

Reka Industrial

Laaja raportti

25.05.2021 07.50



Petri Gostowski
+358 40 8215982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Velkakuorman purkaminen on vaativa urakka

Toistamme Reka Industrialin 3,5 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksemme. Ennustamme molempien toimialojen hyvän kysyntänäköymän tukevan kuluvaan vuoden tuloskehitystä, mutta ennusteisiin liittyvät riskit ovat koholla metallien hintojen kestävyyyteen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Tämä yhdessä selvästi operatiivista tulosta matalamman vapaan rahavirran ja taseen suuren velkamäärän kanssa pitää sijoittajan riskitason korkealla.

Sijoituksia kaapeli- ja kumitoimialaan

Reka 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. Yhtiö laajensi viime vuonna toimialajahajautusta kumitoimialaan, josta muodostui aiemman kaapeliteollisuuden rinnalle toinen tulonlähde. Kaapelitoimialan päämarkkinoita ovat Suomen lisäksi muut Pohjoismaat, mutta tilausvirtaa täydentävää kauppaa haetaan myös laajemmalla säteellä. Vastaavasti kumitoimialan päämarkkinoina ovat Suomi, Ruotsi ja saksankieliset alueet. Kaapelitoimialan kysyntää ohjaavat etenkin rakentaminen ja teollisuuden investoinnit sekä maakaapelointi- ja tuulivoimainvestoinnit. Kumitoimialan kysyntä taas muodostuu mm. syklisten raskaiden ajoneuvojen ja metsäkoneiden valmistuksesta.

Kysyntäkuva on hyvä, metallien hintojen kehitykseen liittyy epävarmuutta

Arviomme mukaan kaapelitoimialan kysyntäkuva on lyhyellä tähtäimellä hyvä ja kasvuaihiona toimivat kasvavat tuulivoimainvestoinnit. Vastaavasti kesällä 2020 hankittu kumitoimiala kärsi merkittävästi asiakkaiden tilauskantojen romahdettua koronan takia vuonna 2020. Ripeän elpymisen vuoksi kumitoimialan kysyntäkuva on kuitenkin kääntynyt vahvaksi ja arvioimme sen liikevaihdon elpyvän ripeästi. Tätä taustaa vasten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 23 % vuonna 2021. Liikevaihdon kasvun odotamme tukevan myös molempien toimialojen operatiivista tulosta, jonka odotamme konsernitasolla kohoavan 10,5 MEUR:oon (2020: käyttökate 9,4 MEUR) Nykyisen taserakenteen kannalta tärkeän vapaan rahavirran odotamme kuitenkin jäävän selvästi operatiivista tulosta pienemmäksi. Huomioitavaa on lisäksi, että tulosennusteisiin liittyy metallien hintojen voimakkaan nousun ja nykyisten hintatasojen kestävyyyteen liittyvän epävarmuuden ansiosta kuitenkin merkittävää epävarmuutta.

Korkea velkaantuneisuus pitää riski/tuotto-suhteen heikkona

Reka Industrialin osakkeen arvostus on eri mittareilla tarkasteltuna vähintäänkin korkeahko, mikä yhdessä korkean riskitason kanssa kääntää riski/tuotto-suhteen mielestämme heikoksi. Keskeisenä haasteena on mielestämme huomattavan korkea velkaantuneisuus, jota yhtiö ei nykyisellä vapaalla rahavirralla pysty arviomme mukaan olennaisesti lyhentämään. Nykyisellä taserakenteella oman pääoman ehtooselle sijoittajalle jää mielestämme kannettavaksi turhan paljon riskejä, kun huomioidaan tuloksen historiallinen epävakaus, liiketoiminnan vapaan kassavirran tuottokyky ja nettovelan määrä. Mielestämme yhtiön tulisikin paikata turhan suureksi kasvaneita taseriskejä oman pääoman keräämisellä, jotta liiketoiminnan tuottoja voitaisiin pitkässä juoksussa allokoida myös osakkeenomistajille. Nykyisellä rahoitusrakenteella velan haltijat vievät suhteellisesti huomattavan osan liiketoiminnan rahavirrasta, kun taas oman pääoman ehtoisen sijoittajan tehtäväksi jää pääosin rahoitusrakenteen kestävyyyteen liittyvien riskien kantaminen.

Suositus

Myy

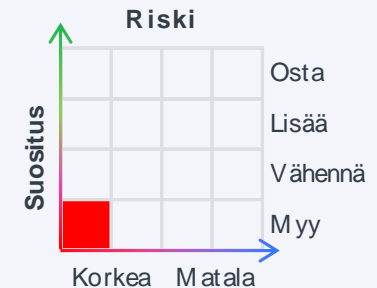
(aik. Myy)

3,50 EUR

(aik. 3,50 EUR)

Osakekurssi:

4,35



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	120	148	155	158
kasvu-%	23 %	23 %	5 %	2 %
EBIT oik.	4,5	5,1	5,3	5,7
EBIT-% oik.	3,8 %	3,4 %	3,4 %	3,6 %
Nettotulos	1,0	1,7	2,2	2,4
EPS (oik.)	0,16	0,29	0,37	0,41
P/E (oik.)	21,9	14,7	11,5	10,5
P/B	1,9	2,0	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,2 %	2,3 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	9,1	9,6	8,9	8,0
EV/EBITDA	4,4	4,6	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

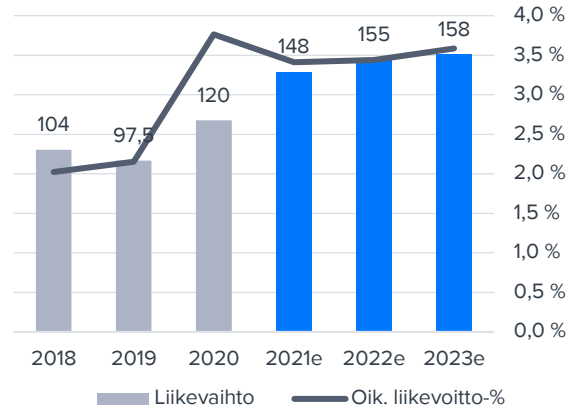
Lähde: Inderes

Osakekurssi



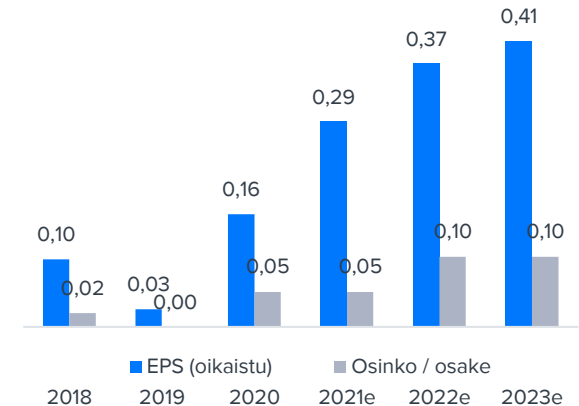
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kaapelitoimialan hyvät kysyntänäkymät
- Onnistunut markkinaosuuden kasvu vientimarkkinoilla toisi tarvittavaa liikevaihtokuormaa tehtaiden tehokkaaseen operointiin
- Kumitoimialan liikevaihdon ja tuloksen kasvu tukee rahavirtaa ja parantaa edellytyksiä laskea velkaantuneisuutta

Riskitekijät

- Maakaapelointi-investointien aktiviteetin hidastuminen keskipitkällä tähtäimellä
- Yhtiön taseasema on heikko ja velan lyhentäminen edellyttää rahavirran selvää vahvistumista
- Metallien hinnat ovat nousseet merkittävästi ja ovat yli pitkän aikavälin tasojen
- Rahoituskustannukset syövät valtaosan operatiivisesta tuloksesta ja huomattavan osan kassavirrasta

Arvostus

- Tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät ole absoluuttisesti huomattavan korkeita, mutta niissä on useita sudenkuoppia
- Suhteessa vapaaseen rahavirtaan on arvostus todella korkea
- Huomattava velkamäärä nostaa oman pääoman ehtoisen sijoittajan riskitasoa huomattavasti

MCAP
26
MEUR

EV
49
MEUR

EV/EBIT
9,6
2021e

P/E (oik.)
14,7
2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Markkinat ja kilpailukenttä	10-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-15
Historiallinen kehitys ja kustannusrakenne	16-17
Taserakenne	18
Ennusteet	19-22
Arvonmääritys	23-25
Sijoitusprofiili	26-27
Taulukot	28-31
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Reka Industrial lyhyesti

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

120 MEUR (+ 23,5 % vs. 2019)

Liikevaihto vuonna 2020
Pro forma liikevaihto 131 MEUR

9,4 MEUR (7,8 % lv:sta)

Käyttökate vuonna 2020
Pro forma käyttökate 9,6 MEUR

386

Henkilöstö keskimäärin vuonna 2020

Reka kaapeli (100 %)

Nestor Cables (22,9 %)

Sijoitukset kaapelitoimialaan

Reka kumi (100 %)

Sijoitus kumitoimialaan

2012-2015

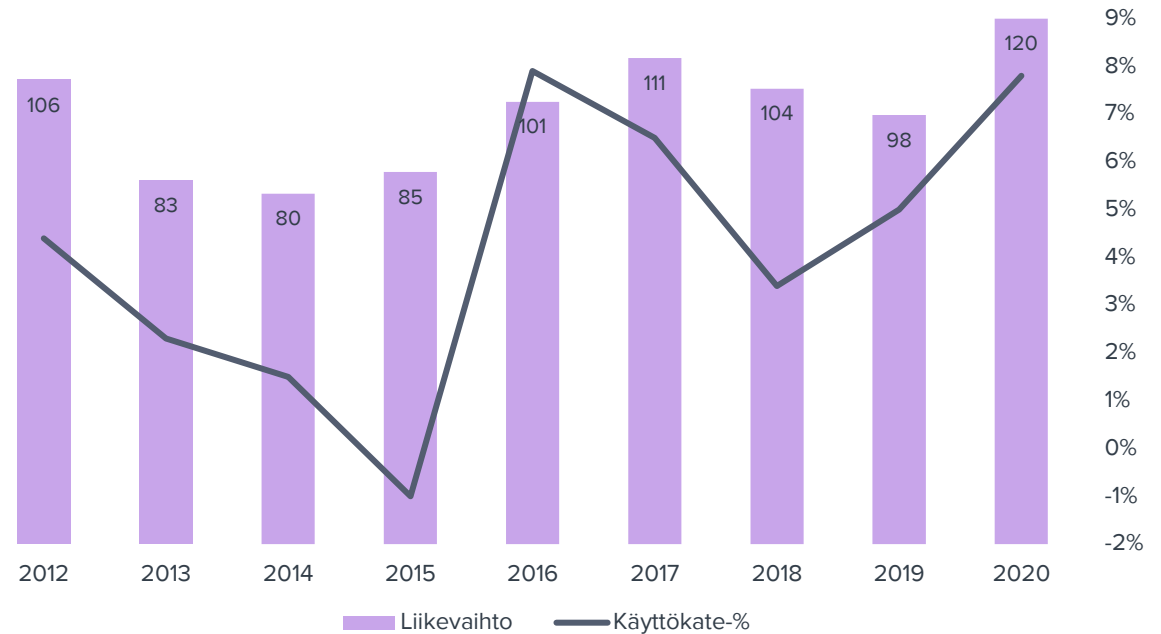
- Yhtiön liikevaihdon kehitystä painoi heikko kysyntä, joka myös heijastui kannattavuuteen
- Yhtiön rahoitusasema oli tukala
- Konsernin kehitystä painoi epäonnistuneet sijoitukset

2016-2017

- Markkinatilanne piristyi, etenkin maakaapeleiden hyvä kysyntä tuki liikevaihdon kasvua
- Kasvun lisäksi laskeneet metallien hinnat tukivat tulokuntoa
- Rahoituksen uudelleenjärjestely vakautti rahoitusaseman

2018-2020

- Heikomman kysynnän ja korkeampien metallien hintojen jakso painoi liikevaihtoa ja kannattavuutta
- Uusi toimitusjohtaja aloitti H2'2019
- Yhtiö laajentui vuonna 2020 kumitoimialalle ostamalla 100 % Reka Kumista



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Teollisuuden keskittynyt monialakonserni

Reka Industrial (ent. Neo Industrial) on teollinen monialakonserni, joka omistaa suomalaisia teollisuusyrityksiä ja pyrkii luomaan arvoa yrityksissä ja niiden keskinäisistä synergioista. Konserni osallistuu omistamiensa yhtiöiden operatiiviseen liiketoimintaan aktiivisen omistajuuden kautta ja on siten osallinen omistamiensa yhtiöiden kehittämisessä. Omistukset ovat pitkäaikaisia ja Reka Industrialin tarkoitus on kehittää kohteita niin kauan, kun se pystyy kasvattamaan niiden arvoa.

Liiketoiminta muodostuu kahdesta toimialasta

Reka Industrialin liiketoiminta muodostuu tällä hetkellä kahdesta toimialasta, jotka ovat kaapelitoimiala sekä kesällä 2020 hankittu kumitoimiala. Vuonna 2020 konsernin raportoitu liikevaihto oli 120 MEUR ja sen käyttökate oli 9,4 MEUR (käyttökate-% 7,8 %). Vuoden 2020 pro forma -luvut, jotka kuvaavat nykyisen liiketoiminnan kokoluokkaa paremmin olivat 131 MEUR:n liikevaihto ja 9,6 MEUR:n käyttökate (käyttökate-% 7,3 %).

Kaksi kaapelitoimialan omistusta

Reka Industrialin kaapelitoimialaan lukeutuvat kaksi omistusta, jotka ovat 100 %:sti omistettu Reka Kaapeli sekä lähes 23 %:n vähemmistöomistus Nestor Cabelissa.

Reka Kaapelin kolmella tehtaalla valmistettujen kaapeleiden tuotevalikoima muodostuu noin viidenneksen myynnistä tuovista pienjännitekaapeleista ja lähes 80 % myynnistä tuovista voimakaapeleista. Yhtiön pääasialliset

markkinat ovat Pohjoismaissa, Baltiassa sekä Loteis-Venäjäällä.

