

Exel Composites

Seurannan aloitus

3/2017

**inde
res.**

Kääntein merkkejä ilmassa

Aloitamme Exel Compositesin seurannan 5,40 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Mielestämme osake on arvostettu kohtuullisesti yhtiön potentiaaliin nähden, mutta nousuvara nojaa täysin tulokasvuun, mihin liittyen myös riskiprofiili on vielä koholla.

Exel asemoitunut kasvavien niche-markkinoiden niche-segmenttiin

Exel on keskittynyt kehittämään, valmistamaan ja myymään etenkin pultruusioteknologialla valmistettuja lasi- ja hiilikuitukomposiitteja teollisuuteen ja rakennussektorille. Komposiittien etuna ovat keveys, jäykkyys ja huoltovapaus, mikä pitää komposiittien elinkaarikustannukset monissa tapauksissa kilpailevia materiaaleja (esim. teräs ja alumiini) edullisempina. Exelille relevantti pultruusiokomposiittien markkina on arviolta noin 1,5 miljardin euron kokoinen, mikä on kapea niche komposiittimarkkinoilla ja etenkin koko materiaalmarkkinoilla. Komposiittien kasvupotentiaali on niiden kestävien kilpailuetujen takia korkea ja pultruusiokomposiittien kysynnän ennustetaan kasvavan lähes kaksi kertaa BKT:tä nopeammin kaikilla markkinoilla. Kilpailullisesti markkina on erittäin hajanainen, sillä Exel on 3-4 %:n markkinaosuudellaan maailman suurimpia yhtiöitä segmentissään ja toimialalla toimii lukuisia pieniä ja paikallisia valmistajia. Exelin vuoteen 2019 ulottuvan strategian keskeisenä ajatuksena on hyödyntää tämä kasvupotentiaali, missä keskeisiä asioita ovat mielestämme laatuun ja tuotekehitykseen panostaminen, kasvun kiihdyttäminen Kiinassa, uudet sovellukset, uudet teknologiat ja yritysostot. Näiden painopistealueiden kautta yhtiö pyrkii hankkimaan uusia volyymiasiakkaita ja keskittämään asiakasportfoliota, mikä tehostaisi myös tuotantoa. Arviomme mukaan strategia vastaa Exelin viime vuosien haasteisiin ja toteutuksen onnistuessa näemme siinä merkittävää arvonluontipotentiaalia.

Odotamme yhtiön saavan liikevaihtonsa ja tuloksensa vihdoin kasvuun 2017-2019

Exelin liikevaihdon kehitys on ollut finanssikriisin jälkeen kituliasta ja myös historiallisesti erittäin hyvä kannattavuus on rapautunut 2010-luvulla. Taustalla on arviomme mukaan sisäisiä ja ulkoisia syitä, mutta markkinan fundamentit eivät mielestämme ole heikentyneet rakenteellisesti. Siten pidämme yhtiön aggressiivisiä kasvu- ja kannattavuustavoitteita (vähintään 2x markkinakasvu ja yli 10 %:n EBIT-%) realistisina. Odotamme Exelin pääsevän tänä vuonna Euroopan talouden elpymisen, Kiinassa Q1:llä toteutettavan yritysoston ja kulutason vakiintumisen myötä kiinni tulokasvuun (linjassa yhtiön ohjeistuksensa kanssa) ja parantavan asteittain lähivuosina. Exelin pääriskejä mielestämme ovat markkinariskit, suuret yksittäiset asiakkaat, teknologiariskit sekä liikevaihdon suuri Eurooppa-paino.

Nousuvara nojaa täysin liikevaihdon kasvun ajamaan tulokasvuun

Exelin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 17x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat kertoimet 9x ja 6x. 2018 kertoimet ovat alle markkinoiden Exelille historiallisesti hyväksymän korkeahkon arvostustason. Siten pidämme kertoimia potentiaaliin (2018 tulos vielä kaukana potentiaalista) nähden houkuttelevina, mutta osakkeen nousuvara nojaa täysin liikevaihdonkasvun ajamaan tulokasvuun, sillä kertoimissa ei ole nousuvara. Toisaalta myös riskit ovat kohollaan, sillä ennusteiden pettäessä tasepohjainen arvostus (P/B 2,0x) ja osinkotuotto (2016: osinkotuotto-% 2,0 %) eivät tarjoa tukitasoja osakkeelle. Näkemystämme Exelin positiivisesta tuotto-odotuksesta vuoden tähtäimellä tukevat myös suhteellinen arvostus ja kassavirtamalli.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Ei suositusta

5,40 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



Osakekurssi: 4,93 EUR

Potentiaali: +9,5 %

Avainluvut

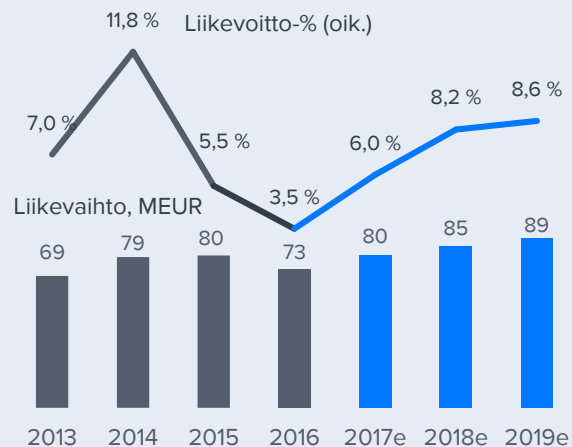
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	73,1	80,1	84,9
Kasvu-%	-8,9 %	9,6 %	6,0 %
EBIT (oik.)	2,5	4,8	6,9
EBIT-% (oik.)	3,5 %	6,0 %	8,2 %
Tulos ennen vero	0,7	4,4	6,4
Nettotulos	0,2	3,4	4,6
EPS (oik.)	0,15	0,29	0,39
Osinko	0,10	0,15	0,18
Jakosuhte	2,0 %	3,0 %	3,7 %
P/E	34,3	17,1	12,7
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/S	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	10,9	8,8	6,1
EV/EBIT	24,8	13,8	9,2
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,0 %	3,7 %

