

Neo Industrial

Seurannan aloitus

3/2017

inde
res.

Tuloksenteon aika

Aloitamme Neo Industrialin seurannan lisää-suosituksella ja 7,80 euron tavoitehinnalla. Neo Industrialin tuloskehitys on ollut pitkään erittäin heikkoa, mikä on heijastellut haastavaa rahoitusasemaa, huonoja strategisia päätöksiä ja kaapelitoimialan heikkoa kysyntää. Tällä hetkellä yhtiön fokus on kaapelitoimialassa ja viime vuoden rahoitusjärjestelyjen myötä yhtiön rahoitusasema on selkeästi kohentunut. Suotuisat markkinanäkymät ja vahvistunut rahoitusasema mahdollistavat nyt yhtiön keskittymisen liikevaihdon ja tuloksen kasvuun kaapelitoimialalla. Mielestämme osakkeen arvostus on houkutteleva suhteessa yhtiön näkymiin.

Kaapelitoimialaan fokusoitunut sijoitusyhtiö

Neo Industrial on sijoitusyhtiö, joka sijoittaa kotimaisiin teollisuusyrityksiin. Yhtiö osallistuu sijoituskohteiden liiketoimintaan aktiivisesti ja pyrkii kasvattamaan näiden arvoa. Historiansa aikana yhtiö on fokusoitunut aiemmin finanssisijoituksiin, mutta tämän hetkinen strategia rakentuu teollisuussijoitusten ympärille. Sijoitukset ovat yhtiölle pitkäaikaisia sijoituksia ja irtaantumisia nähdään 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. Lisäksi yhtiö omistaa noin 23 % Nestor Cablesista, mutta omistus on alaskirjattu konsernin taseessa eikä sitä konsolidoida tuloslaskelmaan. Kaapelitoimialan päämarkkinoita ovat Suomen lisäksi muut Pohjoismaat, Baltia ja Luoteis-Venäjä.

Markkina tukee liikevaihdon ja tuloksen kasvattamista

Neo Industrialin historiallista tuloskehitystä on painanut huonot strategiset päätökset ja sitä kautta heikentynyt rahoitusasema. Yhtiö on käynyt läpi pitkän muutosprosessin, joka huipentui viime vuonna, kun yhtiö uudelleen järjesteli rahoituksensa. Tällä hetkellä yhtiön rahoitustilanne on huomattavasti aiempaa vakaampi ja mahdollistaa yhtiön fokusoitumisen kaapelitoimialan kasvuun. Odotamme yhtiön päämarkkinan Suomen kasvavan maltillisesti tänä vuonna, mitä tukee yhtiön panostukset vientiin muille päämarkkinoille. Seuraavan noin 20 vuoden aikana suuren potentiaalin tarjoaa myös sähköverkkojen maakaapelointiprojektit, jotka voivat olla yhtiön kokoluokka huomioiden merkittävän kokoluokan projekteja.

Arvostustaso ei huomioi tulokskäännettä täysimittaisesti

Mielestämme Neo Industrialin arvostustaso on absoluuttisesti matala, eikä huomioi täysimittaisesti yhtiön tulokskäännettä ja näkymiä. Ennusteillamme vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat 10x ja 9x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5,5x. Suhteellisesti yhtiö on arvostettu noin 20 %:n alennuksella suhteessa sen verrokkiryhmään. Absoluuttisesti yhtiön arvostus on mielestämme houkutteleva ja tarjoaa turvamarginaalia korkeahkon riskitason turvaksi. Mikäli yhtiö onnistuu näyttämään tulokskäänteeseen olevan pysyvä, voidaan yhtiölle mielestämme hyväksyä nyt haarukoimaamme 10-11x:n P/E-kerrointa korkeampi arvostus ja tämä tarjoaisi osakkeelle entisestään nousuvaraa. Odotamme kuitenkin yhtiöltä näyttöjä tuloskehityksestä ja taseen vahvistumista, ennen kuin olemme valmiita hyväksymään sille korkeamman arvostuksen.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Ei suositusta

7,80 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



Osakekurssi: 7,13 EUR

Potentiaali: 9,4 %

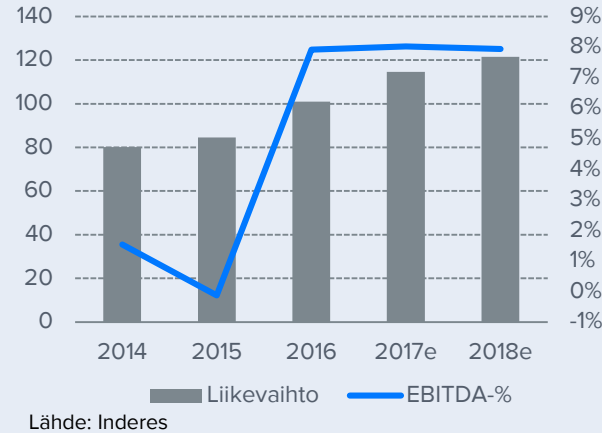
Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	101,0	114,6	121,4
<i>kasvu-%</i>	19,5 %	13,4 %	6,0 %
Liikevoitto (oik.)	5,9	7,1	7,6
<i>liikevoitto-%</i>	5,8 %	6,2 %	6,3 %
Tulos ennen veroja	4,0	5,2	5,7
EPS	0,55	0,71	0,78
Osinko	0,04	0,08	0,12
P/E (oik.)	13x	10x	9x
EV/EBITDA	7x	6x	5,6x
EV/EBIT	9x	7,7x	7,1x
EV/Liikevaihto	0,55x	0,5x	0,4x
P/B	5,5x	3,6x	2,7x
Osinko-%	0,5%	1,1%	1,7%

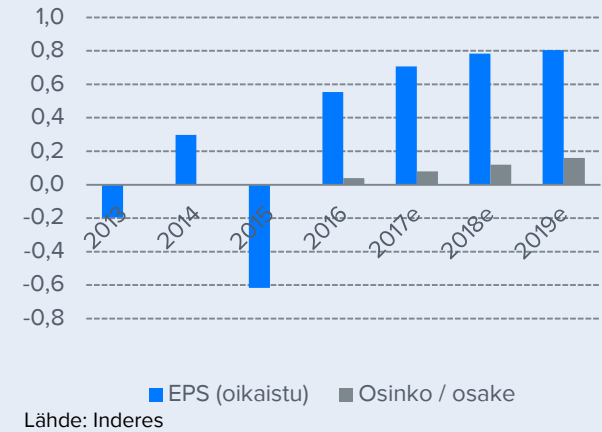
Kurssikehitys



Liikevaihto (MEUR) ja käyttökate-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E

10x

2017e

EV/EBITDA

6x

2017e

EV/S

0,5x

2017e

Osinko-%

1,1 %

2017e



Arvoajurit

- Kannattavuuden pysyvä käänne
- Taseen vahvistuminen
- Suuret kaapelitoimitukset maakaapelointiin
- Liikevaihdon kasvu viennistä



Riskitekijät

- Tukkukaupan suhdanneherkkyys
- Tase on heikko eikä kestä merkittävästi tappioita
- Merkittävä osuus liikevaihdosta kolmelta asiakkaalta
- Osakkeella alhainen likviditeetti



Arvostus

- Absoluuttisesti arvostus on alhainen
- Arvostuksessa turvamarginaalia
- Suhteellisissa arvostuskertoimissa nousuvaraa track-recordin parantuessa

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Liiketoimintamalli	s. 10-11
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 12-15
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 16-18
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 19-23
Ennusteet	s. 24-25
Arvonmääritys ja suositus	s. 26-29
Taulukot	s. 30-33
Vastuuvapauslauseke	s. 34

Yhtiöesittely

Teollisuuteen keskittynyt sijoitusyhtiö

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

Yhtiö tunnettiin aikaisemmin nimellä Neomarkka ja teki sijoitti pääsääntöisesti finanssisijoituksia niin arvopapereihin, rahastoihin kuin myös noteeraamattomiin yhtiöihin. Yhtiön nykyinen strategia keskittyy kuitenkin finanssisijoitusten sijaan teollisuussijoituksiin, minkä vuoksi yhtiö myös muunsi nimensä Neo Industrialiksi.

Viime vuosien aikana Neo Industrial on omistanut nykyisen kaapelitoimialan yritysten lisäksi mm. osuuden pientalovalmistaja Finndomosta ja viskoosikuidun valmistuslaitoksen. Muiden liiketoiminta-alueiden konkurssien vuoksi tällä hetkellä yritys keskittyy kaapelitoimialaan ja se on ainoa raportoitava segmentti.

Liiketoiminta muodostuu tällä hetkellä kaapelitoimialasta

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

Nestor Cablesin pitkään jatkuneen tappiollisuuden vuoksi sen oma pääoma on negatiivinen ja siten sen osakkeiden arvo on myös Neo Industrialin taseessa nolla. Huonon taloudellisen kehityksen taustalla on etenkin yhtiön epäterve rahoitusasema. Tasearvon alaskirjauksesta johtuen sen tulososuutta (22,9 %) ei ole huomiotu Neo Industrialin luvuissa. Neo Industrialilla ei myöskään ole vastuita Nestor Cablesin tappioista.

Reka Kaapelin pääasialliset markkinat ovat Pohjoismaat, Baltia sekä Luoteis-Venäjä. Vuonna 2016 yhtiön liikevaihdosta 95 % tuli EU-maista ja vain 5 % EU:n ulkopuolelta. Voimakaapelit toivat liikevaihdosta lähes 80 % ja loput tulivat alhaisemman jännitteen asennuskaapeleista. Yhtiö palvelee pääsääntöisesti kolmea teollisuudenalaa:

- **Asuin- ja toimistorakentaminen:** pienjännitteisiä asennus- ja voimakaapeleita, joista asennuskaapelit valmistetaan Keuruun tehtaalla ja voimakaapelit Hyvinkään tehtaalla. Markkina 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. Meneillään oleva maakaapelointibuumi vaikuttaa tällä hetkellä vahvasti sähkön siirrossa käytettävien kaapeleiden menekkiin, pääpainon ollessa tällä hetkellä keskijännitemaakaapeleissa.

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

Aiempina vuosina merkittäviä haasteita

Neo Industrialilla on ollut aiempina vuosina merkittäviä taloudellisia haasteita etenkin heikon rahoitusaseman, mutta myös heikon kysynnän vuoksi. Yhtiö järjesteli uudelleen rahoituksensa vuoden 2016 aikana, mikä luo pohjan liiketoiminnan kasvattamiseen keskittymiselle. Suotuisat markkinanäkymät etenkin maakaapeloinnin saralla tukevat kaapeleiden kysyntää. Arviomme mukaan hyvä kysyntä takaa yhtiölle tuloskasvupotentiaalia lähivuosina, minkä lisäksi yhtiöllä on edellytykset saavuttaa maltillista kasvua myös kotimaan ulkopuolisilta päämarkkinoilta.

