

# Neo Industrial

Laaja raportti

5/2020

# Tuloskäänteen elementit paikallaan

Laskemme Neo Industrialin tavoitehinnan 2,20 euroon (aik. 2,5 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Odotamme yhtiön liikevaihdon elpymisen kääntävän tulostason lievälle voitolle kuluvana vuonna, mutta vahvistuvasta kassavirrasta huolimatta korkeaan velkatasoon liittyvä haaste säilyy ennallaan. Emme odota velkatasoon liittyvän ongelman ratkeavan kestävästi ilman rakennejärjestelyä, minkä takia osakkeen tuotto/riski-suhde on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä heikko.

## 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, mutta tilausvirtaa täydentävää kauppaa haetaan myös laajemmalla säteellä. Kaapelitoimialan pääasiakasalat ovat asuin- ja toimistorakentaminen, sähkön tuotanto ja siirto sekä teollisuus.

## Lyhyen tähtäimen kysyntäkuva on säilynyt hyvä

Arviomme mukaan yhtiön kysynnän kannalta keskeisissä tukkumarkkinassa on odotettavissa lyhyellä tähtäimellä lievää hidastumista, mutta tätä paikkaa maakaapelointi- ja tuulivoimaprojektien vahva tilausvirta. Tätä taustaa vasten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 10 % vuonna 2020. Liikevaihdon kasvun odotamme tukevan myös kannattavuutta ja yhtiön käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 6,2 %:iin viime vuoden 5 %:sta. Vuosina 2021 ja 2022 odotamme liikevaihdon pysyvän lievässä 1-2 %:n kasvussa ja käyttökatemarginaalin odotamme säilyvän suhteellisen vakaana noin 6,5 %:ssa. Operatiivisen tulostason noususta huolimatta suuret poistot ja rahoituskustannukset painavat nettotulosta, joka yltää vain lievästi voitolle ja pitää taseen hauraana. Liiketoiminnan kassavirta valuu myös pääosin investointeihin ja velanhoidonkustannuksiin, ja siten suuri velkalasti ei olennaisesti pienene. Ennusteisiin liittyvää riskitasoa nostaa lyhyt näkyvyys liiketoimintaan sekä koronapandemian myötä kohollaan oleva kysyntäriski vuoden loppua pidemmälle katsottaessa.

## Arvostuskertoimet ja riskitaso ovat korkeat, joten tuotto/riski-suhde on heikko

Neo Industrialin vuosien 2020 ja 2021 EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 14x ja 12x, kun taas vastaavat P/E-kertoimet nousevat korkeiksi (> 25x). Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan absoluuttisesti todella korkeat, ja tätä peilaa myös suhteellinen arvostus. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina, sillä yhtiön hauras tase ei mielestämme mahdollista pääomien allokointia voitonjakoon. Näkemystämme osakkeen haastavasta arvostuksesta puoltaa myös kassavirtamallimme, joka indikoi osakkeen olevan yliarvostettu. Vaikka malliin soveltamiseen liittyy tiettyjä haasteita, mielestämme se tuo esiin hyvin yhtiön suureen velkalastiin sijoittajan näkökulmasta liittyvän ongelman. Arviomme mukaan riski/tuotto-suhde säilyy sijoittajan kannalta haastavana, kunnes velkataso saadaan kestävästi laskuun, mikä voi arviomme mukaan edellyttää rakennejärjestelyä. Tällä hetkellä oikeaan suuntaan etenevä operatiivinen kehitys kuitenkin arviomme mukaan tukee osaketta, kun rahoitusasemaan liittyvät haasteet jäävät lyhyellä tähtäimellä taka-alalle.

## Analytiikko



**Petri Gostowski**

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä

(aik. Vähennä)



### 2,20 EUR

(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi: 2,14 EUR

Potentiaali: 2,8 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuonna 2020 tilikauden tuloksen odotetaan kääntyvän positiiviseksi edellyttäen, että koronapandemian aiheuttamat vallitsevat olosuhteet eivät olennaisesti vaikuta yhtiön toimituskykyyn.

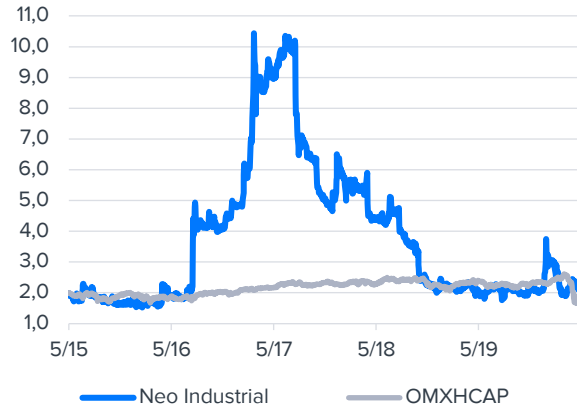
## Avainluvut

|                    | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 98    | 108   | 109   | 111   |
| <b>kasvu-%</b>     | -6 %  | 10 %  | 1 %   | 2 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 2,1   | 2,2   | 2,6   | 2,7   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 2,2 % | 2,1 % | 2,4 % | 2,5 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -1,4  | 0,4   | 0,5   | 0,3   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,03  | 0,06  | 0,08  | 0,06  |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 80,4  | 33,0  | 26,5  | 37,4  |
| <b>P/B</b>            | 1,7   | 1,7   | 1,6   | 1,6   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 13,6  | 13,8  | 12,3  | 11,5  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 5,8   | 4,6   | 4,5   | 4,4   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |

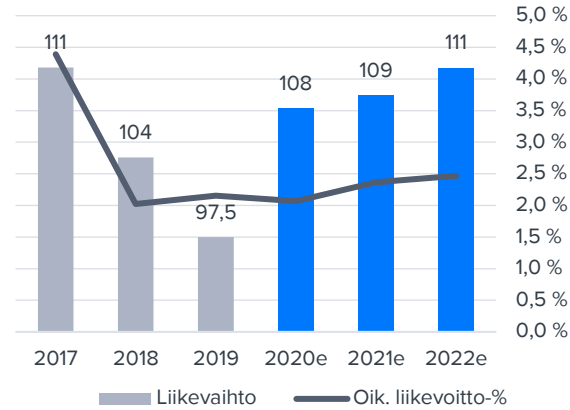
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



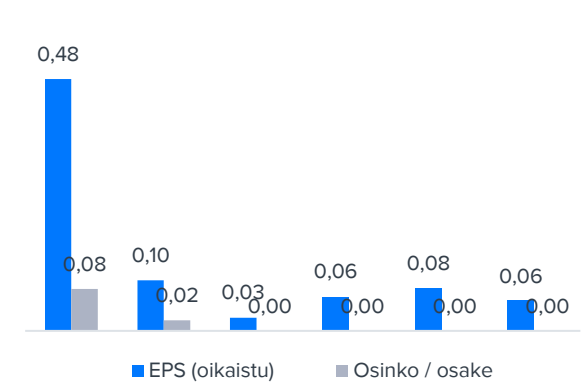
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### 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

### Arvostus

- Heikon tulokunnan takia osake ei saa tukea tulos pohjaista kertoimista
- Emme odota yhtiön maksavan osinkoa vaan fokus on velkatason laskemisessa
- Pitkän aikavälin DCF-malli ei tue osakkeen nousuvaraa

# Sisällysluettelo

|   |               |
|---|---------------|
| Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys     | <b>5-7</b>    |
| Liiketoimintamalli                        | <b>8-11</b>   |
| Sijoitusprofiili                          | <b>12-13</b>  |
| Markkinat ja kilpailukenttä               | <b>14-16</b>  |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet     | <b>17-219</b> |
| Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne | <b>20-24</b>  |
| Ennusteet                                 | <b>24-26</b>  |
| Arvonmääritys                             | <b>27-29</b>  |
| Taulukot                                  | <b>30-33</b>  |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria   | <b>34</b>     |

# 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. Yhtiö osallistuu omistamiensa 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.

## 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 lähes 23 %.

Nestor Cablesin osakkeiden arvo Neo Industrialin konsernitaseessa on aiempien vuosien kumulatiivisista tappioista johtuen nolla. Heikon taloudellisen kehityksen taustalla on etenkin yhtiön epäterve rahoitusasema ja kannattavuushaasteet. Tasearvon alaskirjauksesta johtuen omistuksen 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

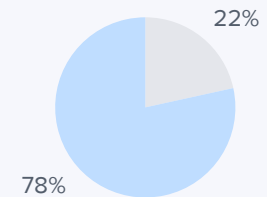
2019 yhtiön liikevaihdosta 84 % tuli EU-maista ja 16 % EU:n ulkopuolelta. Voimakaapelien myynti muodosti yhtiön liikevaihdosta 78 % ja loput tulivat asennuskaapeleista. Yhtiö palvelee pääsääntöisesti kolmea teollisuudenalaa:

**Asuin- ja toimistorakentaminen:** pienjännitteisiä asennus- ja voimakaapeleita, joista asennuskaapelit valmistetaan Keuruun tehtaalla ja voimakaapelit Hyvinkään tehtaalla. Näiden kaapeleiden kysyntä heijastelee etenkin rakentamisen suhdanteiden kehitystä.

**Sähkön tuotanto ja siirto:** pien-, keski- ja suurjännitteisiä voimakaapeleita, joista pienjännitteiset (1 kV) voimakaapelit valmistetaan Hyvinkään tehtaalla ja keski- ja suurjännitekaapelit (6 - 170 kV) Riihimäen tehtaalla. Myös tuulivoimakaapelit kuuluvat tähän ryhmään. Käynnissä oleva maakaapelointiaktiiviteetti vaikuttaa tällä hetkellä vahvasti sähkön siirrossa käytettävien kaapeleiden menekkiin, pääpainon ollessa tällä hetkellä keskijännitemaakaapeleissa.

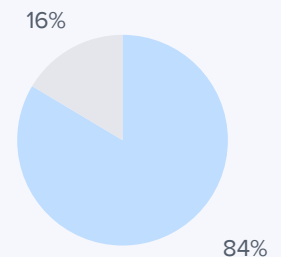
**Teollisuus:** Pienjännitteisiä asennus-, ohjaus- ja instrumentointikaapeleita valmistetaan Keuruun tehtaalla, pienjännitevoimakaapeleita Hyvinkään tehtaalla ja keskijännitevoimakaapeleita Riihimäen tehtaalla. Näiden tuotteiden menekkiin vaikuttavat teollisuuden uusinvestoinnit sekä jonkin verran myös tehtävät ylläpitoinvestoinnit.

## Liikevaihto tuoteryhmittäin 2019



■ Asennuskaapelit ■ Voimakaapelit

## Liikevaihto myyntialueittain 2019



■ EU-maat ■ EU:n ulkopuoliset maat

# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 2/2

## Omistajarakenne

Neo Industrialin omistajarakenne on keskittynyt. Suurimman osakkeenomistajan Reka Oy:n omistusosuus on lähes 51 % osakkeista ja vajaat 66 % 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 rajoittaa likviditeettiä. Pääomistajan merkittävän ääni- ja käytännössä myös määräysvallan myötä, sijoittajien on osaketta omistettaessa myös luotettava pääomistajan kykyyn kasvattaa yhtiön arvoa kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti.

## Historiallinen kehitys on ollut kaksijakoista

Neo Industrialilla oli viime vuosikymmenen alussa merkittäviä taloudellisia haasteita etenkin vaikean 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), mikä tuki vahvasti yhtiön tulosta. Yhtiö ylsikin lähihistorian parhaaseen kannattavuuteen ja 8 MEUR:n käyttökatteeseen vuonna 2016 (EBITDA-% 7,9 %).

Vuosi 2017 vahvisti yhtiön onnistuneen

tuloskäänteeseen, kun yhtiön tulos oli toista vuotta selvästi voitollinen. Tiettyjen maakaapelointitoimituksien siirtyminen kuitenkin aiheutti sen, että yhtiön kasvu jäi alle potentiaalinsa, mikä vaikutti heikentävästi kannattavuuteen, kun tehtaiden tasaisessa kuormituksessa ei täysin onnistuttu. Tämä alleviivaa tasaisen ja riittävän suuren kuorman tärkeyttä tuotannossa kannattavuuden perspektiivistä. 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 (vrt. metallien hintojen aikaisempien vuosien tulosta tukeva vaikutus). 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 kompensoitu myyntihinnoissa.

Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto laski 6 % 97,5 MEUR:oon ja käyttökate-% heikolle tasolle 5 %:iin. Liikevaihdon laskun taustalla oli jossain määrin hidastunut teollisuuden kysyntä, mutta myös heikompi jakso maakaapelointi-investoinneissa, sillä niitä seuranneiden sähkön siirtohintojen nousu herätti runsasta julkista arvostelua. Liikevaihdon lasku löi yhtiön kannattavuuteen laskeneista raaka-ainehinnoista huolimatta osoittaen jälleen tehtaiden kuormituksen kriittisyyttä. Huomioitavaa on, että merkittävästi vaikuttavan IFRS 16 -standardin takia kannattavuus ei ole suoraan verrannollinen aikaisempiin vuosiin. Arviomme mukaan sen positiivinen vaikutus vuoden 2019 käyttökatemarginaaliin on karkeasti 2 % yksikköä.