Kurssikehitys



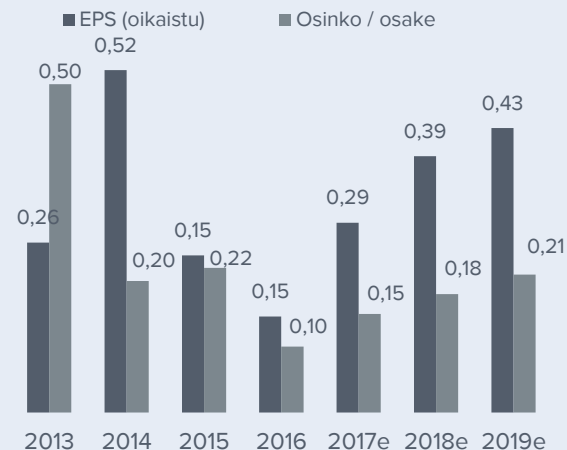
Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes, Exel

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

17x

2017e

EV/EBITDA

9x

2017e

EV/S

0,9x

2017e

Osinko-%

3%

2017e



Arvoajurit

- Kasvava komposiitti-markkina tarjoaa hyvän kasvualustan
- Kannattavuus on kaukana potentiaalista
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Arvostuskertoimissa on nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu profiloitumaan kasvuyhtiöksi



Riskitekijät

- Yhtiö on alisuorittanut finanssikriisin jälkeen
- Markkinariskit syklisen kysynnän ja ison Eurooppa-painon takia
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Kasvun epäonnistuminen painaisi hyväksyttäviä kertoimia



Arvostus

- Vuoden 2017 kertomilla osake on melko hintava
- Tuloskasvu laskee kertoimet houkutteleviksi 2018-2019
- Osake ei saa tukea P/B:stä tai osinkotuotosta
- Lähivuosien tuotto-odotus on kohtuullinen riskeihin nähden

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Liiketoimintamalli	s. 11-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 13-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-22
Taloudellinen tilanne	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-26
Arvonmääritys ja suositus	s. 27-32
Taulukot	s. 33-34
Vastuuvapauslauseke	s. 35

Yhtiöesittely (1/2)

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Exel Composites on maailman johtavia komposiittiyhtiöitä, joka suunnittelee, valmistaa ja markkinoi vaativia hiili- ja lasikuituun pohjautuvia komposiittituotteita ja -ratkaisuja pääosin teollisiin ja rakentamiseen liittyviin loppukäyttöihin. Exel on keskittynyt toistaiseksi etenkin pultruusioteknologialla valmistettuihin komposiittituotteisiin, joissa yhtiö on myös globaali markkinajohtaja. Pultruusiokomposiitit ovat niche-segmentti komposiittimarkkinoilla, joka on taas niche valtavilla materiaali-markkinoilla. Näin ollen Exel on keskittynyt tarjoamaan varsin erikoistunutta ja myös erittäin räätälöityä tuotevalikoimaa vaativiin sovelluksiin.

Exel on vahvasti Eurooppa-vetoinen yhtiö, sillä sen myynnistä noin 80 % kertyy Euroopasta, kun taas loput noin 20 % tulevat pääosin Aasiasta ja Oseaniasta. Tuotantolaitoksia Exelillä on Suomen lisäksi Belgiassa, Saksassa, Itävallassa, Isossa-Britanniassa, Kiinassa ja Australiassa (ajetaan alas 2017 aikana). Konsernissa työskenteli vuoden 2016 lopussa noin 455 henkilöä. Exel on listattuna Helsingin Pörssin päälistalle ja yhtiön kaupankäyntitunnus on EXL1V.

Liiketoimintarakenne

11 tytäryhtiöstä ja emoyhtiöstä (emoyhtiö omistaa tytäryhtiöistä 100 %) koostuva Exel Composites - konserni raportoi taloudellisen tuloksen vain konsernitason. Liikevaihtonsa Exel raportoi lisäksi kolmeen eri asiakassegmenttiin jaettuna:

- 1. Teolliset sovellukset** ovat suurin Exelin komposiittien loppukäyttökohde. Kyseessä on myös keskimäärin pienistä osista koostuva yläsegmentin asiakassektori, jossa tuotteiden laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita. Tärkeimpiä asiakassektoreita teollisuuden sovelluksissa ovat sellu- ja paperi-, sähkö-, kuljetusväline-teollisuus, koneenrakennus ja telekommunikaatio. Investointivetoisilta teollisuussektoreilta Exelin myynnistä kertyi viime vuonna 55 %.
- 2. Rakentaminen ja infrastruktuuri** on toiseksi suurin asiakassektori, joka toi vuoden 2016 myynnistä 24 %. Tämä sektori käsittää muun muassa rakennuksille ja energia-teollisuuteen toimitettavat komposiittituotteet. Myös tämän asiakassektorin myynti on valtaosin projektivetoista eli jossain määrin syklistä. Lisäksi arviomme, että rakentamisen ja infran tuotteet painottuvat pääosin keskisegmenttiin, jossa tuotteiden vaatimustaso ei ole aivan teollisuuden sovellusten tasolla, mutta toisaalta volyympotentiaali on korkeampi.
- 3. Muut sovellukset** toivat loput 18 % Exelin vuoden 2016 liikevaihdosta. Tämä segmentti käsittää arviomme mukaan myynnin esimerkiksi urheiluvälineisiin, siivous- ja kunnossapitotarvikkeisiin sekä muihin vastaaviin segmentteihin. Muissa sovelluksissa ainakin osa loppukysynnästä on kuluttajavetoista, joten sen kysynnän pitäisi olla hieman investointi- ja projektivetoisia asiakassegmenttejä stabiilimpaa.

Historiallinen kehitys

Exel on ollut listattuna pörssiin vuodesta 1998, joten yhtiön historiallista kehitystä voidaan tarkastella varsin pitkällä perspektiivillä. Ennen vuosien 2008-2009 divestointeja konserniin kuuluivat nykyisen rakenteen lisäksi myös ulkoiluväline- ja salibandyliiketoiminnat, joten pörssitaipaleen alkuvuosilta nykyrakenteeseen on peilattava silloisen Teollisuus-liiketoiminnan numeroita.

