteetin käyttöaste nostaisi yhtiön kannattavuutta, mikä olisi positiivista. Tätä kuitenkin dilutoi kasvuhakuisuus viennissä, jossa arviomme mukaan kilpaillaan pääasiassa hinnalla. Suomen suuremman

osuuden vuoksi alueen kannattavuusparannuksen pitäisi kuitenkin heijastua konsernitason kannattavuuteen. Lisäksi vientimarkkinoilla odotamme murtautumisvaiheen jälkeen fokuksen siirtyvän asteittain kannattavuuden kohentamiseen keskipitkällä aikavälillä, kunhan kasvu ensin toteutuu.

Maakaapeloinnin tarjoama kasvupotentiaali:

Vuonna 2013 uudistuneen sähkömarkkinalain myötä sähköverkkoyhtiöiden tulee varmistaa sähkön toimitusvarmuus sääolosuhteista riippumatta. Laki asettaa paineita yhtiöille investoida toimitusvarmoin sähköverkkoihin, mikä taas kasvattaa painetta siirtää verkot maan alle maakaapeloinnilla (ts. puuvahinkojen ulottumattomiin). Suuri osa näistä investoinneista on vielä edessä, mikä tarjoaa potentiaalia ja jatkuvuutta Neo Industrialin kaapelin kysynnälle.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Markkinariskit: Merkittävä osa Neo Industrialin kulurakenteesta muodostuu kaapeleiden muuttuvista kustannuksista. Muuttuvat kulut koostuvat kaapeleiden valmistukseen käytettävistä metalleista (alumiinista ja kuparista) sekä muovista. Alumiinin, kuparin ja muovien hintojen muutokset vaikuttavat siten yhtiön myyntikatteeseen ja kokonaistulokseen siltä osin, kun ne eivät siirry asiakkaiden maksettavaksi hintojen kautta. Arviomme mukaan alalla metallien hinnat saadaan siirrettyä hyvin lopputuotteiden hintoihin, mutta tämä tulee viiveellä tyyppisesti. Koska nousevien raaka-aineiden hintojen aikana

myyntihinnat seuraavat perässä viiveellä, on yhtiön haastavaa yltää kannattavuus-potentiaaliinsa raaka-ainehintojen noustessa.

Asiakasriskit: Iso osuus yhtiön liikevaihdesta tulee kahdelta suurimmalta asiakkaalta. Asiakkaiden menettäminen tai niiden liiketoimintavaikkeudet laskisi yhtiön liikevaihtoa merkittävästi ja sen vaikutus kannattavuuteen olisi huomattava. Asiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä, joten emme odota äkillisiä muutoksia niihin. Tukkuliikkeiden kysyntä tulee niiden asiakkailta, jolloin asiakkaiden käyttämien kaapeleiden toimittajan (mm. Reka Kaapeli) vaihtaminen olisi haastavaa.

Tuloksen kausiluonteisuus: Kausiluonteisuuden vuoksi liikevaihdon kehitys on epätasaista. Mikäli yhtiö epäonnistuu tehtaiden kuormituksessa hiljaisemmilla kvartaaleilla voi tämä painaa kannattavuutta ja sitä kautta heikentää selvästi koko vuoden tulosta, kun konsernitason kustannusrakenne ei jousta lyhyellä aikavälillä kysynnän mukana.

Taseriskit: Yhtiön taseasema on välttävä ja velanhoitokyky herättää tiettyjä huolia (2018 nettovelka/EBITDA 3,5x). Mikäli yhtiön tuloskehitys heikentyisi nykyiseltä tasolta voisi yhtiö joutua turvautumaan ulkopuoliseen lisärahoitukseen. Heikentävä taseasema voisi myös heijastua operatiiviseen kehitykseen, jos luottamus rahoitustilanteen kestävytyteen heikentyisi. Tätä riskiä nostaa yhtiön näkemysero verottajan kanssa.

Sijoitusprofiili

1.

Rakentamisen hidastuva suhdanne

2.

Maakaapelointi-investoinnit

3.

Viennin kasvu

4.

Asiakas- ja markkinariskit

5.

Tuloksen kausiluonteisuus

Potentiaali



- Maakaapelointi-investoinnit tuovat kohtuullista liikevaihtokuormaa lähivuosille
- Viennin kasvu laskisi kausiluonteisuuden vaikutusta
- Kannattavuuden nousu tehtaiden käyttöasteiden nousun myötä

Riskit



- Rakentamisen markkinan odotetaan hiljentyvän vuosina 2019 ja 2020
- Raaka-aineiden hinnat määritellään globaaleilla ja volatiileilla markkinoilla
- Yhtiön välttävä taseasema nostaa riskiprofiilia ja yhtiön on onnistuttava tulostrendin käännteessä, jotta taseasema vahvistuu

Markkina ja kilpailukenttä 1/2

Liikevaihto jakautuu tukku- ja projektikauppaan

Arviomme mukaan noin 60 % kaapeliliiketoiminnan liikevaihdesta tulee tukkukaupasta ja loput projektikaupasta, josta osa on toistuvaa kauppaa. Projektikaupat ovat tyypillisesti suurempia ja kilpailutettuja kokonaisuuksia, minkä arvioimme heijastuvan selkeästi niiden katteisiin ja siten painavan alan jo melko alhaisia marginaaleja. Näin ollen tukkukaupan suurempi osuus on yhtiön kannalta positiivista ja sen kasvu on yhtiön marginaalien kannalta arvokkaampaa.

Tukkukauppa kasvaa hitaasti ja on suhdanneherkkää

Tukkukaupan arvo Suomessa oli vuonna 2018 noin 1 021 MEUR STK:n mukaan. Markkinan kasvu on vuosina 2007-2018 ollut keskimäärin noin 2,6 % vuodessa. Kasvu on kuitenkin erittäin syklistä, muutokset voivat olla vuositasolla huomattavia ja ne heijastelevat vahvasti esimerkiksi rakentamisen kehitystä ja teollisuuden investointeja. Näin ollen keskimääräinen kasvu heijastelee heikosti yksittäisten vuosien kysynnän muutosta. Huomioitavaa on lisäksi se, että tukkukauppa koostuu myös useista tuotekategorioista, jotka eivät ole Neo Industrialin tuotetarjoaman kannalta relevantteja.

Arviomme mukaan muiden Pohjoismaiden ja etenkin Ruotsin tukkukauppa on tätä selvästi suurempi ja siten yhtiön päämarkkinoiden tukkumarkkina ei yhtiön kokoluokassa missään realistisessa skenaariossa muodostu kasvun esteeksi, kun huomioidaan myös yhtiön pieni markkinaosuus Suomen ulkopuolisessa

tukkumarkkinassa. Kasvun kannalta on kuitenkin olennaista, että tukkumarkkina on kasvussa, sillä arviomme mukaan sen vahvan syklisyyden vuoksi yhtiön on vaikea kasvaa merkittävästi, jos tukkukauppa laskee heikossa suhdanteessa.

Sähköverkkojen toimitusvarmuus vaatimukset luovat kysyntää keskipitkällä aikavälillä

Vuonna 2013 astui voimaan laki sähköverkkojen toimitusvarmuuden parantamiseksi. Sähkömarkkinalain keskeinen muutos oli vaatimukset liittyen sähköjakeluverkon suunnitteluun, rakentamiseen ja ylläpitoon. Lain keskeisenä osana on vaatimus, että myrskyn tai lumikuorman aiheuttaman jakeluverkon vioittumisen seurauksena asiakkaille ei asemakaava-alueella saa aiheutua yli 6 tuntia kestävää sähköjakelun keskeytystä eikä muilla alueilla yli 36 tuntia kestävää keskeytystä.

Sähköjakelijoiden tulee täyttää lain asettamat toimitusvarmuusvaatimukset vuoden 2028 loppuun mennessä kaikkien asiakkaidensa kohdalla. Asteittain rakentuvien vaatimustasojen mukaan vuoden 2019 loppuun mennessä vaatimusten tulee toteutua vähintään 50 %:lla asiakkaista ja vuoden 2023 loppuun mennessä vähintään 75 %:lla. Erityisistä jakelijat voivat hakea pidennyksiä tavoitteiden saavuttamiselle, mutta niidenkin takaraja on vuosi 2036.

Arviomme mukaan siirtovarmuuden kannalta turvallisin valinta siirtoyhtiöille on siirtää kaapelit maan alle, mutta se on myös kalliimpaa mm. kaivuutöiden vuoksi. Laki ei määrittele miten yhtiöiden tulee asetetut vaatimukset täyttää, joten maakaapeloinnin lisäksi yhtiöt voivat siirtää

kaapelit esimerkiksi ilmajohdoiksi tienvarsiin alueilla, joissa puusto on vähäisempää.

Maakaapeloinnin markkinapotentiaali on suuri yhtiön kaapelitoimialan liikevaihtoon nähden

Energiaviraston mukaan vuoden 2017 lopussa Suomen 140 000 kilometrin keskijänniteverkosta noin 23 % oli maakaapeloitu ja vastaavasti 240 000 kilometrin pienjänniteverkosta noin 45 %. Aikaisemmin 2010-luvulla kaapelointiaste on molemmissa verkoissa kasvanut noin prosenttiyksikön vuositahtia, mutta vuonna 2017 nousu oli selvästi ripeämpää, kun yhtiöt investoivat täyttämään vuoden 2019 lopun vaatimustason.

Seuraava vaatimusten takaraja on vuonna 2023, joten arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä investointitaso voi jälleen hidastua vuoden 2017 tasosta. Toisaalta jotkut toimijat ovat hakeneet Energiaviraston mukaan pidennystä vaatimusten täytäntöönpanoajalle, mikä tasoittaa lyhyen tähtäimen kehitystä tulevina vuosina.

Arviomme mukaan verkkoyhtiöiden sähkönsiirron hintojen noston aiheuttama julkinen keskustelu voi asettaa haasteita siirtohintojen korotuksille, mikä taas on yhtiöille keskeinen keino rahoittaa investoinnit. Siten haasteet hintojen korotuksissa voivat lyhyellä tähtäimellä heikentää verkkoyhtiöiden investointihalukkuutta. Tämä yhdessä seuraavan vaatimustason määräajan (vuosi 2023) kanssa voi hidastaa investointitahtia lyhyellä tähtäimellä, vaikkakin keskipitkällä aikavälillä tavoitteiden saavuttaminen edellyttää investointien jatkamista.

Markkina ja kilpailukenttä 2/2

Arviomme mukaan maakaapeloinnista syntyvä kaapelimarkkina on kokoluokaltaan noin 100 MEUR vuositasona. Markkinan potentiaali on Neo Industrialin kannalta merkittävä, joten yhtiön on tärkeää onnistua siirtoyhtiöiden toimituskilpailutuksissa.