## Toimitusjohtajan vaihdoksesta uutta puhtia

Yhtiö vaihtoi toimitusjohtajaa vuoden 2019 jälkimmäisellä puoliskolla kääntääkseen heikon liikevaihto ja tulostrendin. Uuden toimitusjohtajan alkukausi on ollut nousujohteinen talven hyvän tilausvirran ja kysynnän elpymistä indikoivien merkkien myötä. Oman haasteensa muutokselle kuitenkin tuo koronapandemia ja sen vielä osin epäselvät vaikutukset. Lisäksi uusi toimitusjohtaja peri tehtävän mukana yhtiön huomattavan kokoisen velkalastin, joka kasvoi 10 MEUR:n joukkovelkakirjalainalla vuoden 2019 lopussa.

# Neo Industrial lyhyesti

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

**97,5 MEUR** (-6,1 % vs. 2018)

Liikevaihto vuonna 2019

**4,9 MEUR** (5 % lv:sta)

Käyttökate vuonna 2019

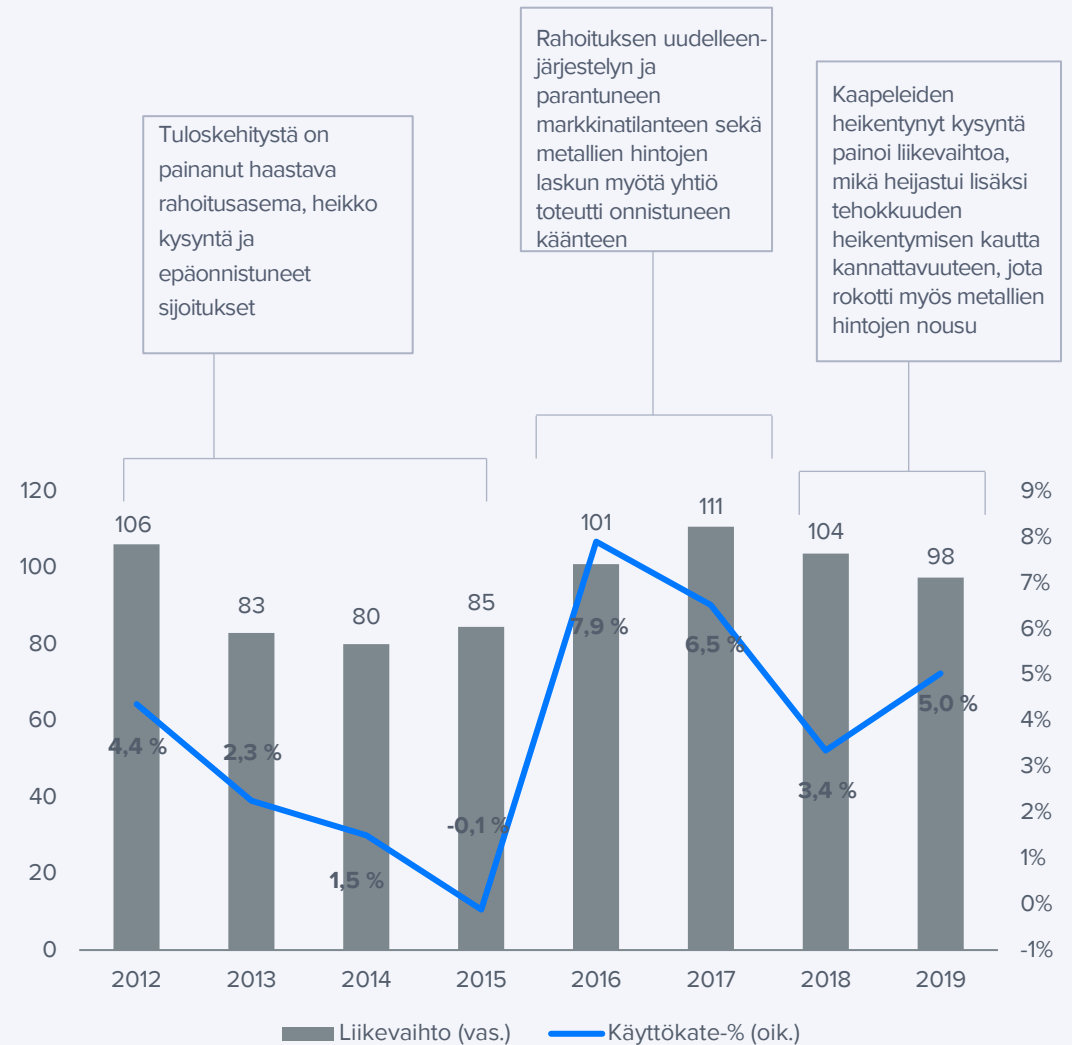
**247**

Henkilöstö keskimäärin vuonna 2019

**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 ja kaapelituotteiden luonteesta johtuen kilpailuetujen saavuttaminen erikoistumisen kautta on haasteellista.

## 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. Keskitämisen 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 globaaleilla markkinoilla pörssihinnoiteltuja metalleja, kuparia ja alumiinia.

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 Neo Industrialilla 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-alueilla eli laadussa ja toimitusvarmuudessa, ovat yhtiön omassa käsissä.

Kaapelin tuotantolinjat ovat käyttöikänsä 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 (arviomme 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**

Neo Industrialin investointitaso on ollut viime vuosina noin 2-2,5 MEUR vuositasolla (pl. IFRS 16 vaikutus). Taso on liiketoiminnan kokoluokassa kohtuullinen ja sisältää myös tehokkuusinvestointeja ylläpitoinvestointien lisäksi. Yhtiö laski liikkeelle 10 MEUR:n joukkovelkakirjalainan vuoden 2019 lopussa, jonka varat on lainan ehtojen mukaan kohdennettava merkittävältä osin energiatehokkuutta parantaviin investointeihin ja päästöttömien energiamuotojen kasvua (esim. tuulivoima kaapelit) edistäviin kapasiteetti-investointeihin. Näin ollen odotamme yhtiön investointitason olevan koholla lähivuosina. Yhtiö ei ole ainakaan toistaiseksi julkistanut investointisuunnitelmia kerättyjen varojen osalta, mikä tekee lähivuosien investointitasojen tarkasta arvioinnista haastavaa.

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 saamisten myynti syö rahavirtaa rahoitusyhtiön katteen takia, mikä on pääoman nopeutetun kierron kustannus.

## Toiminnot



Tuotanto

Myynti ja  
markkinointi



T&K

Hankintatoimi



## Tuotteet

FlameRex

Palonkestävät kaapelit

Reka®

Vakiokaapelit

PoweRex

Voimakaapelit

LiteRex

Halogeenittomat kaapelit

DryRex

Keski- ja  
suurjännitemaakaapelit

## Liiketoimintaidea

Neo Industrial sijoittaa  
tulevaisuuden sähköistysratkaisuja  
kehittävään kaapelitoimialaan

**NEO**  
Industrial

Liikevaihto 97,5 m€  
EBITDA 4,9 m€ (2019)

## Myyntikanavat



Suoramyynti



Tukkukauppa

## Kilpailu

**NKT**

Suuret toimijat

**Nexans**

**Prysmian**  
Group

Pienet kaapelintuottajat mm. Itä-  
Euroopassa

## Kysynnän ajurit



Teollisuuden  
tehdasinvestoinnit



Energiantuotanto



Sähköverkkojen rakentaminen



Rakentaminen

## Kustannusrakenne

247 hlö (2019)  
93 m€ (2019)



Henkilöstökulut  
(14,1 % kustannuksista)

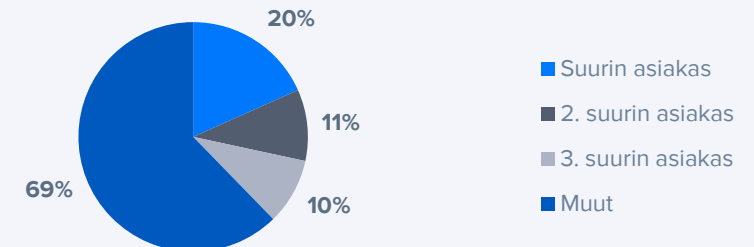


Materiaalit ja palvelut  
(72,3 %)

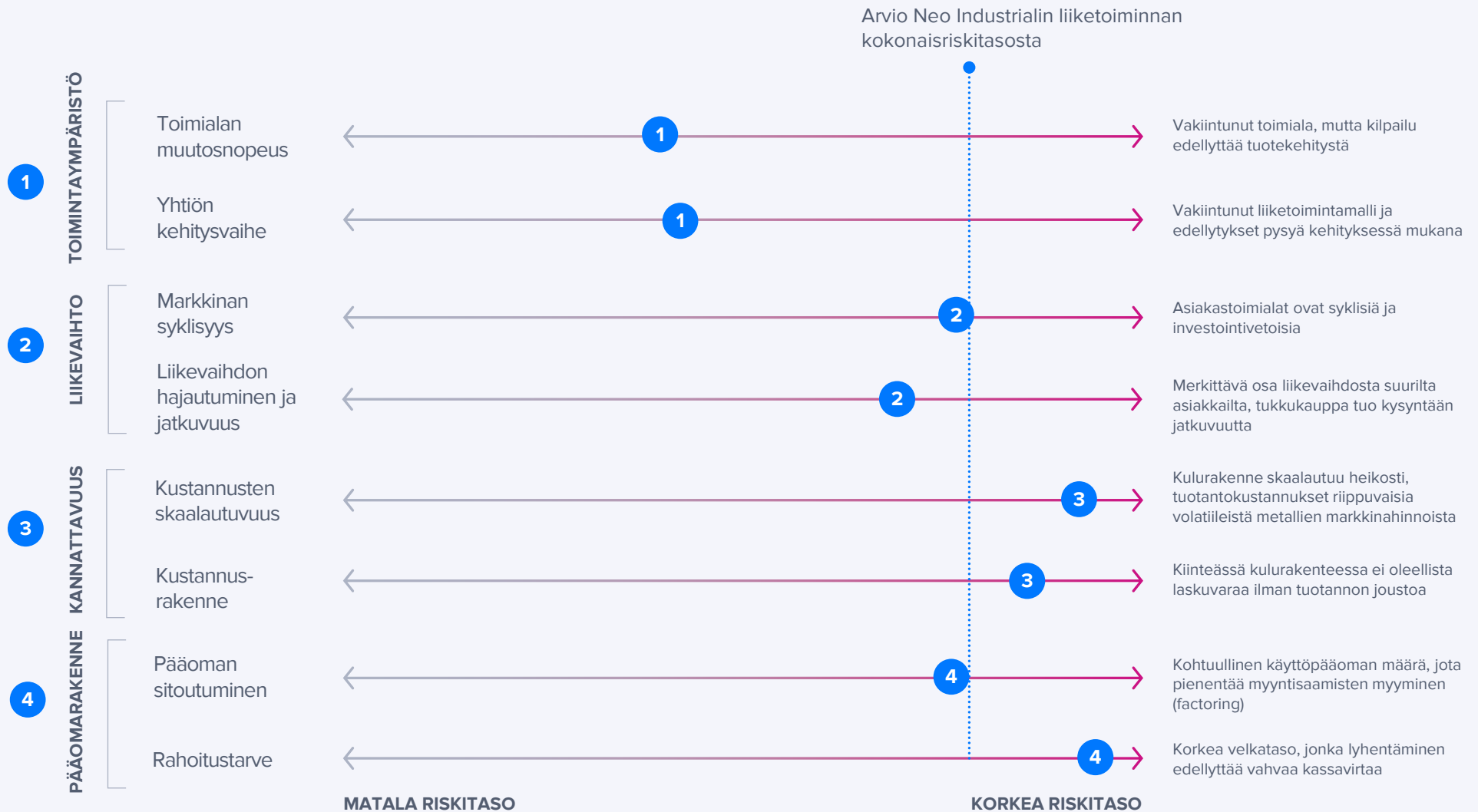


Liiketoiminnan muut kulut  
(6,3 %)

## Asiakasrakenne, % liikevaihdosta



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

## Tällä hetkellä yhtiö profiloituu käänneyhtiöksi

Neo Industrial ei mielestämme istu mihinkään tyyppilliseen sijoitusprofiiliin suoraan, mutta viime vuosien tuloksellisten haasteiden ansiosta yhtiö profiloituu tällä hetkellä käänneyhtiöksi. Pitkällä aikavälillä yhtiö arviomme mukaan pyrkii kuitenkin profiloitumaan kasvuyhtiöksi, mutta kasvuyhtiöprofiilia heikentää kaapelitoimialan kysynnän vaihtelu. Kasvuyhtiöprofiili vaatisikin sijoitusportfolion laajentamista, mikä taas vaatisi yhtiöltä huomattavasti nykyistä vahvempaa rahoitusasema.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Neo Industrialin keskeiset 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 laimentaa 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). Merkittävä osa näistä investoinneista on vielä edessä, mikä tarjoaa potentiaalia ja jatkuvuutta kaapelien 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 tai hyödyksi hintojen kautta. Arviomme mukaan alalla metallien hinnat saadaan siirrettyä hyvin lopputuotteiden hintoihin, mutta tämä tulee viiveellä tyyppillisesti. Koska nousevien raaka-

aineiden hintojen aikana myyntihinnat seuraavat perässä viiveellä, on yhtiön haastavaa yltää kannattavuuspotentiaaliinsa raaka-ainehintojen noustessa.