Exelin liiketoiminta kasvoi vakuuttavasti vuoteen 2007 asti, sillä yhtiö onnistui kymmenessä vuodessa lähes kymmenkertaistamaan liikevaihtonsa orgaanisen kasvun ja yritystostojen kautta. Finanssikriisin jälkeen yhtiöllä on kuitenkin ollut vaikeampaa, sillä vuonna 2016 yhtiön myynti oli noin 30 % kymmenen vuoden takaista tasoa alempana noin 73 MEUR:ssa.

Viimeisen 10 vuoden vaatimattoman kehityksen taustalla on arviomme mukaan ollut osin vaisu markkinakasvu, sillä sekä finanssikriisi, Euroopan talouden kitulias kasvu sekä raaka-ainehintojen laskusykli ovat rokotaneet komposiittien kysyntää. Vaisusta markkinasta huolimatta myöskään yhtiö ei arviomme mukaan ole täydellisesti onnistunut strategiansa toteutuksessa, sillä Exel on esimerkiksi yhä varsin riippuvainen tiettyjen suurien avainasiakkaiden kysynnästä. Lisäksi yhtiön strategiset valinnat ja resursointi eivät välttämättä ole tukeneet liiketoiminnan kasvattamista 2010-luvun alkupuolella.

Yhtiöesittely (2/2)

Historiallisesti Exelin kasvu on ollut erittäin kannattavaa, sillä teollisuusliiketoiminnan vuosien 1998-2012 keskimääräinen liikevoittomarginaali oli 13,0 %. Tämä indikoi mielestämme Exelin vahvaa markkina-asemaa ja korkean lisäarvon tuotetarjoamaa, jotka ovat antaneet yhtiölle hyvän hinnoitteluvoiman. Historiallisesti yhtiö on yltänyt myös erinomaiseen yli 20 %:n keskimääräiseen oman pääoman tuottoon, sillä Exelin liiketoiminta ei sido huomattavia pääomia.

Viime vuodet ovat sen sijaan olleet vaikeita Exelille lukuun ottamatta suurten asiakkaiden tilapäisesti vahvan kysynnän värittämää vuotta 2014 lukuun ottamatta. Esimerkiksi viime vuonna kannattavuus vajosi historiallisen heikoksi, sillä oikaistu liikevoittomarginaali oli vain 3,6 %. Huomattavaa kuitenkin on, että yhtiö on pystynyt säilyttämään myyntikatemarginaalinsa (liikevaihdon ja materiaali sekä palvelukustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) erittäin korkealla ja historiallista tasoa melko hyvin vastaavalla yli 60 %:n tasolla. Tuotannon kustannusrakennetta paremmin kuvaavat bruttokatteet (liikevaihdon sekä hankinnan ja valmistuksen kustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) ovat arviomme mukaan myös yhä korkeita (jopa 35-40 %) etenkin suhteessa moniin muihin teollisuussektoreihin. Siten markkinan fundamenteissa ei mielestämme ole tapahtunut rakenteellisia muutoksia. Näin ollen yhtiöllä olisi mielestämme edellytyksiä palata ainakin historiallisen kannattavuustasojen tuntumaan, jos yhtiö saisi käännettyä myyntinsä kestäväälle nousu-uralle.

Johto ja omistajarakenne

Exelin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2014 lähtien DI Riku Kytömäki, jonka johdolla laadittua aggressiivista kasvustrategiaa yhtiö on toteuttanut vuodesta 2014 alkaen. Mielestämme pitkän kokemuksen ABB:llä myynti- ja johtotehtävissä hankkinut Kytömäki on profiililtaan sopiva henkilö kääntämään Exel kasvu-uralle, vaikka vuodet 2015-2016 ovatkin olleet yhtiölle vaikeita kasvupanostuksista huolimatta.

Yhteensä kuusihenkisestä johtoryhmästä kahdella on takana pidempi ura Exelissä, joten vaihtuvuus yhtiön johdossa on ollut viime vuosina huomattavaa. Hallituksessa kahdella jäsenestä viidestä on oli 5 vuoden kokemus Exelistä (ml. puheenjohtaja Reima Kerttula), mutta kolme hallitusjäsentä on aloittanut vuosina 2015-2016. Näemme toimivan johdon ja hallituksen keskimäärin tuoreen taustan kuitenkin lähtökohtaisesti positiivisena asiana, sillä mielestämme yhtiö on kaivannut johtoportaan uusimista yhtiön finanssikriisin jälkeisen heikon talouskehityksen takia.

Exelin kaksi suurinta omistajaa ovat SEB AB:n ja Nordea Pankki Suomen hallintarekisterit, jotka omistavat yhtiöstä 19,6 % ja 14,5 % (voi jakautua useille omistajille). Kymmenestä suurimmasta omistajasta loput ovat yhtä yksityishenkilöä lukuun ottamatta rahastoja tai eläkeyhtiöitä. Kasvollisia pääomistajia Exeliltä ei siis löydy, mutta erityisen poikkeavana omistajarakennetta ei mielestämme voida pitää. Kymmenen suurimman omistajan osuus yhtiöstä on hieman yli 60 %, mikä heijastuu väistämättä osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrään,

vaikka varsinaisia ankkuriomistajia yhtiössä ei välttämättä olekaan. Tästä syystä osakkeelta pitää mielestämme vaatia toistaiseksi arvonmäärittelyssä likviditeettipreemiota.