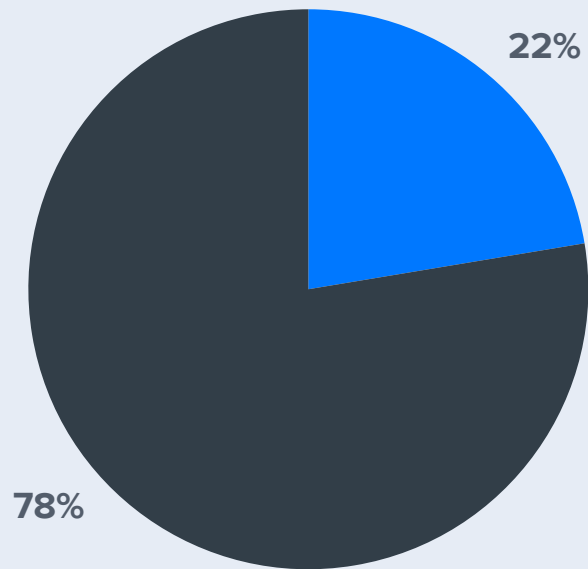
Omistajarakenne

Neo Industrialin omistajarakenne on keskittynyt. Suurimman osakkeenomistajan Reka Oy:n omistusosuus on yli 50 % osakkeista ja yli 65 % äänimäärästä. Neo Industrial on merkittävän omistusosuuden kautta osa Reka-konsernia, jonka emoyhtiö on pääomistaja Reka Oy.

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

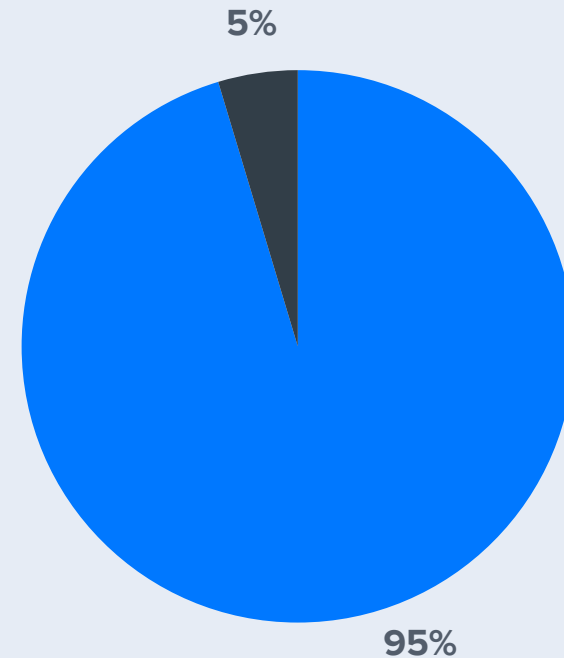
Kaapelitoimialan liikevaihto (2016)

Tuoteryhmittäin



■ LV energy ■ Power cable

Myyntialueittain



■ EU-maat ■ EU:n ulkopuoliset maat

Neo Industrial lyhyesti

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

Kaapelitoimiala

- Reka kaapeli (100 %)
- Nestor Cables (22,9 %)

101 MEUR (84,6 MEUR)

LIKEVAIHTO 2016 (2015)

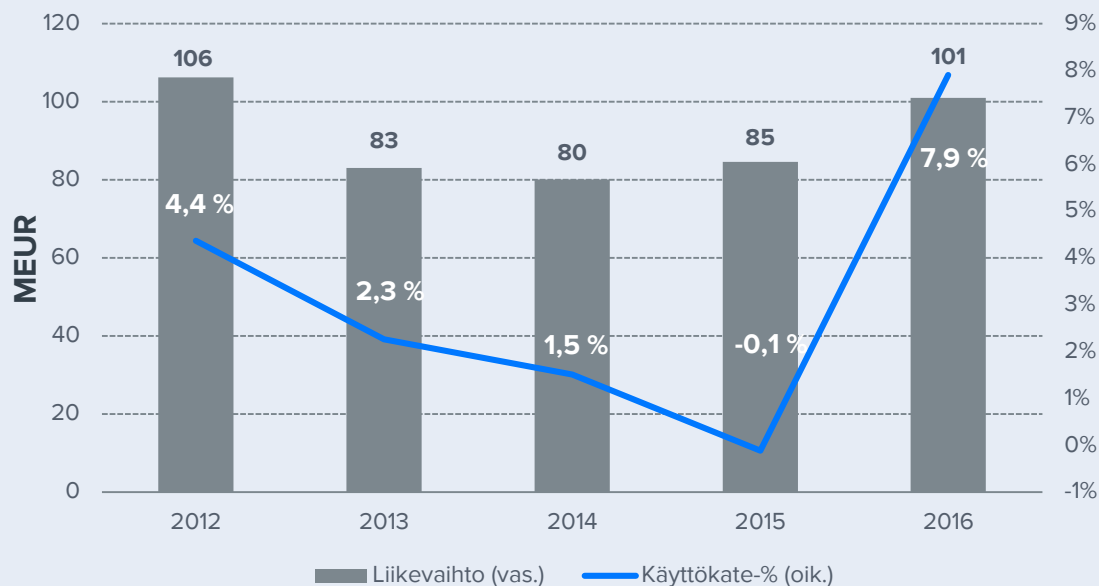
5,9 MEUR (- 2 MEUR)

LIKEVOITTO 2016 (2015)

**3 tehdasta Suomessa
ja 256 työntekijää**

Tuloskehitystä on painanut haastava rahoitusasema, heikko kysyntä ja epäonnistuneet sijoitukset

Rahoituksen uudelleen järjestelyn myötä fokus on nyt kaapelialan kasvussa ja kannattavuudessa



Sijoitusprofiili

Käänneyhtiö

Neo Industrial profiloituu sijoituskohteena selkeästi käänneyhtiöksi. Yhtiöllä on usean vuoden historia tappiollisista vuosista, mutta vuonna 2016 yhtiö nousi vahvasti voitolliseksi. Lyhyen kannattavan historian vuoksi osakkeen riskitaso on keskimääräistä korkeampi, mikä heijastuu yhtiölle hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin. Mikäli hyvällä alulla oleva tulostukäänne jatkuu, mielestämme yhtiöllä on edellytykset kasvuyhtiöksi pidemmällä aikavälillä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Neo Industrialin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskäänne ja arvostuskertoimien nousu:** nykymuotoiselle Neo Industrialille vuosi 2016 oli taloudellisesti sen historian paras vuosi. Vaikka yhtiön kannattavuuden track-record on toistaiseksi lyhyt, näemme kestävän tuloksellisen käänteen selkeästi todennäköisempänä nyt, kun yhtiöllä on hyvät edellytykset kasvattaa liikevaihtoaan. Kasvussa ja sitä kautta tulostukäänneessä yhtiötä tukee rahoitustilanteen positiivinen kehitys, jonka ansiosta yhtiö voi keskittyä täysimääräisesti operatiivisen toiminnan pyörittämiseen ja tehokkuuden parantamiseen rahoitustilanteen kriittisimmän vaiheen ollessa takanapäin.

Historiallisella kannattavuuskehityksellä Neo Industrialille hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat selkeästi keskimääräistä alhaisemmat. Yhtiölle voidaan kuitenkin mielestämme hyväksyä nykyistä korkeammat kertoimet, mikäli yhtiö pystyy todistamaan kannattavuuskäänteen pysyväksi ja saa

liiketoimintansa kasvun kestäväälle pohjalle.

- **Taseen vahvistuminen:** prosentuaalisesti yhtiön omavaraisuusaste (2016: 22 %) ja nettovelkaantumisaste (2016: 120 %) ovat haastavalla tasolla, mutta yhtiön yltäessä ennusteisiimme heijastuu se vauhdilla taselukuihin, sillä absoluuttisesti velkamäärä on kohtuullinen ja toisaalta oma pääoma erittäin pieni. Taseen vahvistuminen alentaa merkittävästi yhtiön riskitasoa ja pitkällä tähtäimellä se mahdollistaisi myös lisäsijoitukset teollisuuteen.
- **Maakaapeloinnin tarjoama kasvupotentiaali:** vuonna 2013 uudistuneen sähkömarkkinain myötä sähköverkkoyhtiöiden tulee varmistaa sähkön toimitusvarmuus sääolosuhteista riippumatta. Laki asettaa paineita yhtiöille investoida toimitusvarmoin sähkoverkkoihin, mikä taas kasvattaa painetta siirtää verkot maan alle maakaapeloinnilla puuvahinkojen ulottumattomiin. Suuri osa näistä investoinneista on vielä edessä, mikä tarjoaa merkittävää potentiaalia Neo Industrialin kaapelinvalmistus liiketoiminnalle.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** merkittävä osa Neo Industrialin kulurakenteesta muodostuu kaapeleiden muuttuvista kustannuksista. Muuttuvat kustannukset koostuvat kaapeleiden valmistukseen käytettävistä metalleista (kuten alumiinista ja kuparista) sekä muovista. Alumiinin, kuparin ja muovien hintojen muutokset vaikuttavat siten yhtiön myyntikatteeseen ja kokonaistulokseen siltä

osin, kun ne eivät siirry asiakkaiden maksettavaksi hintojen kautta. Arviomme mukaan alalla etenkin metallien hinnat saadaan siirrettyä hyvin lopputuotteiden hintoihin, mitä myös Neon melko vakaa myyntikate-% heijastelee.

- **Asiakasriski:** iso osuus yhtiön liikevaihdosta tulee kolmelta suurimmalta asiakkaalta. Näiden asiakkaiden menettäminen laskisi Neo Industrialin liikevaihtoa pahimmassa tapauksessa arviomme mukaan jopa noin 35-45 %, minkä vaikutus myös yhtiön kannattavuuteen olisi huomattava. Asiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä, joten emme odota äkillisiä muutoksia näihin asiakassuhteisiin. Tukkuliikkeiden kysyntä tulee niiden asiakkailta, jolloin asiakkaiden käyttämien kaapeleiden toimittajan (mm. Reka Kaapeli) vaihtaminen olisi tukkuliikkeille haastavaa. Riskiä myös alentaa toimialan asiakasrakenteen pysyvyys ja toisaalta asiakkaiden riippuvuus valmistajista. Emme odota suurien asiakkuuksien riskin heijastuvan negatiivisesti yhtiön liiketoimintaan äkillisesti.
- **Rahoitusriski:** heikko taserakenne on lyhyellä aikavälillä yhtiölle riski, sillä yhtiön rahoitusasema ei enää kestä merkittäviä tappioita. Mikäli yhtiö kääntyisi jälleen tappiolle, se joutuisi neuvottelemaan rahoitustaan uudelleen melko nopeasti. Riski on mielestämme kuitenkin rajallinen emmekä odota yhtiön kääntyvän tappiolliseksi. Yhtiön velka on myös pääsääntöisesti Reka-konsernin emoyhtiöltä, mikä myös alentaa velkoihin liittyvää riskiä. Pankkilainaa yhtiöllä ei ollut vuoden 2016 lopussa.

Sijoitusprofiili yhteenveto



Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli

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

1) raaka-aineiden hankinnasta,

2) kaapelin tuotannosta ja

3) myynnistä ja markkinoinnista

Mallin yksinkertaisuudesta johtuen kilpailuetujen saavuttaminen erikoistumisen kautta on haasteellista. Alalla voi kuitenkin erottautua kaapeleiden laadulla ja toimitusketjussa onnistumisella.

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 varastoriskiä.

Raaka-aineiden hankintaa yhtiössä tehdään sen kolmen tehtaan tarpeen mukaisesti keskitetysti, minkä avulla yhtiö säästää logistiikkakustannuksissa. Keskittämisen tuomien säästöjen vaikutus on arviomme mukaan kuitenkin melko rajallinen, sillä se keskittyy pääsääntöisesti 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 ovat pörssiinnoiteltuja metalleja.

Raaka-aineiden hankinta sitoo yhtiöltä merkittävästi käyttöpääomaa ja heijastuu siten sen rahavirtaan. Nykyisen liiketoimintamallin vaihtoehtona on 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. Synergoiden taso ei kuitenkaan yllä riittävälle tasolle, jotta tehtaiden järjestely olisi jälkikäteen kannattavaa, sillä takaisinmaksuaika investoinnille olisi pitkä.