Reka Kaapelin kysyntää ohjaavat olennaisesti kolme teollisuuden alaa:

- 1) Asuin- ja toimistorakentamisen kysyntä pienjännitteisille asennus- ja voimakaapeleille. Näiden kaapeleiden kysyntä heijastelee etenkin rakentamisen suhdanteiden kehitystä.
- 2) Sähkön tuotannon ja siirron kysyntä pien-, keski- ja suurjännitteisille voimakaapeleille, joiden kysynnän ajurina toimii mm. maakaapelointi sekä tuulivoimatuotannon rakentaminen.

3) Teollisuuden kysyntä pienjännitteisille asennus-, ohjaus- ja instrumentointikaapeleille. Näiden tuotteiden menekkiin vaikuttavat teollisuuden uusinvestoinnit sekä jonkin verran myös tehtävät ylläpitoinvestoinnit.

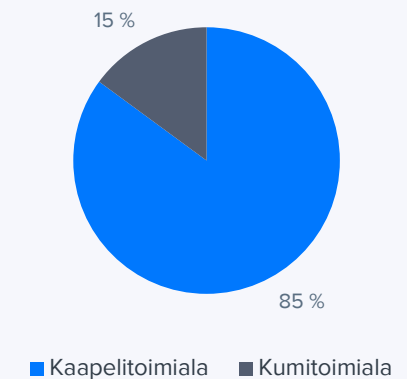
Vastaavasti Nestor Cablesin tuotevalikoima muodostuu mm. tietoliikenne- ja teollisuuskaapeleista sekä valokaapelitarvikkeista, joita se myy mm. Suomessa ja muualla Euroopassa sekä CIS-maihin, Yhdysvaltoihin, Lähi-Itään ja Itä-Afrikkaan.

Vähemmistöomistuksen takia Nestor Cablesia ei konsolidoida konsernin lukuihin. Siten Reka Industrialin kaapelitoimialan vuoden 2020 111 MEUR:n liikevaihto muodostuu Reka Kaapelista. Nestorin omistusosuuden ja liiketoiminnan kokoluokan vuoksi sen kehitys on Reka Kaapelin arvonluonnin kannalta rajallinen. Näin ollen raportin fokuksessa on kaapelitoimialan osalta Reka Kaapelin liiketoiminta.

Reka Industrial

- Monialakonserni, jonka liiketoiminta muodostuu sekä kaapelitoimialasta että kumitoimialasta
- Pitkäaikainen omistaja, joka pyrkii kehittämään omistuksiaan pitkäjänteisesti
- Omistajana kahdessa kaapelitoimialan yhtiössä sekä kumitoimialan yhtiössä
- Ydinmarkkinat Suomi ja muut Pohjoismaat

Liikevaihto toimialoittain 2020*



Lähde: Inderes
* Pro forma -liikevaihto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Kaapelitoimialan pääasialliset myyntikanavat ovat suoramyynti sekä tukkukauppa. Käsitksemme mukaan tukkukaupan osuus liikevaihdosta on lievästi suoramyyntiä suurempi ja on karkeasti noin 60 %. Tukkaupassa yhtiön asiakkaat ovat arviomme mukaan suuret tukkurit kuten Onninen ja Rexel. Vastaavasti suoramyynnin suurimpia asiakkaita ovat mm. verkkoyhtiöt sekä tuulivoiman rakentajat.

Kaapelitoimialan myyntiorganisaatio painottuu Suomeen, josta johdetaan kaikkia yhtiön ulkomaisia myyntiyhtiöitä. Reka Industrialin kaapeliliiketoiminnalla on myyntiyhtiöt Tanskassa, Norjassa, Ruotsissa, Virossa ja Venäjällä, jotka yhdessä muodostavat koko päämarkkina-alueen myyntiverkoston.

Kumitoimiala

Kumitoimialan liiketoiminta muodostuu konsernin täysimääräisesti omistamasta Reka Kumista. Kumitoimialalla on tuotantoyksiköt Suomessa ja Puolassa, minkä lisäksi tuotteita valmistetaan sen hallinnoiman alihankintaverkoston kautta Aasiassa. Kaikki yhtiön tuotteet ovat asiakkaiden vaatimuksen pohjalta suunniteltuja ja valmistettuja tuotteita, eikä yhtiö valmista ns. bulkkituotteita. Yhtiön erikoisosaamista on tuotteissa, jotka edellyttävät kumin ja metallin liittämisen yhteen.

Kumitoimialan tuotteet voidaan jakaa kolmeen päätuoteryhmään, jotka ovat muottituotteet, metalli-kumiyhdistelmätuotteet, raskaat profiilit ja muotoletkut. Kumitoimialan asiakaskunta koostuu kuljetus- ja konepajateollisuuden asiakkaista. Reka Kumi ei ole julkistanut

asiakasrakennetta, mutta arviomme mukaan merkittävä osa sen asiakkaista koostuu Pohjoismaissa toimivista raskaiden ajoneuvojen valmistajista, maa- ja metsäkoneiden valmistajista, kaivosteollisuuden nk. keltaisten koneiden valmistajista ja moottorien valmistajista.

Kumitoimialan myynti on suoramyyntiä asiakkaille, eikä se käytä tukkukauppoja välikäsinä. Reka Kumin pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomi, Ruotsi ja saksankieliset alueet, mutta asiakkaiden hajautettujen tehdasverkostojen myötä sen tuotteita viedään yli 30 maahan.

Liikevaihdon jatkuvuus ja sykliisyys

Kaapelitoimialalla yhtiön liikevaihto muodostuu suhteellisen vakaasti kehittyvästä tukkukaupan kysynnästä, joka heijastelee mm. rakentamisen ja investointien mukaista kehitystä. Lisäksi yhtiöllä on puitesopimukseen rakentuvaa ”tilauskantaa”, joka ei kuitenkaan ole sitovaa. Puitesopimuksia yhtiö usein solmii verkonrakentajien ja tuulivoimatuotannon rakennuttajien kanssa, jolloin yksittäiset sopimuskokonaisuudet voivat olla liiketoiminnan kokoluokassa merkittävän kokoisia.

Myöskään kumitoimialalla ei ole sitovaa tilauskantaa, mutta sillä on lähes reaaliajassa päivittyvää tietoa asiakkaidensa tilauskannasta. Näin ollen liiketoiminnassa on hyvä ennustettavuus, minkä pohjalta yhtiö suunnittelee tuotantoaan. Asiakasalojen kysynnän sykliisyyttä peilaten kumitoimialan kysyntä on kuitenkin syklistä ja vaihtelee yleisen taloussuhdanteen mukana.

Kaapelitoimialan kysynnän ajurit



Rakentaminen



Energiantuotanto



Sähköverkkoinvestoinnit



Teollisuuden tehdasinvestoinnit

Kumitoimialan kysynnän ajurit



Raskas liikenne



Maa- ja metsätalous



Materiaalin käsittely- ja kaivosteollisuus



Moottorien valmistajat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kustannusrakenne

Sekä kaapelitoimialan että kumitoimialan kustannusrakenne muodostuu merkittävältä osin materiaalihankinnoista, jossa kaapeliteollisuudessa valtaosan muodostaa kupari ja alumiini sekä kaapelin valmistuksessa käytettävä muovi. Vastaavasti kumitoimialan keskeinen raaka-aine on kumi. Arviomme mukaan karkeasti noin 3/4 toimialojen kustannuksista muodostuu materiaalihankinnoista.

Kaapelitoimialan hinnat määritellään globaaleilla markkinoilla ja sen kustannusrakenteesta valtaosa muodostuu muuttuvista eristä, joihin yhtiö ei pysty vaikuttamaan. Myös kumin hinta määrittyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan kautta, mutta sen raaka-aineet ovat vähemmän alttiita sykliselle vaihtelulle ja siten historiallisesti kumin hinnan muutokset ovat olleet maltillisia.

Investointitarpeet, käyttöpääoma ja kassavirta

Reka Industrialin kaapelitoimialan investoinnit ovat olleet historiallisesti noin 2-2,5 MEUR:n tasolla vuosittain (pl. IFRS 16 vaikutus). Kumiteollisuuden investoinnit ovat vastaavasti olleet liiketoiminnan pienempää kokoluokkaa ja samantapaista matalaa kiinteän omaisuuden ylläpitoinvestointien tarvetta peilaten noin 0,5 MEUR. Siten konsernin investointitarve on melko matala suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan.

Rahavirtaa kuitenkin heikentää liiketoiminnalle tyypillinen käyttöpääoman sitoutuminen, jossa korostuu suuri varasto. Sitoutumista pienentää kuitenkin myyntisaatavien nopea kierto, kun kaapelitoimiala myy saatavansa (nk. factoring).

Tämän ansiosta käyttöpääoman sitoutuminen oli esimerkiksi vuoden 2020 lopulla kohtuullisella 4 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon.

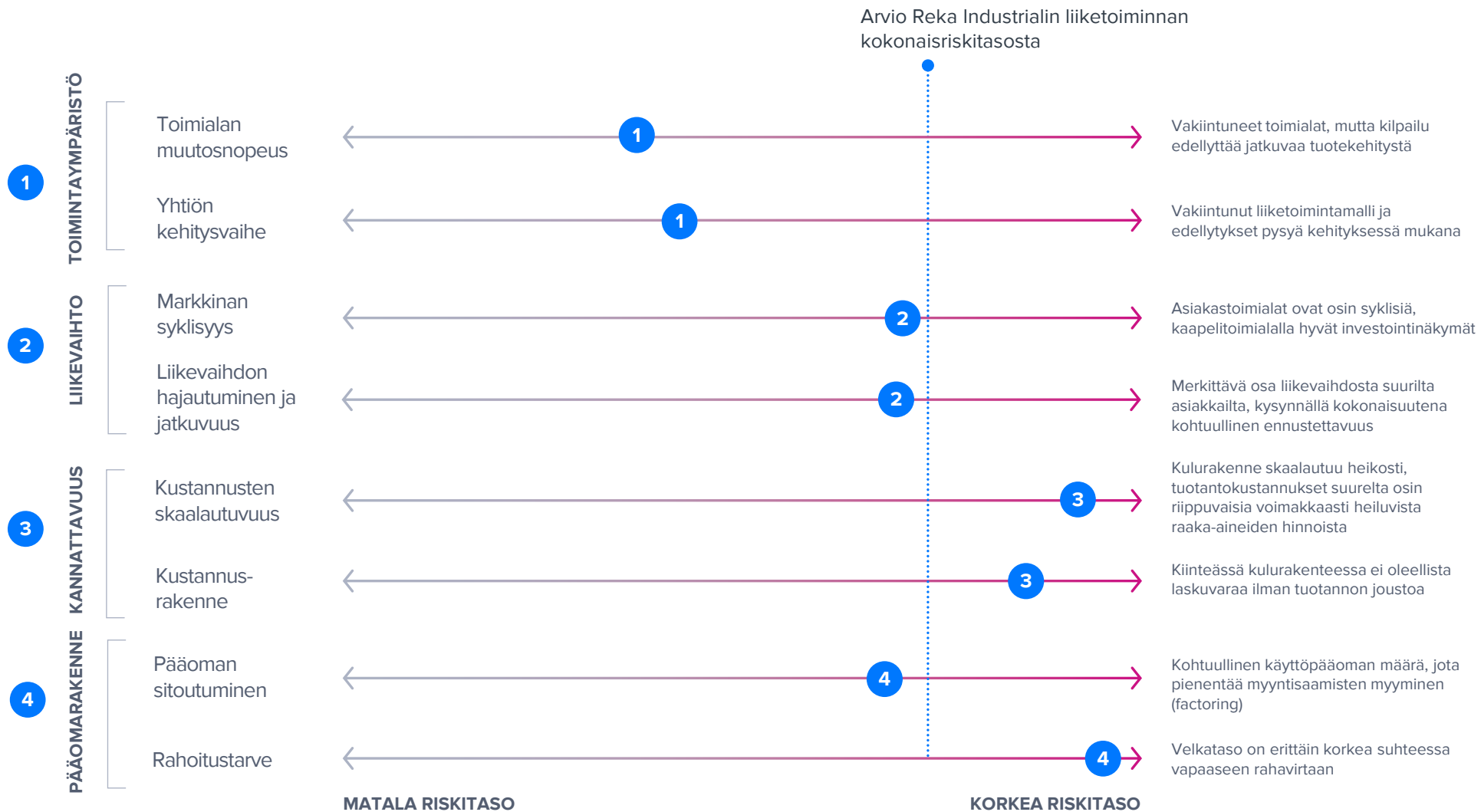
Huomioitavaa yhtiön rahavirran (ja tuloksen) kehitystä arvioitaessa on, että etenkin voimakkaasti vaihtelevat metallien hinnat heijastuvat yhtiön lukuihin, sillä yhtiöllä on tyypillisesti tuntuva metallivarasto. Näin ollen varaston arvonmuutos heiluttaa sekä yhtiön tulosta että käyttöpääomaeriä ajoittain voimakkaastikin.

Vihreä joukkovelkakirjalaina kasvattaa investointeja lyhyellä tähtämellä

Reka Industrial 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.

Yhtiön investointitaso olikin koholla vuonna 2020 (2020 investoinnit 4,1 MEUR). Arviomme mukaan investointien voidaan olevan myös vuonna 2021 koholla, kun yhtiö investoi laajentaakseen tuulivoimakaapeleiden tuotantokapasiteettiin. Keskipitkällä tähtämellä odotamme konsernitason investointien kuitenkin palautuvan tavanomaiselle noin 3 MEUR:n tasolle.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina ja kilpailukenttä 1/3

Liikevaihto jakautuu tukku- ja projektikauppaan

Arviomme mukaan karkeasti noin 60 % kaapeliliiketoiminnan liikevaihdosta tulee tukkukaupasta ja loput projektikaupasta, josta osa on toistuvaa kauppaa. Projektikaupat ovat tyypillisesti suurempia ja kilpailutettuja kokonaisuuksia, minkä arvioimme 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 2020 noin 1 056 MEUR ja se kasvoi edellisvuodesta vajaa 3 % STK:n mukaan. Markkinan kasvu on vuosina 2010-2020 ollut keskimäärin noin 3 % 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 Reka Industrialin kaapelitoimialan 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.