Exel Composites

Exel Composites on maailman johtava pultruusiotekniikalla valmistettujen komposiittimateriaalien tuottaja

1970-luku

Komposiittien valmistus alkaa

1998

LISTAUTUMINEN

#1-2 markkina-osuus

Pultruusiokomposiittien maailmanmarkkina

* Exel Composites

73,1 MEUR (-8,9 % vs. 2015)

LIIKEVAIHTO 2016

2,6 MEUR (3,6 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2016

455

HENKILÖSTÖ KESK. VUONNA 2016

8

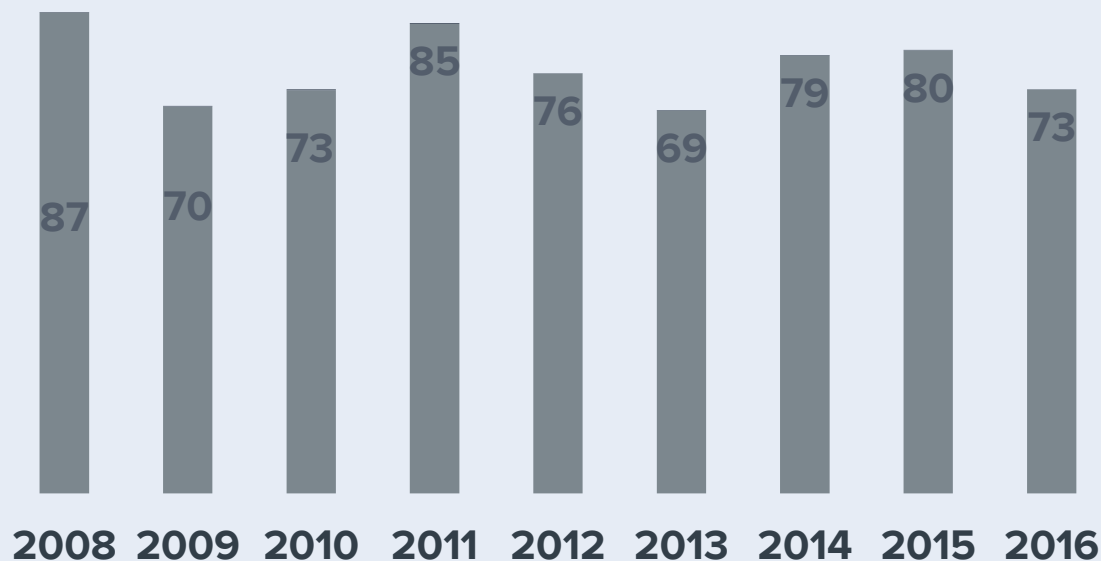
TEHDASTA 3 MANTEREELLA

Urheiluvälineistä luopuminen 2008
Vaisu kysyntä finanssikriisin ja Euroopan heikon talouskasvun takia

Finanssikriisin yli vahvana pysynyt kannattavuus rapautuu 2012-2013

Uusi CEO valitaan 9/2013
Aggressiivinen kasvu-strategian toteutus 2014-2016
Metallien ja öljyn alhaiset hinnat rokottavat kysyntää
Kannattavuus heikkenee yhä 2015-2016

Exelin liikevaihdon (MEUR) kehitys 2008-2016

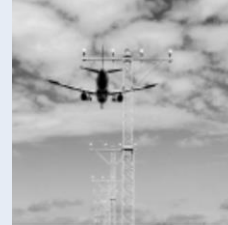


Exelin tyypillisiä tuotteita



Putkituotteet

- Käyttösovelluksia: Urheiluvälineet, mittalaitteet, robotiikka, antenniputket, kevytrakenteet, puomit



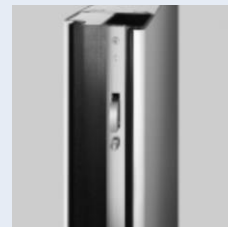
Exel-järjestelmät

- Käyttösovelluksia: Lähestymisvalomastot, säämastot, ILS-mastot, erikoismastot, teleskooppijärjestelmät ja -varret



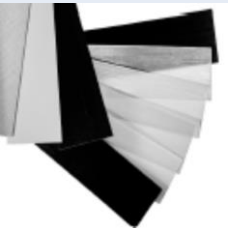
Räätälöidyt/vakioprofiilit

- Käyttösovelluksia: Antennisuoja-profiilit, kulkutasot, vedenkäsittelyprofiilit ja koneenosat



Ikkuna ja oviprofiilit

- Käyttösovelluksia: Ikkunoiden ja ovien karmit, ovien- ja liukuovien kynnyprofiilit, lämpökatkot ja jäykisteet



Laminaatit

- Käyttösovelluksia: Kuljetusvälineiden lattia- ja seinärakenteet, urheiluvälineet, julkisivurakenteet, muut lattiarakenteet



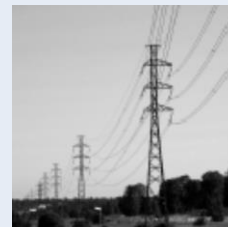
Kuljetusvälineiden komponentit

- Käyttösovelluksia: Junien, bussien, raitiovaunujen ja rekkojen ulko- ja sisäpanelit



Tuulivoimakomponentit

- Käyttösovelluksia: Siipien vahvisteet, siipirakenteet, generaattorien eritekomponentit



Sähköteollisuudet komponentit

- Käyttösovelluksia: Sähkömoottorien, muuntajien ja generaattorien eristekomponentit, eristetangot, kaapelien vahvisteet ja ytimet

Sijoitusprofiili

Exel on kasvuyhtiö

Vaikka Exelin myynnin kehitys on ollut viime vuosina kituliasta, profiloituu Exel mielestämme silti kasvuyhtiöksi johtuen yhtiön markkinoiden houkuttelevasta pitkän aikavälin kasvunäkymästä. Tätä profiloitumista tukee myös yhtiön loppuvuodesta 2014 julkaisema strategia, jossa yhtiö nosti kasvun selvästi lyhyen aikavälin kannattavuuden edelle.