Tehtaiden yhteydessä yhtiöllä on tuotteiden laadunvalvontapisteet, joiden avulla se valvoo ja ylläpitää tuotteiden laatua, mikä on myös yhtiölle strategisesti tärkeää. Oman tuotannon ansiosta yhtiöllä on mahdollisuus hallita tuotantoprosessia ja varastoaan, mikä on taas keskeistä sen toimitusvarmuuden kannalta. Liiketoimintamallin etu käytännössä rakentuu sen kautta, että onnistuminen kilpailun kannalta keskeisillä osa-alueilla, laadussa ja toimitusvarmuudessa, on yhtiön omissa käsissä.

Kaapelin tuotantolinjat ovat käyttöikänsä pitkäikäisiä ja niiden huoltotarve on kohtuullinen vuositasona. Näin ollen huolimatta siitä, että yhtiöllä omistaa itse tehtaansa, ovat sen

vuosittaiset investointitarpeet erittäin maltillisia 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 sen päämarkkinoilla se toimii omien myyntiyhtiöidensä kautta. Kaapelitoimialan myyntiorganisaatio painottuu Suomeen, josta johdetaan kaikkia yhtiön ulkomaisia myyntiyhtiöitä. Neo Industrialilla on myyntiyhtiöt Tanskassa, Norjassa, Ruotsissa, Virossa ja Venäjällä, jotka yhdessä muodostavat koko päämarkkina-alueen myyntiverkoston.

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

Päämarkkina-alueiden ulkopuolista agenttikauppaa yhtiö on harjoittanut historiassa, mutta yhtiö fokusoituu tällä hetkellä omaan myyntitoimintaansa ja tukkukauppaan sen päämarkkinoilla. Agenttikauppa laskee entisestään alhaisia marginaaleja, eikä siten ole erityisen houkuttelevaa yhtiön kannalta.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan
syklisyys

1

Asiakastoimialat
syklisiä

Liikevaihdon
jatkuvuus

1

Tukkukauppa tukee
jatkuvuutta

Liikevaihdon
hajautuminen

1

Merkittävä osa
liikevaihdosta kolmelta
asiakkaalta

2 Kannattavuus

Kapasiteetin
joustavuus

2

Vuorojärjestelyillä voidaan
ohjata kapasiteettia

Kustannusten
skaalautuvuus

2

Kiinteiden kustannusten
osuus on pieni

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen
rahavirta

3

Korkea käyttöpääoman
määrä

Pääoma-
intensiivisyys

3

Kohtuulliset investointitasot
ja pääomatarve

Inderesin arvio Neo Industrialin
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudellinen potentiaali (1/3)

Sijoitusyhtiö Neo Industrial

Neo Industrial on teollisiin sijoituksiin keskittynyt sijoitusyhtiö, jonka strategia on investoida teolliseen liiketoimintaan fokuksituvien yrityksiin. Yhtiö pyrkii löytämään sijoituskohteita, joilla on keskenään synergioita. Neo Industrial on aktiivinen omistaja, mikä käytännössä tarkoittaa, että se osallistuu omistamiensa yhtiöiden aktiiviseen 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 pyörittämisestä.

Neo Industrialin sijoitukset koostuvat tällä hetkellä kahdesta yhtiöstä. Yhtiöistä Nestor Cables on alaskirjattu konsernin taseessa eikä sitä konsolidoida Neo Industrialin tuloslaskelmaan. Siten yhtiön kaapelitoimialan raportointi vastaa tällä hetkellä vain Reka Kaapelin kontribuutiota.

Neo Industrial on varsin alkuvaiheessa strategiassaan ja siten sen potentiaalia ja mahdollisia teollisia synergioita on haasteellista arvioida vielä tässä vaiheessa. Olennaista Neo Industrialin arvonaluonnon kannalta on tässä vaiheessa Reka Kaapelin strategia ja siksi Neo Industrialin pitkän aikavälin strategia on toistaiseksi vähäisemmän huomion kohteena. Myös Nestor Cablesin omistusosuus on tässä vaiheessa kokonaisuuden kannalta vähemmän merkityksellinen, sillä Neo Industrialin tappiot ovat rajatut ja Nestor Cablesin kääntymisen ei ole mahdollista ilman rahoitusrakenteen merkittäviä muutoksia.

Reka Kaapelin strategian keskiössä on kotimarkkinat ja kasvu

Reka Kaapeli keskittyy strategiassaan markkina-asemaansa Suomessa ja etenkin pyrkimykseen kasvaa Pohjoismaissa. Keskeiset kasvuajurit markkinoilla ovat kaupungistuminen, sähköverkkojen maakaapelointi ja entistä hajautuneempi energian tuotanto. Näistä keskeisistä kasvuaureista yhtiö pyrkii hyötymään tehokkaalla tuotannolla ja liiketoimintaprosesseilla. Kokonaisuutena näiden fokusalueiden tarkoitus on mahdollistaa yhtiölle kannattava kasvu, joka hyödyntää markkinoiden kasvupotentiaalin.

Vahvan markkina-aseman ylläpitäminen ja kasvattaminen Suomessa ja etenkin tukkukaupassa ovat avainasemassa liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta, sillä se luo perustan kysynnälle. Kysynnän kasvua tukee kaupungistuminen, kun lisääntynyt rakentaminen kasvattaa voimansiirtotarvetta ja siten kaapeleiden kysyntää.

Maakaapeloinnin hyvät näkymät tulevalle vajaalle kahdelle vuosikymmenelle tarjoavat merkittävimmän mahdollisuuden kasvattaa myyntiä kotimarkkinoilla. Arvioimme, että yhtiö pyrkii aktiivisesti solmimaan toimitussopimuksia merkittävimpien sähköverkkoyhtiöiden kanssa, sillä yksittäiset sopimukset voivat olla yhtiön kannalta merkittävän kokoisia.

Lähimarkkinoilta kasvua

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

Mielestämme Suomen markkinoiden ulkopuolinen kasvu on kriittistä kasvun kannalta kahdesta syystä. Ensinnäkin, markkinoiden kokoluokka tukkukaupassa on Suomessa kohtuullisen pieni ja markkinakilpailu 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 tuloksentekevyyden yllä.

Vuonna 2012 yhtiön liikevaihto Venäjällä oli vielä noin 25 MEUR, kun vuonna 2016 EU-maiden ulkopuolinen liikevaihto oli enää vain 4,7 MEUR. Arvioimme mukaan tämä heijastelee etenkin Venäjän talouden heikkoa kehitystä ja yhtiön Venäjän tehtaan myyntiä. Talouden orastava elpyminen tarjoaa siten kasvukenttää yhtiölle, vaikka emme odota nopeaa paluuta talousvaikeuksia edeltävälle tasolle.

Hajautettu energian tuotanto kasvaa pohjoismaissa

Uusiutuvan energian tuotanto on perinteistä energian tuotantoa hajautetumpaa, kun tuulivoimapaistot muodostuvat useasta yksittäisestä tuulimyllystä ja aurinkovoima kerätään usealla paneelilla aurinkoenergiapaistossa. Tämä kasvattaa voimansiirtokaapeleiden kysyntää, sillä uusiutuvan energian osuutta tuotannosta pyritään lisäämään osana kansallisia ilmastostrategioita Pohjoismaissa eli kaapelialan päämarkkinoilla.

Strategia ja taloudellinen potentiaali (2/3)

Toimitusvarmuus ja laatu korostuvat markkinoilla

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

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

Taloudellinen potentiaali

Neo Industrialilla ei ole julkilausuttuja taloudellisia tavoitteita, joten arvioimme yhtiön taloudellista potentiaalia lähimpien verrokkien kautta sekä Neo Industrialin kaapeliliiketoiminnan kilpailuasetelman kautta.

Arvioimme, että kaapeliliiketoiminnan on mahdollista ylittää keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 7-9 %:n käyttökatetasoon. Suurimpia toimijoita maltillisesti parempaa kannattavuutta tukee fokusoituminen päämarkkinoille. Fokusoitumisen ansiosta yhtiön kulut ovat hallinnassa ja toisaalta myyntimix ei sisällä vahvasti kilpaillun ja alhaisen katteen projektikauppaa merkittävässä määrin.

Käyttökate-% potentiaaliin heijastuu myös yhtiön laaja tuotevalikoima. Tukkukauppaa palvellaakseen ja toisaalta markkinan rajallisen koon vuoksi yhtiöllä on laaja tuotevalikoima eri kaapeleita. Pohjoismaissa markkinoiden koko ei ole riittävä, jotta kaapelivalmistajan kannattaisi erikoistua tiettyyn segmenttiin. Tästä johtuen yhtiö ei erikoistu korkeamman katteen tuotteisiin, mikä rajaa sen kannattavuus-potentiaalin ylälaitaa. Tämä on kuitenkin mielestämme oikea ratkaisu, kun huomioidaan relevantin markkinan kokoluokka.

Arviomme mukaan käyttökatemarginaalin haarukan ylälaita vaatii suotuisaa myyntimixiä, raaka-aineiden suotuisaa hintasykliä ja tiukan kulukurin säilymistä. Pidemmällä aikavälillä selkeästi korkeammat marginaalit houkuttelisivat kilpailua markkinoille, mikä taas painaisi hintoja. Siten emme odota marginaalien nousevan tästä tasosta kestävästi. Kilpailulta kuitenkin rajaa se, että nykyisillä kannattavuustasoilla uuden tehtaan investointikustannuksen sijoitetun pääoman tuotto jäisi liian matalaksi. Siten emme odota kilpailijoiden laajentuvan markkinalle tehdasinvestointien (ns. greenfield-investointi) kautta.

Edellä mainituista syistä johtuen emme näe kilpailutilanteen tarjoavan mahdollisuutta merkittävästi ja kestävästi tätä korkeammalle käyttökatemarginaalille pitkällä aikavälillä. Toisaalta emme myöskään odota kilpailun painavan kannattavuustasoja entisestään merkittävästi.

Vähäinen investointitarve tukee kassavirtaa, mutta pääomaa sitoutuu varastoon

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä odotamme Neo Industrialin investointitarpeiden olevan alhaisia, mikä tukee yhtiön kassavirtaa. Odotamme lähivuosien investointien olevan noin 1,5-2 MEUR:n luokkaa, mikä on alle poistojen tason. Kaapelitoimialalle luonteenomaisesti yhtiöllä kuitenkin sitoutuu merkittävästi pääomaa käyttöpääoman muodossa sen varastoihin, mikä taas heikentää kassavirtaa. Tähän vaikuttaa myös yhtiön pyrkimykset erottautua toimitusvarmuudessa ja -nopeudessa, sillä siinä onnistuminen vaatii korkeita varastotasoja. Kokonaisuutena odotamme kuitenkin yhtiön kassavirran olevan kohtuullisella tasolla ja heijastelevan melko hyvin yhtiön tulosta yli ajan tarkisteltaessa. Tätä avittaa yhtiön myyntisaamisten myyminen taseesta (factoring), mistä johtuen yhtiö saa rahat toimitetuista tuotteista nopeammin, kun mitä se saisi asiakkailta laskutettaessa.