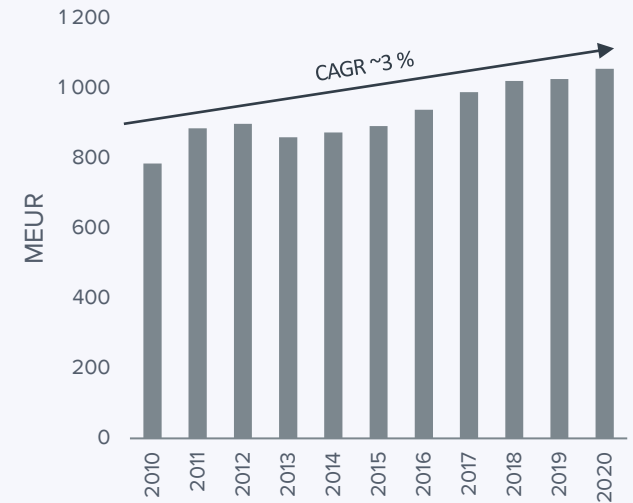
Sähköverkkojen toimitusvarmuusvaatimukset luovat kysyntää

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.



Tukkukaupan kehitys



Markkina ja kilpailukenttä 2/3

Tarkoituksena on myös ottaa maakaapeloinnin ohella paremmin huomioon muut vaihtoehdot. Sähköjakelun 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 aktiviteetti todennäköisesti jatkuu pidempään. Siten markkina pienenee todennäköisesti jossain määrin arvioimastamme 100 MEUR:n vuosittaisesta markkinakoosta, mutta varmuutta tästä ei ole ennen lakialoitteen käsittelyn päättymistä. Kaapelitoimialan kapasiteetti huomioiden ei markkinan koko arviomme mukaan ole kysynnälle hidaste näkyvissä olevassa tulevaisuudessa.

Tuulivoimakaapeleissa markkinapotentiaalia

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

Suomessa rakennettiin Suomen Tuulivoimayhdistyksen mukaan 67 tuulivoimalaa vuonna 2020 ja tällä hetkellä eri vaiheissa esisuunnittelusta rakennusvaiheeseen on Tuulivoimayhdistyksen mukaan 240 maatuulivoimahanketta.

Tuulivoimainvestointien näkymä on myös hyvä keskipitkälle ja pitkälle aikavälille ja sitä tukee mm. teollisuuden kasvava päästöttömän energian tarve

niiden tavoitellessa vähäpäästöistä tuotantoa. Tuulivoimainvestoinnit ovat myös jo markkinaehtoisestikin kilpailukykyisiä, mikä tukee myös investointeja tuulivoimapohjaiseen sähköntuotantoon.

Käsityksemme mukaan tyypillisen tuulipuiston kaapelitarve vastaa noin 0,5-4 MEUR:n tasoa karkeasti. Tätä peukalosääntöä ja rakenteilla olevien hankkeiden määrää hyödyntäen on kokonaisnaismarkkina arviomme useita kymmeniä miljoonia Suomessa vuositasolla. Kun lisäksi huomioidaan Pohjoismaiset maalle rakennettavat tuulivoimapuistot puhutaan kaapelitoimialan kohdemarkkinassa arviomme mukaan karkeasti 100 MEUR:n markkinapotentiaalista, joka on kasvava. Tätä taustaa vasten on mielestämme selvää, ettei tuulivoimakaapelimarkkinan koko Pohjoismaissa muodostu yhtiön kasvulle sen oma tuotantokapasiteetti huomioiden pullonkaulaksi nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Huomioitavaa on, että Reka valmistaa kaapeleita maalle rakennettaviin tuulivoimapuistoihin (onshore). Siten yhtiölle relevanttia kohdemarkkinaa ei ole merelle rakennettavat tuulivoimapuistot (offshore), jotka ovat tyypillisiä esim. tietyissä Pohjoismaissa.

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, niillä on laajempi tuoteportfolio ja ne toimivat

myös laajemmalla maantieteellisellä säteellä.

Itä-eurooppalaisilla toimijoilla on myös pyrkimyksiä Pohjoismaisille markkinoille ja ne pyrkivätkin voittamaan markkinaosuutta alhaisemmilla hinnoilla, mikä hidastaa hintojen nousua hyvinkin kysynnän aikana. Merkittävistä alennuksista ei kuitenkaan arviomme mukaan puhuta, mikä johtuu jo mainituista alhaisista katetasoista ja kustannusetujen niukkuudesta. Laatuerot tuontituotteissa näkyvät kuitenkin kaapelin käytettävyydessä ja toimitusvarmuudessa, mitkä taas ovat loppuasiakkaille olennaisia seikkoja. Kokonaisuutena kilpailutilanne pitää hintatason kireänä, eikä hintojen kestäväälle nousulle ole käsityksemme mukaan juurikaan tilaa.

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. 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 matala ja kilpailuetuja on haastava synnyttää kustannuksia laskemalla.

Markkina ja kilpailukenttä 3/3

Kannattavuuseroja ei juurikaan synny

Haarukoimassamme kilpailijoiden joukossa kannattavuuskehitys on viiden viimeisen vuoden osalta käyttökateetasolla suhteellisen yhtenäistä. Tämä heijastelee mielestämme hyvin alan raaka-ainevaltaisuutta ja sitä, että skaalaetuja ei ole alalla merkittävästi saatavissa. Verrokkiryhmän yhtiöiden käyttökatemarginaalin yhtiökohtaiset keskiarvot vuosilta 2015-2020 ovat noin 5-8,5 %:n välillä Reka 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 2020 7,8 %:n käyttökatemarginaali taas oli keskimääräistä tasoa parempi.

Arviomme mukaan pienet erot syntyvät pääosin tuotejakaumasta ja kokoluokan tuomasta tehokkuuseduista. Esimerkiksi Prysmianin hieman korkeammat marginaalit heijastelevat vahvaa markkinaosuutta korkeampien katteiden merikaapeleissa. Kaapelitoimialan kannattavuuspotentiaali on nähdäksemme verrokkien tasolla. Kestävästi verrokkiryhmää parempaa kannattavuutta emme kuitenkaan pidä realistisena kireästä kilpailusta johtuen.

Kumitoimialan markkina

Kumitoimialan maantieteellisillä kohdemarkkinoilla kumimarkkina mitataan arviomme mukaan useissa miljardeissa, mutta huomioitavaa on, että Reka Kumin tarjonta kattaa valtavasta ja merkittävältä osin ajoneuvojen renkaista muodostuvasta kumituotteiden

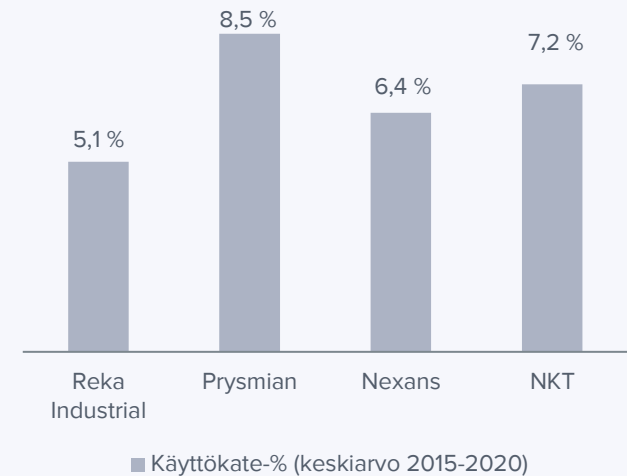
markkinasta vain pienen osan. Reka Kumin arvion mukaan sen kohdemarkkinoiden kokoluokka mitataan karkeasti 400-500 MEUR:ssa. Yhtiön kapasiteetti huomioiden ei markkinan koko arviomme mukaan ole hidaste yhtiön kasvulle.

Yhtiön markkinan ja kysynnän pääasiallinen ajuri on sen asiakkaiden eli mm. raskaiden ajoneuvojen ja metsäkoneiden valmistajien kysyntä ja sen muutokset. Nyrkkisääntönä näiden toimijoiden kysyntä on syklistä ja kasvaa BKT:n kasvuvauhtia yli ajan. Syklisestä luonteesta johtuen vuositason kasvu voi kuitenkin vaihdella voimakkaasti.

Kilpailijakenttä

Kumitoimialan kenttä on niin ikään pääosin paikallinen, sillä myöskään kumituotteita ei ole taloudellisesti järkevää siirtää pitkiä matkoja. Tästä syystä kilpailijakenttä koostuu myös merkittävältä osin pienistä listaamattomista toimijoista. Suurin kilpailija yhtiön sektorilla on Ruotsalainen Trelleborg, jonka tarjoamassa ja maantieteellisessä peitossa on kuitenkin vain pieni päällekkäisyys Reka Kumin kanssa. Siten Trelleborgin kehitys ei arviomme mukaan anna täsmällistä kuvaa Reka Kumin potentiaalista. Arviomme mukaan Reka Kumin kannattavuuspotentiaalista paremman kuvan antaakin sen historiallinen kehitys. Julkisten tilinpäätösten mukaan yhtiön kannattavuus on historiallisesti (2010-2019) vaihdellut 4-9 %:n välillä (käyttökate-%) keskiarvon ollessa 5,7 %. Siten kumitoimialan mukaantulo ei olennaisesti muuta konsernin kannattavuuspotentiaalia.

Kaapelitoimialan kilpailijoiden keskimääräiset kannattavuudet



Kaapelitoimialan kilpailijoita Pohjoismaissa



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Sijoitusyhtiö Reka Industrial

Reka 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.

Strategian keskiössä kannattava kasvu

Reka Industrial päivitti strategiansa kesällä 2018 vuosille 2018-2021 ja tätä strategiaa on muokannut yhtiön nykyinen toimitusjohtaja. Isossa kuvassa strategiaan ei ole tullut muutoksia ja sen keskeisenä tavoitteena on vahvistaa Reka Industrialin vakavaraisuutta ja rahoitusasemaa.

Yhtiö pyrkii edistämään näiden tavoitteiden saavuttamista kannattavalla kasvulla. Strategisena tavoitteena yhtiöllä on myös ollut pyrkimys hankkia strategiakauden aikana nykyisen kaapelitoimialan liiketoimintakokonaisuuden lisäksi 1-2 uutta enemmistöomisteista itsenäistä toimialaa. Tämä tavoite toteutui, kun yhtiö laajentui kumitoimialalle.

Nykyisten toimialojen erilaisten ajureiden ja tuotannon matalien synergioiden vuoksi kantavana ajatuksena laajentumisessa ei ole liiketoimintojen keskinäiset synergiat, jotka rajoittuvat tiettyihin jaettuihin hallinnollisiin konsernitoimintoihin. Laajentumisessa keskeisenä tavoitteena olikin tasoittaa kaapelitoimialan ja konsernin tuloksen voimakasta kausiluonteisuutta ja vahvistaa sen tuloksentekeyttä.

Ei toimialakohtaisia strategioita

Reka Industrialilla ei ole julkistettuja toimialakohtaisia strategioita. Arviomme mukaan kannattavaa kasvua haetaan kuitenkin molemmissa toimialoissa konsernitason strategian mukaisesti.

Reka Kaapeli keskittyy käsityksemme mukaan strategiassaan markkina-asemaansa Suomessa ja 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. Siten kannattavaa kasvua haetaan myös tuotantokapasiteettia laajentamalla houkuttelevissa markkinataskuissa. Tätä tuulivoimainvestointien kasvavaa kysyntää silmällä pitäen yhtiöllä onkin käynnissä arviolta noin 2-3 MEUR:n investointi, joka tuo lisäkapasiteettia tuulivoimakaapeleiden tuotantoon vuositasolla arviolta noin 8-10 MEUR:n liikevaihtoa vastaavan määrän.

Vahvan markkina-aseman ylläpitäminen Suomessa on näkemyksemme mukaan avainasemassa liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta. Siten markkina-aseman ylläpitäminen luo perustan tehokkaan (ts. kannattavan) toiminnan edellytyksenä olevalle kysynnälle. Maakaapeloinnin, rakentamisen ja

tuulivoimainvestointien kokonaisuutena suhteellisen hyvät keskipitkän aikavälin näkymät tarjoavat myös edellytykset ylläpitää myyntiä kotimarkkinoilla.

Lähimarkkinoilta kasvua

Kasvua yhtiö tavoittelee etenkin Suomen ulkopuolisilta markkinoilta Pohjoismaista. Nykyisen 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 toimintasädeä.

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 kaapelitoimialan kysyntä 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 tuloksentekeyden yllä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Kilpailutekijänä Pohjoismaissa yhtiöllä on kuitenkin pääasiassa vain hinta, joten markkinaosuuden kasvattaminen jossain määrin nakertaa jo ennestään toimialan matalia katteita. 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.

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

Kumitoimialan kasvuaihiot

Kumitoimialan kasvuaihiot jakautuvat käsityksemme mukaan kolmeen kategoriaan, jotka ovat 1) kasvu asiakkaiden mukana, 2) laajentuminen nykyisten asiakkaiden sisällä 3) uusien asiakkuuksien voittaminen.

Kasvu asiakkaiden markkinan mukana

Ensimmäinen aihio linkittyy vahvasti asiakkaiden markkinoiden kasvuun. Kumitoimialan asiakkaille tavanomaista on pitkät asiakassuhteet ja yhden tehtaan kumitoimituksien keskittäminen yhdelle toimittajalle. Siten kumitoimialalla on arviomme mukaan edellytykset kasvaa pitkässä juoksussa asiakkaiden toimitusmäärien kasvun mukana.