Pidämme Exelin strategista painotusta kasvuun ehdottomasti järkevänä valintana yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta. Lyhyellä tähtäimellä verrattain aggressiivinen kasvuun panostaminen on kuitenkin riskisempi tie. Tämän yhtiö on saanut havaita vuosina 2015-2016, jolloin liikevaihdon lasku ja kulujen kasvu muodostivat kannattavuuden kannalta myrkyllisen yhtälön. Kasvu sitoo valmistavassa teollisuudessa myös väistämättä pääomia, mikä heijastuu yhtiö kohtuullisesta tase-asetemasta huolimatta yhtiön lyhyen aikavälin osinkopotentiaaliin. Näin ollen osinkoyhtiöksi Exeliä ei voi luokitella, vaikka yhtiön onkin ollut historiallisesti varsin osinkoystävällinen.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Exelin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Orgaaninen kasvu:** Komposiittimarkkinoiden kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä houkuttelevat, mikä tarjoaa Exelin arvonluonnille erinomaisen alustan. Mielestämme yhtiöllä on markkina-asetemansa ja tuote-tarjontansa ansiosta edellytyksiä markkinoita nopeampaan kasvuun.
- **Kannattavuuden parantaminen:** Exel on yltänyt historiallisesti selvästi nykyistä

vahvempiin kannattavuustasoihin eikä toimialan fundamenteissa ole mielestämme tapahtunut muutoksia, joiden takia historiallisten kannattavuustasojen saavuttaminen ei olisi realistista. Kannattavuuden parantuminen vaatii etenkin kasvua, jonka avulla kiinteä kulurakenne skaalautuu ja toisaalta operatiivinen tehokkuus paranee.

- **Maltilliset investointitarpeet:** Exelin nykyinen tuotantoportfolio on yltänyt yli 100 MEUR:n vuosiliikevaihtoon, joten yhtiöllä on edellytyksiä kasvattaa myyntiään selvästi ainakin Euroopassa ilman merkittäviä investointeja. Arviomme mukaan nykyisen kapasiteetin täyttäminen skaalautuisi suhteellisen hyvin kannattavuuteen.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Komposiittimarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja arviomme konsolidaation etenevän alalla, kun toimijat alkavat hakea perusteellisuussektorilla konkreettisia suuruuden ekonomian hyötyjä. Tämä avaa Exelille mahdollisuuksia kasvun kiihdyttämiseen epäorgaanisesti.

Riskit

Sijoittajan kannalta Exelin keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Vaikka komposiittimarkkinaa tukevat mielestämme pitkällä aikavälillä kestävät ajurit, lyhyellä aikavälillä komposiittien kysyntä on osin riippuvainen komposiittien hinnoista suhteessa kilpaileviin materiaaleihin (esim. teräs, alumiini ja muovi). Lisäksi Exelin liikevaihdosta suuri osa tulee melko syklistä investointihyödyke- ja rakennussektoreilta. Näin ollen Exelin liikevaihto voi vaihdella lyhyellä aikavälillä

selvästi, mikä vaikuttaa väistämättä myös kannattavuuteen lyhyellä tähtäimellä.

- **Teknologiariski:** Exel on yhteen materiaaliin ja vielä myös yhteen valmistusteknologiaan keskittynyt niche-peluri, joten yhtiö on varsin riippuvainen sekä tuotteen että tuotantoteknologian kilpailukyvyistä. Kyseessä on kuitenkin etenkin pitkän ajan riski, sillä tämän tyyppiset muutokset ovat tyyppisesti hitaita.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Exel käyttää pääraaka-aineinaan lasi- ja hiilikuitua ja hartseja, jotka yhtiö ostaa maailmanmarkkinoilta niiden määräämään hintaan. Näin ollen raaka-aineiden hintojen muutokset voivat heiluttaa kannattavuutta, jos niitä ei saada siirrettyä lopputuotteiden hintoihin. Historiallisesti Exelin myyntikate on kuitenkin pysynyt vakaana, joten yhtiöllä vaikuttaa olevan suhteellisen hyvä hinnoitteluvoima.
- **Merkittävät yksittäiset asiakkaat:** Exelin suurin asiakas tuo yhtiön liikevaihdosta edelleen yli 15 % ja arviomme mukaan portfoliossa on muutamia muita asiakkaita 5-10 %:n osuuksilla. Yksittäisen asiakkaan menettäminen tai avainasiakkaiden kysynnän heiluminen vaikuttavat olennaisesti Exelin volyymeihin ja kannattavuuteen. Tästä konkreettinen esimerkki oli vuosi 2016, jolloin suurimman asiakkaan 5 MEUR:n myynnin lasku rokotti tulosta.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Exelillä on viime vuosilta rajallisesti kokemusta yrityskaupoista, mikä korostaa ostoihin aina liittyviä riskejä. Lisäksi yhtiö saattaa hakea yrityskaupoilla laajentumista uusille markkinoille ja/tai tuotantoteknologioihin, mikä kohottaa myös mahdollisten yritysostojen riskiprofiilia.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kehittyvä komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvunäkymän pitkällä aikavälillä
- Kannattavuus on kaukana historiallisilta tasoilta
- Tuotekehitys ja uudet tuotesovellukset
- Epäorgaanista kasvua konsolidoituvalla markkinalla

Riskit

- Näkyvyys investointivetoiseen projektimyyntiin on rajallinen
- Raaka-aineiden hintariski
- Suurimmat asiakkaat merkittäviä
- Yhtiö on fokusoitunut yhteen tuotantoteknologiaan
- Yrityskauppariski

Liiketoimintamalli

Räätälöityihin tuotteisiin pohjautuva liiketoimintamalli

Exelin liiketoimintamalli on hyvin tyypillinen valmistavassa teollisuudessa toimivalle yhtiölle, sillä yhtiö on keskittynyt myymään ja markkinoimaan itse kehittämiään ja valmistamia tuotteita. Huomioitavaa liiketoimintamallissa on kuitenkin se, että Exelin tuotteet ovat hyvin suurelta osin räätälöityjä yksittäisen asiakkaan tarpeisiin tai vaatimuksiin. Tämä helpottaa yhtiön hinnoitteluasemaa, mutta toisaalta tuotantoportfoliosta muodostuu varsin kompleksi, mikä rajoittaa massatuotannon hyötyjä etenkin, jos asiakasportfolio on laaja.