Kohtuullisen kassavirran turvin odotamme yhtiön taseen vahvistuvan lähivuosina selvästi ja näemmekin, että yhtiöllä on edellytykset maksaa maltillisesti kasvavaa osinkoa tulevina vuosina. Pääoman allokoinnin osalta osingot ovat kuitenkin tasapainoilua taseen vahvistamisen ja yritysjärjestelyihin varautumisen sekä osinkojen välillä. Arvioimme, että pitkällä aikavälillä Neo Industrial tulee kasvattamaan sijoitusportfoliotaan, joten emme odota yhtiön ylittävän merkittävästi 30 %:n osingonjako-tavoitettaan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Strategia ja taloudellinen potentiaali (3/3)

Pidemmällä aikavälillä yritysjärjestelyt jopa todennäköisiä

vaiheessa sen heikon ennustettavuuden ja näkyvyyden vuoksi.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä odotamme Neo Industrialin jatkavan strategiansa mukaisesti teollisuussijoitusportfolionsa kasvattamista ja arvioimme, että yhtiö tulee hankkimaan salkkuunsa nykyisen liiketoiminnan kanssa teollisia synergioita sisältäviä sijoituksia. Odotamme kuitenkin, että tämä on ajankohtaista vastas kun kaapeliliiketoiminnan kannattavuus todistetusti kestää yli syklin ja yhtiön tase vahvistuu nykyiseltä tasolta. Näemmekin oleellisena Neo Industrialin sijoitusportfolion kasvattamisen kannalta, että yhtiö pystyy todistamaan kaapelitoimialan kannattavuuden kestävyuden kireästä kilpailusta huolimatta.

Jotta lisäsijoitukset täyttävät edellytykset synergioille mielestämme niiden tulee keskittyä sähkön- ja voimansiirtoon, kuten yhtiön nykyiset sijoitukset. Lisäksi liiketoiminnan tulisi olla vahvasti painottunut yhtiön nykyisille päämarkkinoille. Arviomme mukaan sektorilta on kuitenkin haastavaa löytää merkittäviä synergioita, joten mielestämme sijoituskohteiden tulisi olla liiketoimintamallinsa ja kannattavuutensa jo todistaneita yrityksiä, mutta joilla olisi kasvupotentiaalia.

Yhtiön track-record sijoituksista on heikko, joten uudet sijoitukset nostaisivat mielestämme yhtiön riskitasoa. Sijoitusten potentiaali konsernin kannalta on kuitenkin vahvasti riippuvainen ostettavasta kohteesta, sen tuloksentekevyydestä ja kasvupotentiaalista. Näin ollen sijoitussalkun kasvattamista tulee mielestämme arvioida tapauskohtaisesti, kun se on ajankohtaista. Suhtaudumme potentiaaliin neutraalisti tässä

Strategia ja taloudellinen potentiaali yhteenveto



Markkinat ja kilpailukenttä (1/2)

Liikevaihto jakautuu tukku- ja projektikauppaan

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

Tukkukauppa kasvaa hitaasti ja on suhdanneherkkää

Tukkukaupan arvo Suomessa oli vuonna 2016 noin 940 MEUR. Markkinan kasvu on viimeiset 10 vuotta ollut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Kasvu on kuitenkin erittäin syklistä, muutokset voivat olla vuositasolla huomattavia ja heijastelevat vahvasti esimerkiksi rakentamisen kehitystä ja teollisuuden investointeja. Näin ollen keskimääräinen kasvu heijastelee heikosti yksittäisten vuosien kysynnän muutosta.

Sähköverkkojen toimitusvarmuus vaatimukset luovat kysyntää

Vuonna 2013 astui voimaan laki sähköverkkojen toimitusvarmuuden parantamiseksi. Sähkömarkkinalain keskeinen muutos oli vaatimukset liittyen sähköjakeluverkon suunnitteluun, rakentamiseen ja ylläpitoon. Lain keskeisenä osana on vaatimus, että myrskyn tai lumikuorman aiheuttaman jakeluverkon

vioittumisen seurauksena asiakkaille ei asemakaava-alueella saa aiheutua yli 6 tuntia kestävää sähköjakelun keskeytystä eikä muilla alueilla yli 36 tuntia kestävää keskeytystä.

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

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

Maakaapeloinnin markkinapotentiaali on suuri yhtiön kaapelitoimialan liikevaihtoon nähden

Vuoden 2016 lopussa Suomen 140 000 kilometrin keskijänniteverkosta noin 19 % oli maakaapeloitu ja vastaavasti 240 000 kilometrin pienjänniteverkosta noin 42 %. Viimeisen kahdeksan vuoden aikana kaapelointiaste on molemmissa verkoissa kasvanut noin prosenttiyksikön vuositahdilla. Tahdin odotetaan kaksinkertaistuvan (kahteen prosenttiyksikköön) keskimäärin vuositasolla, jotta verkkoyhtiöt täyttävät tavoitteet aikarajan loppuun mennessä.

Arviomme mukaan tästä syntyvä kaapelimarkkina on kokoluokaltaan noin 100-200 MEUR vuositasolla. Markkinan potentiaali on Neo Industrialin kannalta merkittävä, joten yhtiön on tärkeä onnistua siirtoyhtiöiden toimituskilpailutuksissa.

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

Markkinat jakautuvat suurelta osin harvalle joukalle

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

Itä-Eurooppalaisilla toimijoilla on myös pyrkimyksiä Pohjoismaisille markkinoille ja ne pyrkivätkin voittamaan markkinaosuutta alhaisemmilla hinnoilla.

Markkinat ja kilpailukenttä (2/2)

Merkittävistä alennuksista ei kuitenkaan arviomme mukaan puhuta, mikä johtuu jo mainituista alhaisista katetasoista ja kustannus- ja tuotantokustannuksista. Laatueroja tuotantotuotteissa näkyvät kuitenkin kaapelin käytettävyydessä ja toimitusvarmuudessa, mitkä taas ovat loppuasiakkaille olennaisia seikkoja. Näin ollen, mielestämme tuonti ei lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä aiheuta merkittävää uhkaa.

Kannattavuuseroja ei juurikaan synny

Haarukoimassamme verrokkiryhmässä kannattavuuskehitys on viiden viimeisen vuoden osalta käyttökattetasolla melko saman tasoista. Tämä heijastelee mielestämme hyvin alan raaka-ainevaltaisuutta ja sitä, että skaalaetuja ei ole alalla juurikaan saatavissa. Verrokkiryhmän yhtiöiden viimeisen viiden vuoden käyttökattemarginaalin yhtiökohtaiset keskiarvot ovat noin 7 %:n ja 8 %:n välillä.

Arviomme mukaan pienet erot syntyvät pääosin tuotemixistä. Esimerkiksi Prysmianin hieman korkeammat marginaalit heijastelevat vahvaa markkinaosuutta korkeampien katteiden merikaapeleissa. Arviomme mukaan Neo Industrialin kaapelitoimialan tulisi kyetä ainakin verrokkien tasolle. Yhtiö on fokusoitunut pienemmälle alueelle, mikä rajaa sen kokonaiskustannuksia ja lyhyet etäisyydet pitävät toimituskustannukset maltillisina. Merkittävästi verrokkiryhmää parempaa kannattavuutta emme kuitenkaan pidä realistisena kireästä kilpailusta johtuen. Parannusta rajaa myös pyrkimykset kasvattaa liiketoimintaa kotimarkkinan ulkopuolella.

Kilpailu on paikallista toimialan dynamiikan vuoksi

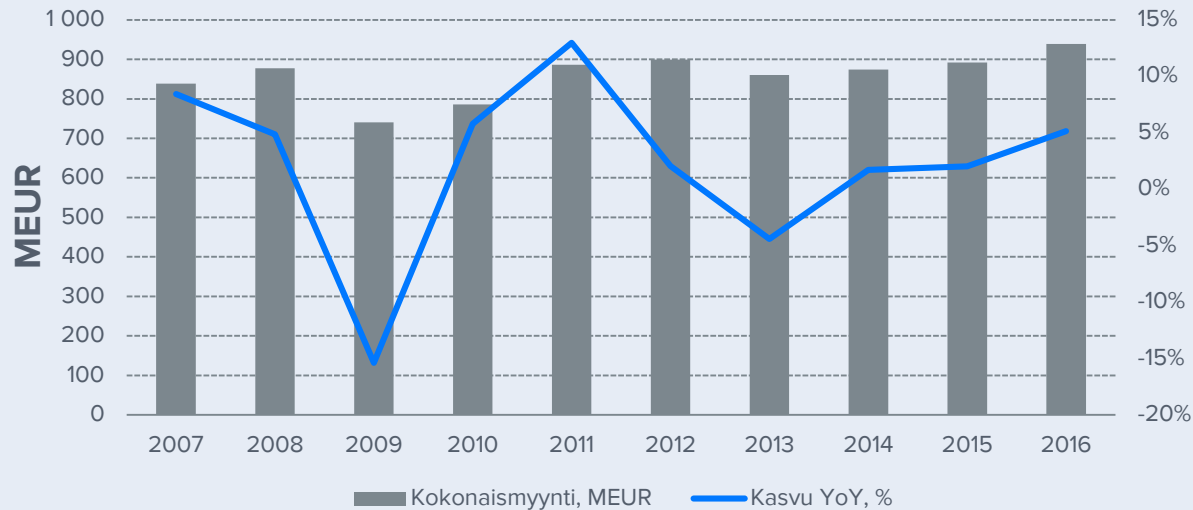
Kaapelitoimialan markkinaluonteen vuoksi kilpailu on pääosin paikallista, koska kaapeleita ei kannata kuljettaa pitkiä matkoja. Käytännössä tämä johtuu suhteessa paljon tilaa vievien kaapeleiden korkeista kuljetuskustannuksista, jotka syövät ohuet marginaalit nopeasti.

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 myyntikattetasona, mikä kuvastaa yhtiöiden haasteellista asemaa arvoketjussa.

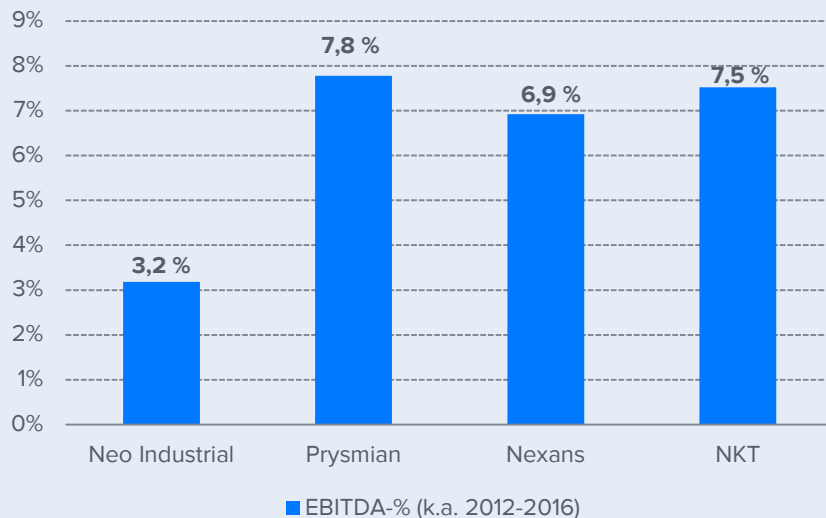
Joitakin osia tuotteiden muovi raaka-aineista voidaan substituoida, mutta niiden osuus on kuitenkin selkeästi metalleja alhaisempi ja siten kokonaisuuden kannalta vaikutus on varsin rajallinen. Matalien kiinteiden kustannusten vuoksi myös liiketoiminnan skaalautuvuus on heikko ja kilpailuetuja on haastava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