Maakaapelointiprojektien synnyttämän markkinan potentiaalia arvioidessa on huomioitava, että yksittäisten tilauksien kokoluokka on tapauskohtainen, sillä niiden kokoon vaikuttaa myös kaapelin jännitetaso ja rakenne. Maakaapeloinnin liikevaihtopotentiaalin tarkka arviointi on haasteellista ja näkyvyys on erittäin heikko. Markkinan potentiaali on kuitenkin nykymuotoisen kaapeliliiketoiminnan mittakaavassa suuri ja tilauksilla on merkittävä vaikutus kaapeliliiketoiminnan liikevaihtoon.

Markkinat jakautuvat suurelta osin pienelle joukolle toimijoita

Kaapelitoimialan päämarkkinoilla pohjoismaissa kilpailu jakautuu suurelta osin neljän toimijan kesken. Merkittävimpiä kilpailijoita markkinoilla ovat Prysmian, Nexans ja NKT. Yhtiöt ovat merkittävästi Reka Kaapelia suurempia toimijoita ja toimivat myös laajemmalla maantieteellisellä säteellä.

Itä-Eurooppalaisilla toimijoilla on myös pyrkimyksiä Pohjoismaisille markkinoille ja ne pyrkivätkin voittamaan markkinaosuutta alhaisemmilla hinnoilla, mikä hidastaa hintojen nousua hyvinkin kysynnän aikana. Merkittävistä alennuksista ei kuitenkaan arviomme mukaan puhuta, mikä johtuu jo mainituista alhaisista katetasoista ja

kustannusarvojen niukkuudesta. Laatuerot tuontituotteissa näkyvät kuitenkin kaapelin käytettävyydessä ja toimitusvarmuudessa, mitkä taas ovat loppuasiakkaille olennaisia seikkoja. Kokonaisuutena kilpailutilanne pitää hintatason kireänä, eikä hintojen nousulle ole juuri tilaa.

Kannattavuuseroja ei juurikaan synny

Haarukoimassamme verrokkiryhmässä kannattavuuskehitys on viiden viimeisen vuoden osalta käyttökatetasolla melko yhtenäistä. Tämä heijastelee mielestämme hyvin alan raaka-ainevaltaisuutta ja sitä, että skaalaetuja ei ole alalla juurikaan saatavissa. Verrokkiryhmän yhtiöiden viimeisen seitsemän vuoden käyttökatemarginaalin yhtiökohtaiset keskiarvot ovat noin 5-8 %:n välillä, mihin myös Neo Industrial ylsi vuosina 2016 ja 2017.

Arviomme mukaan pienet erot syntyvät pääosin tuotejakaumasta. Esimerkiksi Prysmianin hieman korkeammat marginaalit heijastelevat vahvaa markkinaosuutta korkeampien katteiden merikaapeleissa. Vastaavasti Leonin tuoteportfolio on suurelta osin eri käyttökohteisiin tarkoitettuja kaapeleita (laaja tuoteportfolio), mutta kuvastaa hyvin kaapelinvalmistuksen marginaalipotentialiaa. Arviomme mukaan Neo Industrialin kaapelitoimialan potentiaali on verrokkien tasolla (pl. IFRS 16 vaikutus). Yhtiö on fokusoitunut pienemmälle alueelle, mikä rajaa sen kokonaiskustannuksia ja lyhyet etäisyydet pitävät toimituskustannukset maltillisina. Potentiaaliin yltämisen haasteena on kuitenkin pyrkimykset kasvattaa liiketoimintaa kotimarkkinan

ulkopuolella, missä kilpailukeino on hintataso. Näin ollen potentiaalinen saavuttaminen on tasapainoilua kannattavuuden optimoinnin ja kasvun suhteen. Kestävästi verrokkiryhmää parempaa kannattavuutta emme kuitenkaan pidä realistisena yhtiölle kireästä kilpailusta johtuen.

Kilpailu on paikallista toimialan dynamiikan vuoksi

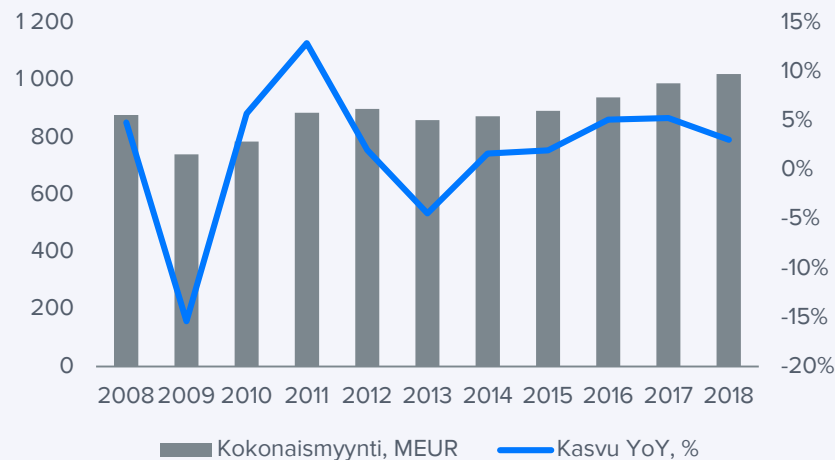
Kaapelitoimialan luonteen vuoksi kilpailu on pääosin paikallista, koska kaapeleita ei kannata kuljettaa pitkiä matkoja. Käytännössä tämä johtuu suhteesta paljon tilaa vievien kaapeleiden korkeista kuljetuskustannuksista, jotka syövät tuotteiden ohuet marginaalit nopeasti.

Kaapelitoimialalla merkittävä osuus kustannuksista syntyy muuttuvista (raaka-aine)kustannuksista. Raaka-ainekustannuksista suurin osa tulee kuparista, alumiinista ja muoveista. Metallien hintojen suhteen neuvotteluvoimaa ei ole, sillä ne ovat pörssilistattuja. Näin ollen kustannusrakenne joustaa heikosti. Käytännössä tämä heijastuu alhaisena myyntikatetasona, mikä kuvastaa yhtiöiden haasteellista asemaa arvoketjussa.

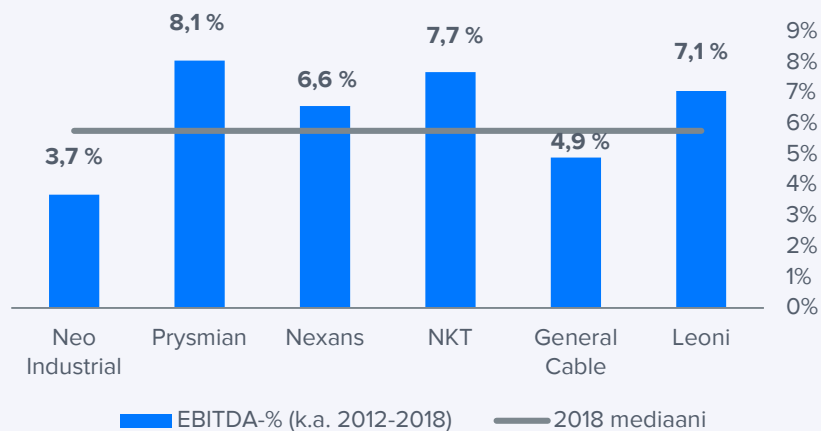
Joitakin osia tuotteiden muovi raaka-aineista voidaan substituoida, mutta niiden osuus on kuitenkin selkeästi metalleja alhaisempi ja siten kokonaisuuden kannalta vaikutus on varsin rajallinen. Matalien kiinteiden kustannusten vuoksi myös liiketoiminnan skaalautuvuus on heikko ja kilpailuetuja on haastava synnyttää kustannuksia laskemalla, kuten esimerkiksi siirtämällä työtä halpatyövoiman maihin.

Markkinat ja kilpailukenttä

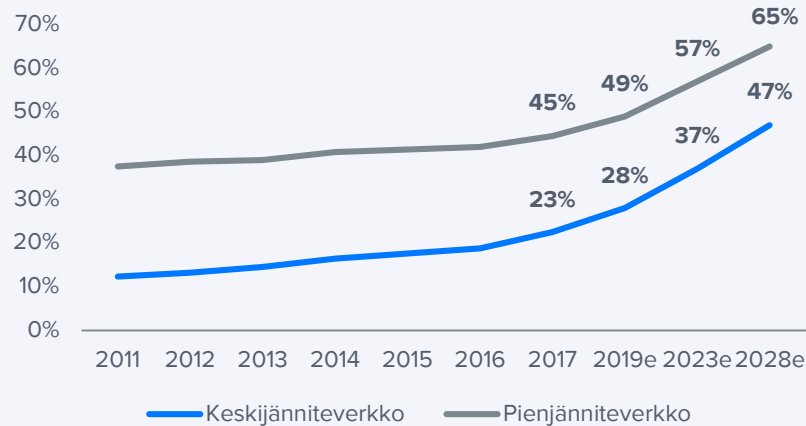
Tukkukaupan kehitys (2008-2018)



Verrokkiryhmän käyttökate-%



Sähköverkkojen maakaapelointiaste (%)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Sijoitusyhtiö Neo Industrial

Neo Industrial on teollisiin sijoituksiin keskittynyt sijoitusyhtiö, jonka strategia on investoida teolliseen liiketoimintaan fokuoituviin yrityksiin. Yhtiö pyrkii löytämään sijoituskohteita, joilla on keskenään synergioita. Yhtiö on aktiivinen omistaja, mikä käytännössä tarkoittaa, että se osallistuu omistamiensa yhtiöiden kehitykseen ja pyrkii näin kasvattamaan yritysten arvoa. Omistajuus näkyy Neo Industrialin täysimääräisesti omistamassa Reka Kaapelissa mm. siten, että Neo Industrialin toimitusjohtaja on myös Reka Kaapelin toimitusjohtaja ja näin hän on myös vastuussa liiketoiminnan operatiivisesta toiminnasta.

Yhtiön omistuksista Nestor Cables on alaskirjattu konsernin taseessa eikä sitä konsolidoida Neo Industrialin tuloslaskelmaan. Siten yhtiön kaapelitoimialan raportointi vastaa tällä hetkellä vain Reka Kaapelin kontribuutiota.

Neo Industrial on varsin alkuvaiheessa strategiassaan ja siten sen potentiaalia ja mahdollisia teollisia synergioita on haasteellista arvioida vielä tässä vaiheessa. Myös Nestor Cablesin omistusosuus on tässä vaiheessa kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellinen, sillä Neo Industrialin tappiot ovat rajatut ja Nestor Cablesin kääntymisen ei ole todennäköistä ilman rahoitusrakenteen merkittäviä muutoksia.