Asiakkaita on paljon, mutta avainasiakkaat määräävät vielä suunnan

Lukumääräisesti Exelillä on arviomme mukaan satoja yksittäisiä asiakkaita. Suurin osa asiakkaista on kuitenkin pieniä, sillä arviomme mukaan suurimmat noin 10-15 avainasiakasta tuovat yhtiön vuosittaisesti liikevaihdesta yli puolet. Vuonna 2016 suurin asiakas toi Exelin liikevaihdesta yli 15 %. Näin ollen suurimpien asiakkaiden merkitys on yhtiölle huomattava ja niiden kysynnän kehitys asettaa varsin tiukan viitekehysten konserniin liikevaihdon kehitykselle lyhyellä aikavälillä.

Arvioimme Exelin pyrkivän laajentamaan suurien (yli 1 MEUR myynti) ja keskikokoisten (myynti satoja tuhansia euroja) asiakkaiden määrää portfoliossa olemalla varsin valikoiva pienissä asiakkuuksissa, mikä laskisi yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä ja mahdollistaisi tuotantotehokkuuden noston. Tämä vaatisi menestyksekkästä uusasiakashankintaa ja nykyisten asiakkaiden myynnin kasvattamista. Siten asiakasrakenteen parantaminen ottaa

parhaassakin tapauksessa aikaa.

Tilaukskannan näkyvyys lyhyt ja kapasiteetti joustaa rajallisesti lyhyellä aikavälillä

Exel saa tyypillisesti asiakkailtaan kysyntä-ennusteet seuraavalle 6 kuukaudelle tai vuodelle, mutta ennusteet muuttuvat sitoviksi tilauksiksi tyypillisesti vasta joitakin viikkoja ennen toimitusta. Näin ollen Exelin ”kova” tilaukskanta on tyypillisesti varsin lyhyt ja kattaa vain osan seuraavan kvartaalin myynnistä ja marginaalisen osan lähikvartaalien toimituksista. Yhtiöllä on siis varsin lyhyt näkyvyys kysynnän kehitykseen. Tämä vaikeuttaa tilaus/toimitusketjun hallittavuutta ja voi aiheuttaa yllätyksiä, jos ennusteet pettävät, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetti joustaa rajallisesti. Sijoittajille lähes olematon näkyvyys ongelmallinen asia, mutta toimialan logiikan takia tilanne tuskin muuttuu.

Skaalaedut ovat konkreettisia myös komposiittiliiketoiminnassa

Kiinteiden kustannusten osuus Exelin kuluista on tyypillisesti korkea, sillä yhtiön myyntikatteet ovat korkeita ja toisaalta komposiittien tuotanto on monia muita perusteellisuuden toimialoja henkilöintensiivisempää (verrattain paljon käsin tehtäviä työvaiheita). Lisäksi yhtiöllä on liikevaihtotasoon nähden suhteellisen raskas yleiskustannusmassa (esim. 8 tehdasta, melko laaja myynti- ja palveluverkko, pörssiilistaus). Tämä tarkoittaa toisaalta suhteellisen vahvaa tulosvipua, jos yhtiö pystyy lisäämään nykyisten tehtaidensa myyntiä, jolloin kiinteä kulurakenne skaalautuisi korkeammalle liikevaihtotasolle. Vipu toimii luonnollisesti päinvastaisesti liikevaihdon laskiessa.

Sen sijaan uuden kapasiteetin lisääminen

tehdasverkkoon skaalautuisi Exelin tapauksessa heikommin, mikä on tyypillistä valmistavassa perusteellisyydessä. Tämä johtuu siitä, että uusien tehtaiden rakentaminen vaatisi panostuksia myös kiinteään kulurakenteeseen.

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

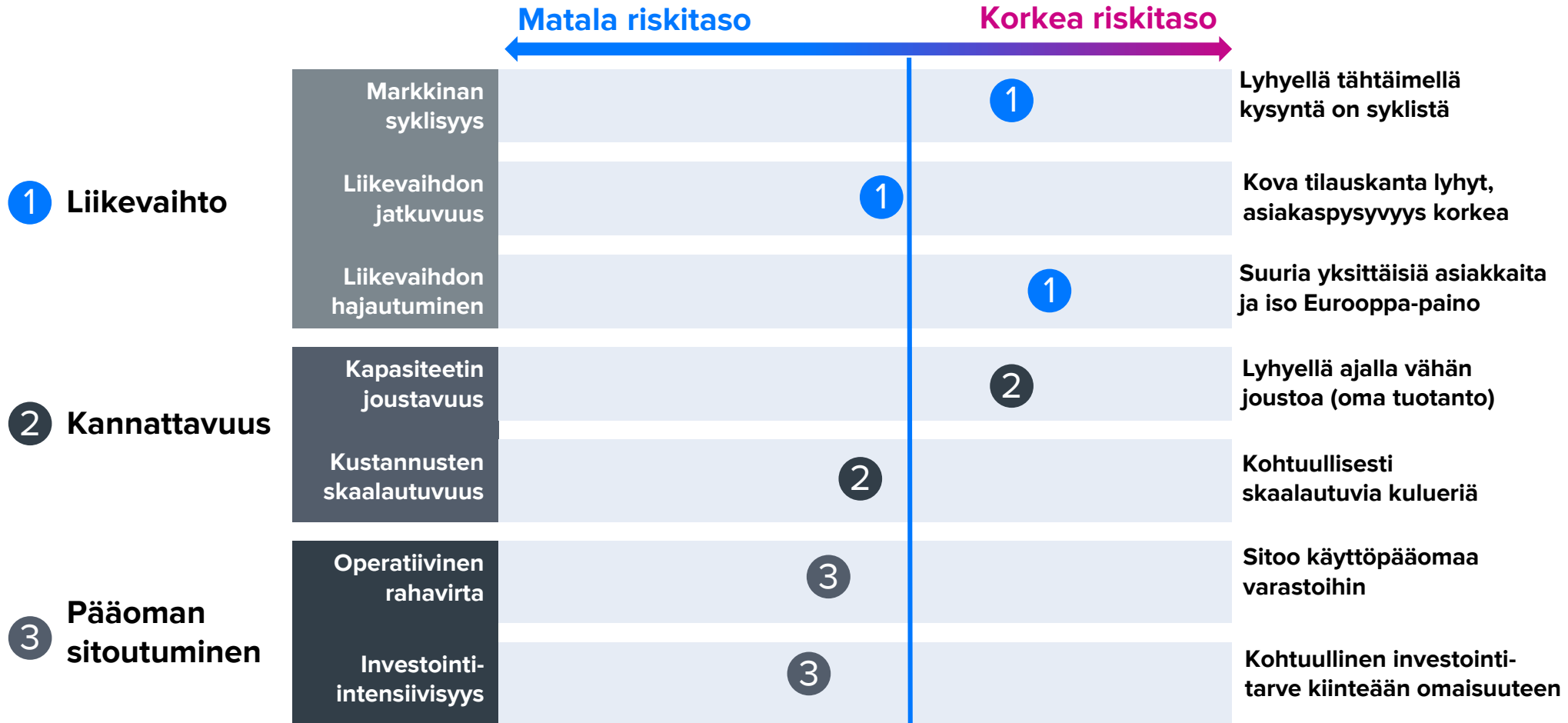
Vaikka Exel operoi valmistavassa teollisuudessa, komposiittiliiketoiminta ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen. Esimerkiksi vuoden 2016 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli kohtuullinen 19 %. Tämä johtuu komposiittivalmistuksen luonteesta, joka on verrattain kevyttä ja henkilöintensiivistä verrattuna moniin muihin valmistavan teollisuuden toimialoihin.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Exelin komposiittiliiketoiminta sitoo käyttöpääomaa lähinnä vaihto-omaisuuteen eli varastoihin, mikä on myös tyypillistä valmistavalle teollisuudelle. Ostovelkojen ja myyntisaamisten suhteen yhtiö on sen sijaan pystynyt pitämään suotuisana (ts. ostovelat > myyntisaamiset) yhtiön pienehköstä kokoluokasta huolimatta. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2016 lopussa 9 %, joten myös tässä suhteessa pääoman sitoutuminen on kohtuullista.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta yhtiöllä on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa sekä omalle että sijoitetulle pääomalle. Liiketoiminnan kasvu ei myöskään sido kohtuuttomasti yhtiön kassavirtaa. Yhtiöllä ei siis ole pääomatarpeita ilman Exelin mittaluokassa merkittäviä yritysostoja. Kohtalainen pääomantarve heijastuu myös positiivisesti Exelin osingonmaksukykyyn.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Exelin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Differentioitumiseen pohjautuva kasvustrategia