Markkinat ja kilpailukenttä yhteenveto

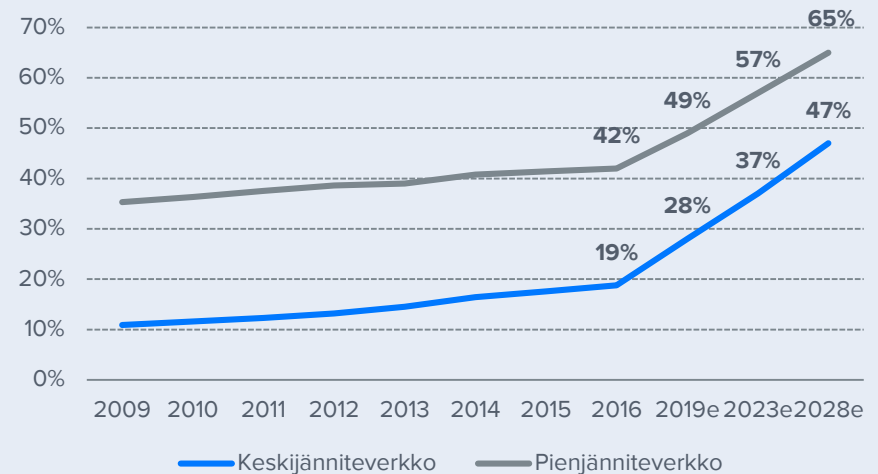
Tukkukaupan kehitys (2007-2016)



Verrokkiryhmän käyttökate-%



Sähköverkkojen maakaapelointiaste (%)



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (1/3)

Kustannusrakenne muodostuu suurimmaksi osaksi kolmesta erästä

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

Myyntikate-% kohtuullisen vakaa vuositasolla

Materiaalit ja palvelut on merkittävin yksittäinen kuluerä ja Neo Industrialin kaapeliliiketoiminnan myyntikate on ollut vuosien 2012 ja 2016 välisenä aikana keskimäärin noin 27,5 - 30,5 %:n vuositasolla. Yhtiön myyntikate-% vaihtelee vuoden sisällä merkittävästi kausiluonteisuudesta johtuen. Vahvasta kausiluonteisuudesta johtuen suosittelemme sijoittajia seuraamaan myyntikate-% vuositasolla paremman kokonaiskuvan saamiseksi.

Kaapeleiden tuotannossa merkittävän osuuden muuttuvista kustannuksista muodostavat alumiini ja kupari sekä kaapeleiden päällystemuovit. Metallit hinnoitellaan dollareissa, kun taas Neo Industrialin myynti on pääsääntöisesti euroissa. Yhtiö myy myös euromaiden ulkopuolella, mutta arviomme mukaan ei-euromääräisen myynnin osuus on alhainen. Näin ollen muiden valuuttariskien osuus on myös alhainen.

Arviomme mukaan alalla tyypillisesti merkittävimpien raaka-aineiden, alumiinin ja kuparin, hintojen muutos saadaan siirrettyä tehokkaasti lopputuotteiden hintoihin. Hankintojen ja toimituksien ajoittumisesta johtuen kustannuksien ja myyntihintojen muutokset eivät kuitenkaan kulje käsi kädessä, minkä takia suosittelemme kannattavuuden seuraamista vuositasolla.

Kustannuksien ja myyntien jaksottuminen aiheuttaa myös valuuttariskiä ja siten sijoittajien on keskeistä huomioida metallien hinnankehityksen lisäksi EUR/USD-valuuttaparin kehitys. Arviomme mukaan dollarin vahvistuminen on syönyt ison osan metallien hinnanlaskusta viime vuosina eikä yhtiö siten ole päässyt täysin hyötymään suotuisasta raaka-aineiden hintojen kehityksestä. Tämä on luontaista raaka-ainemarkkinoilla ja odotamme, että sama korrelaatio tulee myös jatkumaan.

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-aine kustannuksiaan 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 noin 16 % viimeisten viiden vuoden aikana. Arvioimme kuitenkin, että vuoden 2016 tuotantohenkilöstön rekrytointien jälkeen yhtiön kasvu ei vaadi merkittävästi lisää rekrytointeja lyhyellä aikavälillä. Nykyinen tuotantohenkilöstö riittää arviomme mukaan suurelta osin toimittamaan kasvavan liikevaihtokuorman.

Lyhyellä tähtäimellä yhtiön henkilöstökulut ovat pitkälti kiinteitä kuluja, mutta yhtiön henkilökunta toimii suurelta osin Suomessa ja siten yhtiö voi lain puitteissa sopeuttaa henkilöstöä kysynnän heikentyessä. Sopeutuksella olisi kuitenkin lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus kannattavuuteen kertaluontoisten henkilöstökulujen kasvun kautta. Yhtiön kulurakenne joustaa kuitenkin vuorojen järjestelyllä, 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 vuokratuluista, koneiden ja kiinteistöjen huoltokuluista sekä myynnin ja markkinoinnin kuluista. Lisäksi erään sisältyy arviomme mukaan mm. konsernikuluja palkoista, pörssilistalla olosta ja ulkopuolisista asiantuntijapalveluista.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (2/3)

Kokonaisuutena nämä muiden kulujen erät ovat liiketoiminnan kannalta olennaisia ja vuokra- sekä huoltokulujen luonteen tapaisesti pitkälti myös kiinteitä lyhyellä aikavälillä. Muut kulut ovat olleet viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin noin 11 % liikevaihdosta, mutta ovat skaalautuneet liikevaihdon kasvun myötä niiden kiinteää luonnetta heijastellen.

Näkemyksemme mukaan lyhyellä aikavälillä vain markkinointi- ja myyntikuluissa on maltillista nousupainetta. Arvioimme yhtiön pyrkimyksen kasvattaa Suomen ulkopuolista myyntiä vaativan myös maltillisia rahallisia panostuksia, mikä heijastuu muihin kuluihin.

Kustannusrakenne on hallinnassa

Kokonaisuutena Neo Industrialin kustannusrakenne on mielestämme hyvällä tasolla ja arvioimme mukaan tulosparannusta on haastavaa saada aikaan kuluja karsimalla. Yhtiön kasvaessa odotamme henkilöstökulujen kasvavan henkilöntensiivisyyttä heijastellen, mutta muissa kuluissa ei mielestämme ole kokonaisuutena merkittävää painetta ylöspäin. Näkemyksemme mukaan yhtiön arvon luonnin on tultava liikevaihdon kasvun kautta. Kannattavuuden parantamispotentiaali tehostamalla on rajallinen, kun kulurakenne on jo kilpailukykyisellä tasolla.

Viime vuodet ovat olleet haastavia, mutta rahoitusasema on nyt kestäväällä pohjalla

Neo Industrialin nykymuotoisen liiketoimintarakenteen historia ulottuu vuoteen 2012. Viimeisten viiden vuoden tulokunto ei

mielestämme heijastele yhtiön potentiaalia, sillä tuloskehitystä on painanut muun muassa haastava rahoitusasema, strategiset virheet sijoituksissa, liian korkea kulurakenne ja heikko markkinatilanne. Näin ollen johdon fokus on suuntautunut pois operatiivisen liiketoiminnan johtamisesta ja kasvattamisesta, mikä on myös heikentänyt operatiivista johtamista.

Haasteita kuvastaa yhtiön vuoden 2015 lopun heikko omavaraisuusaste 11,8 %. Tämän jälkeen vuonna 2016 yhtiö uudelleenjärjesteli rahoituksensa, minkä myötä velat laskivat puoleen aikaisemmasta tasosta (13,8 MEUR vs. 26,5 MEUR). Lisäksi yhtiö neuvotteli aikaisemman lyhytaikaisen vieraan pääoman pitkäaikaiseksi velaksi, jonka kustannus on myös yhtiölle maltillinen 4,5 %.

Odotamme kilpailukykyisen kustannusrakenteen ja liikevaihdon kasvun heijastuvan myös yhtiön taseeseen jo lyhyellä aikavälillä. Heikosta taseesta huolimatta korollinen velka on absoluuttisesti maltillisella tasolla ja odottamallamme tuloskehityksellä tase vahvistuu kohtalaisen ripeästi jo muutamassa vuodessa.

Taseen varoihin ei kohdistu riskejä

Tilikauden 2016 lopussa Neo Industrialin taseen varojen puolella pitkäaikaisissa varoissa merkittävimmät erät muodostuvat aineellisesta omaisuudesta ja liikearvosta muiden erien ollessa kokonaisuuden kannalta pieniä. Yhtiön liikearvo noin 3 MEUR muodostuu kokonaan Reka Kaapelista ja sen nykyisellä tuloskunnolla liikearvoa voi pitää kuranttina, eikä siihen

kohdistu mielestämme alaskirjausriskiä.

Pitkäaikaisten varojen suurin erä (noin 14 MEUR) muodostuu suurelta osin yhtiön kolmesta tehtaasta. Arvioimme mukaan näiden investointikustannus on merkittävästi tasearvoa suurempi ja pidämme nykyistä tasearvoa vähintäänkin oikeutettuna.

Lyhytaikaiset varat muodostuvat suurelta osin vaihto-omaisuudesta ja saamisista. Vaihto-omaisuus on koko taseen mittakaavassa (44 MEUR) suuri ja 15,5 MEUR:n erä kuvastaa kuinka suuressa määrin yhtiöllä sitoutuu pääomaa varastoon. Emme kuitenkaan näe varastossa merkittävää riskiä, sillä yhtiön tukkutoimitus on kohtuullisen ennakoitavaa ja suurempia tilauksia yhtiö valmistaa vasta asiakkaiden sitovista tilaussopimuksista. Yhtiön asiakkaat ovat pääasiassa suuria tukkuliikkeitä ja verkkoyhtiöitä, joten emme näe saamisissa riskiä luottotappioista. Arvioimme, että yhtiön reilun 5 MEUR:n saamiset ovat kurantit.

Oma pääoma heijastelee aikaisempia tappioita

Vastattavaa puolella yhtiön oma pääoma on vain noin 7,7 MEUR, mikä johtuu pitkälti aikaisempien vuosien tappioista. Omaa pääomaa laskee merkittävästi noin -39 MEUR:n kertyneet voittovarot. Yhdessä osakepääoman (24 MEUR) ja Muun vapaan pääoman (21,3 MEUR) kanssa ne muodostavat oman pääoman suurimmat erät.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne (3/3)

Alhaista oman pääoman määrää heijastelee myös omavaraisuusaste, joka oli vuoden 2016 lopussa 17,5 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste 22 %). Mielestämme omavaraisuusaste ei ole vielä tyydyttävällä tasolla ja odotamme yhtiön nostavan sen noin 40-50 %:n luokkaan ennen kun se harkitsee merkittävästi suurempaa osingonjakoa tai uusien liiketoimintojen hankintaa. Näemme tämän olevan tarvittava taso liiketoiminnan syklistä huomioiden.

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

Velkavuori pienentyntä selkeästi

Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli vuoden 2016 tilinpäätöshetkellä 10,4 MEUR ja sen nettovelkaantumisaste (gearing) oli 149 % (yhtiön käyttämä IAS 19 oikaistu gearing 120 %). Velkaantuminen on kuitenkin laskenut merkittävästi edellisvuodesta velkojen uudelleen järjestelyn yhteydessä. Vuoden 2015 lopussa nettovelkaantumisaste oli vielä 402 %.

Nettovelkaantumisaste kuvastaa edelleen yhtiön erittäin korkeaa velan määrää suhteessa omaan pääomaan. Yhtiön suurin yksittäinen velkoja on Reka-konsernin emoyhtiö Reka Oy, joka lainotti yhtiötä velkojen uudelleen järjestelyn yhteydessä. Tämä laskee mielestämme

velkaantumiseen liittyvää riskiä, minkä lisäksi velan korko on erittäin kohtuullisella tasolla. Vuoden 2016 aikana tehdyn velkojen uudelleenjärjestelyjen myötä yhtiön maksusuunnitelma on mielestämme varsin realistinen suhteessa sen tulonäkymiin. Arvioimme yhtiön taseen olevan merkittävästi vahvempi vuosikymmenen loppua kohti mentäessä.