Kasvu asiakkaiden tuotantoverkostossa

Kumitoimialan suurten asiakkaiden tehdasverkot ovat tyypillisesti hajautuneet maantieteellisesti laajalle alueelle. On kuitenkin tavanomaista, että niiden kumituotteiden toimitukset jakautuvat maantieteellisen hajautuksen ansiosta useille toimittajille. Siten kumitoimialalla on kasvupotentiaalia nykyisissä asiakkaissa, jos se onnistuu voittamaan toimituskokonaisuuksia laajemmin asiakkaan tehdasverkon sisällä. Tätä arviomme mukaan kuitenkin voi jarruttaa se, että kumituotteita ei ole järkevää kuljettaa pitkiä matkoja ja se, että toimittajan vaihtamiskynnys on korkea. Siten kasvu asiakkaiden sisällä nojaa arviomme mukaan etenkin uusiin investointeihin, kuin olemassa olevissa tehtaissa kilpailevan toimittajien korvaamiseen.

Uusien asiakkaiden voittaminen

Reka Kumi asemoituu näkemyksemme mukaan suurella kumimarkkinalla pieneksi erikoistuneeksi peluriksi, jonka strategisena kulmakivenä on erikoisosaaminen kumin ja metallin liittämässä ja tuotteiden korkeassa laadussa. Yhtiön erikoistuminen rajaakin kasvupotentiaalia yhtiön kokoluokassa valtavalla kokonaismarkkinalla.

Pidämme erikoistumista kuitenkin perusteltuna, sillä matalan katetason markkinalla ja tietyt länsimaiset kustannustekijät huomioiden yhtiön ei olisi nähdäksemme kannattavaa tavoitella matalan erikoistumistason tuotteissa kasvua. Vaikka tämä strateginen valinta rajaa kasvumahdollisuuksia

uusissa asiakkuuksissa on se mielestämme kannattavan kasvun edellytys pitkässä juoksussa.

Erikoistumisen lisäksi yhtiö tarjoaa etenkin pienemmille ja niukemmilla resursseilla toimiville asiakkailleen laajempaa palvelukokonaisuutta, mikä pitää sisällään kokemuksen ja karttuneen osaamisen tuotteiden suunnittelusta ja valmistuksen erikoispiirteistä. Näin ollen kumitoimialan kokonaistarjoama muodostuu puhtaan sarjavalmistuksen lisäksi jossain määrin myös kokonaisvaltaisemmasta palvelukokonaisuudesta, mikä voidaan nähdä kilpailuetuna.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Reka Industrialin taloudellisena tavoitteena on kestävä ja kannattava kasvu sekä omistaja-arvon kasvattaminen. Yhtiö myös pyrkii vahvistamaan vakavaraisuuttaan ja taloudellista perustaansa siten, että sijoitetun pääoman tuotto on 15-18 % ja omavaraisuusaste on yli 35 %. Lisäksi yhtiöllä on osinkopolitiikka, jonka mukaan tavoitteena on käyttää vähintään 30 % nettutuloksesta osingonmaksuun. Jaettavaan osinkoon vaikuttaa yhtiön mahdolliset voitot, taloudellinen asema, kassavirrat sekä käyttöpääomavaatimukset.

Sijoitetun pääoman tuottotavoite edellyttää korkeampaa tulostasoa

Historiallisesti edellisen viiden vuoden aikana Reka Kaapelin sijoitetun pääoman tuotto on vaihdellut voimakkaasti tuloksen heiluntaa peilaten. Vuosina 2016-2020 ROI-% on ollut keskimäärin 13,9 %.

Yhtiön tavoittelema 15-18 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite linkittyy vahvasti tuloskehitykseen, sillä konsernin taseessa ei arviomme mukaan ole merkittävää keventämisen varaa. Laskelmiemme mukaan 15-18 %:n tavoitetaso edellyttäisi nykyisellä taseella karkeasti 6,5-8 MEUR:n liikevoittotasoa. Tämä on mielestämme kunnianhimoinen tavoitetaso ja on huomioitava, että liikevoittoon vaikuttavat olennaisesti metallien hintojen muutoksen aiheuttamat ajoittain huomattavat varaston arvon muutokset.

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 15-18 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite on mielestämme korkea ja edellyttää erinomaista sijoitusta. Pienillä kapasiteettia kasvattavilla investoinneilla, jotka eivät edellytä uutta tehdastilaa on kuitenkin arviomme mukaan potentiaali ylittää tavoitetaso.

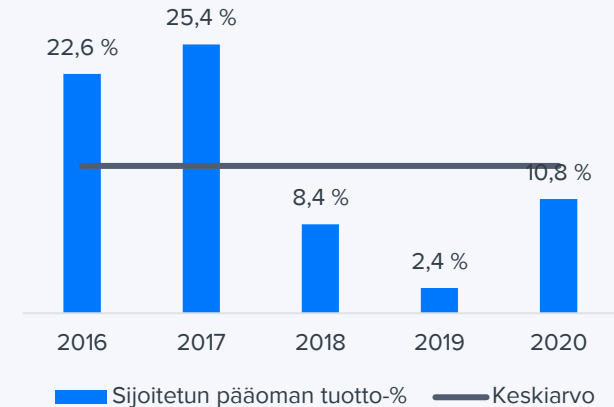
Omavaraisuustavoitteeseen on pitkä matka, nykyinen tase on ohuella pohjalla

Vuoden 2020 lopun luvuilla yhtiön IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste oli 19,3 % (ilman IAS 19 oikaisua 14,3 %), 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.

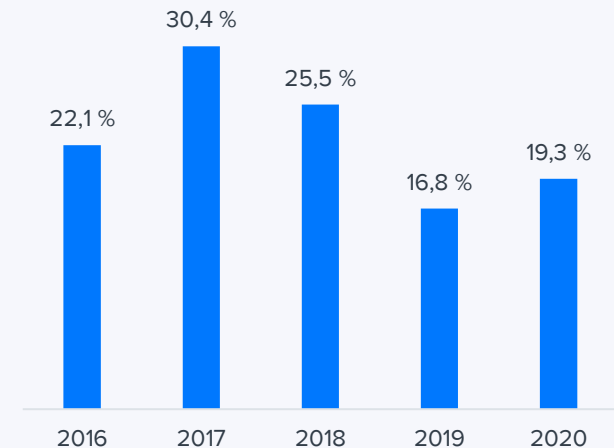
Osingonjakosuhde

Yhtiön osingonjakosuhde on vaihdellut viime vuosina nollan ja vuoden 2020 noin 31 %:n välillä. Arviomme mukaan osingon suhteen osingonjakopolitiikkaa merkittävämpi ajuri on tällä hetkellä yhtiön tulostaso sekä rahoitusasema, jotka määrittävät liikkumavaran osingon suhteen. Nykyisellä taserakenteella yhtiön tulisi mielestämme keskittyä taseaseman vahvistamiseen ennen osingonjakoa.

Sijoitetun pääoman tuotto, %



*Omavaraisuusaste, %



Historiallinen kehitys ja kustannusrakenne 1/2

Historiallinen tuloskehitys on ollut kaksijakoista

Reka 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. Tämä mielestämme osoittaa hyvin tehtaiden käyttöasteen kriittisyyden, sillä toimialalle ominaisesta matalasta myyntikatteesta johtuen pienellä liikevaihdolla liiketoiminnan muu kulurakenne on liian suuri, jotta toiminta voi olla kannattavaa.

Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön keskimääräinen myyntikate on ollut noin 27 %. Laskelmiemme mukaan kumitoimialan myyntikate on ollut historiassa lievästi tätä korkeampi, mutta kuitenkin < 30 % viime vuosina. Siten historiallinen taso antaa arviomme mukaan myös tulevasta tasosta suhteellisen hyvän kuvan, vaikkakin yhtiön rakenne on muuttunut. Henkilöstökulujen suhde liikevaihtoon on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 14 % suhteessa liikevaihtoon, kun taas muut kulujen suhde on ollut vastaavana ajanjaksona keskimäärin noin 8 %. Tätä taustaa vasten yhtiön vuosien 2016-2020 keskimääräinen käyttökate on ollut noin 6 %.

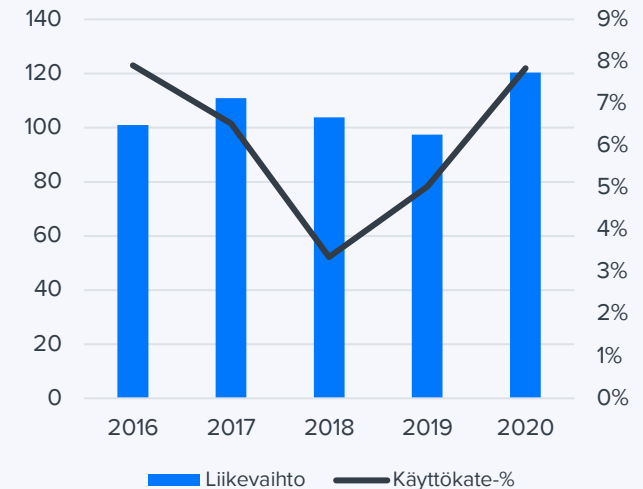
Kannattavuuden kehityksen osalta on mielestämme tärkeä huomioida metallien hintojen vaikutus kannattavuuteen sekä IFRS 16-standardin vaikutus. Reka Industrial ylsi lähihistoriansa parhaaseen kannattavuuteen vuonna 2016 (käyttökate-% 7,9 %), kun yhtiön

liikevaihto (2016: 101 MEUR) elpyi hyvän kysynnän seurauksena ja metallien hinnat olivat matalalla tasolla. Vastaavasti vuonna 2018 yhtiön käyttökate-% painui 3,4 %:iin, vaikka liikevaihtotaso (2018: 104 MEUR) oli noin vuoden 2016 tasolla. Arviomme mukaan tämä heijastelee etenkin metallien hintojen nousun vaikutusta, sillä niiden hinnan nousu ei täysimääräisesti heijastu myyntihintoihin ja näin nakertaa yhtiön kannattavuutta.

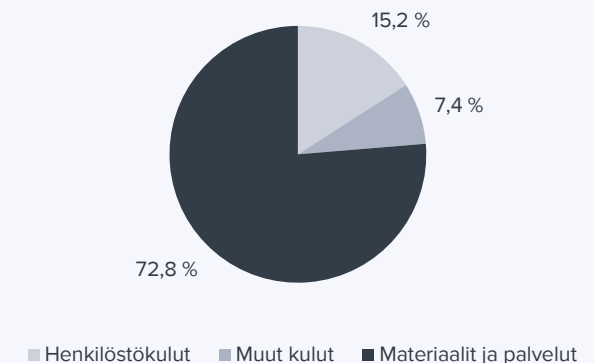
Suurista vuokravastuista johtuen IFRS 16 -standardin, joka siirsi vuokravastuut taseeseen ja vuokratkustannukset muista kuluista poistoihin, vaikutus Reka Industrialin lukuihin oli myös merkittävä. Muutos tuki yhtiön kannattavuutta ja osin tätä heijastellen vuoden 2020 käyttökate-% nousi 7,8 %:iin. Jos vuoden 2020 kannattavuus muunnetaan vertailukelpoiseksi olisi kannattavuus ollut laskelmiemme mukaan noin historiallisen keskimääräisen tason mukainen.

Yhtiö ei erittele metallien hintojen muutoksen vaikutusta varaston arvon muutokseen ja siten tuloskehitykseen. Näin ollen liiketoiminnan pohjakannattavuuden tulkinta on haastavaa. Mielestämme liiketoiminnan rahavirtaa ja vapaan rahavirran seuraaminen onkin siten olennaista. Seuraamme rahavirtaa vuositasolla, sillä etenkin kaapelitoimialan kausiluonteisuuden ansiosta rahavirta heiluu lyhyellä aikavälillä voimakkaasti.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kulurakenne suhteessa liikevaihtoon 2020



Historiallinen kehitys ja kustannusrakenne 2/2

Liiketoiminnan rahavirran ja vapaan rahavirran kehitys

Vuosina 2016-2020 Reka Industrialin liiketoiminnan rahavirta on ollut keskimäärin noin 6 MEUR. Keskimääräistä tasoa kuitenkin nostaa vuoden 2016 poikkeuksellisen korkea liiketoiminnan rahavirta (15 MEUR), joka on arviomme mukaan seurausta rahoituksen uudelleenjärjestelyn yhteydessä 10 MEUR:lla laskeneista myyntisaatavista eli käyttöpääoman vapautumisesta. Tästä kertaluonteisesta erästä oikaistuna keskimääräinen liiketoiminnan rahavirta on ollut noin 4,1 MEUR, mikä on alle keskimääräisen käyttökateen tason (2016-2020 käyttökate 6,6 MEUR). Vastaavalla ajanjaksolla yhtiön käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet keskimäärin 4,1 MEUR. Tasoa kuitenkin korottaa 2019 tehty kiinteistöhanke, mistä oikaistuna keskimääräinen investointitaso on ollut 2,8 MEUR. Liiketoiminnan rahavirran ja investointien erotuksesta laskettu keskimääräinen rahavirta on ollut siten 1,3 MEUR keskimäärin, kun kiinteistöhanke ei huomioida.

Poikkeuksellisesta vuoden 2016 käyttöpääoman vapautumisesta ja vuoden 2019 kiinteistöhankesta johtuen mielestämme liiketoiminnan vapaan rahavirran tuottokyvystä parhaan kuvan antaa vuosien 2017-2020 keskimääräinen vapaa rahavirta, jossa vuoden 2019 investointeja on oikaistu kiinteistöhankekululla. Tämä oikaistu vapaa rahavirta on ollut keskimäärin 0,2 MEUR.