Exel julkaisi vuoteen 2019 ulottuvan strategiansa vuoden 2014 lopulla. Mielestämme strategian keskeinen ajatus on hyödyntää kasvavien ja kehittyvien komposiittimarkkinoiden kasvumahdollisuudet täysimääräisesti. Strategian kulmakivet olivat yhtiön mukaan:

- 1) asiakkaiden mukana kasvaminen palvelun ja kilpailuedun luomisen avulla**
- 2) kasvun nopeuttaminen Kiinassa**
- 3) laajentuminen uusiin sovelluksiin**
- 4) aidosti globaalin markkina-aseman luominen ja**
- 5) kasvu uusien teknologioiden avulla.**

Strategia nojaa arviomme mukaan Exelin korkeaan tuotelaatuun, jonka avulla yhtiö pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan. Laadun taustalla ovat yhtiön pitkäaikaiset ja jatkuvat panostukset tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Laatunäkökulmasta huolimatta arviomme historiallisesti vaativimpiin sovelluksiin keskittyneen Exelin olevan aiempaa kiinnostuneempi laajentumaan suuren volyymin keskisegmenttiin etenkin Kiinassa ja rakennussektorilla, minkä kautta yhtiö saa nostettua tuotantoportfolion peruskuormaa ja hankittua massatuotannon tehokkuusetuja tuotantoon.

Laadulla erottautumisella Exel pyrkii sekä kasvattamaan myyntiään markkinoita nopeammin että toisaalta saavuttamaan preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin. Tämä on tarpeen, sillä kustannustehokkuudessa yhtiö jää arviomme mukaan tietyiltä osin jälkeen kevyemmän kustannustason maissa operoivia ja

pienempiä paikallisia kilpailijoita (kevyempi yleiskulujen rakenne). Tuotelaatuun liittyvä olennaisesti lisäksi toimitusvarmuus, jossa yhtiöllä on hyvä track-record. Tuotekehityksessä onnistuminen on myös avainasemassa uusiin sovelluksiin ja teknologioihin murtautumisessa. Tämä on taas arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä edellytys markkinoita nopeammalle kasvulle. Pitkällä tähtäimellä kestävää kilpailuetua tuotteet, laatu ja toimitusvarmuus eivät kuitenkaan mielestämme anna valmistavassa teollisuudessa vaan ne antavat yhtiölle lähinnä etumatkaa suhteessa kilpailijoihin.

Pidämme kasvuun panostamista järkevänä valintana, mutta strategia on kunnianhimoinen

Pidämme strategian ydintä järkevänä, sillä Exelin pitkän aikavälin arvon luonnin kannalta konsernin palauttaminen kasvuun on mielestämme keskeisessä roolissa. Lyhyellä tähtäimellä yhtiö pystyisi toki luomaan arvoa myös kannattavuutta parantamalla ja optimoimalla, mutta pitkällä tähtäimellä arvon luonti olisi haastavaa ilman liikevaihdon kasvua.

Arvon luonnin lisäksi avainasiakasportfolion laajentaminen ja suurasiaakkuuksien painon pienentäminen laskisivat yhtiön riskiprofiilia. Sama vaikutus olisi myös vahvasti Euroopasta kertyvän liikevaihdon suhteellisen osuuden laskulla, jota yhtiö selvästi hakee Kiinan kasvulla ja globaalin markkina-aseman rakentamisella, mikä vaatii käytännössä laajentumista Pohjois-Amerikkaan. Nämä tekijät nostaisivat tuloksen muodostumisen mielestämme huomattavasti historiallista kestävämmälle pohjalle. Siten kasvulla on mielestämme sekä arvoa luova että toisaalta riskejä tasoittava vaikutus Exeliin.