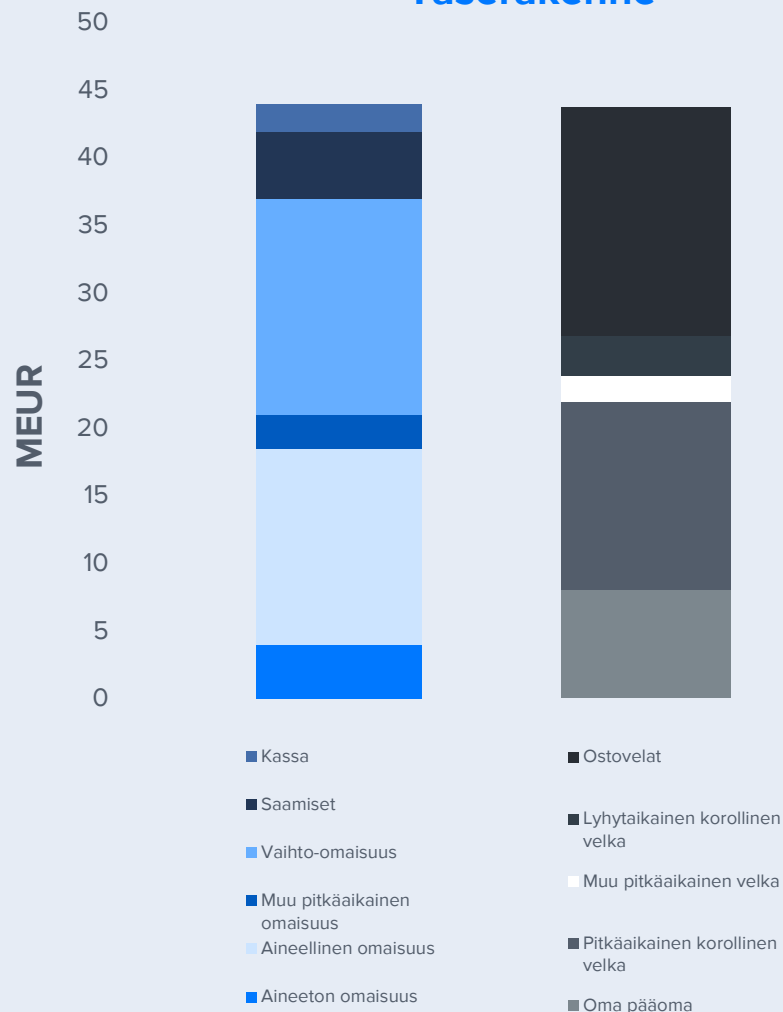
Muita merkittäviä eriä velkojen puolella on lyhytaikaisten velkojen 17,2 MEUR:n ostovelat. Ostovelkojen suuri taso heijastelee raaka-aine hankintojen suurta osuutta ja ne tasoittavat käyttöpääoman määrää.

Kassavirta heijastelee kausiluonteisuutta

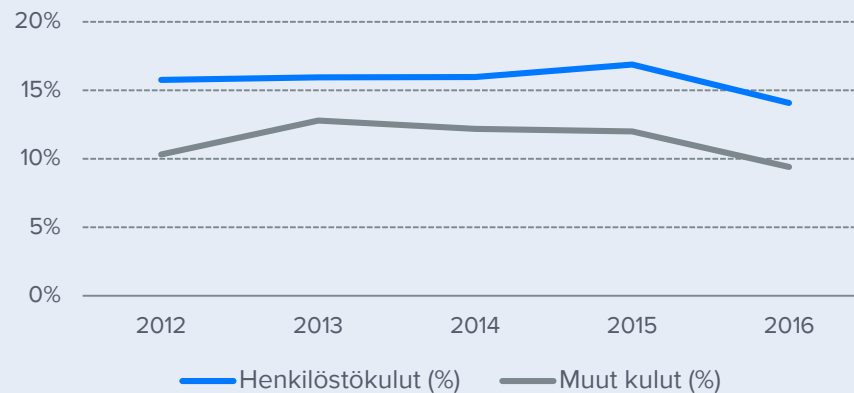
Kaapelialalla merkittävä määrä vuoden toimituksista tehdään kesän aikana. Näin ollen Reka Kaapeli valmistaa suuren osan vuoden myynnistä Q1:n ja Q2:n aikana, mikä heijastuu myös sen varastoon. Pääoman sitoutuminen raaka-aineisiin ja varastoon ennen kesäkauden suurimpia toimituseriä heikentää ensimmäisen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

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne yhteenveto

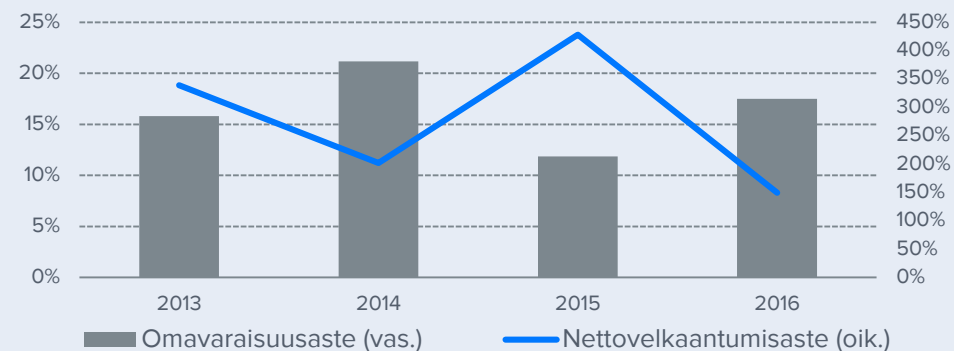
Taserakenne



Kulurakenne suhteessa liikevaihtoon (2012-2016)



Taseen avainluvut

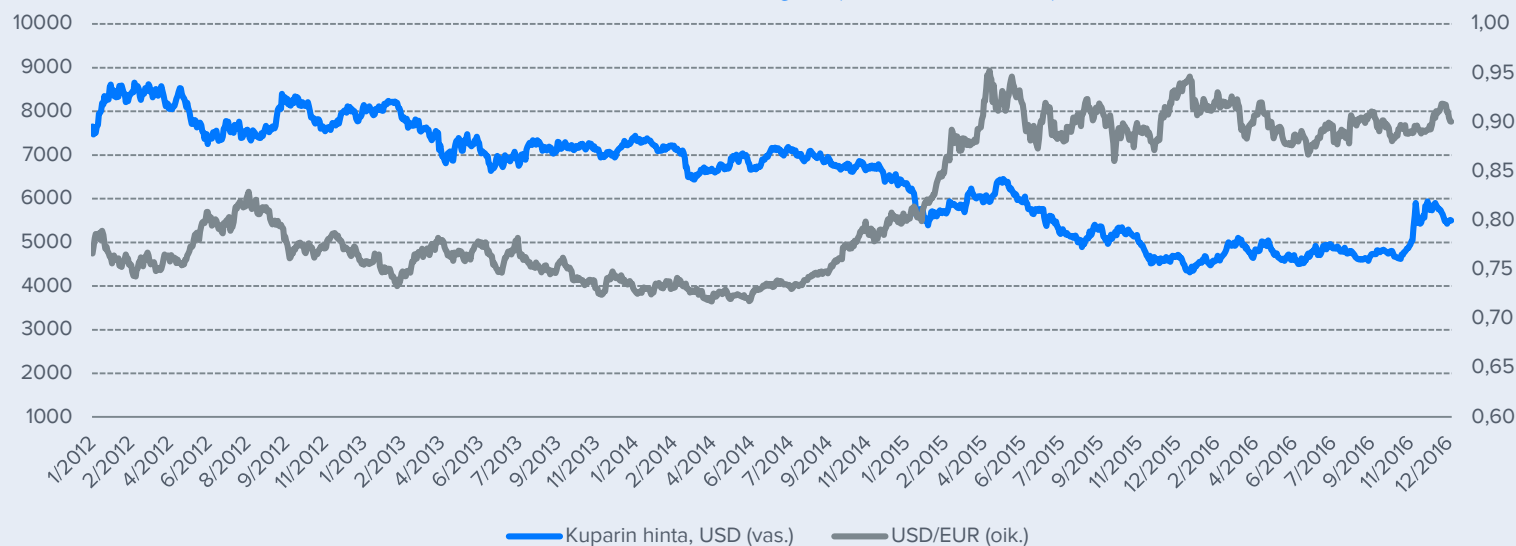


Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne yhteenveto

Alumiinin hinnan kehitys (2012-2016)



Kuparin hinnan kehitys (2012-2016)



Ennusteet

Markkinanäkymät ovat suotuisat

Lyhyellä tähtäimellä näemme näkymät kaapeliliiketoiminnan kasvun kannalta suotuisina. Odotamme yhtiön vientipanostusten näkyvän kuluvana vuonna liikevaihdon kasvuna. Kasvua tukee myös hyvällä tasolla oleva kotimaan kysyntä, joka heijastelee viime vuoden vahvaa rakentamisen tasoa.

Vuoden 2017 ennusteet

Odotamme liiketoimintaympäristön olevan Neo Industrialille suotuisa myös vuonna 2017 ja siten yhtiön kasvattavan liikevaihtoa ja tulostaan edellisvuodesta. 13 %:n liikevaihdon kasvuennusteemme heijastelee sekä volyymikasvua että nousseita raaka-aineiden hintoja, joiden arviomme siirtyvän kohtuullisen hyvin myyntihintoihin. Vuoden 2017 liikevaihdon ennusteemme on 114,6 MEUR (2016: 101 MEUR).

Volyymikasvua tukee hyvällä tasolla pysyvä rakentaminen. Emme odota rakentamisen kasvun yltävän viime vuoden tasolle, mutta talotekniikka-rakentaminen on kaapeleiden kannalta olennaisempaa ja odotamme siten rakentamisen heijastuvan hieman jälkisyklisesti alan tukkukauppaan. Lisäksi yhtiön panostukset Suomen ulkopuolisten markkinoiden kasvuun tuovat arviomme mukaan kasvua enenevissä määrin vuoden aikana. Lisäksi kasvua ajavat viime vuoden aikana ilmoitetut merkittävät maakaapelointi toimitussopimukset.

Odotamme yhtiön yltävän kuluvana vuonna 8 %:n käyttökatemarginaaliin eli 9,2 MEUR:n (2016: 8,0 MEUR) käyttökatteeseen. Emme odota yhtiön yltävän täyteen kannattavuuspotentiaaliinsa vielä kuluvana

vuonna, sillä se vaatisi arviomme mukaan vielä suurempaa liikevaihtoa ja suotuisaa raaka-aineiden hintakehitystä. Kustannusten odotamme nousevan vain maltillisesti, mikä heijastelee panostuksia viennin edistämiseen ja muutamia lisärekrytointeja.

Poistot ovat arviomme mukaan vakaalla tasolla, sillä yhtiöllä ei ole merkittäviä investointitarpeita. Rahoituskulujen odotamme pysyvän lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä melko vakaana heijastellen nykyistä velan maksusuunnitelmaa ja suojauskustannuksia. Kuluvan vuoden osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on siten 0,71 euroa (2016: 0,55 euroa). Ennusteemme ovat linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, jonka mukaan sen liikevaihto ja liiketulos kasvavat selvästi edellisestä vuodesta.