**Asiakasriskit:** Iso osuus yhtiön liikevaihdesta tulee kahdelta suurimmalta asiakkaalta. Asiakkaiden menettäminen tai niiden liiketoimintavaikeudet laskisivat 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 painaa tämä kannattavuutta, kun konsernitason kustannusrakenne ei jousta lyhyellä aikavälillä kysynnän mukana.

**Taseriskit:** Yhtiön tase on hauras ja sen velanhoitokyky herättää jossain määrin huolia. Mikäli yhtiö ei onnistu kääntämään nettotuloksen ja vapaa kassavirran trendiä, voi se joutua turvautumaan oman pääoman ehtoiseen lisärahoitukseen. Heikentyvä taseasema voisi myös heijastua operatiiviseen kehitykseen, jos luottamus rahoitusilanteen kestävyyyteen heikentyisi. Tätä riskiä nostaa yhtiön näkemysero verottajan kanssa.

# Sijoitusprofiili

1.

Rakentamisen ja investointien kehitys

2.

Maakaapelointi-investoinnit

3.

Viennin kasvu

4.

Asiakas- ja markkinariskit

5.

Tuloksen kausiluonteisuus

## Potentiaali



- Maakaapelointi- ja tuulivoimainvestoinnit tuovat tuntuvaa liikevaihtokuormaa lähivuosille, investointien pitkän aikavälin näkyvä on myös hyvä
- Viennin kasvu pienentäisi kausiluonteisuuden vaikutusta ja parantaisi kannattavuusedellytyksiä
- Kannattavuuden nousu tehtaiden käyttöasteiden nousun myötä

## Riskit



- Rakentamiseen ja investointeihin liittyvät kysyntäriskit koronapandemian myötä
- Raaka-aineiden hinnat määritellään globaaleilla ja volatiileilla markkinoilla
- Yhtiön hauras tase nostaa riskiprofiilia ja yhtiön on onnistuttava tulostrendin käänneessä, jotta taseasema ei muodostu ongelmaksi

# 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 arviomme heijastuvan 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 2019 noin 1 027 MEUR ja se kasvoi edellisvuodesta vajaan 1%:n STK:n mukaan. Markkinan kasvu on vuosina 2007-2019 ollut keskimäärin noin 2,6 % vuodessa. Kasvu on 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 ja siten se on ainoastaan suuntaa antava indikaattori yhtiön kysynnästä.

Arviomme mukaan muiden Pohjoismaiden ja etenkin Ruotsin tukkukauppa on tätä selvästi suurempi. Siten yhtiön päämarkkinoiden tukkumarkkina ei yhtiön kokoluokassa missään realistisessa skenaariossa muodostu kasvun

esteeksi, kun huomioidaan myös yhtiön pieni markkinaosuus Suomen ulkopuolisessa tukkumarkkinassa.

## Sähköverkkojen toimitusvarmuus vaatimukset luovat kysyntää keskipitkällä aikavälillä

Vuonna 2013 astui voimaan laki sähköverkkojen toimitusvarmuuden parantamiseksi. Sähkömarkkinalain keskeinen muutos oli vaatimukset liittyen sähkönjakeluverkon suunnitteluun, rakentamiseen ja ylläpitoon. Sen pohjalta sähkönjakelijoiden tuli täyttää lain asettamat toimitusvarmuusvaatimukset vuoden 2028 loppuun mennessä kaikkien asiakkaidensa kohdalla. Asteittain rakentuvien vaatimustasojen mukaan vuoden 2019 loppuun mennessä vaatimusten tuli toteutua vähintään 50 %:lla asiakkaista ja vuoden 2023 loppuun mennessä vähintään 75 %:lla.

Tämä on osaltaan tukenut maakaapelointiaktiiviteettia voimakkaasti viime vuosina, mikä taas on aiheuttanut sähkönsiirtohintoihin tuntuvaa nousua, kun siirtoyhtiöt ovat korottaneet hintojaan investointien takaisinmaksamiseksi. Hintojen nousu on aiheuttanut merkittävästi julkista keskustelua, joka on ainakin osittain vaikuttanut siihen, että vireillä on lakialoite, joka tavoitteena on lisätä sähköverkon uusimisen kustannustehokkuutta. Tarkoituksena on myös ottaa maakaapeloinnin ohella paremmin huomioon muut vaihtoehdot. Sähkönjakelun toimitusvarmuusvaatimusten täytäntöönpanoaikaa esitetään jatkettavaksi kahdeksalla vuodella vuoteen 2036 haja-asutusalueilla.

Arviomme mukaan lakiin voidaan odottaa muutoksia ja se tulee supistamaan vuositason markkinaa jossain määrin, mutta samalla aktiiviteetti todennäköisesti jatkuu pidempään. Siten markkina pienenee todennäköisesti jossain määrin arvioimastamme 100 MEUR:n vuosittaisesta markkinakoosta, mutta varmuutta tästä ei ole ennen lakialoitteen käsittelyä.

## Tuulivoimakaapeleissa markkinapotentiaalia

Tuulivoimakaapeleiden markkinan tarkka-arviointi on haastavaa, sillä kaapeleiden euromääräinen ja puistokohtainen kulutus riippuu toteutuksesta ja esimerkiksi tuulimylyjen etäisyydestä suhteessa sähköasemaan.

Suomessa rakennettiin Suomen Tuulivoimayhdistyksen mukaan 56 voimalaa vuonna 2019 ja tällä hetkellä suunnitteilla on yli 200 hanketta. Tuulivoimainvestointien näkymä on myös hyvä keskipitkälle ja pitkälle aikavälille ja sitä tukee mm. teollisuuden kasvava päästöttömän energian tarve niiden tavoittellessa vähäpäästöistä tuotantoa. Tuulivoimainvestoinnit alkavat myös olla jo markkinaehtoisestikin kilpailukykyisiä, mikä tukee myös investointeja tuulivoimapohjaiseen sähköntuotantoon.

Käsityksemme mukaan tyypillisen tuulipuiston kaapelitarve vastaa noin 0,5-4 MEUR:n tasoa karkeasti. Tätä taustaa vasten on mielestämme selvää, ettei tuulivoimakaapelimarkkinan koko Pohjoismaissa muodostu yhtiön kasvulle sen oma tuotantokapasiteetti huomioiden pullonkaulaksi nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

# Markkina ja kilpailukenttä 2/2

Huomioitavaa on, että yhtiö valmistaa kaapeleita maalle rakennettaviin tuulivoimapuistoihin (onshore). Siten yhtiölle relevanttia kohdemarkkinaa ei ole esimerkiksi Tanskassa tavanomaiset merelle rakennettavat tuulivoimapuistot (offshore).

## 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 alhaisemmillä hinnoilla, mikä hidastaa hintojen nousua hyvänkin kysynnän aikana. Merkittävistä alennuksista ei kuitenkaan arviomme mukaan puhuta, mikä johtuu jo mainituista alhaisista katetasoista ja kustannusetujen 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 kahdeksan viimeisen vuoden osalta käyttökateetasolla suhteellisen

yhtenäistä. Tämä heijastelee mielestämme hyvin alan raaka-ainevaltaisuutta ja sitä, että skaalaetuja ei ole alalla merkittävästi saatavissa. Verrokkiryhmän yhtiöiden viimeisen seitsemän vuoden käyttökateemarginaalin yhtiökohtaiset keskiarvot ovat noin 4-8 %:n välillä Neo Industrialin ollessa haarukan alalaidalla. Yhtiön keskimääräistä kannattavuutta rokottaa aikasarjassa etenkin haastavat vuodet 2014-2015, kun taas vastavuoroisesti vahvat vuodet 2016-2017 tukevat sitä. Yhtiön vuoden 2019 5 %:n käyttökateemarginaali vastasi mediaanitasoa. Huomioitavaa on, että vuodesta 2019 alkaen sovellettu IFRS-16 heikentää kyseisen vuoden kannattavuuden vertailtavuutta historiallisiin lukuihin.

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.

Viime vuosien näyttöjen mukaan Neo Industrialin kaapelitoimialan potentiaali on noin verrokkien tasolla. Potentiaaliin yltämisen haasteena on kuitenkin pyrkimykset kasvattaa liiketoimintaa kotimarkkinan ulkopuolella, missä tärkein kilpailukeino on hintataso. Näin ollen potentiaalın saavuttaminen on tasapainoilua kannattavuuden optimoinnin ja kasvun suhteen. Kestävästi verrokkiryhmää parempaa kannattavuutta emme kuitenkaan pidä realistisena yhtiölle kireästä

kilpailusta johtuen. Samalla myöskään emme näe rakenteellista perustetta odottaa yhtiöltä kestävästi verrokkiryhmän 4-8 %:n kannattavuushaarukkaa heikompaakaan kannattavuutta.

## Kilpailu on paikallista toimialan dynamiikan vuoksi

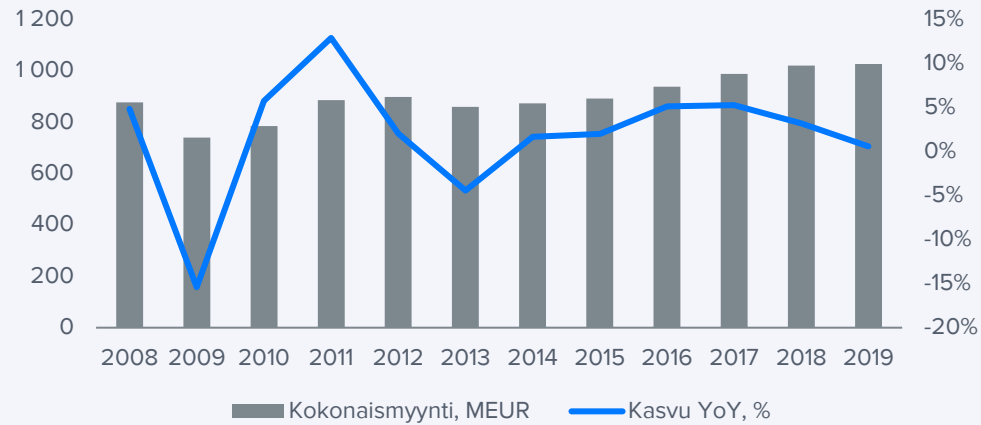
Kaapelitoimialan luonteen vuoksi kilpailu on pääosin paikallista, koska paljon tilaa vaativia ja tilavaatimuksiin suhteessa edullisia kaapeleita ei kannata kuljettaa pitkiä matkoja. Käytännössä tämä johtuu suhteessa paljon tilaa vievien kaapeleiden korkeista kuljetuskustannuksista, jotka syövät tuotteiden 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.

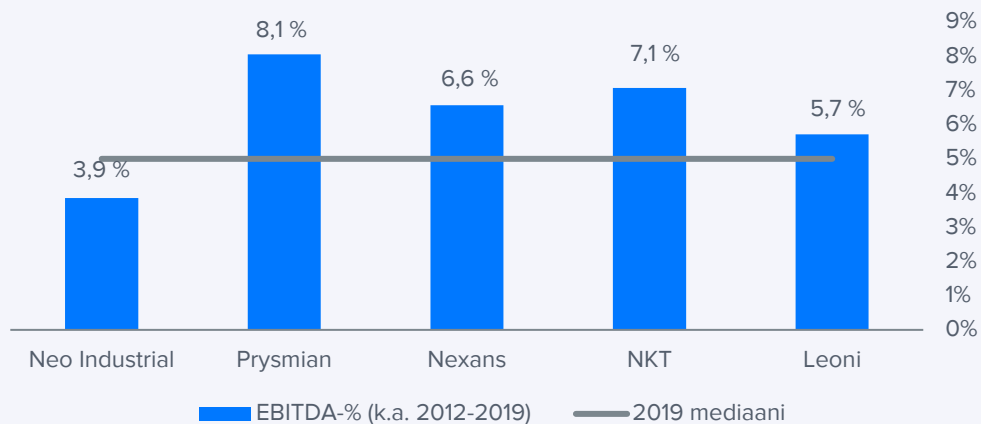
Joitakin osia tuotteiden muoviraaka-aineista voidaan substituoida, mutta niiden osuus on kuitenkin selkeästi metalleja alhaisempi ja siten kokonaisuuden kannalta vaikutus on varsin rajallinen. Matalien kiinteiden kustannusten vuoksi myös liiketoiminnan skaalautuvuus on heikko ja kilpailuetuja on haastava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

# Markkinat ja kilpailukenttä

Tukkukaupan kehitys (2008-2019)



Verrokkiryhmän käyttökate-%





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Sijoitusyhtiö Neo Industrial

Neo Industrial on sijoitusyhtiö, jonka strategia on investoida teolliseen liiketoimintaan fokuoituviin yrityksiin ja 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.