Negatiivinen vapaa rahavirta on heijastunut velkaantuneisuuteen

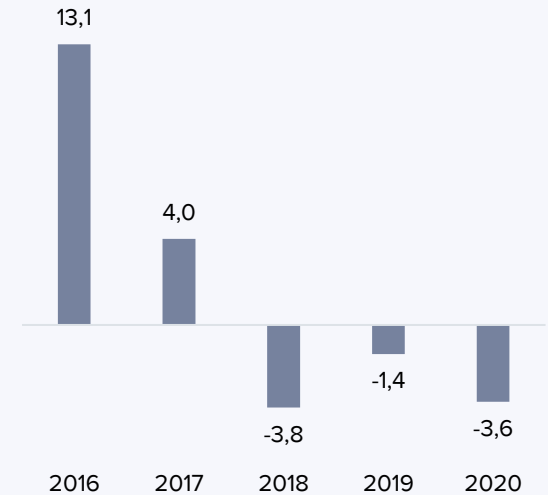
Viimeisen kolmen vuoden aikana konsernin vapaa rahavirta on ollut negatiivinen, minkä taustalla on sekä matala liiketoiminnan rahavirta, että kasvaneet investoinnit. Kasvaneiden investointien taustalla on vuoden 2019 kiinteistöhanke ja vuoden 2020 osalta yhtiön liikkeelle laskema vihreä jvk-laina. Laina edellyttää rahojen kohdentamista investointeihin. Negatiivisen rahavirran yhtiö on joutunut kattamaan kasvaneella velalla, minkä ansiosta konsernin korollisen nettovelan määrä on kasvanut vuoden 2017 lopun 8 MEUR:sta vuoden 2020 lopun 22,8 MEUR:oon.

Korollisen nettovelan määrä on suuri suhteessa liiketoiminnan keskimääräiseen rahavirtaan. Samalla on muistettava, että ylläpitoinvestointeja yhtiö ei voi jättää tekemättä. Siten liiketoiminnan vapaan rahavirran kehitys yhdistettynä korollisen nettovelan määrän kehitykseen on mielestämme huolestuttava.

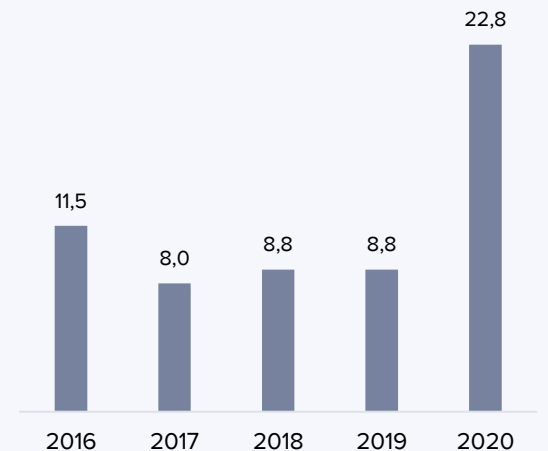
Kumitoimiala voi parantaa vapaan rahavirran suuntaa

Laskelmiemme mukaan kumitoimialan vuosien 2015-2019 vapaa rahavirta on ollut keskimäärin noin 0,5 MEUR. Mikäli kumitoimiala yltää myös jatkossa vastaavaan tasoiseen rahavirtaan, parantaa sen hankinta konsernin rahavirtaa ja edellytyksiä laskea korkeaa velkaantuneisuutta. Ripeää helpotusta velkaantuneisuuteen ei senkään vapaalla rahavirralla kuitenkaan saada.

Vapaa rahavirta *



Korollinen nettovelka **



Lähde: Inderes

* Liiketoiminnan rahavirta - kom investoinnit - leasinvelkojen takaisinmaksut

** Korollinen nettovelka = Korollinen velka - rahavarat

Taserakenne

Taseen varojen arvot ovat kurantit

Tilikauden 2020 lopussa Reka Industrialin taseen loppusumma oli 73,2 MEUR. Taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtasoin 23 MEUR:n aineellisesta omaisuudesta, jonka muodostaa suurelta osin yhtiön tuotantolaitokset ja niiden laitteisto. Lisäksi merkittäviä aineellisia omaisuuseriä ovat 5,6 MEUR:n käyttöoikeusomaisuus. Arviomme mukaan näiden korvausinvestointikustannus olisi merkittävästi tasearvoa suurempi ja pidämme nykyistä tasearvoa perusteltuna. Aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 6 MEUR ja liikearvoa vastaavasti 3,2 MEUR. Yhtiön reilun 3 MEUR:n liikearvo muodostuu kokonaan Reka Kaapelista, johon ei arviomme mukaan kohdistu alaskirjauriskia.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin omaisuuserä oli 20 MEUR:n vaihto-omaisuus. Vaihto-omaisuus on koko taseen mittakaavassa suurehko ja kuvaa, kuinka liiketoiminta sitoo pääomaa varastoon. Emme kuitenkaan näe varastossa riskiä, sillä yhtiön tukkutoimitukset on kohtuullisen ennakoitavia ja suurempia tilauksia yhtiö valmistaa vasta asiakkaiden sitovista tilaussopimuksista. Muita lyhytaikaisia varoja taseessa oli 5,5 MEUR:n saamiset ja 2,8 MEUR:n kassavarat.

Oma pääoma heijastelee aikaisempia tappioita

Vastattavaa puolella yhtiön oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa noin 11 MEUR, joten laskelmiemme mukainen yhtiön omavaraisuusaste oli 15,1 %. Yhtiön raportoima IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste oli vastaavasti 19,3 %. IAS 19 oikaistu omavaraisuusaste on vaihtoehtoinen laskentatapa, joka oikaisee yhtiön

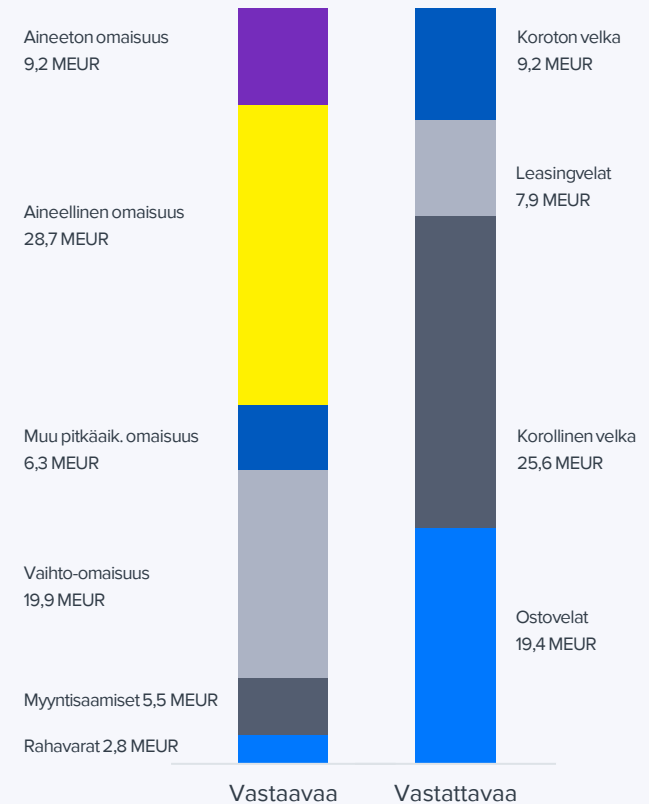
itse hallinnoiman eläkekassan vaikutuksen taseen lukuihin. Taseen oman pääoman merkittävimmät erät ovat aikaisempien tilikausien tappiot (-14,6 MEUR) ja osakepääoma (24 MEUR). Yhtiön omavaraisuusaste on mielestämme matala ja näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi tavoitella vahvempaa taserakennetta. Perusteltuna tasana pidämme karkeasti yhtiön tavoitteiden mukaista yli 35 %:n tasoa.

Pitkäaikaisissa veloissa yhtiöllä on 18,4 MEUR pitkäaikaista rahoitusvelkaa, josta 9 MEUR koostuu pankkilainoista ja 7,1 MEUR liikkeeseen lasketusta jvk-lainasta tehdyistä nostoista ja vastaavasti 2,3 MEUR muista lainoista. Lisäksi pitkäaikaista velkaa on 6,2 MEUR:n leasingvelka. Korottomia pitkäaikaisia velkoja on vastaavasti 8,8 MEUR.

Taseen lyhytaikainen velka koostuu 7,3 MEUR:n rahoitusvelasta ja 1,7 MEUR:n leasingveloista. Muita lyhytaikaisia velkoja ovat 19,4 MEUR:n ostovelat ja noin 0,4 MEUR:n korottomat velat. Näin ollen laskelmiemme mukainen nettovelkaantumisaste oli vuoden 2020 lopussa 206 % ja yhtiön raportoima IAS 19 oikaistu velkaantuneisuusaste oli 219 %.

Yhtiön velkaantuneisuus on näkemyksemme mukaan korkea, mikä nostaa myös sijoittajan riskitasoa selvästi, sillä oman pääoman ehtoinen sijoittaja on velkojaa heikommassa asemassa. Näkemyksemme mukaan velkatasoa tulisivin pyrkiä laskemaan selvästi (noin 10-15 MEUR) nykyiseltä tasolta, jotta valtaosaa rahavirrasta ei jouduttaisi allokoimaan velkojen korkokuluihin ja investointeihin.

Taserakenne vuoden 2020 lopussa (73 MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Mallinamme Reka Industrialin liikevaihtoa lyhyellä tähtämellä arvioidun tilauskehityksen kautta ja arvioidun markkinan kasvun kautta. Pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun ja -osuuden kehitykseen. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat arvioituun myyntikate-%:iin ja muun kulurakenteen kehitykseen. Pitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme pohjautuvat yhtiön historialliseen tasoon ja arvioimaamme potentiaaliseen kannattavuuteen. Huomioitavaa ennusteissa on, että metallien hintojen vaikutus on olennainen ja niiden voimakkaan hintojen muutokset voivat heijastua ennusteisiin voimakkaastikin. Tällä hetkellä metallien hinnat ovat korkealla ja selvästi yli pitkän aikavälin tasojen. Näin ollen metallien hintojen vaikutus voi olla lyhyellä tähtämellä poikkeuksellisen merkittävä.

Kysyntänäkymä on hyvä

Lyhyellä tähtämellä Reka Industrialin kysyntäkuva on arviomme mukaan hyvä, sillä sitä tukee voitettut kaapelitoimitussopimukset sekä voimakkaan nousujohteinen näkymä kumitoimialan asiakkaiden tilauskannassa. Tiettyjä haasteita aiheuttaa kuitenkin kaapelitoimialan raaka-aineiden eli metallien ja muovien hintojen nousu, joiden arviomme painavan yhtiön katetasoa lyhyellä tähtämellä.

Noin 23%:n liikevaihdon kasvun ennusteemme koko vuodelle heijastelee kaapelitoimialan kohtuullista volyymikasvua sekä etenkin hintojen

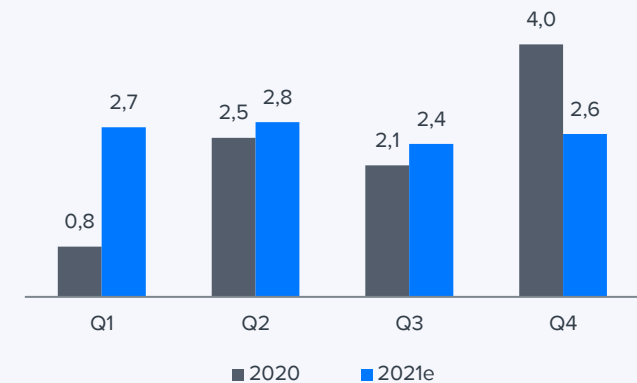
nousua, kun metallien nousseet hinnat heijastuvat myyntihintoihin. Lisäksi olemme sisällyttäneet loppuvuoden ennusteisiimme käynnissä olevasta tuulivoimakaapeli-investoinnista liikevaihtoa noin 2 MEUR:lla. Käsitksemme mukaan investoinnin tulisi valmistua Q3:n aikana.

Reka Industrial osti kumitoimialan liiketoiminnan kesällä 2020 ja siten sen heijastuminen koko vuoden 2021 ennusteisiin vastaa huomattavaa osaa konsernitason liikevaihdon kasvusta. Odotamme kuitenkin kumitoimialan pro forma liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna voimakkaasti (+21 %) suhteessa koronan runtelemaan vuoden 2020 tasoon. Kumitoimialan liikevaihdon kasvun taustalla on asiakasalojen voimakkaasti elpyneet tilauskannat, jotka arviomme mukaan heijastuvat myös toimituksien voimakkaana kasvuna vuonna 2021.

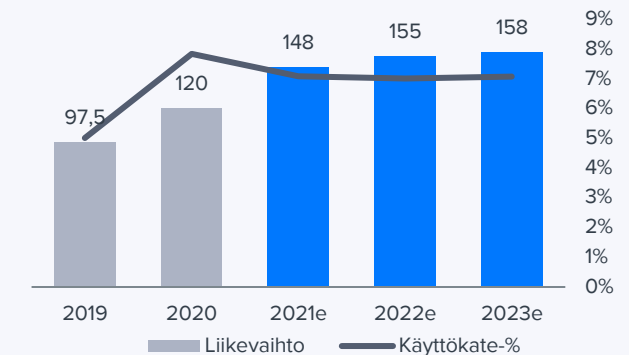
Kannattavuus saa tukea metalleista

Odotamme yhtiön käyttökateen nousevan 10,5 MEUR:oon (käyttökate-% 7,1 % %) viime vuoden 9,4 MEUR:sta. Tulokasvun taustalla on liikevaihdon kasvun lisäksi nousseiden tehtaiden käyttöasteiden tuomat tehokkuushyödyt, mutta kannattavuuden odotamme laskevan vuoden 2020 tasosta kohonneita raaka-aineina käytettävien muovien kustannuksia peilaten. Metallien nousseiden hintojen odotamme niin ikään nakertavan kuluvan vuoden myyntikatetta, sillä odotamme niiden heijastumisen myyntihintoihin tapahtuvan viiveellä suhteessa kustannuksien nousuun.