Päivitetty strategia kausille 2018-2021

Neo Industrial päivitti strategiansa kesällä 2018 vuosille 2018-2021. Strategiakauden alussa yhtiö

keskittyy kehittämään nykyistä kaapelitoimialaa tavoitteenaan vahvistaa yhtiön vakavaraisuutta ja rahoitusasemaa. Tähän tavoitteeseen pyritään kasvattamalla kaapelitoimialaa kannattavasti keskittymällä sen kilpailukykyyn ja kilpailuasemaan Pohjoismaissa liiketoiminnan oman kassavirran sallimissa rajoissa.

Strategiakauden aikana Neo Industrial pyrkii hankkimaan nykyisen kaapelitoimialan lisäksi 1-2 uutta enemmistöomisteista itsenäistä toimialaa.

Reka Kaapelin strategian keskiössä on kannattava kasvu

Reka Kaapeli keskittyy strategiassaan markkina-asemaansa Suomessa ja etenkin kasvuun muissa Pohjoismaissa. Keskeiset kasvuajurit markkinoilla ovat kaupungistuminen, sähköverkkojen maakaapelointi ja entistä hajautuneempi energian tuotanto.

Arviomme mukaan yhtiöllä on vahva markkina-asema tukkukaupassa ja maakaapelointitoimituksissa Suomessa, joten kotimarkkinoilla kasvu on pitkälti markkinakasvun varassa. Näin ollen vahvan markkina-aseman ylläpitäminen Suomessa on avainasemassa liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta, sillä se luo perustan tehokkaan toiminnan edellytyksenä olevalle kysynnälle.

Maakaapeloinnin hyvät näkymät tulevalle reilulle vuosikymmenelle tarjoavat merkittävimmän mahdollisuuden ylläpitää myyntiä kotimarkkinoilla. Arviomme, että yhtiö pyrkii aktiivisesti solmimaan toimitussopimuksia merkittävempien

sähköverkkoyhtiöiden kanssa, sillä yksittäiset sopimukset voivat olla yhtiön kannalta merkittävän kokoisia.

Lähimarkkinoilta kasvua

Kasvua yhtiö tavoittelee etenkin Suomen ulkopuolisilta päämarkkinoilta. Käytännössä tämä tarkoittaa pääsääntöisesti Pohjoismaita, Baltiaa ja Luoteis-Venäjää. Lähialueita kauemmas yhtiön ei ole perusteltua lähteä kannattavuussyistä, mutta joitain poikkeuksiakin on (käsittelimme tätä tarkemmin toimiala-osiossa).

Mielestämme Suomen markkinoiden ulkopuolinen kasvu on kriittistä kasvun kannalta kahdesta syystä. Ensinnäkin, markkinoiden kokoluokka tukkukaupassa on Suomessa kohtuullisen pieni ja kilpailu on tiukkaa suurimpien toimijoiden kesken. Tästä syystä merkittävän kasvun saavuttaminen ainoastaan kotimarkkinoilla on haastavaa, mutta läsnäolo muilla lähimarkkinoilla kasvattaa potentiaalia.

Toisekseen liiketoiminta on hyvin kausiluonteista, mikä aiheuttaa kannattavuushaasteita vuoden ensimmäiselle ja viimeiselle kvartaalille. Tätä yhtiön on mahdollista tasapainottaa kasvattamalla myyntimääriä tasolle, joka riittää myös kausiluonteisesti heikompina kvartaaleina pitämään tuloksentekokyvyn yllä. Kilpailutekijänä kasvumarkkinoilla yhtiöllä on kuitenkin pääasiassa vain hinta, joten kasvu jossain määrin nakertaa jo ennestään toimialan melko alhaisia marginaaleja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Toimitusvarmuus ja laatu korostuvat markkinoilla

Yhtiö pyrkii varmistamaan ja vahvistamaan omaa asemaansa päämarkkinoillaan toimivalla logistiikalla ja toimitusketjulla sekä laadulla. Asiakkaiden kannalta erittäin olennaista on yhtiön toimitusvarmuus, sillä viiveet toimituksissa seisottavat työmaita ja aiheuttavat ylimääräisiä kustannuksia. Tämä edellyttää toimivaa organisaatiota, joka kykenee toimittamaan tuotteet nopeasti ja ajallaan. Fokusoituminen toimitusprosesseihin onkin yksi keskeinen osa Reka Kaapelin strategiaa.

Kaapeleilta odotetaan myös korkeaa laatua, mikä korostuu kaapelin käsiteltävyydessä asennuksen yhteydessä. Reka Kaapelilla laatu on strategian keskiössä ja yhtiö tekee tarkkaa laadunvalvontaa varmistaakseen, että sen kaapelit ovat asiakkaiden odotusten mukaisia.

Taloudelliset tavoitteet

Neo Industrial asetti strategiapäivityksen yhteydessä taloudelliset tavoitteet vuosille 2018-2021. Tavoitteet ovat:

- **Liikevaihdon kasvattaminen merkittävästi suuremmaksi**
- **Liiketuloksen jatkuva parantaminen**
- **Omavaraisuusaste yli 35 %**
- **Sijoitetun pääoman tuotto vähintään 15 %**

Lisäksi yhtiö asetti osinkopolitiikan, jonka mukaan vakavaraisuuden vahvistamisen jälkeen jaettavan osingon määrä pyritään kasvattamaan 30 %:iin nettotuloksesta. Jaettavaan osinkoon vaikuttaa yhtiön mahdolliset voitot, taloudellinen asema, kassavirrat sekä käyttöpääomavaatimukset.

Kasvutavoite linkittyy yritysjärjestelyihin

Nykyisen kaapelitoimialan kasvupotentiaali on nykytasolta rajallinen ja myös arviomme mukaan riippuvainen suhdannetilanteesta. Siten liikevaihdon kasvattaminen merkittävästi suuremmaksi ei onnistu nykyisellä liiketoimintaportfoliolla vaan edellyttää uusien liiketoimintojen hankkimista osaksi kokonaisuutta, mihin arviomme myös liikevaihdon kasvattamistavoitteen pohjautuvan. Yritysjärjestelyt taas ovat riippuvaisia yhtiön vakavaraisuudesta ja rahoitusasemasta, jotka eivät mielestämme nykyisellään anna edellytyksiä järjestelyille.

Tulostaso heiluu voimakkaasti

Neo Industrialin tulokselle on ominaista voimakas heilunta. Tämä on seurausta liikevaihdon tasosta sekä myös kustannuspuolen ja etenkin raaka-aineiden hintojen kehityksestä. Lisäksi haasteita aiheuttaa kausiluonteisuus, jonka takia yksittäiset kvartaalit voivat olla tappiollisia, jos tehtaiden kuormitus ei yllä riittävälle tasolle.

Liiketulokseen sidotun taloudellisen tavoitteen kannalta kriittistä olisi, että yhtiö pystyisi jatkuvasti kasvattamaan liikevaihtoa, sillä arviomme mukaan

kulupuolelta tuloskasvua on vaikea saada nykytasolta. Lisäksi huomioitavaa on, että raaka-aineiden äkilliset hintojen nousut eivät siirry täysimääräisesti hintoihin, joten hitaamman kasvun vaiheessa kustannusten nousu voi vesittää liiketuloksen kasvattamistavoitteen saavuttamisen.

Omavaraisuustavoitteeseen on pitkä matka, nykyinen tase on ohuella pohjalla

Vuoden 2018 lopun luvuilla yhtiön omavaraisuusaste oli 18 % (ei IAS 19 oikaistu), joten yli 35 %:n tavoitetasoon on pitkä matka nykyiseltä tasolta. Käytännössä tavoitteen saavuttaminen edellyttää tuloksen merkittävää vahvistumista nykytasolta, mikäli yhtiö ei keräisi omaa pääomaa markkinoilta vahvistaakseen tasetta. Karkeasti arvioituna yhtiön tulisi vuosina 2019 ja 2020 saavuttaa noin vuoden 2016 tulostaso (pl. IFRS 16 vaikutus, 2016 EBIT 5,9 MEUR), jotta tavoite saavutettaisiin vuonna 2020. Tällöin yhtiöllä olisi vuonna 2021 mahdollisuus toteuttaa järjestelyitä, jos niiden edellytyksenä on omavaraisuusastetavoitteen saavuttaminen.

Huomioitavaa on kuitenkin se, että IFRS 16 -standardin soveltaminen tulee muuttamaan mm. taseen omavaraisuutta kuvaavaa tunnuslukua ja siten vuoden 2019 alusta alkaen raportoitava omavaraisuusaste tulee näyttämään selvästi heikommalta. Arviomme mukaan yhtiö tulee raportoimaan tästä muutoksesta oikaistut tunnusluvut, jotka ovat paremmin suhteessa strategiassa määritellyyn tavoitetasoon.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Absoluuttisesti 35 %:n omavaraisuustavoite on mielestämme liiketoiminnan suhdanneherkkyys huomioiden minimitaso, jota yhtiön tulisi tavoitella ennen järjestelyitä. Viime vuodet osoittavat, että liikevaihtotason laskiessa yhtiön tulos painuu herkästi tappiolle ja nakertaa tasetta nopeasti. Tasetta on siten mielestämme syytä vahvistaa vahvassa suhdanteessa, jotta se kestää heikomman jakson yli.

Sijoitetun pääoman tuottotavoite edellyttää vahvempaa tulosta

Yhtiön tavoittelema 15 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite linkittyy nykyisen liiketoimintaportfolion osalta vahvasti tuloskehitykseen, sillä taseessa ei arvioimme mukaan ole liikkumavaraa. 15 %:n tavoitetaso edellyttäisi nykyisellä taseella noin 3,2-3,5 MEUR:n liikevoittotasoa. Huomioitavaa on, että IFRS 16-standardin soveltaminen tekee tavoitteen saavuttamisesta haastavampaa.

Huomioitavaa on, että nykyinen tase ei arvioimme mukaan heijastele tehtaiden investointikustannusta ja siten sillä on edellytykset yltää uusinvestointia korkeampaan pääomantuottoon. Uudelta teolliselta ja tyypillisesti pääomavaltaiselta investoinnilta edellytettynä 15 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite on mielestämme korkea ja edellyttää erinomaista sijoituskohdetta.

Yritysjärjestelyitä joudutaan odottamaan

Pitkällä aikavälillä odotamme Neo Industrialin

pyrkivän jatkamaan strategiansa mukaisesti teollisuussijoitusportfolionsa kasvattamista ja arvioimme, että yhtiö pyrkii hankkimaan salkkuunsa nykyisen liiketoiminnan kanssa teollisia synergioita sisältäviä sijoituksia. Näiden edellytyksenä on kuitenkin huomattavasti nykyistä vahvempi taseasema. Ennusteidemme valossa tämä ei toteudu nykyisen strategiakauden aikana, jos yhtiö ei kerää uutta omaa pääomaa.