## Päivitetty strategia kausille 2018-2021

Neo Industrial päivitti strategiansa kesällä 2018 vuosille 2018-2021 ja tätä strategiaa on muokannut yhtiön uusi toimitusjohtaja. Strategian kantavana ajatuksen on kannattava kasvu nykyisessä kaapeliliiketoiminnassa. Strategiaan kirjattuna tavoitteena on ollut lisäksi hankkia strategiakauden aikana nykyisen kaapelitoimialan liiketoimintakokonaisuuden lisäksi 1-2 uutta enemmistöomisteista itsenäistä toimialaa.

## Kannattava kasvu

Reka Kaapeli keskittyy strategiassaan markkina-asemaansa Suomessa ja etenkin kasvuun

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 markkinakavun varassa, mitä tukee kasvava tuulivoimamarkkinan kysyntä. Vahvan markkina-aseman ylläpitäminen Suomessa on kuitenkin avainasemassa liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta, sillä yhtiön tuotantokapasiteetti tuulivoimapuolella on toistaiseksi rajallinen. Siten markkina-aseman ylläpitäminen luo perustan tehokkaan (ts. kannattavan) toiminnan edellytyksenä olevalle kysynnälle. Maakaapeloinnin, rakentamisen ja tuulivoimainvestointien kokonaisuutena suhteellisen hyvät keskipitkän ja pitkän aikavälin näkymät tarjoavat edellytykset ylläpitää myyntiä kotimarkkinoilla.

## Lähimarkkinoilta kasvua

Kasvu yhtiö tavoittelee etenkin Suomen ulkopuolisilta markkinoilta Pohjoismaista. Uuden toimitusjohtajan alaisuudessa on kuitenkin tapahtunut muutos aiempaan, ja yhtiö etsii nyt myös aktiivisesti tilausvirtaa täydentävää kauppaa laajemmin päämarkkinoiden ulkopuolelta. Tämä on uusi strateginen valinta suhteessa aikaisempaan, jolloin täydentävää kauppaa haettiin mm. Baltian ja Venäjän alueelta, jossa toimituksien marginaalit ovat tavanomaisesti heikkoa tasoa. Tätä heijastellen yhtiö on myös

tehnyt panostuksia myyntihenkilöstöön ja laajentanut myyntitiimin toimintasädetä.

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 tuloksentelekkyyden yllä.

Kilpailutekijänä Pohjoismaissa yhtiöllä on kuitenkin pääasiassa vain hinta, joten markkinaosuuden kasvattaminen jossain määrin nakertaa jo ennestään toimialan melko alhaisia marginaaleja. Tästä syystä nopea markkinaosuuden kasvattaminen ei arviomme mukaan ole houkutteleva vaihtoehto. Pohjoismaiden ulkopuolelta yhtiö etsii marginaalipotentialiltaan houkuttelevampia markkinataskuja, joten tässä suhteellisen pienessä osassa marginaalipaine ei ole samalla tasolla, mutta samalla nämä volyymit voivat vaihdella voimakkaammin.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Kotimarkkinoiden ulkopuolella huomioitavaa on lisäksi se, että niissä ei ole Suomen kaltaista investointinäköymää maakaapelointiin, joten näillä markkinoilla kasvu nojaa pääosin tukkukauppaan sekä tuulivoimakapasiteetin kasvuun.

## Taloudelliset tavoitteet

Neo Industrialin voimassa olevat taloudelliset tavoitteet vuosille 2018-2021 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 kestävä tuloskasvu 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 2019 lopun luvuilla yhtiön IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste oli vajaa 17 % (ilman IAS 19 oikaistua noin 12 %), joten yli 35 %:n tavoitetasoon on pitkä matka nykyiseltä tasolta. Käytännössä tavoitteen saavuttaminen edellyttää tuloksen merkittävää vahvistumista nykytasolta ja kestävästi usean vuoden ajaksi, mikäli yhtiö ei

keräisi omaa pääomaa markkinoilta vahvistaakseen tasettaan.

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.

## Sijoitetun pääoman tuottotavoite edellyttää korkeampaa tulostasoa

Yhtiön tavoittelema 15 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite linkittyy nykyisen liiketoimintaportfolion osalta vahvasti tuloskehitykseen, sillä taseessa ei arviomme mukaan ole merkittävää liikkumavaraa. Laskelmiemme mukaan 15 %:n tavoitetaso edellyttäisi nykyisellä taseella reilun 5 MEUR:n liikevoittotasoa, mikä taas on erittäin vaativa taso toimialan katetasot ja yhtiön suuret poistot huomioiden.

Huomioitavaa on, että nykyinen tase ei arviomme 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 sijoitusta. Vastaava lainalaisuus pätee yhtiön joukkovelkakirjalainan liikkeeseen laskulla keräämiin varoihin ja niillä tehtäviin investointeihin.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

| Strategiset ajurit   | Strategiset toimenpiteet   | Taloudelliset tavoitteet   |
|--|--|--|
| Kaupungistuminen   | <ul style="list-style-type: none"><li>• Lyhyen tähtäimen fokus kannattavassa kasvussa</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Liikevaihdon kasvattaminen merkittävästi suuremmaksi</li></ul>   |
| Sähköverkkojen maakaapelointi  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Kasvua viennistä etenkin Pohjoismaissa, mutta myös valikoiden Euroopassa</li><li>• Toimiva logistiikka ja ajallaan oleva toimitusketju</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>• Liiketuloksen jatkuva parantaminen</li><li>• Omavaraisuusaste yli 35 %</li><li>• ROI-% vähintään 15 %</li></ul>  |
| Hajautettu energiantuotanto  |  |  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Kaupungistuminen lisää tarvetta rakentamiselle</li><li>➤ Edellytykset isoihin kaapeliprojekteihin</li><li>➤ Uusiutuvan energian hajautettu rakentaminen lisää kaapeleiden kysyntää</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Kasvun tasaantuessa Suomessa yhtiö voi keskittyä kannattavuuden vahvistamiseen</li><li>➤ Vientimarkkinoille murtautuminen tukisi tehtaiden kuormitusta ja tasaisi kannattavuutta</li><li>➤ Fokusoituessa päämarkkinoille edellytykset toimitusvarmuudelle ja toimivalla logistiikkaketjulle ovat hyvät</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Liikevaihdon merkittävä kasvattaminen nojaa epäorgaaniseen kasvuun, jota taseasema ei mahdollista</li><li>➤ Syklisyys tekee liiketuloksen jatkuvasta kasvattamisesta haastavaa</li><li>➤ Omavaraisuusastetavoite edellyttää huomattavaa ja kestäväää tuloskunnan vahvistumista</li></ul> |

# 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 on 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 2019 välisenä aikana keskimäärin noin 26-31 %:n vuositasolla. Yhtiön myyntikate-% vaihtelee vuoden sisällä merkittävästi kausiluonteisuudesta johtuen. Tästä 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.

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 luonteen mukaisesti. Henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin vajaa 15 % yhtiön liikevaihdon viimeisten viiden vuoden aikana.

Lyhyellä tähtäimellä yhtiön henkilöstökulut ovat pitkälti kiinteitä kuluja, mutta yhtiön henkilökunta toimii suurelta osin Suomessa ja siten yhtiö voi lain puitteissa lomauttaa tai 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.

## 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 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 historiallisesti keskimäärin noin 10 % liikevaihdon, mutta ne laskivat huomattavasti (noin 6 %:iin) vuonna 2019 vuokratulojen kirjanpitoikäntömuutoksen myötä (IFRS 16) ja tuloslaskelmassa ne siirtyivät poistoihin ja pieneltä osin rahoituskuluihin. Arviomme mukaan tämän muutoksen vaikutus on karkeasti noin 2 %-yksikön tasolla. Siten liiketoiminnan muut kulut ovat absoluuttisesti suhteellisen vakaa erä ja niiden suhteellinen osuus heiluukin pääosin liikevaihdon kokoluokan kehityksen mukana alleviivaten kannattavuuden kriittisyyttä tarpeeksi suurelle työkuormalle eli liikevaihdolle.

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

## Kiinteä kustannusrakenne on hallinnassa

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

## Taseen varoihin ei kohdistu riskejä

Tilikauden 2019 lopussa Neo Industrialin taseen varojen puolella pitkäaikaisissa omaisuudessa merkittävimmät erät muodostuivat aineellisesta omaisuudesta ja liikearvosta, kun taas muut erät olivat kokonaisuuden kannalta pieniä. Yhtiön reilun 3 MEUR:n liikearvo muodostuu kokonaan Reka Kaapelista, johon ei arviomme mukaan kohdistu alaskirjausriskiä. Pitkäaikaisten varojen suurin erä (noin 24 MEUR) muodostuu suurelta osin yhtiön kolmesta tuotantolaitoksesta ja niiden laitteistosta. Arviomme mukaan näiden korvausinvestointikustannus olisi merkittävästi tasearvoa suurempi ja pidämme nykyistä tasearvoa perusteltuna.

Lyhytaikaiset varat muodostuvat suurelta osin vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Vaihto-omaisuus on koko taseen mittakaavassa (46 MEUR) suuri ja lähes 14 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 reilun 5 MEUR:n saamiset ovat kurantit.

## Oma pääoma heijastelee aikaisempia tappioita

Vastattavaa puolella yhtiön oma pääoma on noin 7 MEUR, mitä painaa aikaisempien vuosien tappiot. Kertyneet voittovarot olivat vuoden 2019 lopun luvuilla lähes -19 MEUR. Yhdessä osakepääoman (24 MEUR) ja Muun vapaan pääoman (2 MEUR) kanssa ne muodostavat oman pääoman suurimmat erät.

Tappiollinen vuoden 2019 tulos yhdessä IFRS 16 -standardin ja joukkovelkakirjalainan myötä kasvaneen taseen kanssa painoi omavaraisuusasteen heikolle tasolle ja se oli vuoden 2019 lopussa 12 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste 17 %). Heikentynyt tase rajaa yhtiön sijoitusstrategian toteuttamista ja arviomme mukaan yhtiön tulisi nostaa omavaraisuusaste noin 35-45 %:iin ennen kuin sillä olisi edellytyksiä järjestelyihin.

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

olennaisesti arvioidessaan tulevien investointien potentiaalista pääoman tuottotasoa.

## Velkavuori jälleen kasvussa

Korollista velkaa yhtiöllä oli vuoden 2019 tilinpäätöshetkellä 25 MEUR, joista reilu 9 MEUR on rahoitusleasing velkoja. Neo Industrialin nettovelkaantumisaste (gearing) oli noin 262 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu gearing 188 %). Velkaantuneisuus on noussut huomattavasti vuonna 2019, kun yhtiö laski liikkeelle 10 MEUR:n joukkovelkakirjalainan ja merkittävät leasingvastuut kirjattiin taseeseen.

Muita merkittäviä eriä velkojen puolella ovat lyhytaikaisten velkojen 19,5 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 2,7 MEUR matalampi IFRS -kirjanpidossa ja korottomat velat noin 3,9 MEUR suuremmat kuin mitä itsenäisen liiketoiminnan luvut olisivat. Lisäksi näiden nettovaikutus kasvattaa yhtiön taseen loppusummaa. Nämä käytännössä kirjanpidolliset luvut heikentävät yhtiön omavaraisuusastetta ja kasvattavat nettovelkaantumisastetta entisestään. Emme kuitenkaan oikaise näitä taseen mallinnuksessa. Sijoittajien on kuitenkin mielestämme syytä seurata myös IAS 19 oikaistuja lukuja sekä etenkin velanhoidokykyä kuvaavaa nettovelka/käyttökate -suhdetta (2019 luvuilla 5,1x).