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Mielestämme Neo Industrialilla on edellytykset kasvattaa liikevaihtoaan myös vuosina 2018 ja 2019. Näemme yhtiöllä mahdollisuuksia kasvattaa myyntiään Suomen ulkopuolella sekä suurilla maakaapelointi projekteilla. Korostamme kuitenkin, että projektikauppaan ja etenkin maakaapeloinnin kysyntään liittyvän epävarmuuden vuoksi ennustettavuus on pidemmällä aikavälillä heikolla tasolla.

Odotamme kuitenkin yhtiön yltävän noin 5-6 %:n liikevaihdon kasvuun ja vuosien 2017 ja 2018 liikevaihtoennusteemme ovat 121,4 MEUR ja 127,5 MEUR. Odotamme yhtiön käyttökate-% pysyvän vakaana noin 8 %:ssa ja osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,76 euroa vuodelle 2017 ja 0,77 euroa vuodelle 2018.

Yhtiöllä on vahvistettuja tappioita aikaisemmilta vuosilta noin 10-11 MEUR. Näin ollen yhtiön efektiivinen veroaste tulee arviomme mukaan olemaan alle yhteisöverokannan. Vahvistettujen tappioiden vähennysten jaksottumisen osalta näkyvyys on kuitenkin erittäin heikko. Olemme huomioineet verosaamiset kuitenkin konservatiivisesti kassavirtaennusteissamme.

Pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme kaapeliliiketoiminnan kasvavan pitkällä aikavälillä talouskasvun mukaista vauhtia ja kasvu on pitkälti teollisuuden ja rakentamisen kasvun tasolla. Seuraavan noin 20 vuoden aikana yksittäiset maakaapelointi-projektit voivat kasvattaa liikevaihtoa merkittävästi, mutta korostamme, että näkyvyys niiden osalta on erittäin heikko ja ajoitusten arvioiminen on erittäin haastavaa.

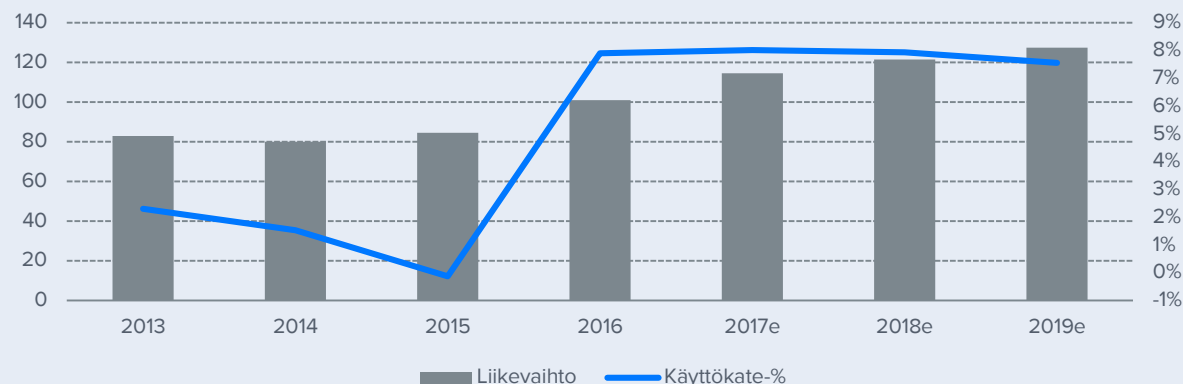
Odotamme yhtiön yltävän pitkässä juoksussa noin 7-9 %:n käyttökatemarginaaliin, mitä pidämme myös liiketoiminnan luonne ja kilpailutekijät huomioiden ylärajana. Arviomme mukaan käyttökatemarginaalin haarukan ylälaidan saavuttaminen vaatii liikevaihdon kasvua nykyiseltä tasolta ja suotuisaa raaka-aineiden hintatasoa.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys kaapeliliiketoimintaan on kuitenkin rajallinen ja näin ollen pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys on osakkeen arvon muodostuksen kannalta rajallinen ja käytämmekin niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laaditussa DCF-mallissa.

Ennusteet yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	84,6	0,0	50,2	0,0	50,9	101,0	21,2	36,9	27,6	28,9	114,6	121,4	127,5
<i>Kaapelitoimiala</i>	<i>84,6</i>	<i>0,0</i>	<i>50,2</i>	<i>0,0</i>	<i>50,9</i>	<i>101,0</i>	<i>21,2</i>	<i>36,9</i>	<i>27,6</i>	<i>28,9</i>	<i>114,6</i>	<i>121,4</i>	<i>127,5</i>
Käyttökate	-0,1	0,0	4,9	0,0	3,1	8,0	1,3	3,2	2,8	1,8	9,2	9,6	9,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	0,0	-1,1	0,0	-1,0	-2,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-2,1	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,0	0,0	3,9	0,0	2,0	5,9	0,8	2,7	2,3	1,3	7,1	7,6	7,7
Liikevoitto	-2,0	0,0	3,9	0,0	2,0	5,9	0,8	2,7	2,3	1,3	7,1	7,6	7,7
<i>Kaapelitoimiala</i>	<i>-2,0</i>	<i>0,0</i>	<i>3,9</i>	<i>0,0</i>	<i>2,0</i>	<i>5,9</i>	<i>0,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,3</i>	<i>7,1</i>	<i>7,6</i>	<i>7,7</i>
Nettorahoituskulut	-2,0	0,0	-0,8	0,0	-1,1	-1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-1,9	-1,8
Tulos ennen veroja	-4,0	0,0	3,1	0,0	0,9	4,0	0,4	2,2	1,8	0,8	5,2	5,7	5,9
Verot	0,3	0,0	-0,8	0,0	0,1	-0,7	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	-1,0	-1,1
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
Nettotulos	-3,7	0,0	2,3	0,0	1,0	3,3	0,3	1,8	1,5	0,7	4,3	4,7	4,8
EPS (oikaistu)	-0,62	0,00	0,39	0,00	0,17	0,55	0,05	0,30	0,24	0,11	0,71	0,78	0,80
EPS (raportoitu)	-0,62	0,00	0,39	0,00	0,17	0,55	0,05	0,30	0,24	0,11	0,71	0,78	0,80

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostuksen perusta

Hinnoittelimme Neo Industrialia ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia. Arvostamme Neo Industrialia puhtaasti sen nykyisen kaapeliliiketoiminnan tuloksen ja näkymien kautta, mikä ei anna arvoa Nestor Cablesille. Nestorin arvo Neo Industrialin taseessa on alaskirjattu, joten se ei myöskään vaikuta tasepohjaiseen arvostukseen.

Nestor Cablesin haasteiden vuoksi pidämme todennäköisempänä, että Neo Industrial tulee tekemään omistujajärjestelyjä sen omistusosuuden osalta kuin, että Nestor Cables kontribuoi konsernitason tulokseen. Neo Industrial ei kuitenkaan ole vastuullinen yhtiön tappioista, joten sen arvo kokonaisuuden kannalta ei painu negatiiviseksi, vaikka se tekisi tappiota. Näemmekin Nestor Cablesin omistuksen optiona sijoittajille, mutta tämän option arvo ei ole merkittävä. Näistä syistä emme anna Nestor Cablesin arvolle painoa Neo Industrialin arvonnäilytyksessä.

Arvostuskertoimet ovat kohtuullisella tasolla

Tulospohjaisesti Neo Industrialin arvostus on mielestämme kohtuullinen, mutta heijastelee kuitenkin yhtiön heikkoa track-recordia. Vuosien 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat 13x ja 10x. Vastaavasti vuoden 2017 EV/EBITDA-kerroin on tasolla 6x.

Tässä vaiheessa hyväksymillämme 10-11x tason P/E-kertoimilla arvostusmatriisimme mukainen osakkeen arvo on noin 7,4 euroa, kun yhtiön

osakekohtainen tulos on 0,65-0,75 osakkeelta.

Tasepohjaisella vuoden 2017e P/B-kertoimella arvostus on korkea 3,6x, mikä johtuu erittäin alhaisesta oman pääoman määrästä suhteessa koko taseeseen (omavaraisuusaste 2016 lopussa 22 %). Emme anna kuitenkaan tasepohjaiselle arvostukselle merkittävää painoarvoa, sillä mielestämme nykyinen taserakenne ei ole todellisia investointeja kuvaava ja siten pääoman tuottoluvut eivät heijastele uusinvestoinnin sitomalla pääomalla saavutettavia pääomantuottotasoja. Alhaisen omavaraisuusasteen vuoksi myöskään oman pääoman tuottoluvut eivät heijastele pitkänaikavälin odotuksiamme, mikä tukee näkemystämme.

Yhtiön osinkotuotto jää arviomme mukaan lähivuosina maltilliseksi, joten mielestämme arvostus ei saa tukea vielä osinkotuotosta. Odotamme yhtiön vahvistavan lähivuosina tasettaan ja osinkotuoton aika on vasta myöhemmin.

Suhteellinen arvostus

Suhteellisesti Neo Industrial on arvostettu selkeästi verrokkiryhmän alapuolelle kaikilla tulospohjaisilla-arvostusmittareilla. Mielestämme yhtiölle on perusteltua antaa verrokkiryhmää alhaisemmat arvostuskertoimet, kunnes yhtiö pystyy todistamaan yltävänsä kestävästi kilpailijoiden kannattavuustasoon. Nykyinen noin 20 % verrokkiryhmää alhaisempi tulospohjainen arvostus on kuitenkin mielestämme melko suuri ja siten tukee näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta.

Pidemmillä aikavälillä arviomme suhteellisen arvostuksen antavan tukea osakkeelle, mikäli yhtiö pystyy todistetusti nostamaan kannattavuutensa kilpailijoiden tasolle. Mielestämme etenkin pohjoismaiset verrokkit tarjoavat yhtiölle hyvän vertailuryhmän.

EPS	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85
8	4	4,4	4,8	5,2	5,6	6	6,4	6,8
9	4,5	5,0	5,4	5,9	6,3	6,8	7,2	7,7
10	5	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5
11	5,5	6,1	6,6	7,2	7,7	8,3	8,8	9,4
12	6	6,6	7,2	7,8	8,4	9,0	9,6	10,2
13	6,5	7,2	7,8	8,5	9,1	9,8	10,4	11,1

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Potentiaalia on mikäli luottamus tuloksentekokykyyn vahvistuu

Mikäli luottamus yhtiön tuloksentekokykyyn vahvistuu voidaan Neo Industrialille hyväksyä mielestämme korkeammat arvostuskertoimet. Tämä vaatii yhtiöltä kuitenkin ennusteidemme mukaista liikevaihdon kasvua ja siten hyvää tuloskehitystä. Olemme haarukoineet osakkeen potentiaalia oheisessa matriisissa, mikäli yhtiö yltää vuoden 2019 ennusteidemme mukaiseen osakekohtaiseen tulokseen ja yhtiön tase vahvistuu odotuksiemme mukaisesti. Huomautamme sijoittajia, että mielestämme korkeammat arvostuskertoimet voidaan kuitenkin hyväksyä vasta, kun yhtiön tase on selkeästi nykyistä vahvempi. Odotamme yhtiön omavaraisuusasteen nousevan noin 40 %:n tasolle vuosikymmenen loppupuolella, mitä voidaan pitää jo hyvänä tasona ja siten korkeammat arvostuskertoimet olisivat perusteltavissa.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 8,20 euroa. Mallissamme odotamme vuodesta 2019 alkaen 2 %:n pitkäaikavälin kasvua, mikä heijastelee konservatiivista arviota keskipitkän aikavälin talouskasvusta. Neo Industrialin liikevaihdon projektiluonteisuus tekee sen ennustettavuudesta heikkoa ja malli taas on herkkä ennustemuutoksille, minkä takia sille ei mielestämme kannata antaa suurta painoarvoa arvonmäärityksessä.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkea

11,1 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia ja heikkoa track-recordia, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman turvamarginaalin perusteltuna. Alhaisen vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 9,3 %:n tasolle.