Neo Industrialin track-record sijoituksista on toistaiseksi heikko, joten uudet sijoitukset nostaisivat mielestämme yhtiön riskitasoa. Sijoitusten potentiaali konsernin kannalta on kuitenkin vahvasti riippuvainen ostettavasta kohteesta, sen tuloksentekokyvystä ja kasvupotentiaalista. Näin ollen sijoitussalkun kasvattamista tulee mielestämme arvioida tapauskohtaisesti, kun se on ajankohtaista. Suhtaudumme potentiaaliin neutraalisti tässä vaiheessa sen heikon ennustettavuuden ja näkyvyyden vuoksi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Kustannusrakenne muodostuu suurimmaksi osaksi kolmesta erästä

Kaapelialan liiketoiminnan kustannukset muodostuvat suurimmalta osin kolmesta erästä, jotka ovat materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut sekä muut kulut. Liiketoiminnan luonne huomioiden suurin kuluerä on luonnollisesti materiaalit ja palvelut. Materiaalit ja palvelut ovat muuttuva kustannuserä, joka heijastelee melko hyvin liikevaihdon muutosta ja raaka-aineiden hintojen vaihtelua. Vastaavasti henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä kiinteä erä, kuten myös merkittävä osa muista kuluista.

Myyntikate-% laskukäyrällä

Materiaalit ja palvelut on merkittävin yksittäinen kuluerä ja Neo Industrialin kaapeliliiketoiminnan myyntikate on ollut vuosien 2012 ja 2018 välisenä aikana keskimäärin noin 26-31 %:n vuositasolla. Huolestuttavaa on kuitenkin myyntikate-%:n viime vuosien laskeva kehityskäyrä. Myyntikatteen lasku taustalla on arviomme mukaan sekä raaka-aineiden hintojen nousu, kireä hinnoittelutilanne markkinoilla ja kotimaan ulkopuolisen liikevaihdon osuuden kasvu. Yhtiön myyntikate-% vaihtelee vuoden sisällä merkittävästi kausiluonteisuudesta johtuen. Vahvasta kausiluonteisuudesta johtuen suosittelemme sijoittajia seuraamaan myyntikate-% vuositasolla paremman kokonaiskuvan saamiseksi.

Kaapeleiden tuotannossa merkittävän osuuden muuttuvista kustannuksista muodostavat alumiini ja kupari sekä kaapeleiden eriste- ja

päällystemuovit. Metallit hinnoitellaan dollareissa, kun taas Neo Industrialin myynti on pääsääntöisesti euroissa, joskin yhtiö myy myös euromaiden ulkopuolelle ja ei-euromääräisen myynnin osuus on kasvussa. Näin ollen muiden valuuttariskien osuus on kasvava tulevaisuudessa, olettaen että vienti kasvaa odotuksien mukaisesti.

Kustannuksien ja myyntien jaksottuminen aiheuttaa myös valuuttariskiä ja siten sijoittajien on keskeistä huomioida metallien hinnankehityksen lisäksi EUR/USD-valuuttaparin kehitys. Vahvana säilynyt dollari yhdessä nousseiden metallien hintojen kanssa muodosti yhtiön tuloksenmuodostumisen kannalta hyvin haitallisen yhdistelmän vuonna 2018. Tämä myös löi läpi tuloskehitykseen selvästi, kun myyntihinnat olivat kireän kilpailun takia huomattavasti vakaampia.

Yhtiö suojautuu metallien hintojen muutoksilta johdannaisilla ja arviomme mukaan suojauspolitiikka on konservatiivista. Asiakkaiden tilausten varmistuttua yhtiö lyö lukkoon raaka-ainekustannukset johdannaisilla ja näin pyrkii varmistamaan katteensa tilauksen varmistuttua. Yhtiö ei siis ota näkemystä metallien hintojen kehityksestä, vaan mahdollisuuksien mukaan pyrkii lukitsemaan raaka-ainekustannuksiaan ja siten parantaa tuloksensa ennustettavuutta. Pidämme konservatiivista suojauspolitiikkaa positiivisena asiana raaka-aineiden heikosta ennustettavuudesta johtuen.

Henkilöstökulut muodostavat merkittävän kuluerän

Neo Industrial on investoinut tehtaiden tuottavuuteen (ts. automaatioon) viime vuosina, mutta kaapelin valmistus vaatii kuitenkin merkittävässä määrin henkilöstöä teollisen liiketoiminnan luonteeseen mukaisesti. Henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin noin 15 % yhtiön liikevaihdosta viimeisten viiden vuoden aikana. Yhtiö tavoittelee vuonna 2019 0,7 MEUR:n säästöjä henkilöstövähennyksien kautta. Kustannusrakenteen lasku on positiivista, mutta riskinä näemme, että markkinan hiljentyminen heijastuu myös liikevaihdon laskuna ja siten kulusäästöt eivät yllä tulokseen asti.

Lyhyellä tähtäimellä yhtiön henkilöstökulut ovat pitkälti kiinteitä kuluja, mutta yhtiön henkilökunta toimii suurelta osin Suomessa ja siten yhtiö voi lain puitteissa sopeuttaa henkilöstöä kysynnän heikentyessä. Sopeutuksella olisi kuitenkin lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus kannattavuuteen kertaluonteisten henkilöstökulujen kasvun kautta. Yhtiön kulurakenne joustaa kuitenkin vuorojen järjestelyiden kautta, kun lyhyellä aikavälillä vuoroja voidaan vähentää. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä yhtiön henkilöstökulut ovat siis muuttuvia kustannuksia.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

Muut kulut ovat maltilliset

Yhtiön muut kulut muodostuvat suurelta osin vuokratuloista, koneiden ja kiinteistöjen huoltokuluista sekä myynnin ja markkinoinnin kuluista. Lisäksi erään sisältyy arviomme mukaan mm. konsernikuluja palkoista, pörssilistalla olosta ja ulkopuolisista asiantuntijapalveluista.

Kokonaisuutena nämä muiden kulujen erät ovat liiketoiminnan kannalta olennaisia ja vuokra- sekä huoltokulujen luonteen tapaisesti pitkälti kiinteitä lyhyellä aikavälillä. Muut kulut ovat olleet viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin noin 10 % liikevaihdosta, mutta ne ovat skaalautuneet liikevaihdon kasvun myötä, mikä heijastelee kuluerän jossain määrin kiinteää luonnetta.

Kiinteä kustannusrakenne on hallinnassa

Kokonaisuutena Neo Industrialin kiinteä kustannusrakenne on mielestämme kohtuullisella tasolla ja arviomme mukaan tulosparannusta on haastavaa saada aikaan kuluja karsimalla. Näkemysksemme mukaan yhtiön arvonaluonnon on tultava pitkällä aikavälillä pääasiassa liikevaihdon kasvun kautta ja yhtiön kannattavuuden parantamispotentiaali tehostamalla on rajallinen.

Taseen varoihin ei kohdistu riskejä

Tilikauden 2018 lopussa Neo Industrialin taseen varojen puolella pitkäaikaisissa omaisuudessa merkittävimmät erät muodostuivat aineellisesta omaisuudesta ja liikearvosta, kun taas muut erät olivat kokonaisuuden kannalta pieniä. Yhtiön liikearvo noin 3 MEUR muodostuu kokonaan Reka

Kaapelista ja sen nykyisellä tulokunnolla liikearvoa voi pitää kuranttina eikä siihen kohdistu mielestämme alaskirjausriskiä. Pitkäaikaisten varojen suurin erä (noin 14 MEUR) muodostuu suurelta osin yhtiön kolmesta tehtaasta. Arviomme mukaan näiden korvausinvestointikustannus olisi merkittävästi tasearvoa suurempi ja pidämme nykyistä tasearvoa vähintäänkin oikeutettuna.

Lyhytaikaiset varat muodostuvat suurelta osin vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Vaihto-omaisuus on koko taseen mittakaavassa (46 MEUR) suuri ja noin 16 MEUR:n erä kuvaa, kuinka suuressa määrin yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon. Emme kuitenkaan näe varastossa merkittävää riskiä, sillä yhtiön tukkutoimitukset on kohtuullisen ennakoitavia ja suurempia tilauksia yhtiö valmistaa vasta asiakkaiden sitovista tilaussopimuksista. Yhtiön asiakkaat ovat pääasiassa suuria tukkuliikkeitä ja verkkoyhtiöitä, joten emme näe saamisissa riskiä luottotappioista. Arviomme, että lähes 7 MEUR:n saamiset ovat kurantit.

Oma pääoma heijastelee aikaisempia tappioita

Vastattavaa puolella yhtiön oma pääoma on noin 8 MEUR, mitä painaa aikaisempien vuosien tappiot. Kertyneet voittovarot olivat vuoden 2018 lopun luvuilla -18 MEUR. Yhdessä osakepääoman (24 MEUR) ja Muun vapaan pääoman (2 MEUR) kanssa ne muodostavat oman pääoman suurimmat erät.

Tappiollinen vuoden 2018 tulos painoi omavaraisuusasteen jälleen välttävälle tasolle ja

se oli vuoden 2018 lopussa 18 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste 25,5 %). Heikentynyt tase rajaa yhtiön sijoitusstrategian toteuttamista ja arviomme mukaan yhtiön tulisi nostaa omavaraisuusaste noin 40-50 %:iin ennen kuin sillä olisi edellytyksiä järjestelyihin.

Matalahkosta oman pääoman määrästä johtuen oman pääoman tuottoluvut eivät mielestämme heijastele alan pitkänaikavälin todellista tuottopotentialia. Taseen toisella puolella tehtaiden tasearvo ei myöskään heijastele niiden korvausinvestointikustannuksia. Siten nykyisellä taserakenteella mielestämme sijoittajien ei tule kiinnittää huomiota yhtiön pääoman tuottotasoon olennaisesti sellaisenaan.

Velkavuori jälleen nousussa

Korollista velkaa yhtiöllä oli vuoden 2018 tilinpäätöshetkellä 13 MEUR ja sen nettovelkaantumisaste (gearing) oli noin 148 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu gearing 104 %). Velkaantuneisuus on noussut huomattavasti vuoden 2018 aikana etenkin vuoden lopussa lyhyen tähtäimen käyttöpääoman rahoitukseen tarkoitetun 3 MEUR:n limiitin noston seurauksena. Lisäksi yhtiö on noston helmikuussa 2019 1,5 MEUR:n lähipiirilainan käyttöpääoman rahoitukseen, mikä edelleen kasvattaa velkoja, mutta ei näy viime vuoden lopun velkaantuneisuudessa.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

Yhtiön pitkäaikaisen lainan suurin yksittäinen velkoja on Reka-konsernin emoyhtiö Reka Oy, joka lainoitti yhtiötä velkojen uudelleen järjestelyn yhteydessä. Tämä laskee mielestämme velkaantumiseen liittyvää riskiä, minkä lisäksi velan korko on erittäin kohtuullisella tasolla. Lainoittaja on myös käsityksemme mukaan ollut joustava lainanlyhennysaikataulun suhteen, mikä laskee hieman velkamäärään liittyvää riskiä.