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

Taso on korkea ja haasteena on, että yhtiön operatiivisen tuloksen ollessa heikolla tasolla liiketoiminnan kassavirta menee pääosin investointeihin, vuokravastuiden ja lainanhoitokulujen muiden rahoituskustannuksien maksuun. Seuraava laskelmamme kuvastaa edellä mainittua haastetta: yhtiön viimeisen viiden vuoden keskimääräiset investoinnit ovat olleet 2,2 MEUR, yhtiön IFRS16-standardin mukaiset vuokravastuut ovat noin 2 MEUR vuodessa ja yhtiön kassavirtavaikutteiset rahoituskustannukset ovat noin 2,5 vuodessa. Nämä kassavirtavaikutteiset erät ovat karkeasti lähivuosien käyttökateen ennusteemme mukaisella tasolla, ja siten kuvastaa haastetta lyhentää suurta velkamäärää liiketoiminnan kassavirralla. Tämä pitää oman pääehtoisen sijoittajan eli osakkeenomistajan riskit korkeina.

Huomioitavaa on lisäksi yhtiön liikkeelle laskeman joukkovelkakirjalainan kovenantit, jotka edellyttävät vuonna 2020 vähintään 15 %:n IAS19 oikaistua omavaraisuusastetta. Vaatimus taso nousee 20 %:iin vuodesta 2021 alkaen. Toinen kovenantti on korkeintaan 4x nettovelka/käyttökate taso, missä vuokravastuut on kuitenkin käsityksemme mukaan oikaistu nettoveloista. Q1'20:n lopussa korollisen nettovelan (ilman IFRS16 vuokravastuita) ja käyttökateen suhde oli 3x edellisen 12 kuukauden luvuilla laskettuna.

## IFRS 16 -standardin vaikutukset

IFRS-16-standardi vaikuttaa Neo Industrialin taseeseen huomattavasti keskimääräistä yhtiötä

enemmän, sillä yhtiön pitkät vuokrasopimukset, jotka aiemmin ovat olleet taseen ulkopuolella, siirtyivät yhtiön pitkäaikaisiin varoihin ja velkoihin. Vuoden 2019 lopussa yhtiön korollisesta velasta (25 MEUR) reilu 9 MEUR oli rahoitusleasing velkoja.

Tuloslaskelman puolella IFRS 16 -standardi kasvattaa yhtiön käyttökateen, 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 tuloksen vertailukelpoisuutta historiallisiin lukuihin.

## 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. Kassavirtaa onkin syytä seurata vuositasolla.

## Näkemysero verottajan kanssa on riski

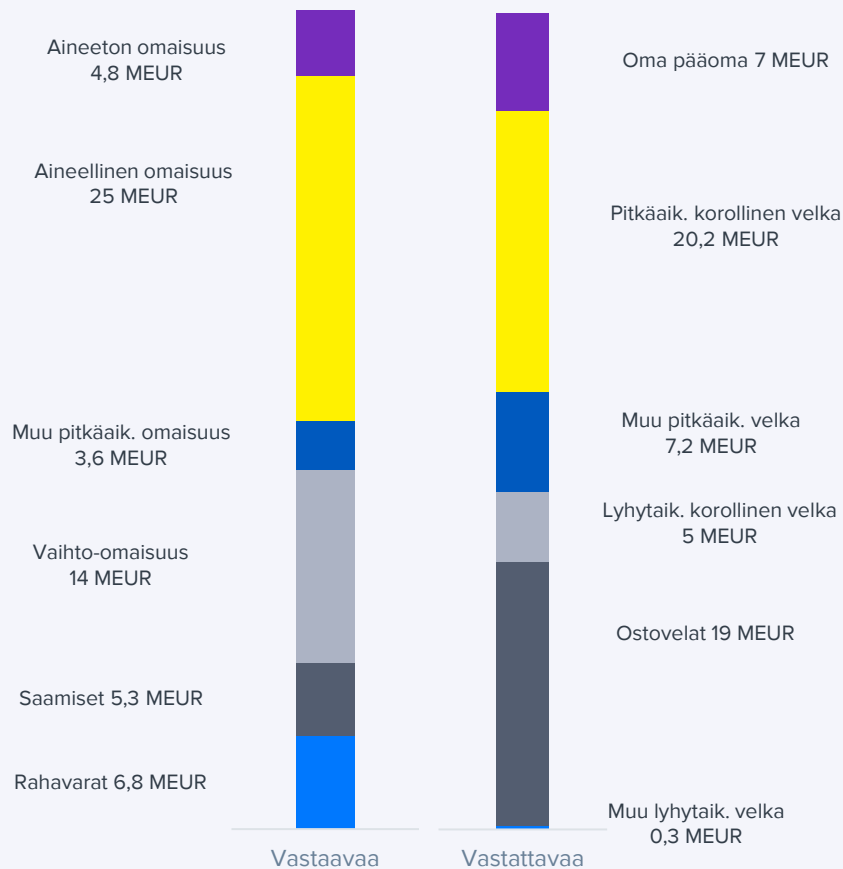
Neo Industrialilla on 1,2 MEUR:n näkemysero verottajan kanssa aiemmin toteutetun tytäryhtiöfuusion verotuksellisesta tulkinnasta.

Asian käsittely edennee hallinto-oikeudessa hitaasti ja tapauksen ratkaisun kestoa ja lopputulemaa on hyvin vaikea arvioida.

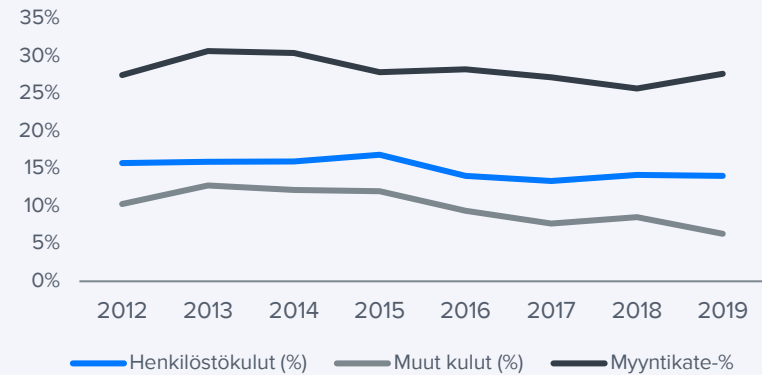
Näkemyseron takia tätä erää ei ole kirjattu yhtiön tulokseen. Yhtiön nykyisellä tuloskunnolla ja taseasemalla päätöksen ollessa yhtiön kannalta epäsuotuisa heikentäisi se yhtiön tulosta ja taseasemaa huomattavasti. Emme ole huomioineet erää ennusteissamme siihen liittyvän epävarmuuden takia, mutta epäselvyys on yhtiön riskiprofiilia tuntuvasti nostava tekijä.

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

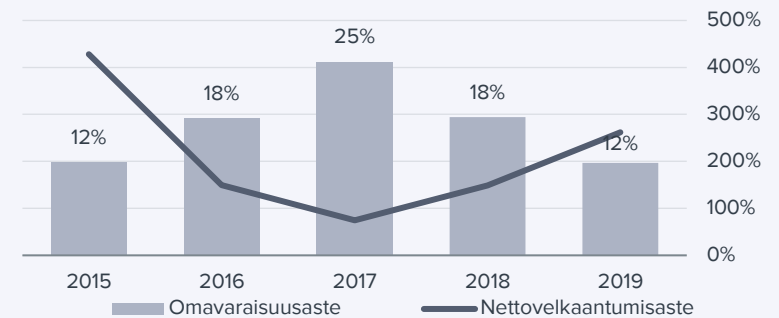
Taserakenne (2019)  
59 MEUR



Kustannusrakenne ja myyntikate-%



Taseen avainluvut





# Ennusteet 1/2

## Ennustemalli

Mallinamme Neo Industrialin liikevaihtoa lyhyellä tähtämellä odottamme markkinakasvun ja arvioitun tilauskehityksen kautta. Pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat arvioituu markkinakasvuun ja -osuuden kehitykseen. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat arvioituu myyntikate-%:iin ja muun kulurakenteen kehitykseen ja pitkällä tähtämellä kannattavuusennusteemme pohjautuvat yhtiön historialliseen ja arvioimaamme potentiaaliseen kannattavuuteen. Emme ole tehneet olennaisia ennustemuutoksia laajan raportin yhteydessä. Huomioitavaa ennusteissa on, että vuodesta 2019 alkaen käyttökate, liikevoitto ja rahoituskulut eivät ole vertailukelpoisia aikaisempiin vuosiin nähden IFRS 16 -standardin soveltamisen takia.

## Kysyntätilanne lyhyellä tähtämellä hyvä

Lyhyellä tähtämellä näemme kaapeliliiketoiminnan kysyntäkuvan hyvänä, mitä tukee talvella voitettujen kaapelitoimitussopimukset sekä positiivinen vire vientimyynnissä. Lyhyellä tähtämellä koronapandemia ei ole arviomme mukaan vaikuttanut yhtiön kysyntään olennaisesti, sillä käynnissä ja suunnitteilla olevat hankkeet ovat pääosin edenneet ja maakaapelointisesonki on alkanut ajoissa Suomessa leudon talven myötä. Sen sijaan koronapandemia on aiheuttanut yhtiössä jossain määrin sairauspoissaoloja, joten lievää tuotannon hidastumista korona on käsityksemme aiheuttanut.

Noin 10%:n liikevaihdon kasvun ennusteemme koko vuodelle heijastelee lievästi laskevaa tukkumarkkinakysyntää, mutta viennin kasvua sekä maakaapelointi ja tuulivoimatoimituskien kasvua suhteessa edellisvuoteen. Odotammekin liikevaihdon kasvun suhteessa vertailukauteen jatkuvan kuluvana vuonna, vaikkakin hidastuvan selvästi alkuvuoden poikkeuksellisen voimakkaalta tasolta. Huomioitavaa mielestämme on, että Q2:n absoluuttinen liikevaihtotaso heijastelee yhtiölle jo suhteellisen korkeaa käyttöastetta, kun taas Q1'19:n taso oli jopa kausiluonteisesti heikko. Siten Q1'20:n tasoista kasvua ei ole realistista odottaa ilman kapasiteetti-investointeja.

Arviomme mukaan hinnoitteluympäristö säilyy kokonaisuutena vakaana suhteessa edellisvuoteen ja liikevaihdon kasvu on volyyminvetoista. Tätä kokonais kuvaa heijastellen vuoden 2020 liikevaihdon ennusteemme on 108 MEUR.

## Odotamme kannattavuuden parantuvan tuntuvasti

Odotamme yhtiön käyttökateen nousevan 6,7 MEUR:oon (käyttökate-% 6,5 %) viime vuoden 4,9 MEUR:sta. Kannattavuutta tukevat tehokkuushyödyt paremmasta tehdaskuormituksesta sekä parempi myynnin jakauma katetasoltaan parempiin toimituksiin. Poistot ovat arviomme mukaan vakaalla ja noin investointien tasolla (sis. IFRS 16 vaikutus). Rahoituskulujen arviomme nousevan viime vuosien tasosta, minkä taustalla on

joukkovelkakirjalainan 6 %:n korko. Osin rahoituskulujen tasoa kuitenkin laskee aiemman lainan takaisinmaksu osin jvk:sta saaduilla varoilla. Odotamme yhtiön kirjaavan aikaisempien vuosien tappioista positiiviset verot tuloslaskelmaan vuoden edetessä, mikä nostaa kokonaisuudessaan verovaikutuksen positiiviseksi koko vuodelta.

Neo Industrial on ohjeistanut kuluvan vuoden tuloksen nousevan positiiviseksi olettaen, että koronapandemian aiheuttamat vallitsevat olosuhteet eivät olennaisesti vaikuta yhtiön toimituskykyyn. Arviomme mukaan toistaiseksi vaikutukset eivät ole olleet niin suuret, että ne vaarantaisivat yhtiön toimituskyvyn ja koko vuoden nettotulosennusteemme on 0,4 MEUR tai 0,06 euroa osakkeelta. Riskinä ennusteillemme näemme koronaviruksen odotuksia voimakkaamman vaikutuksen tukkukauppaan, mikä voisi heikentää kysyntää etenkin H2:lla.

Voitollisesta tulostasosta huolimatta emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2020. Mielestämme yhtiön tulisi priorisoida taseaseman vahvistamista ja laskea riskitasoa tätä kautta ennen voitonjakoa omistajille.

Odotamme yhtiön vapaan kassavirran kipuavan ennusteissamme lievästi positiiviseksi, mutta korkeaan velkatasoon liittyvää haastetta se ei poista, sillä vain lievästi positiivinen rahavirta ei anna merkittävää liikkumavaraa velkatason laskemiseen. Siten yhtiön omavaraisuusaste säilyy ennusteissamme matalana (2020e 11 %) ja velkaantuneisuus korkeana (2020e 276 %).