Sijoitusnäkemykset ja tavoitehintat

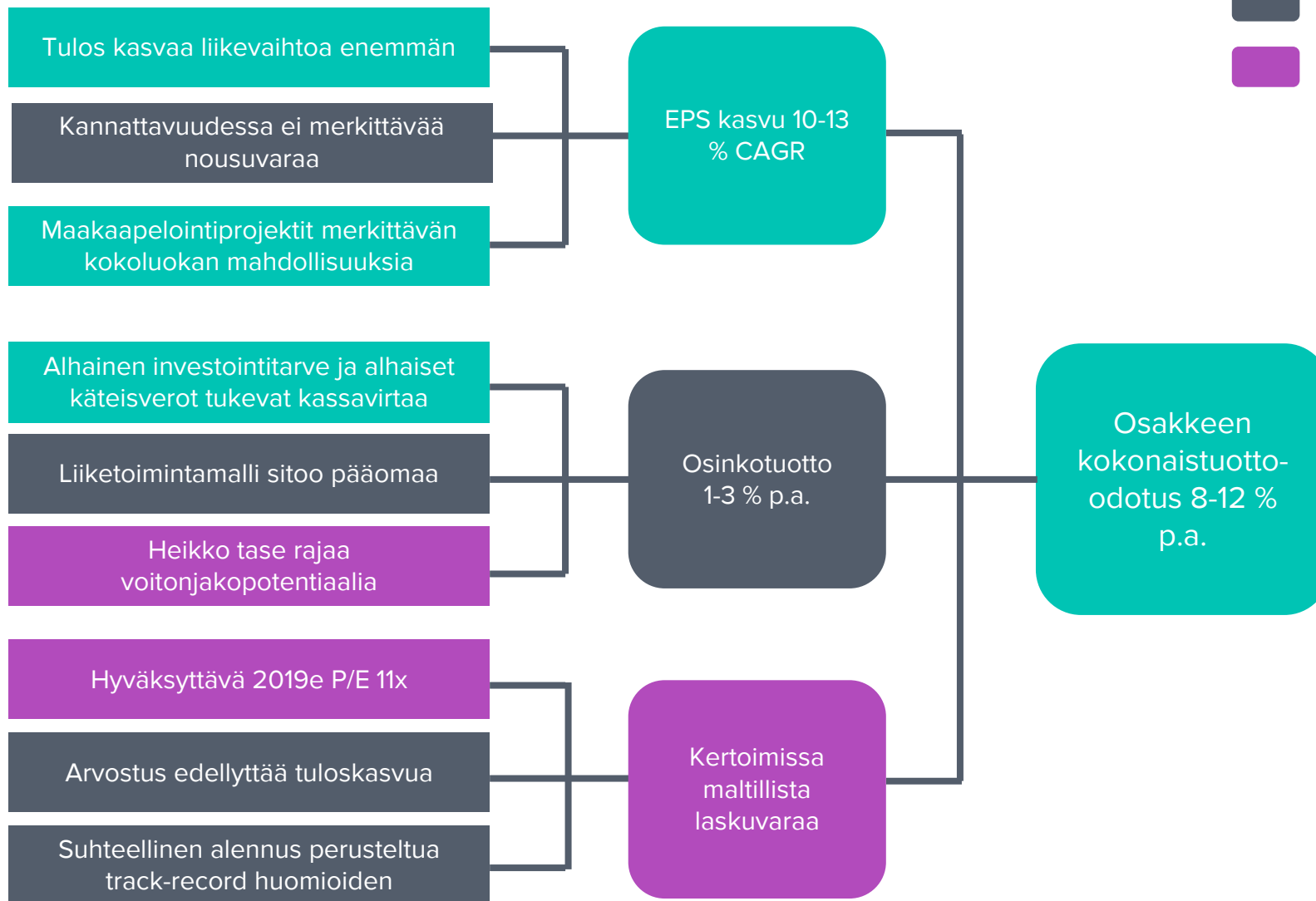
Aloitamme Neo Industrialin seurannan 7,80 euron euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Mielestämme yhtiön arvostus on absoluuttisesti matala ja näemme yhtiön arvostuskertoimissa nousuvaraa, kun yhtiö todistaa todellisen kannattavuuspotentialinsa. Myös ennustamamme tuloskasvu vahvistaa odotusta positiivisesta tuotto-odotuksesta. Kokonaisuutena mielestämme arvostus antaa keskimääräistä korkeammasta riskitasosta huolimatta turvamarginaalia ja siten näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen positiivisena.

EPS	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90
10	5	6	6,4	6,8	7,2
11	5,5	6,8	7,2	7,7	8,1
12	6	7,5	8,0	8,5	9,0
13	6,5	8,3	8,8	9,4	9,9
14	7	9,0	9,6	10,2	10,8
15	7,5	9,8	10,4	11,1	11,7

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	1,75	0,80	0,67	1,61	4,85	7,13	7,13	7,13
Markkina-arvo	11	5	4	10	29	43	43	43
Yritysarvo (EV)	43	30	23	35	41	55	54	51
P/E (oik.)	neg.	neg.	2,3	neg.	8,8	10,1	9,1	8,9
P/E	neg.	neg.	2,3	neg.	8,8	10,1	9,1	8,9
P/Kassavirta	-0,3	0,6	1,2	-2,3	1,6	34,0	14,8	8,0
P/B	1,2	0,6	0,4	1,7	3,8	3,6	2,7	2,1
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	9,1	15,8	18,8	neg.	5,1	6,0	5,6	5,3
EV/EBIT	53,5	neg.	neg.	neg.	6,9	7,7	7,1	6,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	7,2 %	11,3 %	15,3 %	19,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	1,1 %	1,7 %	2,2 %

Osaketuoton ajurit 2017e-2019e



Vertailuryhmäarvostus

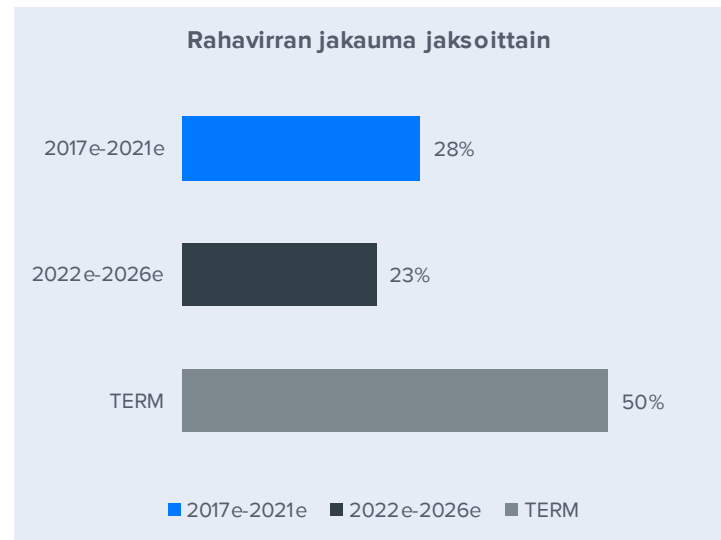
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Prysmian	23,64	5123	5919	10,7	9,5	7,8	7,0	0,8	0,7	14,8	13,4	2,2	2,2	3,0
Nexans SA	48,20	2093	2361	8,4	7,2	5,3	4,8	0,5	0,5	13,4	11,6	1,7	2,2	1,4
General Cables	16,35	769	1577					0,5	0,4	19,6	11,2	4,4	4,4	
Leoni AG	39,32	1284	1781	9,9	8,1	5,2	4,5	0,4	0,4	12,2	10,1	2,6	3,1	1,2
NKT	496,00	1791	1756	17,4	11,0	9,9	7,2	0,8	0,8	17,5	12,5	0,2	0,3	1,7
Neo Industrial (Inderes)	7,13	43	55	7,7	7,1	6,0	5,6	0,5	0,4	10,1	9,1	1,1	1,7	3,6
Keskiarvo				11,6	9,0	7,1	5,9	0,6	0,6	15,5	11,8	2,2	2,4	1,9
Mediaani				10,3	8,8	6,6	5,9	0,5	0,5	14,8	11,6	2,2	2,2	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				-25 %	-20 %	-9 %	-5 %	-6 %	-9 %	-32 %	-22 %	-50 %	-25 %	130 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	5,9	7,1	7,6	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	7,0	6,5	6,6	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-0,6	-0,4	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	10,8	-5,6	-3,6	-1,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	17,9	2,8	4,7	7,0	9,3	8,0	7,9	8,0	7,1	7,0	7,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,8	-1,6	-1,8	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-1,8	-2,0	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,8	1,3	2,9	5,4	7,2	6,0	5,9	5,9	5,3	5,0	5,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	17,8	1,3	2,9	5,4	7,2	6,0	5,9	5,9	5,3	5,0	5,2	72,5
Diskontattu vapaa kassavirta		1,2	2,5	4,2	5,1	3,9	3,5	3,2	2,6	2,3	2,2	30,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		60,8	59,6	57,1	53,0	47,8	43,9	40,4	37,2	34,6	32,3	30,2
Velaton arvo DCF		60,8										
- Korolliset velat		-13,8										
+ Rahavarat		2,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		49,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,20										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	80	85	101	115	121	128
Kulut	-79	-85	-93	-105	-112	-118
EBITDA	1,2	-0,1	8,0	9,2	9,6	9,6
Poistot	-2,0	-1,9	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0
Liikevoitto	-0,7	-2,0	5,9	7,1	7,6	7,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-0,7</i>	<i>-2,0</i>	<i>5,9</i>	<i>7,1</i>	<i>7,6</i>	<i>7,7</i>
Rahoituserät	-1,4	-5,7	-5,7	-5,6	-4,2	-2,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,7	-4,0	4,0	5,2	5,7	5,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,1	0,3	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	-3,7	3,3	4,3	4,7	4,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,8</i>	<i>-3,7</i>	<i>3,3</i>	<i>4,3</i>	<i>4,7</i>	<i>4,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,8	-3,7	3,3	4,3	4,7	4,8
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,30</i>	<i>-0,62</i>	<i>0,55</i>	<i>0,71</i>	<i>0,78</i>	<i>0,80</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,30	-0,62	0,55	0,71	0,78	0,80

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	17	20	21	20	20
Liikearvo	3	3	3	3	3
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	1
Käyttöomaisuus	11	14	14	13	13
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	1	2	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	28	29	23	29	31
Varastot	12	13	16	18	19
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	12	15	5	7	8
Likvidit varat	4	1	2	3	4
Taseen loppusumma	45	49	44	49	51

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	9	6	8	12	16
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-37	-41	-39	-35	-31
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	23	23	23	23	23
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	7	10	15	14	13
Laskennalliset verovelat	0	0	0	1	1
Varaukset	3	3	3	3	3
Lainat rahoituslaitoksilta	4	6	10	9	7
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	1	2	2	2
Lyhytaikaiset velat	28	34	21	23	23
Lainat rahoituslaitoksilta	20	20	3	7	8
Lyhytaikaiset korottomat velat	8	13	17	16	15
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	45	49	44	49	51

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2017	Lisää	7,80 €	7,13 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**