Käyttökate neljänneksittäin



Liikevaihto ja käyttökate-%



Ennusteet 2/3

Reka Industrialilla on Q1:n jälkeen kasassa käyttökatetta 2,7 MEUR ja siten ensimmäisen neljänneksen jälkeen yhtiöllä on selvä etumatka viime vuoteen. Huomioitavaa on kuitenkin, että yhtiön tulos sai Q1:llä merkittävää tukea metallien hintojen nousun vaikutuksesta (0,8 MEUR). Toistaiseksi emme ole oikaisseet metallien hintojen nousun vaikutusta, sillä historiallisesti yhtiö ei ole raportoinut niiden vaikutusta jokaisena neljänneksenä.

Lisäksi arvioimme varastojen arvoa kohottaneen kaapelitoimialan kausiluonteisuus, jonka ansiosta Q1:n operatiivinen tulos todennäköisesti sai huomattavaa tukea kirjanpidollisista tekijöistä. Tämän vaikutuksen tulisi kuitenkin poistua vuoden loppua kohti mentäessä liiketoiminnan tavanomaista varastosykliä peilaten.

Perustamme ennusteemme vakaisiin metallien hintoihin (ts. emme ota näkemystä metallien hintojen muutoksesta), joten kuluvan vuoden tulosennuste sisältää voittoja raaka-aineiden hintojen noususta. Nämä voitot ovat kirjanpidollisia voittoja, jotka eivät kuitenkaan heijastu yhtiön kassavirtaan.

Rahoituskulujen arvioimme olevan nykyiselle velkaranteelle tavanomaisella korkealla tasollaan. Olemme sisällyttäneet tuloslaskelmaan positiiviset verot vuodelta 2021, mikä heijastelee edellisten vuosien tappioiden tuomia verohyötyjä. Tätä kokonaiskuvaa peilaten vuoden 2021 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,29 eurossa osakkeelta.

Reka Industrial on ohjeistanut, että vuonna 2021 käyttökatteen (MEUR) odotetaan pysyvän samalla tasolla tai parantuvan edellyttäen, että COVID-19 pandemian aiheuttamat vallitsevat olosuhteet eivät olennaisesti vaikuta yhtiön toimituskykyyn. Ennusteemme on linjassa tämän ohjeistuksen kanssa.

Riskinä ennusteillemme näemme metallien hintojen nousun vaikutuksen, jonka ennustaminen on hyvin hankalaa. Tämä aiheuttaa ennusteisiin merkittävää epävarmuutta, minkä ansiosta jo tavanomaisesti heikosti ennustettavan liiketoiminnan ennustettavuuteen liittyy nyt suurta epävarmuutta.

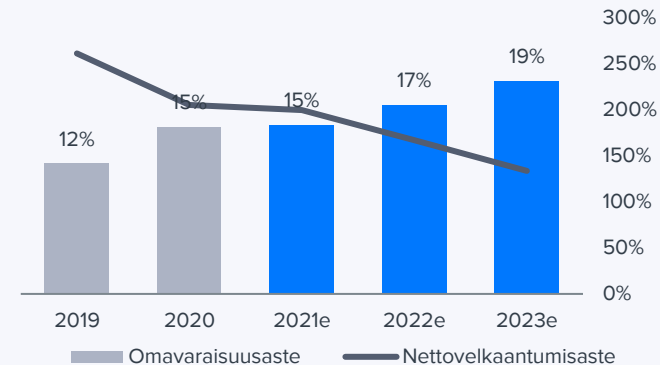
Ennusteemme vuoden 2021 osingoksi on edellisvuoden tasolla 0,05 eurossa osakkeelta, minkä taustalla on yhtiön päätös jakaa osinkoa vuodelta 2020 kireästä taseasemasta huolimatta ja tulostason nousu vuonna 2021.

Odotamme yhtiön liiketoiminnan kassavirran jäävän operatiivista tulosta pienemmäksi liikevaihdon kasvun aiheuttamaa käyttöpääoman sitoutumista heijastellen, minkä lisäksi koholla oleva investointitaso painaa vapaata kassavirtaa huomattavasti. Siten yhtiön omavaraisuusaste säilyy ennusteissamme matalana (2021e 16 %) ja velkaantuneisuus korkeana (2021e 200 %).

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseen tunnusluvut



Ennusteet 3/3

Vuosien 2022-2023 ennusteet

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan vuosina 2022-2023. Vuoden 2022 liikevaihdon vajaan 5 %:n kasvun ennuste heijastelee kasvavaa tuulivoimakkaapeleiden myyntiä, kun yhtiö pääsee myymään käynnissä olevan investoinnin täyttä kapasiteettia. Vastaavasti muissa kaapelitoimialan kysynnän ajureissa eli maakaapeloinnissa ja tukkukaupassa emme odota kokonaisuutena olennaista kasvua.

Kumitoimialan kasvun odotamme hidastuvan maltilliselle 3 %:n tasolle vuonna 2022, sillä käsityksemme mukaan nykyinen kapasiteetti ei mahdollista merkittävää kasvua vuoden 2021 ennustetusta tasosta ja vastaavasti ennusteemme ei sisällä kapasiteetin kasvun mahdollistavia investointeja.

Vuonna 2023 odotamme konsernitason maltillista 2 %:n kasvua toimialojen pidemmän aikavälin kasvukuvaa peilaten.

Ennustamme vuosien 2022-2023 käyttökate-%:n säilyvän suhteellisen vakaana 7,4-7,2 %:ssa korkean volyymitason mahdollistamaa tehokasta tuotantoa peilaten. Vuoden 2022 ennusteemme ei sisällä veroja aiempien vuosien tappioiden vuoksi, kun taas vuodelta 2023 odotamme jo maltillista verojen maksua.

Rahoituskustannuksien odotamme säilyvän tulostasoon suhteutettuna korkeana vain lievästi laskevaa velkatasoa peilaten. Näin ollen vuosien 2022 ja 2023 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme ovat 0,46 euroa ja 0,45 euroa. Edellä käsiteltyjen metallien hintoihin liittyvien

riskien vuoksi ja liiketoiminnan heikon ennustettavuuden vuoksi ovat ennusteriskit korkeat yli vuoden 2021 katsottaessa.

Vuosien 2022-2023 investointien odotamme normalisoituvan noin normaalille pitkän aikavälin tasolle 2,5-3 MEUR:n tasolle. Mallisamme investointeja kohottaa käyttöomaisuusinvestointien lisäksi IFRS16 standardin mukaiset vuokravastuut.

Voitollisen tuloksen takia yhtiön omavaraisuusaste nousee ja nettovelkaantumisaste laskee vuosina 2022 ja 2023. Vuoden 2023 ennusteillamme yhtiön omavaraisuusaste on kuitenkin vain 20 % ja selvästi alle yhtiön tavoitteleman tason. Myös yhtiön nettovelkaantumisaste on edelleen korkea 127 % vuoden 2023 ennusteillamme. Vuosien 2022 ja 2023 osingon ennusteemme ovat 0,10 eurossa kohoavaa tulostasoa ja viimeaikaista osinkopolitiikkaa peilaten.

Pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme liiketoimintojen kasvavan pitkällä aikavälillä talouskasvun mukaista 1,5-2,5 %:n vauhtia. Etenkin tuulivoimaprojektit tuovat liikevaihtokuormaa pitkälle tulevaisuuteen saakka, mutta maakaapeloinnin taso arvioimme mukaan on lievästi laskeva pitkässä juoksussa. Kumitoimialalla arvioimme kasvun niin ikään heijastelevan pitkällä aikavälillä talouskasvua asiakasalojen kysynnän ajureiden mukana.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuuden ennusteemme pohjautuvat historialliseen kehitykseen ja liiketoiminnan potentiaaliin. Näin ollen vuosien 2024-2030 kannattavuuden

ennusteemme ovat noin 4,9-7 %:n tasolla keskiarvon ollessa 5,6 %:ssa.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	97,5	26,0	29,7	31,0	33,7	120	36,0	39,9	34,4	37,9	148	155	158	160
Kaapelitoimiala	97,5	26,0	29,7	26,6	28,9	111	29,7	33,3	29,3	32,3	125	131	133	135
Kumitoimiala	0,0	0,0	0,0	4,4	4,8	9,2	6,3	6,6	5,1	5,5	23,5	24,2	24,7	25,2
Käyttökate	4,9	0,8	2,5	2,1	4,0	9,4	2,7	2,8	2,4	2,6	10,5	10,9	11,2	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-4,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-4,9	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,5	-5,5	-5,5	-5,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	-0,4	1,4	0,9	2,7	4,5	1,3	1,4	1,1	1,2	5,1	5,3	5,7	5,9
Liikevoitto	0,5	-0,4	1,4	0,9	2,7	4,5	1,3	1,4	1,1	1,2	5,1	5,3	5,7	5,9
Kaapelitoimiala	0,5	-0,4	1,4	0,9	2,6	4,4	0,8	1,1	0,9	1,1	3,8	4,2	4,5	4,6
Kumitoimiala	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,4	0,1	0,2	1,2	1,1	1,2	1,3
Nettorahoituskulut	-2,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,9	-4,0	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-3,8	-3,3	-3,2	-3,0
Tulos ennen veroja	-1,9	-1,0	1,0	0,2	0,7	0,9	0,2	0,6	0,2	0,5	1,5	2,2	2,7	3,1
Verot	0,4	0,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,4	-0,8	0,7	0,3	0,8	1,0	0,1	0,6	0,2	0,8	1,7	2,2	2,4	2,7
EPS (oikaistu)	0,03	-0,13	0,11	0,05	0,13	0,16	0,02	0,11	0,03	0,13	0,29	0,37	0,41	0,45
EPS (raportoitu)	-0,24	-0,13	0,11	0,05	0,13	0,16	0,02	0,11	0,03	0,13	0,29	0,37	0,41	0,45

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,1 %	32,7 %	-0,3 %	31,9 %	37,0 %	23,5 %	38,5 %	34,2 %	10,9 %	12,3 %	23,0 %	4,7 %	2,0 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	0,0 %	-50,0 %	-23,0 %	547,8 %	168,3 %	115,9 %	-425,0 %	5,5 %	21,1 %	-53,8 %	11,5 %	5,5 %	6,4 %	4,4 %
Käyttökate-%	5,0 %	3,1 %	8,5 %	6,8 %	11,9 %	7,8 %	7,5 %	7,0 %	7,1 %	6,8 %	7,1 %	7,0 %	7,1 %	7,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,2 %	-1,5 %	4,6 %	2,9 %	8,0 %	3,8 %	3,6 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,4 %	3,4 %	3,6 %	3,7 %
Nettotulos-%	-1,5 %	-3,0 %	2,3 %	1,0 %	2,2 %	0,8 %	0,4 %	1,6 %	0,5 %	2,1 %	1,2 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksen perusta

Reka Industrialin arvonmäärityksessä tulee mielestämme käyttää EV-pohjaisia kertoimia, jotka huomioivat taseen huomattavan velkamäärän (Q1'21: korollinen velka 26 MEUR ja 2021e korollinen nettovelka 25 MEUR). Käytännössä relevantein mittari on näin ollen EV/EBIT-kerroin, koska operatiivisen tuloksen mittaluokassa merkittävän kokoluokan vuokravastuut heijastuvat vasta poistoihin (ts. liikevoittoon). Huomioitavaa on kuitenkin myös se, että yhtiön suuren velkamäärän ansiosta sen rahoituskustannukset ovat suhteellisesti suuret ja tästä johtuen yhtiön rahavirta arviomme mukaan jää lähivuosina liikevoittoa heikommaksi.

Kerroinanalyysissä P/E-luvun käytettävyyttä heikentää myös merkittävä metallien hintojen nousun vaikutus varaston arvoon, sillä tämä käytännössä läpilaskutettava erä aiheuttaa tulokseen merkittävää volatiliiteettiä, eikä niiden tulosvaikutus heijastu vastaavalla tavalla kassavirtaan. Tästä syystä tukeudumme myös pidemmän aikavälin keskimääräisestä vapaasta rahavirrasta haarukoituun hyväksyttävään arvostukseen.

Edellä mainituista arvostuksen sudenkuopista johtuen tulos pohjaisten arvostuskertoimien soveltuminen yhtiön arvonmääritykseen on näkemyksemme mukaan heikohko.

Arvostamme Reka Industrialia puhtaasti sen nykyisten toimialojen tuloksen ja näkymien kautta, mikä ei anna arvoa Nestor Cablesille. Nestor Cablesin haasteiden vuoksi pidämme todennäköisempänä, että Reka Industrial tulee

tekemään omistusjärjestelyjä sen omistussuuden osalta kuin, että Nestor Cables kontribuoi konsernitason tulokseen merkittävästi.

Vuosien 2021 ja 2022 arvostuskertoimet

Vuosien 2021 ja 2022 EV/EBIT-kertoimet ovat 10x ja 9x, mitkä ovat linjassa edellisen viiden vuoden historialliseen keskiarvon 10x kanssa. Operatiivisen tuloksen alapuolella rahoituskustannukset syövät merkittävän osan tuloksesta, mutta lievästi positiivisten 2021 verojen ja nollan tasolla olevien vuoden 2022 verojen ansiosta vuosien 2021 ja 2022 P/E-kertoimet 14x ja 11x. Pörssin kontekstissa arvostuskertoimet eivät ole korkeat, mutta yhtiön erittäin ailahtelevalla tulohistorialla perustellut arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan selvästi keskimääräistä tasoa matalammat. Nykyiset absoluuttiset arvostuskertoimet ovatkin mielestämme korkeat.

Vuosien 2021-2022 EV/S-kertoimet ovat 0,3x, mitkä ovat linjassa edellisen viiden vuoden keskiarvon kanssa. Volyymipohjaisesti arvostustaso ei ole erityisen korkea, mutta kun huomioidaan toimialan matala kannattavuuspotentiali ja se, että liiketoiminnan rahavirta on kroonisesti operatiivista tulosta matalampi ei myöskään liikevaihtopohjaisessa arvostuksessa ole näkemyksemme mukaan nousuvaraa nykytasolta. Liikevaihtopohjaista arvostusta historialliseen tasoon peilattaessa on mielestämme myös huomioitava riskitason nousu, joka on noussut kasvaneen velkaantuneisuuden myötä historialliseen tasoon nähden.