# Ennusteet 2/2

## Vuosien 2021-2022 ennusteet

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan vuosina 2021-2022 loivana. Tämä heijastelee vuonna 2021 arviomme mukaan laskevaa tukkumarkkinaa, mitä kuitenkin kompensoi lievä ulkomarkkinoiden myynnin kasvu ja hyvänä jatkuva maakaapelointiin ja tuulivoimainvestointien aktiviteetti. Vastaavasti vuonna 2022 odotamme kotimaan tukkumarkkinan jo tasaantuvan, kun taas kasvua tukee edelleen lievä vientikaupan kasvu ja hyvällä tasolla pysyvä maakaapelointi ja tuulivoimainvestointien aktiviteetti. Tätä heijastellen vuonna 2021 odotamme liikevaihdon kasvavan 1 %:n 109 MEUR:oon ja vuonna 2022 edelleen 2 % 111 MEUR:oon.

Odotamme yhtiön käyttökate-%:n säilyvän suhteellisen vakaana 6,3-6,5 %:ssa. Siten vuosien 2021 ja 2022 käyttökateen ennusteemme ovat 6,9 MEUR ja 7,2 MEUR. Normaaleja poistoja, rahoituskuluja ja lievästi positiivisia veroja heijastellen vuoden 2021 osakekohtainen tulos asettuu 0,08 euroon. Vastaava ennuste vuodelle 2022 on 0,06 eurossa, sillä emme mallinna enää vuoden 2021 jälkeen positiivisia veroja. Suurimpana riskinä vuosien 2021 ja 2022 ennusteillemme pidämme koronaviruksen vaikutusta rahoitusmarkkinoihin ja/tai pitkittynyttä taantumaa ja sen heijastumista investointinäkömään vuoden 2020 jälkeen.

Investointien odotamme olevan vuonna 2021 vielä edellisen vuoden tasolla jvk-varojen investointeja heijastellen, kun taas vuonna 2022

odotamme niiden laskevan hieman. Kokonaiskuvaa tämä ei kuitenkaan muuta ja rahavirran ansiosta yhtiö ei velkataakkaansa saa olennaisesti lyhennettyä ja siten yhtiön nettovelka pysyy korkealla tasolla. Lievästi voitollisen tuloksen takia yhtiön omavaraisuusaste paranee hieman, mutta pysyy edelleen heikolla tasolla.

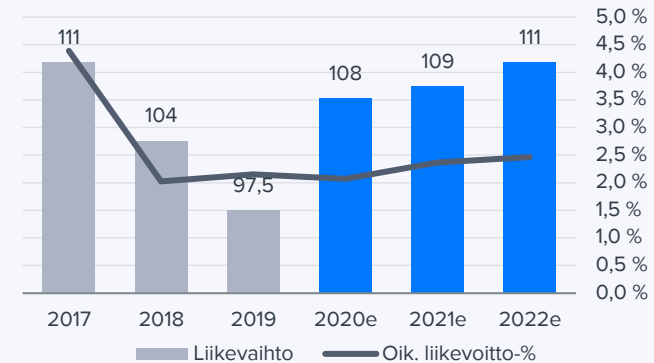
Emme odota yhtiön maksavan osinkoa myöskään vuosina 2021 ja 2022. Taseasemasta ja korkeasta velkamäärästä johtuen osingonmaksu lähivuosina olisi mielestämme jopa jossain määrin negatiivinen signaali, olettaen, että yhtiön tulos ei yllä huomattavasti ennusteitamme vahvemmaksi.

## Pitkän aikavälin ennusteet

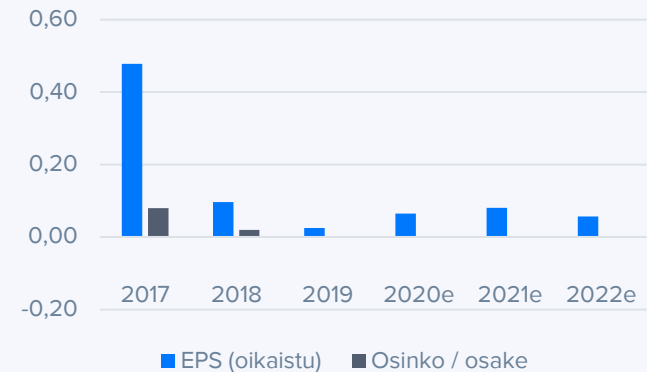
Arvioimme kaapeliliiketoiminnan kasvavan pitkällä aikavälillä talouskasvun mukaista 1-2 %:n vauhtia. Maakaapelointi- ja tuulivoimaprojektit tuovat liikevaihtokuormaa pitkälle ensi vuosikymmenellä saakka, olettaen että yhtiön kilpailukyky ei heikkene, mutta rakentamisen suhdanteissa muutokset voivat olla äkillisiä emmekä siten odota pitkän aikavälin kasvun olevan tasaista. Keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuuden odotamme tasoittuvan noin verrokiryhmän keskimääräisen tasolle tai lievästi sen alapuolelle 5,5-6,5 %:iin (EBITDA-%).

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



## Osakkohtainen tulos ja osinko



# Kvartaaliennusteet

| Tuloslaskelma                        | 2018         | Q1'19        | Q2'19        | Q3'19        | Q4'19        | 2019         | Q1'20        | Q2'20e        | Q3'20e        | Q4'20e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>104</b>   | <b>19,6</b>  | <b>29,8</b>  | <b>23,5</b>  | <b>24,6</b>  | <b>97,5</b>  | <b>26,0</b>  | <b>31,9</b>   | <b>24,9</b>   | <b>24,8</b>   | <b>107,6</b> | <b>109</b>   | <b>111</b>   | <b>112</b>   |
| Konserni                             | 104          | 19,6         | 29,8         | 23,5         | 24,6         | 97,5         | 26,0         | 31,9          | 24,9          | 24,8          | 108          | 109          | 111          | 112          |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>3,5</b>   | <b>-0,1</b>  | <b>2,5</b>   | <b>0,4</b>   | <b>2,1</b>   | <b>4,9</b>   | <b>0,8</b>   | <b>2,8</b>    | <b>1,6</b>    | <b>1,5</b>    | <b>6,7</b>   | <b>7,0</b>   | <b>7,2</b>   | <b>7,1</b>   |
| Poistot ja arvonalennukset           | -2,5         | -1,1         | -1,2         | -1,1         | -1,1         | -4,4         | -1,2         | -1,1          | -1,1          | -1,1          | -4,5         | -4,5         | -4,4         | -4,4         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>2,1</b>   | <b>-0,8</b>  | <b>1,8</b>   | <b>0,1</b>   | <b>1,0</b>   | <b>2,1</b>   | <b>-0,4</b>  | <b>1,7</b>    | <b>0,5</b>    | <b>0,4</b>    | <b>2,2</b>   | <b>2,6</b>   | <b>2,7</b>   | <b>2,7</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>1,0</b>   | <b>-1,2</b>  | <b>1,4</b>   | <b>-0,7</b>  | <b>1,0</b>   | <b>0,5</b>   | <b>-0,4</b>  | <b>1,7</b>    | <b>0,5</b>    | <b>0,4</b>    | <b>2,2</b>   | <b>2,6</b>   | <b>2,7</b>   | <b>2,7</b>   |
| Konserni                             | 1,0          | -1,2         | 1,4          | -0,7         | 1,0          | 0,5          | -0,4         | 1,7           | 0,5           | 0,4           | 2,2          | 2,6          | 2,7          | 2,7          |
| Nettorahoituskulut                   | -1,9         | -0,3         | -0,8         | -0,6         | -0,9         | -2,5         | -0,6         | -0,7          | -0,7          | -0,7          | -2,7         | -2,6         | -2,6         | -2,6         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>-0,7</b>  | <b>-1,5</b>  | <b>0,7</b>   | <b>-1,1</b>  | <b>0,0</b>   | <b>-1,9</b>  | <b>-1,0</b>  | <b>1,1</b>    | <b>-0,2</b>   | <b>-0,2</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>0,2</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   |
| Verot                                | 0,2          | 0,3          | -0,1         | 0,0          | 0,3          | 0,4          | 0,3          | 0,2           | 0,0           | 0,2           | 0,7          | 0,3          | 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          |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>-0,5</b>  | <b>-1,2</b>  | <b>0,6</b>   | <b>-1,1</b>  | <b>0,3</b>   | <b>-1,4</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>1,3</b>    | <b>-0,2</b>   | <b>0,0</b>    | <b>0,4</b>   | <b>0,5</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,10</b>  | <b>-0,13</b> | <b>0,17</b>  | <b>-0,05</b> | <b>0,05</b>  | <b>0,03</b>  | <b>-0,12</b> | <b>0,22</b>   | <b>-0,03</b>  | <b>0,00</b>   | <b>0,06</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,06</b>  | <b>0,05</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>-0,09</b> | <b>-0,20</b> | <b>0,10</b>  | <b>-0,19</b> | <b>0,05</b>  | <b>-0,24</b> | <b>-0,12</b> | <b>0,22</b>   | <b>-0,03</b>  | <b>0,00</b>   | <b>0,06</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,06</b>  | <b>0,05</b>  |
| <b>Tunnusluvut</b>                   | <b>2018</b>  | <b>Q1'19</b> | <b>Q2'19</b> | <b>Q3'19</b> | <b>Q4'19</b> | <b>2019</b>  | <b>Q1'20</b> | <b>Q2'20e</b> | <b>Q3'20e</b> | <b>Q4'20e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -6,4 %       | -14,4 %      | -6,0 %       | -0,8 %       | -3,5 %       | -6,1 %       | 32,7 %       | 7,0 %         | 6,0 %         | 1,0 %         | 10,4 %       | 1,0 %        | 2,0 %        | 1,0 %        |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -56,9 %      | 14,3 %       | -2,1 %       | -31,0 %      | 25,0 %       | 0,0 %        | -50,0 %      | -2,4 %        | 279,9 %       | -61,8 %       | 6,0 %        | 15,6 %       | 6,3 %        | -1,5 %       |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 3,4 %        | -0,5 %       | 8,4 %        | 1,7 %        | 8,5 %        | 5,0 %        | 3,1 %        | 8,8 %         | 6,5 %         | 6,0 %         | 6,2 %        | 6,5 %        | 6,5 %        | 6,4 %        |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 2,0 %        | -4,1 %       | 5,9 %        | 0,6 %        | 4,1 %        | 2,2 %        | -1,5 %       | 5,4 %         | 2,1 %         | 1,5 %         | 2,1 %        | 2,4 %        | 2,5 %        | 2,4 %        |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -0,5 %       | -6,1 %       | 2,0 %        | -4,7 %       | 1,1 %        | -1,5 %       | -2,8 %       | 4,1 %         | -0,7 %        | -0,1 %        | 0,4 %        | 0,4 %        | 0,3 %        | 0,3 %        |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/2

## Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Neo Industrialia ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta ja suosimme arvomäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. Lisäksi tarkastelemme arvostusta volyympipohjaisen EV/S-kertoimen avulla. P/E-kertoimen heikkoutena on, ettei se ota täysimääräisesti huomioon yhtiön korkeaa velkatasoa. Vastaavasti suurten rahoituskulujen vuoksi liikevoitto antaa turhan positiivisen kuvan tulostasosta. Siten sijoittajien on mielestämme syytä tarkastella molempia kertoimia yhdessä.

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 arvonmäärityksessä 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 tasepohjaiseen arvostukseen. Nestor Cablesin haasteiden vuoksi pidämme todennäköisempänä, että Neo Industrial tulee tekemään omistusjärjestelyjä sen omistusosuuden osalta kuin, että Nestor Cables kontribuoi konsernitason tulokseen. Neo Industrial ei kuitenkaan ole vastuullinen yhtiön tappioista, joten Nestor Cablesin 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 arvolle painoa Neo Industrialin arvonmäärityksessä.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Neo Industrialin hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat ennen kaikkea seuraavat tekijät:

+ Maakaapelointi- ja tuulivoimainvestoinnit tuovat jatkuvuutta liikevaihtoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä

+ Fokus myynnin kannattavuudessa

- Tuloskehityksen vahva kausiluonteisuus kasvattaa etenkin Q2:n ja Q3:n merkitystä

- Koronan kohottama lyhyen tähtäimen epävarmuus

- Selvästi heikentynyt taseasema ja rakenteelliset haasteet velkavuoren pienentämisessä

- Epäsuotuisa päätös kiistassa verottajan kanssa olisi yhtiölle merkittävä taloudellinen takaisku

## Arvostuskertoimet ovat korkeat

Vuosien 2020 ja 2021 EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x, mitkä ovat todella korkeat absoluuttisesti ja suhteessa edellisen neljän vuoden historialliseen keskiarvoon 10x. Absoluuttisesti matalan tulostason takia poistot ja rahoituskustannukset syövät merkittävän osan operatiivisesta tuloksesta

ja siten vuosien 2020 ja 2021 P/E-kertoimet 33x ja 27 ovat nekin todella korkeat. Vastaavien vuosien EV/S-kertoimet ovat 0,3x, mitkä ovat linjassa edellisen viiden vuoden keskiarvon kanssa. Perusteltua nousuvaraa emme kuitenkaan volyympipohjaisessa arvostuksessa näe, eikä taso ole käännetyhtiölle erityisen matala.