Muita merkittäviä eriä velkojen puolella ovat lyhytaikaisten velkojen 17,5 MEUR:n ostovelat. Ostovelkojen suuri taso heijastelee raaka-aine hankintojen suurta osuutta ja ne tasoittavat käyttöpääoman määrää.

IAS 19 oikaistuna tase on vahvempi

Eläkekassaan liittymisen johdosta yhtiön oma pääoma on noin 3,4 MEUR matalampi IFRS -kirjanpidossa ja korottomat velat noin 4,1 MEUR suuremmat kuin mitä itsenäisen liiketoiminnan luvut olisivat. Lisäksi näiden nettovaikutus kasvattaa yhtiön taseen loppusummaa. Nämä käytännössä kirjanpidolliset luvut heikentävät tällä hetkellä yhtiön omavaraisuusastetta ja kasvattavat nettovelkaantumisastetta. Emme kuitenkaan oikaise näitä taseen mallinnuksessa, sillä diskonttokoron muutoksen mallintaminen on hyvin haastavaa.

Sijoittajien on kuitenkin mielestämme syytä seurata myös IAS 19 oikaistuja lukuja sekä etenkin velanhoitokykyä kuvaavaa nettovelka/käyttökate -suhdetta (2018 luvuilla 3,5x). Taso on todella korkea ja haasteena on, että yhtiön operatiivisen

tuloksen ollessa heikolla tasolla liiketoiminnan kassavirta menee pääosin investointeihin ja lainanhoitokulujen maksuun. Näin ollen yhtiön edellytykset lyhentää suurta velkamäärää ovat heikot. Tämä voi muodostua ongelmaksi, jos yhtiön tuloskunto edelleen heikentyisi, sillä samalla taseasema jatkaisi heikentymistä.

IFRS 16 -standardin vaikutukset

IFRS-16-standardi vaikuttaa Neo Industrialin taseeseen huomattavasti, sillä yhtiön pitkät vuokrasopimukset, jotka aiemmin ovat olleet taseen ulkopuolella siirtyvät nyt yhtiön pitkäaikaisiin varoihin ja velkoihin. Vuoden 2019 avaavassa näiden vaikutus on kokonaisuudessaan 19,6 MEUR eli yhtiön taseen loppusumma kasvaa huomattavasti kirjanpitemuutoksen takia.

Tuloslaskelman puolella IFRS 16 -standardi kasvattaa yhtiön käyttökatetta, poistoja ja liikevoittoa, sillä vuokrat poistuvat liiketoiminnan muista kuluista. Rahoituskuluihin vaikutus on lähivuosien osalta negatiivinen, sillä yhtiön pitkän kiinteistöjen vuokrasopimuskannan takia rahoituskulut nousevat etupainotteisesti. Standardin vaikutus heikentää vuodesta 2019 eteenpäin kulurakenteen ja tulosrivien vertailukelpoisuutta historiallisiin lukuihin.

Yhtiö ei julkaise vertailutietoja, mikä heikentää erien ennustettavuutta. Olemme kuitenkin sisällyttäneet standardin muutokset ennusteisiimme niiden arvioidun vaikutuksen suuruisena.

Kassavirta heijastelee kausiluonteisuutta

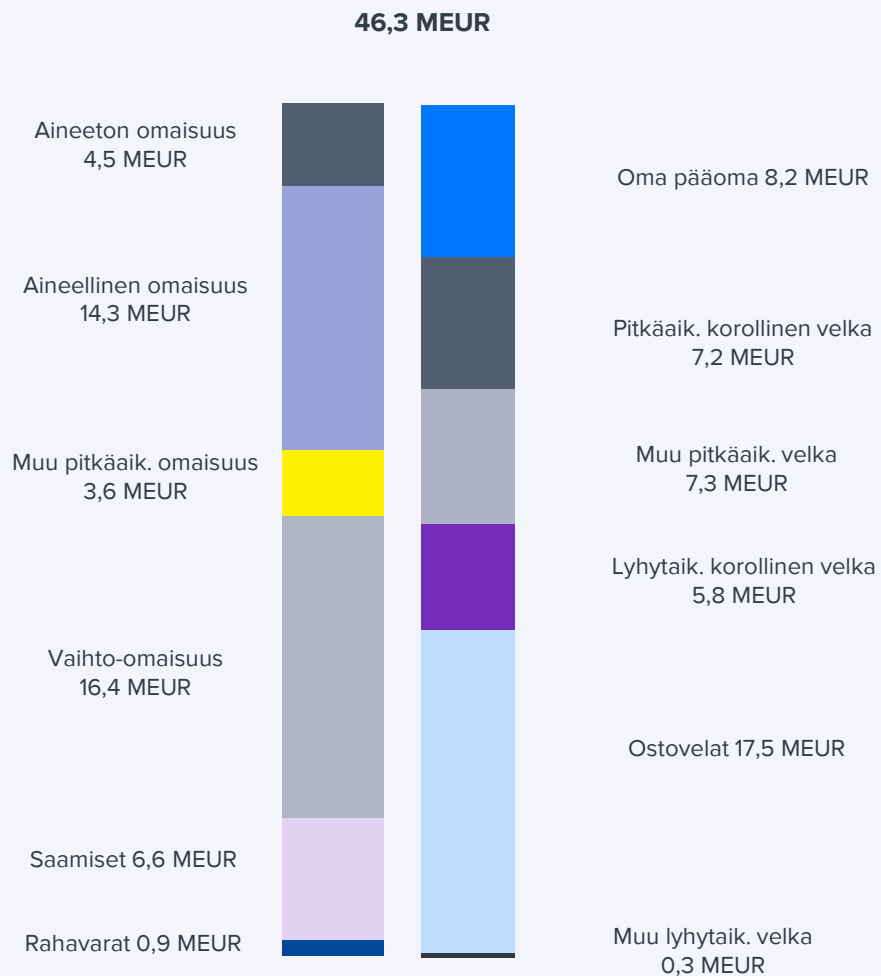
Kaapelialalla merkittävä määrä vuoden toimituksista tehdään kesän aikana. Näin ollen Reka Kaapeli valmistaa suuren osan vuoden myynnistä Q1:n ja Q2:n aikana, mikä heijastuu varastoon sen arvoa kasvattaen. Pääoman sitoutuminen raaka-aineisiin ja varastoon ennen kesäkauden suurimpia toimituseriä heikentää ensimmäisen vuosipuoliskon kassavirtaa ja siten merkittävä määrä yhtiön kassavirrasta kertyy vuoden toisella puoliskolla. Näin ollen mielestämme kassavirtaa on syytä seurata vuositasolla.

Näkemysero verottajan kanssa on riski

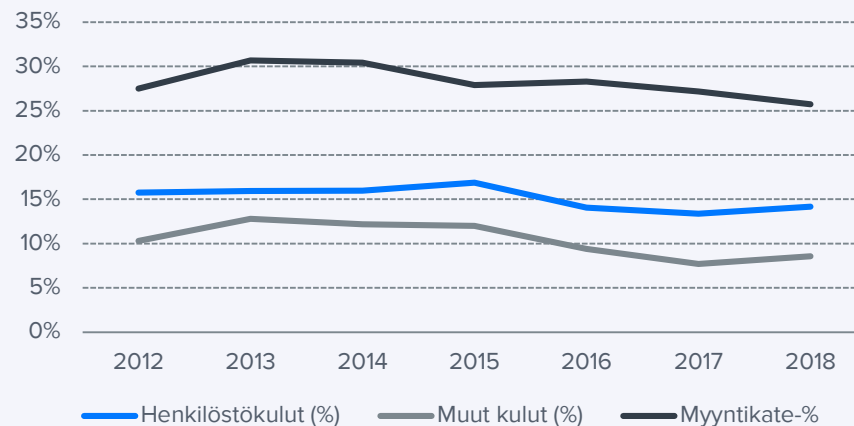
Vuoden 2018 lopussa Neo Industrialilla on 1,2 MEUR:n näkemysero verottajan kanssa aiemmin toteutetun tytäryhtiöfuusion verotuksellisesta tulkinnasta. Asian käsittely edennee hallinto-oikeudessa hitaasti ja tapauksen ratkaisun kestoa ja lopputulemaa on hyvin vaikea arvioida. Näkemyseron takia tätä erää ei ole kirjattu yhtiön tulokseen. Yhtiön nykyisellä tuloskunnolla ja taseasemalla päätöksen ollessa yhtiön kannalta epäsuotuisa heikentäisi se yhtiön tulosta ja taseasemaa huomattavasti. Emme ole huomioineet erää ennusteissamme siihen liittyvän epävarmuuden takia, mutta epäselvyys on yhtiön riskiprofiilia tuntuvasti nostava tekijä.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

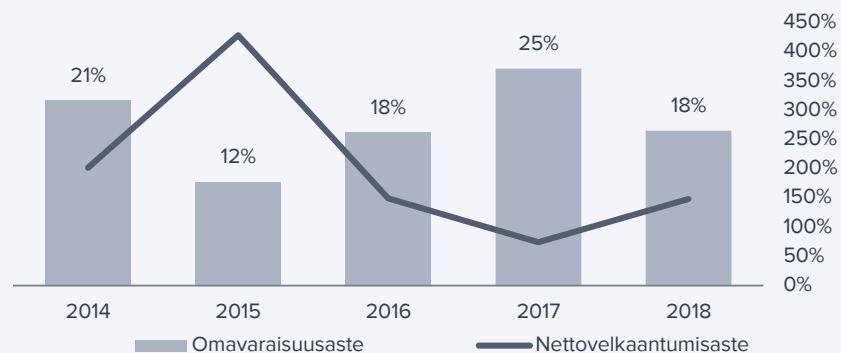
Taserakenne (2018)