Arvostus

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,29	4,29	4,29
Osakemäärä, milj. kpl	5,97	5,97	5,97
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	49	48	45
P/E (oik.)	14,7	11,5	10,5
P/E	14,7	11,5	10,5
P/Kassavirta	17,5	6,0	4,5
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,6	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	9,6	8,9	8,0
Osinko/tulos (%)	17,1%	26,7%	24,6%
Osinkotuotto-%	1,2%	2,3%	2,3%

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Ennusteidemme mukainen osinkotuotto asettuu lähivuosina keskimäärin noin 2 %:n tasolle. Nykyisellä hauraalla taserakenteella osinkojen jakaminen kasvattaa kuitenkin mielestämme osakkeen riskitasoa, kun oletetaan, että yhtiön tulostaso on ennusteidemme mukaisella tasolla. Siten yhtiön tulisikin mielestämme pidättäytyä voitonjaosta kunnes nykyistä velkatasoa on saatu laskettua huomattavasti.

Arvostus vapaaseen rahavirtaan suhteutettuna

Olemme haarukoineet Reka Industrialin käypää arvostusta vapaan rahavirran ja siihen sovellettavan tuottovaatimuksen kautta, sillä tämä mielestämme kuvastaa nykyiseen rahavirrantuottokykyyn ja velkatasoon linkittyvää haastetta. Lisäksi pidemmän aikavälin keskimääräiseen kassavirran tasoon tukeutuminen huomioi sen voimakkaan ailahtelun.

Kumitoimialan liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosina 2017-2019 (2020 ei saatavilla) keskimäärin 0,8 MEUR ja kaapelitoimialan vuosien 2017-2020 vastaavasti 3,8 MEUR. Kun tästä vähennetään molempien toimialojen normalisoidut investoinnit (karkeasti noin 3 MEUR) on yhtiön vapaan rahavirran tuottokyky tällä hahmotelmalla karkeasti noin 1,6 MEUR.

Vapaan rahavirran pohjalta laskettu perusteltu arvostustaso riippuu maksettavasta tulokertoimesta. Mikäli sovellamme vapaalle rahavirralle 7-9 %:n tuottovaatimusta (käänteisesti noin 11-14x arvostuskerrointa) saadaan osakekannan arvoksi noin 18-23 MEUR, mitkä ovat alle nykyisen markkina-arvon.

Tähän laskelmaan tulee suhtautua suuntaa antavana, sillä nykyisen markkina-arvon ja yritysarvon erotus on huomattava, eikä nykyinen velkataso ole nähdäksemme kestävä. Vapaa rahavirta ei huomioi sitä rahavirtaa, mikä tulee allokoida velkatasoa lyhentämiseksi, jotta se saavuttaa kestävä tason. Mikäli yhtiö pyrkii laskemaan velkatasoaan allokoidu lähivuosien rahavirta pääosin velkojen maksuun, eikä oman pääoman ehtoosille sijoittajille (osakkeen omistajille). Lisäksi huomioitavaa on, että yksinkertaistetussa laskelmassamme investoinneissa ei ole huomioitu IFRS16 standardin mukaisia vuokratavastuita, jotka huomioituna kaapelitoimialan keskimääräinen vuositaso kassavirta olisi selvästi pienempi (noin 2,9 MEUR). Samanaikaisesti historialliseen kassavirtaan nojautuva malli ei huomioi käynnissä olevan tuulivoimainvestoinnin tuomaa kassavirtapotentialia.

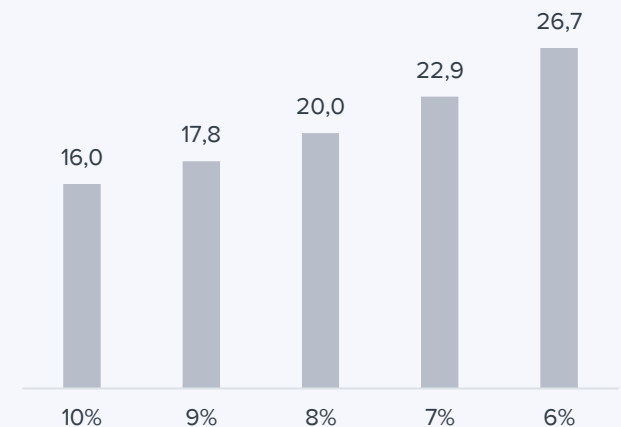
Suhteellinen arvostus

Suhteelliseen arvostukseen suhtaudumme tietyn varauksin, sillä vaikka yhtiön verrokkiryhmässä on liiketoimintamalliltaan samanlaisia ja samoilla markkinoilla operoivia yhtiöitä, ovat verrokkien liiketoiminnat paremmin hajautuneet, ne ovat suurempia ja niillä on selvästi paremmat ja vakaat historialliset näytöt kannattavasta liiketoiminnasta. Lisäksi on huomioitava, että edellä esitellyistä Reka Industrialin P/E ja EV/EBIT-kertoimiin liittyvistä sudenkuopista johtuen yhtiön kertoimet eivät ole täysin verrannollisia verrokkien arvostuskertoimiin.

Vapaan rahavirran hahmotelma

Kaapelitoimialan rahavirta (2017-2020)	3,8
Kumitoimialan rahavirta (2017-2019)	+0,8
Rahavirta yhteensä	4,6
Keskimääräinen investointitaso	-3
Vapaa rahavirta	1,6

Arvostus eri tuottovaatimuksilla



Arvonmääritys 3/3

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat 16 ja 17x vuosille 2021 ja 2022. Vastaavat P/E-kertoimet ovat 21-17x Näkemyksemme mukaan verrokkien mediaani arvostuskertoimet ovat yhtiölle heikko mittatikku, sillä verrokkiryhmän arvostus on hyvin hajanainen ja myös verrokkiryhmän tietyillä yhtiöillä on heikko tulokunto. Lisäksi edellä esiteltyjen sudenkuoppien vuoksi tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät anna täysin oikeaa kuvaa Reka Industrialin arvostuksesta.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen arvo Reka Industrialin osakkeelle on 4,2 euroa. Mallimme pohjautuu keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiimme ja terminaalinkasvun ennusteena käytämme keskeisten markkinoiden yleisen pitkän aikavälin talouskasvun mukaista 2 %:n kasvua. Vastaavasti terminaalijakson kannattavuusennusteemme on pitkän aikavälin keskimääräisen kannattavuuden mukaisella tasolla.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkea 10,6 %, mikä kuvastaa yhtiön keskimääräistä selvästi korkeampaa riskiprofilia ja heikkoja näyttöjä tuloksenteosta viime vuosilta, minkä vuoksi näemme keskimääräistä korkeamman tuottovaatimuksen perusteltuna. Matalamman vieraan pääoman kustannuksen ja velan huomattavan suhteellisen osuuden vuoksi koko pääoman kustannus laskee kuitenkin mallissamme 8,6 %:n tasolle.

Kasvu- ja kannattavuusennusteiden pohjalta terminaaliarvon paino jää maltilliselle 45 %:n tasolle. Pidämme tätä perusteltuna Reka Industrialin liiketoiminnan heikko ennustettavuus ja tuloksenteekokyvyn ailahtelu huomioiden. Mallin soveltuvuus yhtiön arvonnäilytykseen onkin selvästi keskimääräistä heikompi. Tästä syystä sille ei mielestämme kannata antaa suurta painoarvoa arvonnäilytyksessä. Malli kuitenkin kuvastaa hyvin korkeaan velkaantuneisuuteen oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmasta liittyvää haastetta, kun perustelluilla oletuksilla sen indikoima oman pääoman arvo jää lievästi nykykurssin alapuolelle.

Sijoitusnäkemys ja tavoitehinta

Toistamme Reka Industrialin 3,5 euron tavoitehinnan ja toistamme myy-suosituksemme. Osakkeen arvostus on korkeahko suhteutettuna liiketoiminnan vapaan rahavirran tuottookykyyn. Samanaikaisesti yhtiökohtaista riskitasoa kasvattaa huomattavan suuri velkataakka. Näin ollen oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmasta riski/tuotto-suhte on näkemyksemme mukaan heikko.

Nykyisen johdon alaisuudessa yhtiön operatiivinen liiketoiminta on kehittynyt oikeansuuntaisesti, kun yhtiö on kehittänyt useita prosesseja ja ennen kaikkea vahvistanut myyntiään. Tämän asteittain edenneen myönteisen kehityksen ja Reka Kumin hankinnan ansiosta on yhtiöllä mielestämme aiempaa paremmat edellytykset kestävästi toimialojen kontekstissa hyvään operatiiviseen tulostasoon.

Operatiivisesta tuloksesta ja rahavirrasta kuitenkin valuu tällä hetkellä liian suuri osa korkean velkaantuneisuuden hoitamiseen rahoituskustannuksien muodossa. Arviomme mukaan pelkästään liiketoiminnan vapaalla rahavirralla nykyisen taserakenteen tervehdyttäminen on vähintäänkin erittäin pitkä tie ja siinä onnistumiseen liittyy myös riskejä.

Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisikin kerätä oman pääoman ehtoista rahoitusta, jolla liian suureksi kasvanutta velkataakkaa voitaisiin lyhentää. Tätä kautta myös osakkeenomistajien todennäköisyydet päästä poimimaan orastavan positiivisen kehityksen hedelmiä pidemmällä tähtäimellä olisi selvästi korkeammat.

Arvostustaso ja verrokkiryhmä

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,85	5,01	2,03	2,04	3,52	4,29	4,29	4,29	4,29
Osakemäärä, milj. kpl	6,0	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Markkina-arvo	29	30	12	12	21	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)	41	38	24	28	41	49	48	45	43
P/E (oik.)	8,8	10,5	21,0	80,4	21,9	14,7	11,5	10,5	9,5
P/E	8,8	9,8	neg.	neg.	21,9	14,7	11,5	10,5	9,5
P/Kassavirta	1,6	4,8	neg.	1,5	neg.	17,5	6,0	4,5	4,5
P/B	3,8	2,8	1,5	1,7	1,9	2,0	1,8	1,6	1,4
P/S	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,1	5,2	6,9	5,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,8
EV/EBIT (oik.)	6,9	7,8	11,4	13,6	9,1	9,6	8,9	8,0	7,2
Osinko/tulos (%)	7,2 %	15,6 %	neg.	0,0 %	31,2 %	17,1 %	26,7 %	24,6 %	22,2 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,6 %	1,0 %	0,0 %	1,4 %	1,2 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
PRYSMIAN SPA	28,57	7690	10162	15,9	13,4	10,3	9,0	0,8	0,8	21,6	18,3	2,0	2,3	3,1
NEXANS SA	71,85	3156	3009	11,7	9,3	7,3	6,0	0,5	0,5	20,8	16,2	1,1	1,4	2,4
LEONI AG	12,00	392	1856	77,7	20,2	9,3	6,6	0,4	0,4		10,6			1,7
NKT HOLDING A/S	283,6	1646	1677		24,4	19,1	10,2	1,2	1,0		37,4			1,7
Reka Industrial (Inderes)	4,29	26	49	9,6	8,9	4,6	4,4	0,3	0,3	14,7	11,5	1,2	2,3	2,0
Keskisarvo				35,1	16,8	11,5	7,9	0,7	0,7	21,2	20,6	1,5	1,9	2,2
Mediaani				15,9	16,8	9,8	7,8	0,7	0,6	21,2	17,2	1,5	1,9	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-40 %	-47 %	-53 %	-44 %	-52 %	-51 %	-31 %	-34 %	-24 %	25 %	0 %

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

Sijoitusprofiili

Ei selkeää sijoitusprofiilia

Reka Industrial ei mielestämme istu mihinkään tyyppilliseen sijoitusprofiiliin yksioikoisesti. Ajoittain yhtiö on historiallisen voimakkaan tulostason heilunnan ansiosta ollut perusteltua luokitella käänneyhtiöksi.

Pitkällä aikavälillä yhtiö arviomme mukaan pyrkii kuitenkin profiloitumaan kasvuyhtiöksi. Tätä mutta sijoitusprofiilia kuitenkin heikentää tulostason vaihtelu. Kasvuyhtiöprofiilia mielestämme vahvisti toimialalaajennus, mutta lunastaakseen kasvuyhtiöprofiiliin on yhtiöltä mielestämme perusteltua edellyttää useamman vuoden näyttöjä kannattavasta kasvusta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Reka Industrialin keskeiset potentiaaliset arvoajurit ovat:

Liikevaihdon kasvu: Kaapeliliiketoiminnan tuloksentehtävyyden historiallista herkkyyttä tuotannon käyttöasteeseen peilaten on liikevaihdon kasvu merkittävimpiä potentiaalisia arvoajureita. Liikevaihdon kasvun ajureina toimivat tällä hetkellä sekä kaapeleiden hyvä kysyntänäkymä että kumitoimialan tuoma kasvu. Kumitoimialan kasvupotentiaalilla on myös olennainen potentiaali vähentää konsernin tuloksen kausiluonteisuutta.

Kannattavuuden vahvistaminen:

Näkemyksemme mukaan yhtiön viime vuosien kannattavuustaso on alle liiketoiminnan potentiaalinen. Siten näemmekin yhtiöllä potentiaalia vahvistaa kannattavuuttaan.