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

## Suhteellinen arvostus

Suhteelliseen arvostukseen suhtaudumme tietyin varauksin, sillä vaikka yhtiön verrokkiryhmässä on liiketoimintamalliltaan samanlaisia ja samoilla markkinoilla operoivia yhtiöitä, ovat verrokkien liiketoiminnat paremmin hajautuneet, ne ovat suurempia ja niillä on pääsääntöisesti vahvemmat historialliset näytöt kannattavasta liiketoiminnasta. Siten Neo Industrialia on mielestämme perusteltua hinnoitella alennuksella verrokkeihin nähden. Tällä hetkellä verrokkiryhmässä on myös vain kaksi toimijaa, Prysmian ja Nexans, joiden odotetaan säilyttävän tuloksenteko seuraavan kahden vuoden aikana, kun taas Leonin ja NKT:n tuloksen odotetaan olevan heikolla tasolla ja siten niiden arvostuksiin peilaaminen ei ole relevantti mittatikka.

## Arvonmääritys 2/2

Suhteellisesti Neo Industrial arvostetaan EV/EBIT-kertoimella linjaan vuoden 2020 kertoimella, kun taas vuoden 2021 on selvällä preemiolla relevantteihin verrokkeihin Prysmianiin ja Nexanssiin. Absoluuttisesti verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kerroin vuodelle 2020 on mielestämme melko korkea. P/E-kertoimella yhtiö arvostetaan myös selvällä preemiolla verrokkeihin nähden. Heikkojen tuloksien ansiosta vuoden 2020 kerroin on kuitenkin heikko mittari, mutta samaa korkeaa arvostusta indikoi selvä preemio suhteessa Prysmianin ja Nexansin vuoden 2021 P/E-kertoimiin. Näihin suhteutettuna Neo Industrialin preemio on huomattava (> 100 %). Kun huomioidaan verrokkiryhmän arvostuksen laskuvara vuoden 2020 kertoimin ja yhtiön perusteltu suhteellinen alennus verrokkeihin nähden, on suhteellisen arvostuksen perusteella osakkeen arvostus korkea.

### DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Neo Industrialin osakkeelle on 1,9 euroa. Mallimme pohjautuu keskipitkän aikavälin ennusteisiimme ja pitkän aikavälin terminaalikasvun ennusteena käytämme yleisen talouskasvun mukaista 2 %:n kasvua. Vastaavasti terminaali jakson kannattavuusennusteemme on edellisen 5 vuoden keskimääräisen kannattavuuden mukaisella tasolla (käyttökate-% 5 %).

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkea 11,4 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä selvästi korkeampaa riskiprofilia ja heikkoja näyttöjä

tuloksenteosta viime vuosilta, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman tuottovaatimuksen perusteltuna. Alhaisen vieraan pääoman kustannuksen ja huomattavan suhteellisen osuuden vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 8,2 %:n tasolle.

Kasvu ja kannattavuusennusteiden pohjalta terminaaliarvon paino jää kohtuulliselle 50 %: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. Malli kuitenkin kuvastaa hyvin korkeaan velkaantuneisuuteen oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmasta liittyvää haastetta, kun perustelluilla oletuksilla sen indikoima oman pääoman arvo indikoi nykykurssia matalampaa osakekannan arvoa.

### Sijoitusnäkemys ja tavoitehinta

Laskemme Neo Industrialin tavoitehinnan 2,20 euroon (aik. 2,5 euroa) ja toistamme vähennäsuosituksemme. Osakkeen arvostus on korkea suhteutettuna odottamaamme tuloskehitykseen, mikä vaatii yhtiön kaupallisten panostusten onnistumista myös jatkossa viime aikaiseen tapaan, eikä toisaalta salli haasteita operatiivisessa toimintakyvyssä. Samanaikaisesti talouden ja rahoitusmarkkinoiden riskit ovat koronaviruksen myötä korkealla ja yhtiökohtaista riskitasoa kasvattaa edelleen suuri velkataakka. Näin ollen sijoittajan näkökulmasta riski/tuotto-suhde on

näkemyksemme mukaan heikko. Huolimatta heikosta suhteesta emme ota negatiivisempaa näkemystä osakkeesta, sillä operatiivinen kehitys etenee tällä hetkellä oikeaan suuntaan eikä korkeaan velkatasoon liittyvät haasteet muodosta akuutin kriisin riskiä, sillä arviomme mukaan yhtiö selviytyy velkojensa koroista ja velka on pääosin pitkäaikaista.

Arviomme mukaan yhtiö voi joutua toteuttamaan rakennejärjestelyjä, jotta nykyinen velkataso ja sitä kautta myös liiketoiminta saadaan kestäväälle pohjalle. Nykyisen liiketoiminnan tuloskehityksen avulla tapahtuva taseaseman korjaantuminen kestäväälle pohjalle on mielestämme haastavaa, kun huomioidaan kysynnän historialliset vaihtelut. Arviomme mukaan suotuisassa skenaariossa velkataso lasku kestäväälle tasolle tulee viemään useita vuosia. Näin ollen sijoittajien on mielestämme perusteltua odottaa vähintäänkin merkkejä siitä, että yhtiöllä olisi selkeät keinot kestävästi ratkaista taseasemaan liittyvät haasteet ennen ostojen harkitsemista yhtiössä.

# Arvostustaso ja verrokkiryhmä

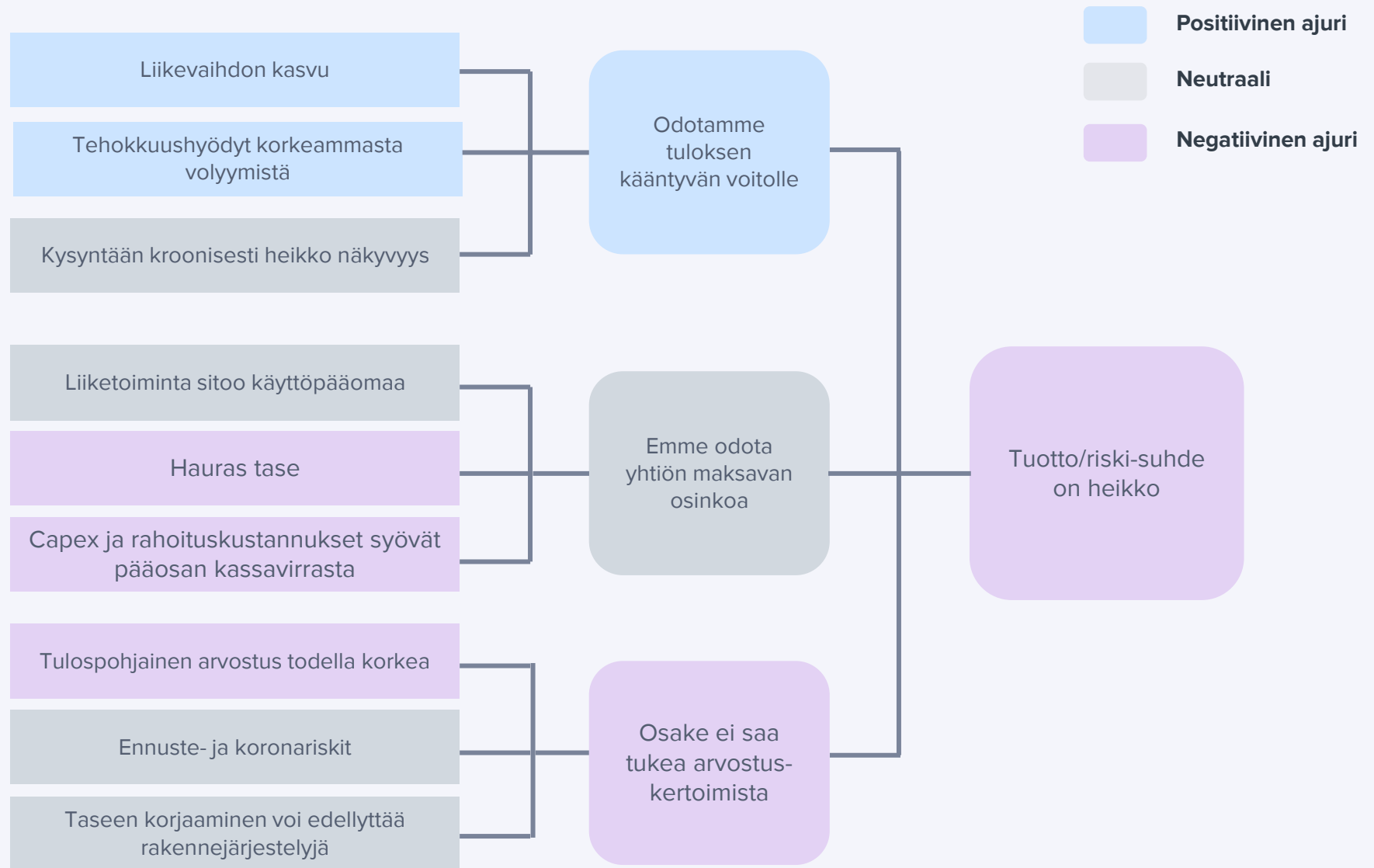
| Arvostustaso          | 2015  | 2016  | 2017   | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi           | 1,61  | 4,85  | 5,01   | 2,03  | 2,04  | 2,14  | 2,14  | 2,14  | 2,14  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 6,0   | 6,0   | 5,9    | 5,9   | 5,9   | 5,9   | 5,9   | 5,9   | 5,9   |
| Markkina-arvo         | 9,6   | 29    | 30     | 12    | 12    | 13    | 13    | 13    | 13    |
| Yritysarvo (EV)       | 35    | 41    | 38     | 24    | 28    | 31    | 32    | 32    | 31    |
| P/E (oik.)            | neg.  | 8,8   | 10,5   | 21,0  | 80,4  | 33,0  | 26,5  | 37,4  | 42,8  |
| P/E                   | neg.  | 8,8   | 9,8    | neg.  | neg.  | 33,0  | 26,5  | 37,4  | 42,8  |
| P/Kassavirta          | neg.  | 1,6   | 4,8    | neg.  | 1,5   | 42,2  | 14,5  | 5,0   | 4,8   |
| P/B                   | 1,7   | 3,8   | 2,8    | 1,5   | 1,7   | 1,7   | 1,6   | 1,6   | 1,5   |
| P/S                   | 0,1   | 0,3   | 0,3    | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| EV/Liikevaihto        | 0,41  | 0,40  | 0,34   | 0,23  | 0,29  | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |
| EV/EBITDA (oik.)      | neg.  | 5,1   | 5,2    | 6,9   | 5,8   | 4,6   | 4,5   | 4,4   | 4,4   |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | 6,9   | 7,8    | 11,4  | 13,6  | 13,8  | 12,3  | 11,5  | 11,6  |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 7,2 % | 15,6 % | neg.  | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,8 % | 1,6 %  | 1,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT     |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E         |              | Osinkotuotto-% |               | P/B         |
|----------------------------------|-------------|---------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|--------------|----------------|---------------|-------------|
|                                  |             | MEUR          | MEUR       | 2020e       | 2021e        | 2020e        | 2021e        | 2020e          | 2021e        | 2020e       | 2021e        | 2020e          | 2021e         | 2020e       |
| PRYSMIAN SPA                     | 18,80       | 5064          | 7826       | 15,5        | 10,8         | 9,4          | 7,4          | 0,7            | 0,6          | 20,5        | 12,6         | 2,2            | 2,9           | 2,0         |
| NEXANS SA                        | 36,38       | 1594          | 1932       | 13,0        | 7,7          | 7,0          | 5,1          | 0,4            | 0,4          | 24,4        | 10,2         | 1,1            | 2,0           | 1,3         |
| LEONI AG                         | 6,88        | 226           | 1434       |             | 43,4         |              | 7,1          | 0,4            | 0,4          |             |              |                |               | 0,5         |
| NKT HOLDING A/S                  | 128,90      | 559           | 936        |             | 171,1        | 18,3         | 8,8          | 0,7            | 0,5          |             |              |                |               | 0,8         |
| <b>Neo Industrial (Inderes)</b>  | <b>2,14</b> | <b>13</b>     | <b>31</b>  | <b>13,8</b> | <b>12,3</b>  | <b>4,6</b>   | <b>4,5</b>   | <b>0,3</b>     | <b>0,3</b>   | <b>33,0</b> | <b>26,5</b>  | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>    | <b>1,7</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |             |               |            | <b>14,3</b> | <b>58,3</b>  | <b>11,6</b>  | <b>7,1</b>   | <b>0,5</b>     | <b>0,5</b>   | <b>22,4</b> | <b>11,4</b>  | <b>1,6</b>     | <b>2,4</b>    | <b>1,1</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |             |               |            | <b>14,3</b> | <b>27,1</b>  | <b>9,4</b>   | <b>7,3</b>   | <b>0,6</b>     | <b>0,5</b>   | <b>22,4</b> | <b>11,4</b>  | <b>1,6</b>     | <b>2,4</b>    | <b>1,0</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |             |               |            | <b>-3 %</b> | <b>-55 %</b> | <b>-51 %</b> | <b>-38 %</b> | <b>-48 %</b>   | <b>-38 %</b> | <b>47 %</b> | <b>132 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>-100 %</b> | <b>67 %</b> |