Kustannusrakenne ja myyntikate-%

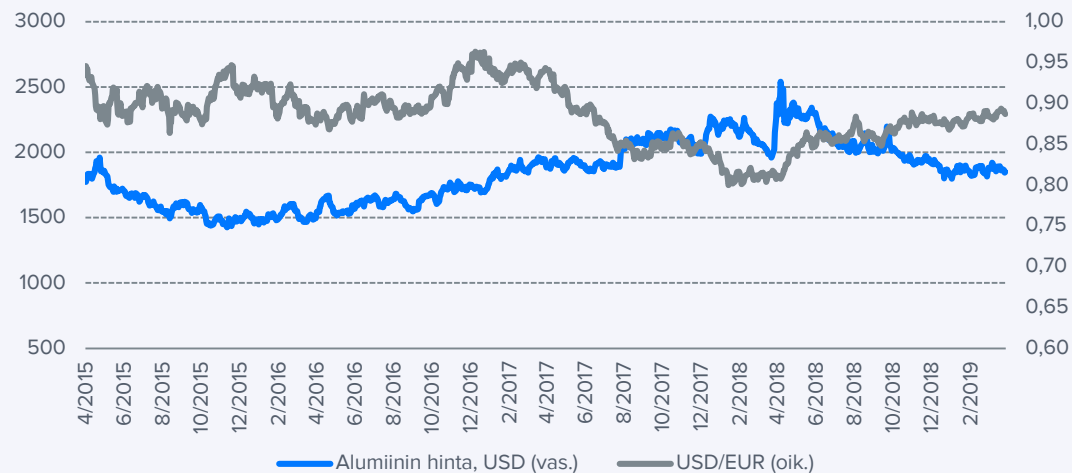


Taseen avainluvut

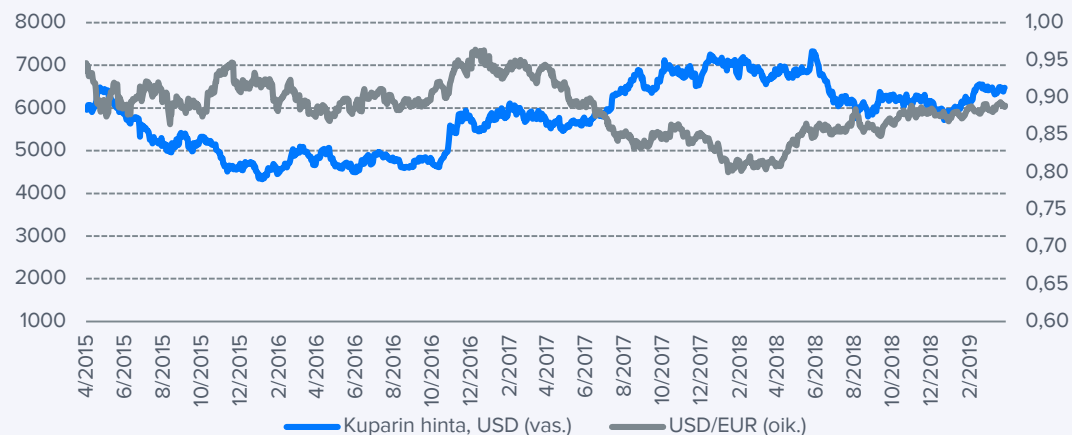


Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

Alumiinin hinnan kehitys



Kuparin hinnan kehitys



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Mallinamme Neo Industrialin liikevaihtoa lyhyellä tähtämellä odottamamme markkinakasvun ja arvioitun tilauskehityksen kautta. Pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun ja -osuuden kehitykseen. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat arvioituun myyntikate-%:iin ja muun kulurakenteen kehitykseen ja pitkällä tähtämellä kannattavuusennusteemme pohjautuvat yhtiön historialliseen ja arvioimaamme potentiaaliseen kannattavuuteen.

Huomioitavaa on, että vuodesta 2019 alkaen käyttökate, liikevoitto ja rahoituskulut eivät ole vertailukelpoisia aikaisempiin vuosiin nähden IFRS 16 -standardin soveltamisen takia.

Markkinanäkymät ovat epävarma vuodelle 2019

Lyhyellä tähtämellä näemme kaapeliliiketoiminnan markkinanäkymät epävarmoina. Arviomme mukaan rakentamisen markkinan hidastuminen alkaa vaikuttamaan markkinakysyntään jo kuluvan vuoden aikana. Lisäksi pidämme mahdollisena, että vuosi 2019 on jossain määrin väli vuosi maakaapelointitilauksien osalta ja ne jäävät edellisvuosia pienemmiksi ennen seuraavaan määräaikaan valmistautumista. Näiden tekijöiden kysyntää laskevaa vaikutusta yhtiön tulisi onnistua paikkaamaan muiden asiakasalojen kysynnällä ja viennin kasvattamisella.

Noin 3%:n liikevaihdon laskun ennusteemme

heijastelee maltillisesti laskevaa tukkumarkkinakysyntää ja maakaapelointitoimituksien laskua, mitä osittain kompensoi viennin kasvu ja muut asiakasalat. Arviomme mukaan hinnoittelu ympäristö säilyy kokonaisuutena vakaana suhteessa edellisvuoteen ja liikevaihdon lasku on volyymivetoista.

Arviomme mukaan alkuvuonna markkina on ollut melko heikko, sillä odotamme markkinakysynnän heikentymisen näkyvän etenkin kausiluonteisesti hiljaisemmillä kvartaaleilla vahvan kysynnän Q2-kvartaalia enemmän. Näin ollen tuloksenmuodostumisen kannalta kesäkvartaalit ovat jälleen suuressa roolissa ja niillä onnistuminen vaikuttaa olennaisesti koko vuoden tulokseen. Vuoden 2019 liikevaihdon ennusteemme on 101 MEUR.

Odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton nousevan 2,5 MEUR:oon (oik. liikevoitto 2,4 %) viime vuoden 1,7 MEUR:sta. Tämä on mielestämme linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, jonka mukaan vertailukelpoinen liikevoitto kasvaa merkittävästi vuodesta 2018. Huomioitavaa on kuitenkin se, että ennustamastamme noususta 0,5 MEUR selittyy IFRS 16 -standardin vaikutuksella. Ennusteissamme odotamme hinnoittelu ympäristön säilyvän tiukkana, mutta samalla emme odota metallien hintojen kustannuspaineen olevan ankaraa kuten vuonna 2018. Myös kustannussäästöt henkilöstövähennyksistä tukevat kannattavuutta. Ennusteissamme suuri painoarvo on Q2:n

tuloksella, joten onnistuminen vahvan kysynnän kvartaalilla on kriittistä.

Poistot ovat arviomme mukaan vakaalla ja noin investointien tasolla, mutta absoluuttisesti ne kasvavat kirjanpitemuutoksen myötä. Samaan tapaan myös rahoituskulut nousevat muutoksen myötä jo ennestään liiketoiminnan kokoluokassa melko korkealta tasolta, mikä rasittaa nettotulosta selvästi. Arviomme mukaan yhtiön pitkän vuokrasopimuskannan takia rahoituskuluihin kohdistuva lisärasitus on huomattava eli noin 0,6-0,8 MEUR lähivuosina. Suurin painon on vuodessa 2019. Asteittain rasitus kuitenkin pienenee vuokrasopimusten loppua kohti mentäessä. Odotamme yhtiön kirjaavan aikaisempien vuosien tappioista pienet positiiviset verot tuloslaskelmaan vuoden lopussa, mikä nostaa kokonaisuudessaan verovaikutuksen positiiviseksi koko vuodelta.

Absoluuttisesti matalaa operatiivista tulosta ja noussutta alimpien rivien rasiutusta heijastellen osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,02 euroa (2018 oik. eps: 0,03 euroa). Osinkoa emme odota yhtiön maksavan vuodelta 2019. Mielestämme yhtiön tulisi priorisoida taseaseman vahvistamista ennen osingon jakoa.

Odotamme yhtiön onnistuvan käyttöpääoman vapauttamisen kautta laskemaan maltillisesti velkaantuneisuuttaan, mutta taseaseman ja velkaantuneisuuden haastavaa kokonaiskuvaa tämä ei kuitenkaan muuta.

Ennusteet 2/2

Vuosien 2020-2021 ennusteet

Odotamme yhtiön liikevaihdon laskun jatkuvan vuosina 2020-2021, mikä heijastelee etenkin laskevaa tukkumarkkinaa ja rakentamisen selvää hidastumista. Maakaapelointivetoisen kysynnän odotamme jossain määrin palautuvan, mutta koska seuraavan investointitakarajan on melko kaukana, emme odota äkillistä maakaapelointikysynnän kasvua.

Arviomme mukaan verkkoyhtiöt etenevätkin investoinneistaan tasaista tahtia kohti takarajaa. Vuonna 2020 odotamme liikevaihdon laskevan 3 % 98 MEUR:oon ja vuonna 2021 edelleen 1,5 % 96 MEUR:oon.

Odotamme yhtiön liikevoitto-%:n laskevan vuoden 2019 tasosta, kun etenkin tehokkuus kärsii volyymienlaskusta ja maltillisesta kustannusinflaatiosta. Myös viennin osuuden kasvun odotamme vaikuttavan negatiivisesti kannattavuuteen. Vuosien 2020 ja 2021 liikevoittomarginaalin ennusteemme ovat 2,1 % ja 1,7 %, mitkä vastaavat 2,1 MEUR:n ja 1,7 MEUR:n liikevoittotasojä. Absoluuttisesti matalan tulostason ja suhteellisen korkean poistojen ja rahoituskulujen tulosrasituksen takia odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen painuvan tappiolle.

Odotamme yhtiön investointien olevan kohtuullisella hieman alle 2 MEUR:n tasolla. Liiketoiminnan varastotarpeiden takia odotamme käyttöpääoman vapauttamisen olevan haastavaa ja siten se ei tue rahavirtaa enää vuosina 2020 ja 2021. Siten rahavirta jää absoluuttisesti melko

pieneksi suhteessa rahavirtavaikutteisiin investointeihin ja rahoituskuluihin. Näin ollen yhtiön taseasema säilyy heikkona.

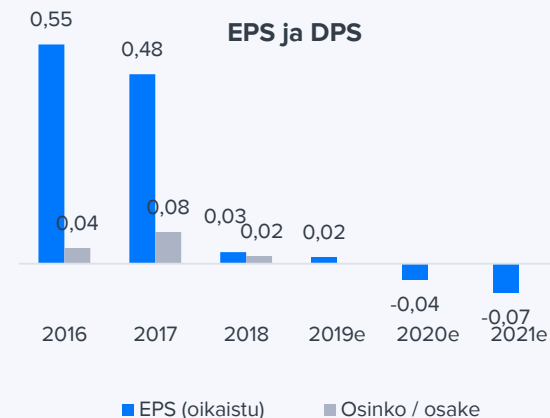
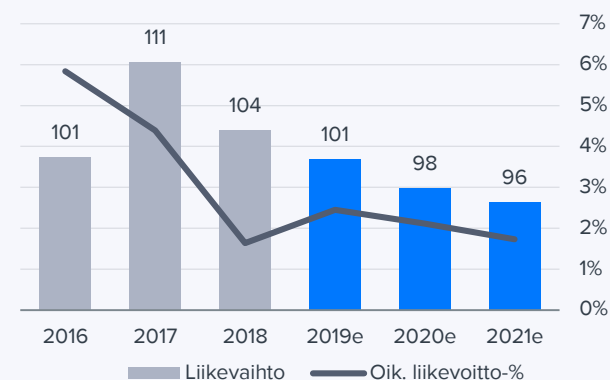
Ennusteissamme emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina tulostason jäädessä heikoksi. Mielestämme yhtiön tulisi vahvistaa tasettaan tuntuvasti ennen voitonjakoa ja siten pidättäytyä osingonmaksusta. Taseasemasta ja korkeasta velkamäärästä johtuen osingonmaksu lähivuosina olisi mielestämme jopa jossain määrin negatiivinen signaali, olettaen, että yhtiön tulos ei yllä huomattavasti ennusteitamme vahvemmaksi.

Pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme kaapeliliiketoiminnan kasvavan pitkällä aikavälillä talouskasvun mukaista vauhtia ja kasvu on pitkälti teollisuuden ja rakentamisen kasvun tasolla. Maakaapelointiprojektit tuovat tasaista liikevaihtokuormaa ensi vuosikymmenen loppupuolelle saakka, olettaen että yhtiön kilpailukyky ei heikkene. Rakentamisen suhdanteissa muutokset voivat olla äkillisiä emmekä siten odota pitkän aikavälin kasvun olevan tasaista. Keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuuden odotamme tasoittuvan noin verrokkiryhmän kannattavuuden ja yhtiön potentiaalin alarajan tasolle.

Näkyvyys kaapeliliiketoimintaan on hyvin heikko ja näin ollen keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Siten näiden ennusteiden merkitys on osakkeen arvon muodostuksen kannalta rajallinen ja käytämmekin niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laaditussa DCF-mallissa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	111	22,9	31,7	23,7	25,5	104	22,7	30,2	23,2	24,7	101	98	96	97
Konserni	111	22,9	31,7	23,7	25,5	104	22,7	30,2	23,2	24,7	101	98	96	97
Käyttökate	7,2	-0,5	2,8	0,8	0,4	3,5	1,5	2,3	1,4	1,6	6,8	6,3	6,0	6,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-2,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,9	-0,7	1,8	0,2	0,4	1,7	0,4	1,2	0,4	0,6	2,5	2,1	1,7	1,9
Liikevoitto	5,1	-1,1	2,1	0,2	-0,2	1,0	0,4	1,2	0,4	0,6	2,5	2,1	1,7	1,9
Konserni	5,1	-1,1	2,1	0,2	-0,2	1,0	0,4	1,2	0,4	0,6	2,5	2,1	1,7	1,9
Nettorahoituskulut	-1,8	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-1,9	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-2,5	-2,3	-2,2
Tulos ennen veroja	3,4	-1,5	1,6	-0,4	-0,5	-0,7	-0,3	0,6	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1
Verot	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,0	-1,5	1,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	0,5	-0,3	0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,1
EPS (oikaistu)	0,48	-0,18	0,21	-0,06	0,06	0,03	-0,05	0,08	-0,05	0,03	0,02	-0,04	-0,07	-0,01
EPS (raportoitu)	0,51	-0,24	0,26	-0,06	-0,04	-0,09	-0,05	0,08	-0,05	0,03	0,02	-0,04	-0,07	-0,01

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	9,8 %	-11,9 %	-0,9 %	-11,9 %	-1,9 %	-6,4 %	-1,0 %	-4,9 %	-2,0 %	-3,1 %	-2,9 %	-3,0 %	-1,5 %	1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-17,5 %	-158,3 %	63,6 %	-87,5 %	-58,7 %	-65,1 %	-154,4 %	-34,8 %	79,2 %	37,8 %	45,0 %	-16,3 %	-19,1 %	15,1 %
Käyttökate-%	6,5 %	-2,2 %	8,8 %	3,4 %	1,5 %	3,4 %	6,5 %	7,5 %	6,1 %	6,5 %	6,7 %	6,5 %	6,2 %	6,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	-3,1 %	5,7 %	0,8 %	1,6 %	1,6 %	1,7 %	3,9 %	1,5 %	2,2 %	2,4 %	2,1 %	1,7 %	2,0 %
Nettotulos-%	2,7 %	-6,3 %	4,9 %	-1,6 %	-1,0 %	-0,5 %	-1,2 %	1,6 %	-1,3 %	0,7 %	0,1 %	-0,2 %	-0,4 %	-0,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perusta

Hinnoittellemme Neo Industrialia ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta ja suosimme arvomäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia. Arvonmäärityksessä seuraavien 12 kuukauden arvostuskertoimien merkitys on selvästi pidempää aikaväliä korkeampi johtuen heikosta näkyvyydestä niin kysyntään kuin suuren osan kustannuksista muodostaviin metallien hintoihin. Absoluuttisten tuloskertoimien lisäksi käytämme arvomäärityksessä suhteellista arvostusta ja kassavirtamallia.

Arvostamme Neo Industrialia puhtaasti sen nykyisen kaapeliliiketoiminnan tuloksen ja näkymien kautta, mikä ei anna arvoa Nestor Cablesille. Nestorin Cablesin arvo Neo Industrialin taseessa on alaskirjattu, joten se ei myöskään vaikuta tase pohjaiseen arvostukseen. Nestor Cablesin haasteiden vuoksi pidämme todennäköisempänä, että Neo Industrial tulee tekemään omistusjärjestelyjä sen omistuosuuden osalta kuin, että Nestor Cables kontribuoi konsernitason tulokseen. Neo Industrial ei kuitenkaan ole vastuullinen yhtiön tappioista, joten sen arvo kokonaisuuden kannalta ei painu negatiiviseksi, vaikka se tekisi tappiota. Näemmekin Nestor Cablesin omistuksen optiona sijoittajille, mutta tämän option arvo ei ole merkittävä. Näistä syistä emme anna Nestor Cablesin arvolla painoa Neo Industrialin arvomäärityksessä.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Neo Industrialin hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat ennen kaikkea seuraavat tekijät:

- + Maakaapelointi-investoinnit tuovat jatkuvuutta liikevaihtoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä
- + Fokus kannattavuudessa kotimarkkinoilla
- Tuloskehityksen vahva kausiluonteisuus kasvattaa etenkin Q2:n ja Q3:n merkitystä
- Investointivaiheen jälkeen maakaapeloinnin ylläpitoinvestointien taso todennäköisesti merkittävästi alhaisempi, mikä vaikuttaa yhtiön pitkän aikavälin näkyviin
- Epävarmuus rakentamisen nykyisen tason kestävyYTEEN ja sen vaikutukset kysyntään
- Selvästi heikentynyt tase asema ja haasteet velkavuoren pienentämisessä
- Epäsuotuisa päätös kiistassa verottajan kanssa olisi yhtiölle merkittävä taloudellinen takaisku

Arvostuskertoimet ovat korkeat

Vuosien 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 7x, mitä pidämme yhtiölle haastavana tasona. Absoluuttisesti matalan tulostason takia poistot ja rahoituskustannukset syöväT merkittävän osan operatiivisesta tuloksesta ja siten P/E-kerroin vuodelle 2019 on todella korkea (> 100x) ja negatiivinen vuodelle 2020 operatiivisen tuloksen lievää laskua heijastellen. Tämä kuvastaa yhtiön absoluuttisesti matalaan

operatiiviseen tulokseen liittyvää haastetta arvostuksen kannalta.

Tase pohjaisella vuoden 2018 P/B-kertoimella arvostus on korkea (1,5x). Emme anna kuitenkaan tase pohjaiselle arvostukselle merkittävää painoarvoa, sillä mielestämme nykyinen taserakenne ei ole todellisia investointeja kuvaava ja siten pääoman tuottoluvut eivät heijastele uusinvestoinnin sitomalla pääomalla saavutettavia pääoman tuottotasoja.

Emme odota yhtiön maksavan lähivuosina osinkoa. Nykyisellä taserakenteella osinkojen jakaminen kasvattaisi mielestämme yhtiön riskitasoa, kun oletetaan, jos yhtiön tulostaso on ennusteidemme mukaisella tasolla. Pitäisimmekin osingon maksua selvästi negatiivisena signaalina omistajien kannalta.

Mielestämme tulos- tai tase pohjaiset kertoimet eivät anna arvostukselle minkäänlaista tukea tase pohjaisia riskejä vastaan.

Suhteellinen arvostus

Suhteellisesti Neo Industrial arvostetaan EV/EBITDA-kertoimella 23 %:n diskontolla ja 15 %:n preemiolla vuosien 2019 ja 2020 kertoimilla. Absoluuttisesti verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kerroin on mielestämme melko korkea ja yli Neo Industrialille hyväksyttävän tason. Mielestämme yhtiön tuloksen syklisyys yhdessä riskiprofiilin kanssa oikeuttavat selvästi tätä matalampaan kertoimeen. Lisäksi hyväksyttävää tasoa suhteessa verrokkeihin painaa selvästi pienempi kokoluokka.

Arvonmääritys 2/2

Yhtiön tuloskehitykseen ja arvostukseen liittyvää haastetta eli absoluuttisesti matalaa operatiivista tulosta, joka ei yllä alimmalle riville, kuvastaen osakkeen EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019 ja 2020 ovat 85 ja 72 %:n preemiolla suhteessa verrokkeihin. Vertailevuutta kuitenkin heikentää huomattavasti IFRS 16 -standardin vaikutus, joka korostaa preemiohinnoittelua. EV/S-kertoimella vuosien 2019 ja 2020 arvostukset ovat pienellä diskontolla (-12 % ja -3 %) suhteessa verrokkeihin. Liikevaihtopohjaisessa arvostuksessa ei ole nousuvaraa ja osakkeen arvon nousu edellyttäisikin tuloksen (ja kannattavuuden) selvää vahvistumista.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Neo Industrialin osakkeelle on 1,85 euroa. Mallissamme odotamme vuodesta 2023 alkaen 2 %:n pitkänaikavälin kasvua, mikä heijastelee konservatiivista arviota keskipitkän aikavälin talouskasvusta. Kannattavuuden odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin viime vuosien keskimääräiselle tasolle 1,3-1,8 %:iin (EBIT-%).

Kasvu ja kannattavuusennusteiden pohjalta terminaaliarvon paino jää varsin kohtuulliselle 39 %:n tasolle arvonmääritysmallissa. Neo Industrialin liikevaihdon projektiluonteisuus tekee sen ennustettavuudesta heikkoa ja malli taas on herkkä ennustemuutoksille. Tästä syystä sille ei mielestämme kannata antaa suurta painoarvoa arvonmäärityksessä.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa

(WACC) oman pääoman kustannus on korkea 12,4 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä selvästi korkeampaa riskiprofilia ja heikkoja näyttöjä tuloksenteosta viime vuosilta, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman turvamarginaalin perusteltuna. Alhaisen vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 9,9 %:n tasolle.

Sijoitusnäkemys ja tavoitehinta

Toistamme Neo Industrialin tavoitehintamme 1,80 euroa ja myy-suosituksemme. Yhtiön arvostus on korkea suhteutettuna odottamaamme tuloskehitykseen. Riski/tuotto-suhdetta heikentää entisestään huomattavasti yhtiön heikkoon taseasemaan liittyvät riskit.