Velkaantuneisuuden laskeminen:

Näkemyksemme mukaan yhtiön riskiprofiilia korottaa merkittävästi tällä hetkellä korkea velkaantuneisuus. Velkatasoa laskemalla yhtiö voisi näkemyksemme mukaan laskea sijoittajan riskitasoa, mikä myös tukisi osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa. Olennaisessa asemassa velkatason laskussa on arviomme mukaan kumitoimialan kyky tuottaa vapaata rahavirtaa, jota voidaan allokoida velkatason laskuun.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Markkinariskit: Merkittävä osa kaapelitoimialan kulurakenteesta muodostuu muuttuvista kustannuksista. Muuttuvat kulut koostuvat merkittävältä osin kaapeleiden valmistukseen käytettävistä metalleista (alumiinista ja kuparista) sekä muovista. Näiden muuttuvien kustannuksien markkinoilla tapahtuvat hintojen muutokset vaikuttavat yhtiön myyntikatteeseen ja kokonaistulokseen siltä osin, kun ne eivät siirry asiakkaiden maksettavaksi tai hyödyksi hintojen kautta. Arviomme mukaan raaka-aineiden hintojen muutos saadaan siirrettyä kohtuullisesti 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. Lisäksi raaka-aineiden hintojen äkilliset muutokset voivat heijastua voimalla varaston

arvon muutoksen kautta yhtiön tulokseen, mikä voimistaa tuloksen volatiliiteettiä.

Asiakasriskit: Lähes kolmannes (2020 31 %) yhtiön liikevaihdosta tulee kahdelta suurimmalta asiakkaalta. Asiakkaiden menettäminen tai niiden liiketoimintavaikkeudet laskisivat yhtiön liikevaihtoa merkittävästi ja sen vaikutus kannattavuuteen olisi huomattava. Asiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä, joten emme odota äkillisiä muutoksia niihin. Arviomme mukaan asiakkuudet ovat tukkuliikkeitä joiden kysyntä tulee niiden laajalta asiakasjoukosta. Näin ollen emme odota Reka Kaapelin aseman tukkujen toimittajana olevan uhattuna.

Kysynnän vaihtelu: Kysynnän kausiluonteisuuden vuoksi kaapelitoimialan liikevaihdon kehitys on ollut epätasaista ja tämä on painanut konsernin tulostilannetta selvästi. Kumitoimialan pitäisi tasoittaa tätä vaikutusta, mutta edelleen riski on, että mikäli yhtiö epäonnistuu tasaisessa tehtaiden kuormituksessa rokottaa se yhtiön vuositason tulosta selvästi.

Taseriskit: Yhtiön tase on hauras ja sen velanhoitokyky herättää jossain määrin huolia. Mikäli yhtiö ei onnistu vahvistamaan vapaa kassavirran trendiä, voi se joutua turvautumaan oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Heikentyvä taseasema voisi myös heijastua operatiiviseen kehitykseen, jos luottamus rahoitustilanteen kestävyteen heikentyisi. Tätä riskiä nostaa myös yhtiön (1,2 MEUR:n) näkemyselä verottajan kanssa.

Sijoitusprofiili

1.

Kaapelin kysyntää tukevien investointien näkymä

2.

Kannattavuuspotentiaali toteutunutta tasoa korkeampi

3.

Kumitoimialan kassavirran tuottokyky

4.

Asiakas- ja markkinariskit

5.

Hauras tase

Potentiaali



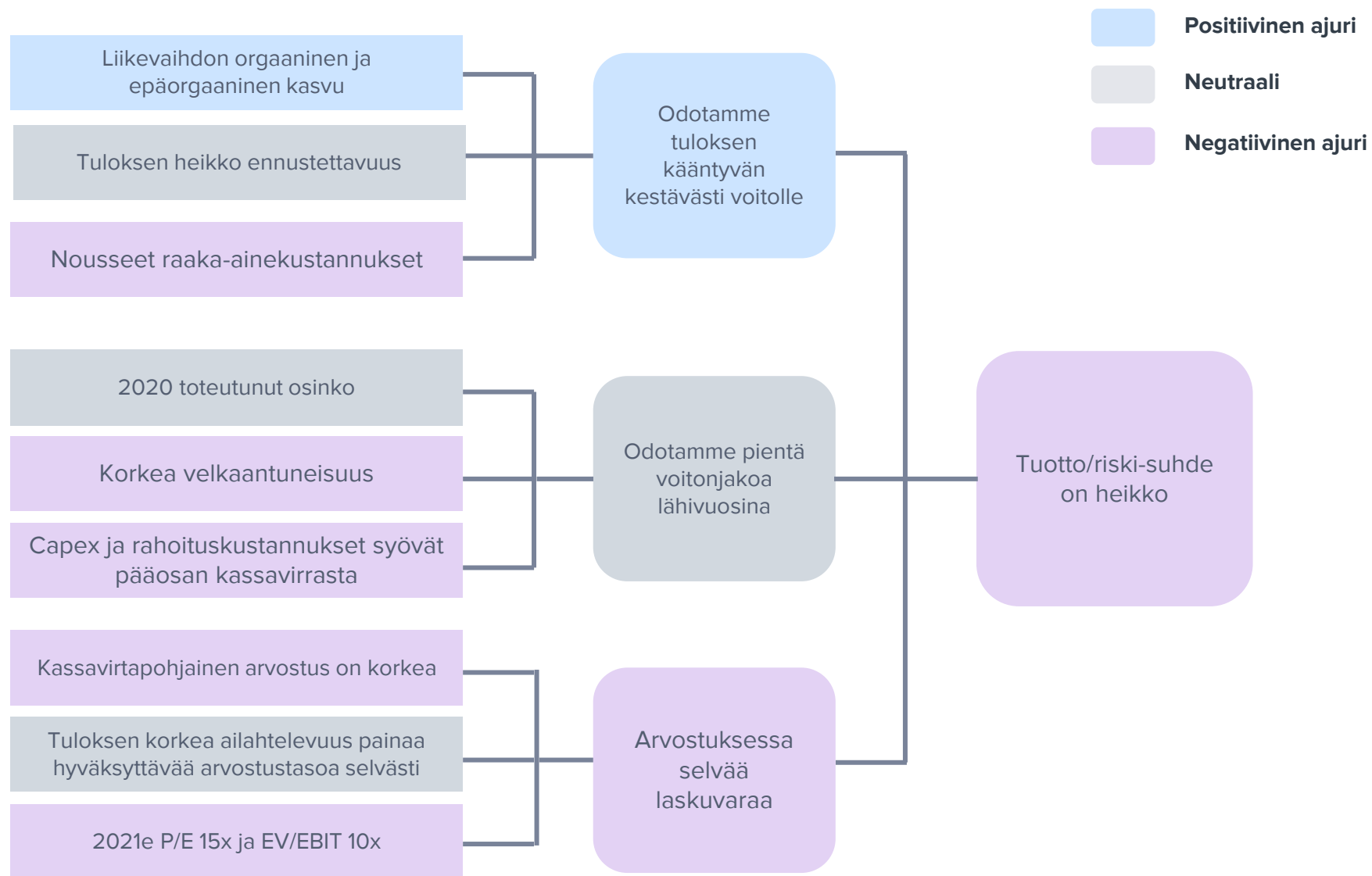
- Kaapelitoimialan kysyntää ajavien toimialojen investointinäkymä on hyvä
- Kannattavuuden nousu tehtaiden käyttöasteiden nousun myötä
- Kumitoimialan myötä vahvistunut vapaan kassavirran tuottokyky tukee edellytyksiä laskea velkatasoa

Riskit



- Pääosa raaka-aineiden hinnoista tulee annettuna markkinoilta, eikä niiden ajoittain voimakas hinnannousu välttämättä heijastu täysin myyntihintoihin
- Yhtiön velkainen tase pitää riskiprofiilin koholla
- Historiallinen kysynnän kausiluonteisuus

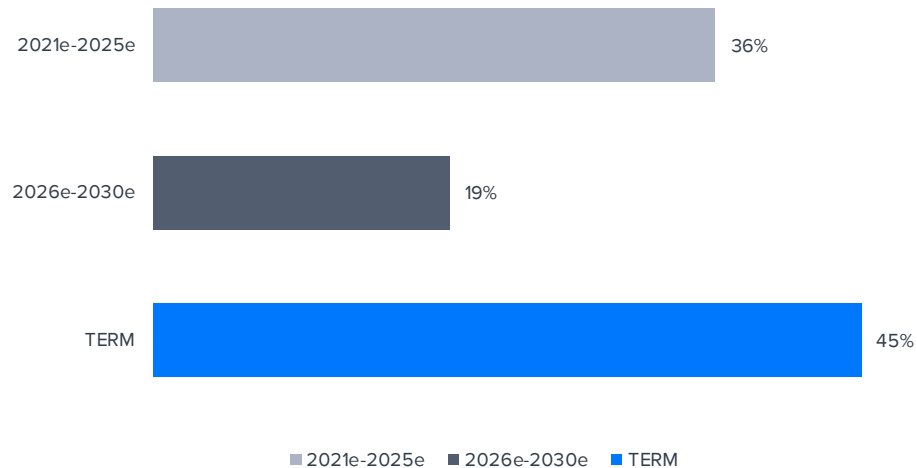
Osaketuoton ajurit 2021-2023e



Kassavirtalaskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,5	5,1	5,3	5,7	5,9	4,9	5,0	4,2	4,3	4,1	4,1	
+ Kokonaispoistot	4,9	5,5	5,5	5,5	5,4	5,0	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	
- Maksetut verot	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,5	0,7	0,0	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	
+ 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	-5,1	-1,7	-1,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,0	9,8	9,7	10,5	10,3	8,7	8,5	7,9	7,9	7,7	7,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,0	-7,5	-5,5	-4,8	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,1	2,3	4,2	5,7	5,6	4,0	3,8	3,2	3,2	3,0	3,0	
+/- Muut	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,1	1,5	4,2	5,7	5,6	4,0	3,8	3,2	3,2	3,0	3,0	46,2
Diskontattu vapaa kassavirta		1,4	3,7	4,6	4,2	2,7	2,4	1,8	1,7	1,5	1,4	20,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		46,2	44,8	41,1	36,6	32,4	29,6	27,3	25,4	23,7	22,2	20,9
Velaton arvo DCF		46,2										
- Korolliset velat		-26										
+ Rahavarat		2,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,3										
Oman pääoman arvo DCF		25,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	32,9	44,2	46,3	46,2	45,5
Liikearvo	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Aineettomat hyödykkeet	1,5	6,0	6,0	6,0	6,0
Käyttöomaisuus	25	29	31	31	30
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5
Laskennalliset verosaamiset	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Vaihtuvat vastaavat	26	29	36	38	39
Vaihto-omaisuus	14	20	24	26	27
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	5,3	5,5	7,1	7,4	7,6
Likvidit varat	6,8	2,8	3,4	3,6	3,6
Taseen loppusumma	59	73	82	84	84

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	7,0	11,1	12,5	14,4	16,3
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-19	-15	-13	-11	-9
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	1,6	1,6	1,6	1,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	27	33	36	31	29
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4
Lainat rahoituslaitoksilta	20	18	21	16	14
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,9	11,6	11,6	11,6	11,6
Lyhytaikaiset velat	25	29	33	39	39
Lainat rahoituslaitoksilta	5	7	7	12	11
Lyhytaikaiset korottomat velat	19	19	24	25	25
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Taseen loppusumma	59	73	82	84	84

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	103,8	97,5	120,4	148,1	155,0	EPS (raportoitu)	-0,09	-0,24	0,16	0,29	0,37
Käyttökate	3,5	4,9	9,4	10,5	10,9	EPS (oikaistu)	0,10	0,03	0,16	0,29	0,37
Liikevoitto	1,0	0,5	4,5	5,1	5,3	Operat. kassavirta / osake	-0,07	1,68	0,84	1,64	1,63
Voitto ennen veroja	-0,7	-1,9	0,9	1,5	2,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,11	1,38	-0,52	0,24	0,71
Nettovoitto	-0,5	-1,4	1,0	1,7	2,2	Omapääoma / osake	1,37	1,17	1,85	2,10	2,42
Kertaluontoiset erät	-1,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,02	0,00	0,05	0,05	0,10
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	46,3	58,9	73,2	81,9	84,3	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	-6 %	23 %	23 %	5 %
Oma pääoma	8,2	7,0	11,1	12,5	14,4	Käyttökatteen kasvu-%	-52 %	40 %	93 %	11 %	4 %
Liikearvo	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-57 %	0 %	116 %	11 %	6 %
Nettovelat	12,1	18,2	22,8	25,1	24,2	EPS oik. kasvu-%	-80 %	-74 %	532 %	82 %	28 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	3,4 %	5,0 %	7,8 %	7,1 %	7,0 %
Käyttökate	3,5	4,9	9,4	10,5	10,9	Oik. Liikevoitto-%	2,0 %	2,2 %	3,8 %	3,4 %	3,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,9	5,8	-5,1	-1,7	-1,1	Liikevoitto-%	1,0 %	0,5 %	3,8 %	3,4 %	3,4 %
Operatiivinen kassavirta	-0,4	10,0	5,0	9,8	9,7	ROE-%	-5,6 %	-19,2 %	10,6 %	14,8 %	16,6 %
Investoinnit	-2,2	-15,0	-16,0	-7,5	-5,5	ROI-%	5,6 %	2,3 %	14,3 %	13,5 %	13,3 %
Vapaa kassavirta	-0,7	8,2	-3,1	1,5	4,2	Omavaraisuusaste	17,7 %	11,8 %	15,1 %	15,3 %	17,1 %
						Nettovelkaantumisaste	148,3 %	262,0 %	205,8 %	200,3 %	167,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Reka Oy			50,7 %			EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Sinkko Erkki			1,0 %			EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,8	4,4	4,6	4,4
Tikkanen Vesa			0,8 %			EV/EBIT (oik.)	11,4	13,6	9,1	9,6	8,9
Reka industrial Oyj			0,7 %			P/E (oik.)	21,0	80,4	21,9	14,7	11,5
Vilpponen Aki			0,6 %			P/B	1,5	1,7	1,9	2,0	1,8
Haloan Oy			0,6 %			Osinkotuotto-%	1,0 %	0,0 %	1,4 %	1,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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 €
3.6.2020	Vähennä	2,30 €	2,38 €
23.10.2020	Vähennä	2,50 €	2,60 €
22.1.2021	Vähennä	2,80 €	3,38 €
26.2.2021	Myy	3,00 €	3,84 €
23.4.2021	Myy	3,50 €	4,35 €
25.5.2021	Myy	3,50 €	4,29 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**