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

# Osaketuoton ajurit 2020-2022



# Kassavirtalaskelma

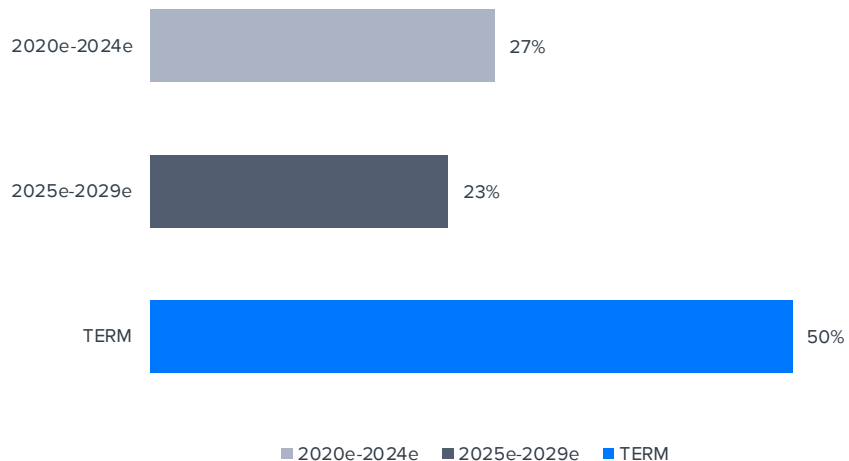
| DCF-laskelma                            | 2019        | 2020e       | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | TERM        |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>0,5</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,6</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,9</b> | <b>2,9</b> | <b>3,0</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b> | <b>2,4</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 4,4         | 4,5         | 4,5        | 4,4        | 4,4        | 4,5        | 4,4        | 4,3        | 4,3        | 4,2        | 4,2        |             |
| - Maksetut verot                        | -0,2        | 0,6         | 0,3        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -0,1       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | -0,2       |             |
| - verot rahoituskuluista                | -0,6        | -0,5        | -0,5       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,3       |             |
| + 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                  | 5,8         | -1,0        | -0,4       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>10,0</b> | <b>5,8</b>  | <b>6,4</b> | <b>7,0</b> | <b>7,1</b> | <b>7,3</b> | <b>6,7</b> | <b>6,7</b> | <b>6,2</b> | <b>6,1</b> | <b>6,1</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,2        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Bruttoninvestoinnit                   | -15,0       | -5,5        | -5,5       | -4,5       | -4,5       | -4,0       | -4,0       | -4,0       | -4,0       | -4,0       | -4,3       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-5,2</b> | <b>0,3</b>  | <b>0,9</b> | <b>2,5</b> | <b>2,6</b> | <b>3,3</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,2</b> | <b>2,1</b> | <b>1,8</b> |             |
| +/- Muut                                | 13,4        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| Vapaa kassavirta                        | 8,2         | 0,3         | 0,9        | 2,5        | 2,6        | 3,3        | 2,7        | 2,7        | 2,2        | 2,1        | 1,8        | 29,4        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>0,3</b>  | <b>0,8</b> | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | <b>2,3</b> | <b>1,7</b> | <b>1,6</b> | <b>1,2</b> | <b>1,0</b> | <b>0,8</b> | <b>13,8</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 27,5        | 27,2       | 26,5       | 24,4       | 22,4       | 20,1       | 18,4       | 16,8       | 15,6       | 14,6       | 13,8        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>27,5</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |             | -25,0       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |             | 6,8         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>11,3</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>1,90</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

## Pääoman kustannus (wacc)

|   |               |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 35,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,55          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 1,00 %        |
| Riskitön korko                          | 3,0 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>11,4 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>8,2 %</b>  |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksottain



# Tase

| Vastaavaa                      | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>22,3</b> | <b>32,9</b> | <b>33,9</b> | <b>34,9</b> | <b>35,0</b> |
| Liikearvo                      | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 1,2         | 1,5         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Käyttöomaisuus                 | 14          | 25          | 26          | 27          | 27          |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1,6         | 0,9         | 0,9         | 0,9         | 0,9         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 2,0         | 2,6         | 2,6         | 2,6         | 2,6         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>24,0</b> | <b>26,1</b> | <b>30,4</b> | <b>28,5</b> | <b>28,0</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 16          | 14          | 15          | 16          | 16          |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Myyntisaamiset                 | 6,6         | 5,3         | 5,8         | 5,9         | 6,0         |
| Likvidit varat                 | 0,9         | 6,8         | 9,1         | 6,5         | 5,5         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>46,3</b> | <b>58,9</b> | <b>64,2</b> | <b>63,4</b> | <b>63,0</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>8,2</b>  | <b>7,0</b>  | <b>7,3</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,2</b>  |
| Osakepääoma                    | 24          | 24          | 24          | 24          | 24          |
| Kertyneet voittovarot          | -18         | -19         | -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                 | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>14,5</b> | <b>27,4</b> | <b>33,1</b> | <b>31,1</b> | <b>29,1</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 3,1         | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 7,2         | 20,2        | 26,0        | 24,0        | 22,0        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 4,2         | 3,9         | 3,9         | 3,9         | 3,9         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>23,6</b> | <b>24,6</b> | <b>23,7</b> | <b>24,4</b> | <b>25,7</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 6           | 5           | 3           | 3           | 4           |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 17          | 19          | 20          | 21          | 21          |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>46,3</b> | <b>58,9</b> | <b>64,2</b> | <b>63,4</b> | <b>63,0</b> |



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma              | 2017        | 2018        | 2019        | 2020e        | 2021e        | Osakekohtaiset luvut         | 2017        | 2018        | 2019        | 2020e          | 2021e          |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto                | 110,9       | 103,8       | 97,5        | <b>107,6</b> | <b>108,7</b> | EPS (raportoitu)             | 0,51        | -0,09       | -0,24       | <b>0,06</b>    | <b>0,08</b>    |
| Käyttökate                 | 7,2         | 3,5         | 4,9         | <b>6,7</b>   | <b>7,0</b>   | EPS (oikaistu)               | 0,48        | 0,10        | 0,03        | <b>0,06</b>    | <b>0,08</b>    |
| Liikevoitto                | 5,1         | 1,0         | 0,5         | <b>2,2</b>   | <b>2,6</b>   | Operat. kassavirta / osake   | 1,33        | -0,07       | 1,68        | <b>0,98</b>    | <b>1,07</b>    |
| Voitto ennen veroja        | 3,4         | -0,7        | -1,9        | <b>-0,3</b>  | <b>0,2</b>   | Vapaa kassavirta / osake     | 1,05        | -0,11       | 1,38        | <b>0,05</b>    | <b>0,15</b>    |
| Nettovoitto                | 3,0         | -0,5        | -1,4        | <b>0,4</b>   | <b>0,5</b>   | Omapääoma / osake            | 1,80        | 1,37        | 1,17        | <b>1,24</b>    | <b>1,32</b>    |
| Kertaluontoiset erät       | 0,2         | -1,1        | -1,6        | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | Osinko / osake               | 0,08        | 0,02        | 0,00        | <b>0,00</b>    | <b>0,00</b>    |
| <b>Tase</b>                | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b>   | <b>2021e</b>   |
| Taseen loppusumma          | 43,2        | 46,3        | 58,9        | <b>64,2</b>  | <b>63,4</b>  | Liikevaihdon kasvu-%         | 10 %        | -6 %        | -6 %        | <b>10 %</b>    | <b>1 %</b>     |
| Oma pääoma                 | 10,7        | 8,2         | 7,0         | <b>7,3</b>   | <b>7,8</b>   | Käyttökateen kasvu-%         | -9 %        | -52 %       | 40 %        | <b>38 %</b>    | <b>5 %</b>     |
| Liikearvo                  | 3,3         | 3,3         | 3,3         | <b>3,3</b>   | <b>3,3</b>   | Liikevoiton oik. kasvu-%     | -17 %       | -57 %       | 0 %         | <b>6 %</b>     | <b>16 %</b>    |
| Nettovelat                 | 8,0         | 12,1        | 18,2        | <b>19,9</b>  | <b>20,9</b>  | EPS oik. kasvu-%             | -14 %       | -80 %       | -74 %       | <b>156 %</b>   | <b>25 %</b>    |
| <b>Kassavirta</b>          | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | Käyttökate-%                 | 6,5 %       | 3,4 %       | 5,0 %       | <b>6,2 %</b>   | <b>6,5 %</b>   |
| Käyttökate                 | 7,2         | 3,5         | 4,9         | <b>6,7</b>   | <b>7,0</b>   | Oik. Liikevoitto-%           | 4,4 %       | 2,0 %       | 2,2 %       | <b>2,1 %</b>   | <b>2,4 %</b>   |
| Nettokäyttöpääoman muutos  | 1,1         | -2,9        | 5,8         | <b>-1,0</b>  | <b>-0,4</b>  | Liikevoitto-%                | 4,6 %       | 1,0 %       | 0,5 %       | <b>2,1 %</b>   | <b>2,4 %</b>   |
| Operatiivinen kassavirta   | 7,9         | -0,4        | 10,0        | <b>5,8</b>   | <b>6,4</b>   | ROE-%                        | 33,0 %      | -5,6 %      | -19,2 %     | <b>5,4 %</b>   | <b>6,3 %</b>   |
| Investoinnit               | -3,0        | -2,2        | -15,0       | <b>-5,5</b>  | <b>-5,5</b>  | ROI-%                        | 24,8 %      | 5,6 %       | 2,3 %       | <b>7,1 %</b>   | <b>7,8 %</b>   |
| Vapaa kassavirta           | 6,2         | -0,7        | 8,2         | <b>0,3</b>   | <b>0,9</b>   | Omavaraisuusaste             | 24,7 %      | 17,7 %      | 11,8 %      | <b>11,4 %</b>  | <b>12,4 %</b>  |
|                            |             |             |             |              |              | Nettovelkaantumisaste        | 74,4 %      | 148,3 %     | 262,0 %     | <b>271,3 %</b> | <b>267,3 %</b> |
| <b>Suurimmat omistajat</b> |             |             |             |              |              | <b>Arvostuskertoimet</b>     | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b>   | <b>2021e</b>   |
| Reka Oy                    |             |             | 51,1 %      |              |              | EV/Liikevaihto               | 0,3         | 0,2         | 0,3         | <b>0,3</b>     | <b>0,3</b>     |
| Neo Industrial Oyj         |             |             | 1,1 %       |              |              | EV/EBITDA (oik.)             | 5,2         | 6,9         | 5,8         | <b>4,6</b>     | <b>4,5</b>     |
| Sinkko Erkki               |             |             | 0,9 %       |              |              | EV/EBIT (oik.)               | 7,8         | 11,4        | 13,6        | <b>13,8</b>    | <b>12,3</b>    |
| Tikkanen Vesa              |             |             | 0,7 %       |              |              | P/E (oik.)                   | 10,5        | 21,0        | 80,4        | <b>33,0</b>    | <b>26,5</b>    |
| Vehviläinen Teemu          |             |             | 0,5 %       |              |              | P/B                          | 2,8         | 1,5         | 1,7         | <b>1,7</b>     | <b>1,6</b>     |
| Lainema Matti              |             |             | 0,5 %       |              |              | Osinkotuotto-%               | 1,6 %       | 1,0 %       | 0,0 %       | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   |

Lähde: Inderes

# 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

|         |        |
|---------|--------|
| Osta    | >15 %  |
| Lisää   | 5-15 % |
| Vähennä | -5-5 % |
| Myy     | < -5 % |

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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.

## Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 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 €      |
| 29.4.2019  | Myy      | 1,80 €  | 2,28 €      |
| 8.8.2019   | Myy      | 1,80 €  | 2,09 €      |
| 23.10.2019 | Myy      | 1,80 €  | 1,99 €      |
| 16.1.2020  | Vähennä  | 2,50 €  | 2,58 €      |
| 28.2.2020  | Vähennä  | 2,50 €  | 2,55 €      |
| 24.4.2020  | Vähennä  | 2,50 €  | 2,45 €      |
| 25.5.2020  | Vähennä  | 2,20 €  | 2,14 €      |



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**