Arviomme mukaan yhtiö voi joutua toteuttamaan rakennejärjestelyjä, jotta nykyinen liiketoiminta saadaan kestäväälle pohjalle. Nykyisen liiketoiminnan tuloskehityksen avulla tapahtuva taseaseman korjaantuminen kestäväälle pohjalle on mielestämme epätodennäköistä. Näin ollen sijoittajien on mielestämme perusteltua odottaa vähintäänkin merkkejä siitä, että yhtiöllä olisi selkeät keinot kestävästi ratkaista taseasemaan liittyvät haasteet.

Arvostus yhteenveto ja vertailuryhmä

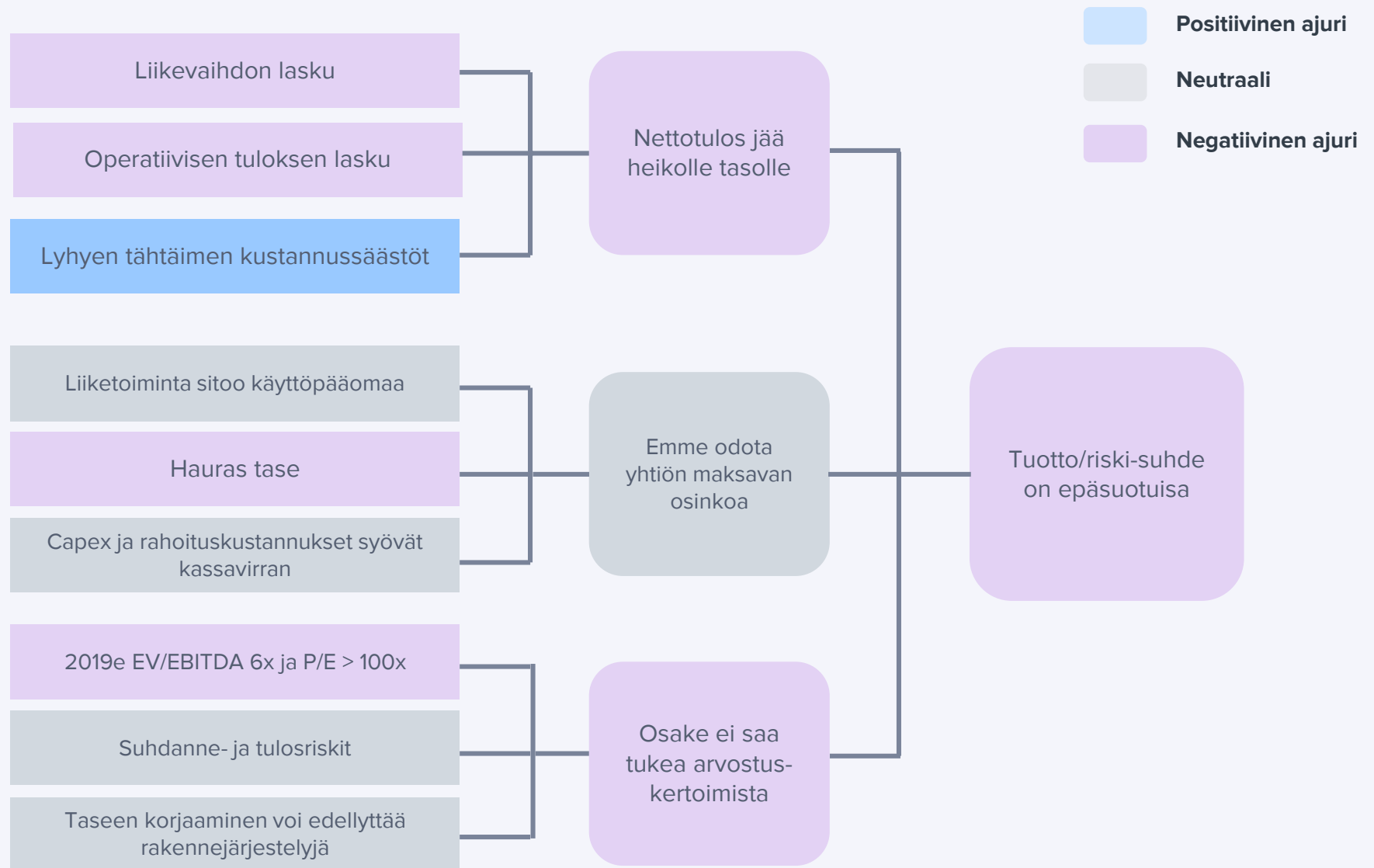
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,67	1,61	4,85	5,01	2,03	2,29	2,29	2,29	2,29
Osakemäärä, milj. kpl	6,0	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Markkina-arvo	4,0	9,6	29	30	12	14	14	14	14
Yritysarvo (EV)	23	35	41	38	24	42	41	41	40
P/E (oik.)	2,3	neg.	8,8	10,5	69,4	>100	neg.	neg.	neg.
P/E	2,3	neg.	8,8	9,8	neg.	>100	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	1,2	neg.	1,6	4,8	neg.	3,5	4,9	5,6	5,0
P/B	0,4	1,7	3,8	2,8	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8
P/S	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	18,8	neg.	5,1	5,2	6,9	6,2	6,5	6,9	6,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	6,9	7,8	14,1	17,0	20,0	24,6	21,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	7,2 %	15,6 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	1,6 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

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
PRYSMIAN SPA	15,41	4134	6543	9,0	7,4	6,6	5,5	0,5	0,5	9,9	8,2	2,9	3,2	1,6
NEXANS SA	30,59	1325	1520	9,2	7,1	5,1	4,4	0,4	0,4	11,9	9,7	1,1	1,9	1,0
LEONI AG	20,85	682	1268	315,0	15,9	9,5	5,8	0,3	0,3		14,8		3,3	0,6
NKT HOLDING A/S	136,90	497	746		41,0	32,4	8,0	0,8	0,6		73,6			0,7
Neo Industrial (Inderes)	2,29	14	42	17,0	20,0	6,2	6,5	0,4	0,4	143,4	-58,0	0,0	0,0	1,7
Keskiarvo				111,1	17,8	13,4	5,9	0,5	0,4	10,9	26,6	2,0	2,8	1,0
Mediaani				9,2	11,6	8,0	5,7	0,5	0,4	10,9	12,2	2,0	3,2	0,8
Erotus-% vrt. mediaani				85 %	72 %	-23 %	15 %	-12 %	-3 %	1216 %	-575 %	-100 %	-100 %	99 %

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

Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Kassavirtalaskelma

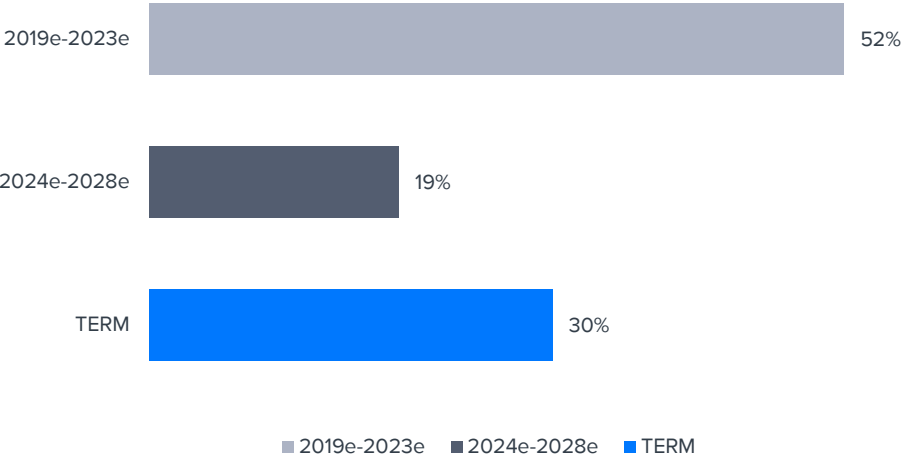
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,0	2,5	2,1	1,7	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,4	1,4	
+ Kokonaispoistot	2,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	
- Maksetut verot	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,5	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	-2,9	1,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-0,4	7,6	6,4	6,0	6,3	5,7	5,6	5,5	5,5	5,2	5,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,2	-23,4	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,7	-15,8	2,8	2,4	2,7	2,1	2,0	1,7	1,7	1,3	1,3	
+/- Muut	0,0	19,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	3,8	2,8	2,4	2,7	2,1	2,0	1,7	1,7	1,3	1,3	16,1
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	2,4	1,9	1,9	1,3	1,2	0,9	0,8	0,6	0,5	6,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		21,5	18,0	15,6	13,7	11,8	10,4	9,3	8,4	7,6	7,0	6,4
Velaton arvo DCF		21,5										
- Korolliset velat		-13,0										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,1										
Oman pääoman arvo DCF		11,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,85										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,30 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	21,6	22,3	41,4	40,7	40,0
Liikearvo	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Aineettomat hyödykkeet	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2
Käyttöomaisuus	14	14	33	33	32
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtuvat vastaavat	21,6	24,0	22,4	21,9	21,5
Vaihto-omaisuus	16	16	16	16	15
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	3,7	6,6	4,2	4,2	4,1
Likvidit varat	1,8	0,9	2,0	2,0	1,9
Taseen loppusumma	43,2	46,3	63,8	62,5	61,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	10,7	8,2	8,1	7,9	7,5
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-15	-18	-18	-18	-18
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	13,0	14,5	13,3	12,3	12,3
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	2,6	3,1	3,1	3,1	3,1
Lainat rahoituslaitoksilta	7,7	7,2	6,0	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Lyhytaikaiset velat	19,4	23,6	42,3	42,3	41,7
Lainat rahoituslaitoksilta	2	6	26	26	26
Lyhytaikaiset korottomat velat	17	17	16	16	15
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	43,2	46,3	63,8	62,5	61,5

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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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 analyytikoilla 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 laiteinen analyytikon 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
9.3.2017	Lisää	7,80 €	7,13 €
21.3.2017	Myy	7,80 €	9,43 €
26.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,80 €
4.5.2017	Lisää	10,50 €	9,19 €
11.8.2017	Vähennä	8,00 €	8,41 €
3.10.2017	Vähennä	6,50 €	6,53 €
25.10.2017	Vähennä	6,00 €	6,11 €
18.12.2017	Vähennä	5,00 €	4,77 €
15.1.2018	Vähennä	6,00 €	6,38 €
14.2.2018	Lisää	6,00 €	5,48 €
27.3.2018	Lisää	6,00 €	5,40 €
25.4.2018	Myy	4,50 €	4,90 €
15.5.2018	Vähennä	4,50 €	4,41 €
13.6.2018	Vähennä	4,50 €	4,55 €
16.8.2018	Myy	3,75 €	4,24 €
14.9.2018	Vähennä	3,75 €	3,71 €
24.10.2018	Vähennä	2,80 €	2,90 €
27.12.2018	Myy	1,80 €	2,12 €
13.2.2019	Myy	1,80 €	2,22 €
17.4.2019	Myy	1,80 €	2,29 €



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

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.**