Mielestämme Exelin strategia on kuitenkin tietyiltä osin korkeariskinen, sillä se ohjaa yhtiötä

yhä aikaa suhteellisen monelle uudelle osa-alueelle, kuten uusiin sovelluksiin ja teknologioihin, mahdollisesti myös uusille markkinoille (esim. USA) ja strategia sisältää myös yrityskauppoja. Tätä tosin rajoittaa osin se, että arviomme mukaan yhtiö pyrkii ottamaan uusia osa-alueita mukaan vaiheittain.

Arviomme yhtiön jatkavan nykyisillä linjoillaan ainakin vuosikymmenen loppuun

Strategian toteuttamisen Exel aloitti vuoden 2014 lopussa ja vuoden 2015 aikana vahvistamalla organisaatiotaan (ml. rekrytoinnit) ja kehittämällä sisäisiä prosesseja (esim. ERP-uusinta) globaalin strategian asettamalle korkealle vaatimustasolle. Lisäksi yhtiö teki investointipäätökset tuotantokapasiteetin laajentamisesta Kiinassa ja Itävallassa, jonka tavoitteena oli orgaanisen kasvun vauhdittaminen Aasiassa ja Keski-Euroopassa.

Toistaiseksi toteutus on kuitenkin lähtenyt hitaasti käyntiin, vaikka yhtiö on päässyt jo noin puoliväliin strategiakauttaan. Toteutuksen haasteiden taustalla on arviomme mukaan osittain markkinatilanteen heikentyminen (metallien ja öljyn hinnan lasku) vuosina 2014-2016, yhtiön isojen asiakkaiden haasteet omissa liiketoiminnoissaan sekä hitaasti pitkien myyntisykliä ja haastavan markkinatilanteen takia edennyt uusasiakashankinta. Nämä tekijät ja yhtäaikainen kiinteiden kulujen kasvu ovat rokottaneet Exelin kannattavuutta raskaasti vuosina 2015-2016.

Heikolle tasolle painuneen kannattavuuden takia Exel onkin joutunut painamaan jarrua strategian toteutuksessa vuoden 2015 loppupuolella ja vuonna 2016.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Tämä on mielestämme ollut markkinatilanteen luoma viitekehys huomioiden välttämättömyys. Siten kulurakenteita korjaavien toimenpiteiden lisäksi tehokkuuden parantaminen on ollut fokusalueena viime aikoina. Lisäksi Kiinan investointiprojekti on korvattu yritysostolla ja Itävallan tehtaan laajennus on laitettu vuoden 2017 alussa jäihin.

Nämä ovat olleet järkeviä valintoja johdolta, sillä kapasiteetin ei pitäisi rajoittaa yhtiön kasvua vaan Exel on tällä hetkellä myyntirajoitteinen. Arvioimme, että odotuksia hitaammin käyntiin lähteneen strategian toteutuksen takia yhtiö jatkaa nykyisillä linjoilla vuoden 2019 jälkeen ainakin vuosikymmenen loppuun asti. 2020-luvun alkupuolella yhtiö voi hienosäätää suuntaviivoja strategiapäivityksen muodossa, mutta kasvu pysyy arviomme mukaan strategian ytimessä myös pidemmällä tähtäimellä.

Yrityskaupat kuuluvat perustellusti työkalupakkiin

Vaikka Exel ei ole ollut toteutuneiden yritys-järjestelyiden lukumäärän valossa erityisen aktiivinen epäorganisisessa kasvussa viime vuosina, kuuluvat yritysostot mielestämme osana yhtiön kasvustrategiaan. 1990-luvulla ja 2000-luvun alkupuolella useat yrityskaupat olivat myös keskeinen elementti konsernin kasvussa, mikä kuvaa hyvin epäorganisen kasvu roolia Exelin johtavan markkina-aseman rakennuspalikkana.

Pidämme kasvustrategian pohjaamista osittain yritysostoihin ehdottoman järkevä, sillä yritysostojen avulla yhtiö Exel voisi kiihdyttää kasvua, laajentaa asiakasportfoliota ja toisaalta penetroida uusille markkinoille uusin investoinnin toteuttamista huomattavasti nopeammin. Tähän

komposiittitoimialan varsin fragmentoitunut rakenne ja sen väistämättä etenevä konsolidaatio tarjoavat mielestämme myös kohtuullisen otollisen alustan.

Lisäksi Arviomme, että Exel pyrkii ensisijaisesti hakemaan vakaassa taloudellisessa asemassa olevia ostokohteita ja jättämään heikossa tulokunnossa olevat ”turn-around” -kohteet väliin. Tämä on mielestämme järkevä valinta, sillä tällä tavoin yritysostoihin aina liittyvät riskit pysyvät paremmin hallinnassa. Arviomme mukaan Exelin pitäisi pystyä löytämään myös näillä kriteereillä omia kertoimiaan edullisempia ostokohteita vähintään keskipitkällä aikavälillä, mikä loisi mielestämme omistaja-arvon luonnille suhteellisen hyvät lähtökohdat. Arviomme mukaan omia kertoimia korkeampien kertoimien maksaminenkaan ei ole täysin poissuljettua, mutta se vaatisi käytännössä kapasiteetin ja asiakkuuksien lisäksi teknologiaosaamista, joka olisi skaalattavissa yhtiön nykyisille tehtailla.

Erittäin kannattavan kiinalaisyhtiön osto varmistunee Q1:lla

Exelin viime vuosien ainut järjestely onkin lokakuussa 2016 julkaistu ja Q1'17:lla varmistuva kauppa, jossa yhtiö osti 70 % kiinalaisesta komposiittivalmistajasta 6,2 MEUR:n velattomalla hinnalla (oikeus ostaa loput 30 % noin 2,6 MEUR:n velattomalla hinnalla aikaisintaan Q1'20:lla). Kauppahinta vastasi EV/S-kerrointa 1,5x ja EV/EBIT-kerrointa 7x, joita pidämme kohtuullisina liiketoiminnan erinomaiseen kannattavuuteen nähden (2015: EBIT-% noin 20 %).

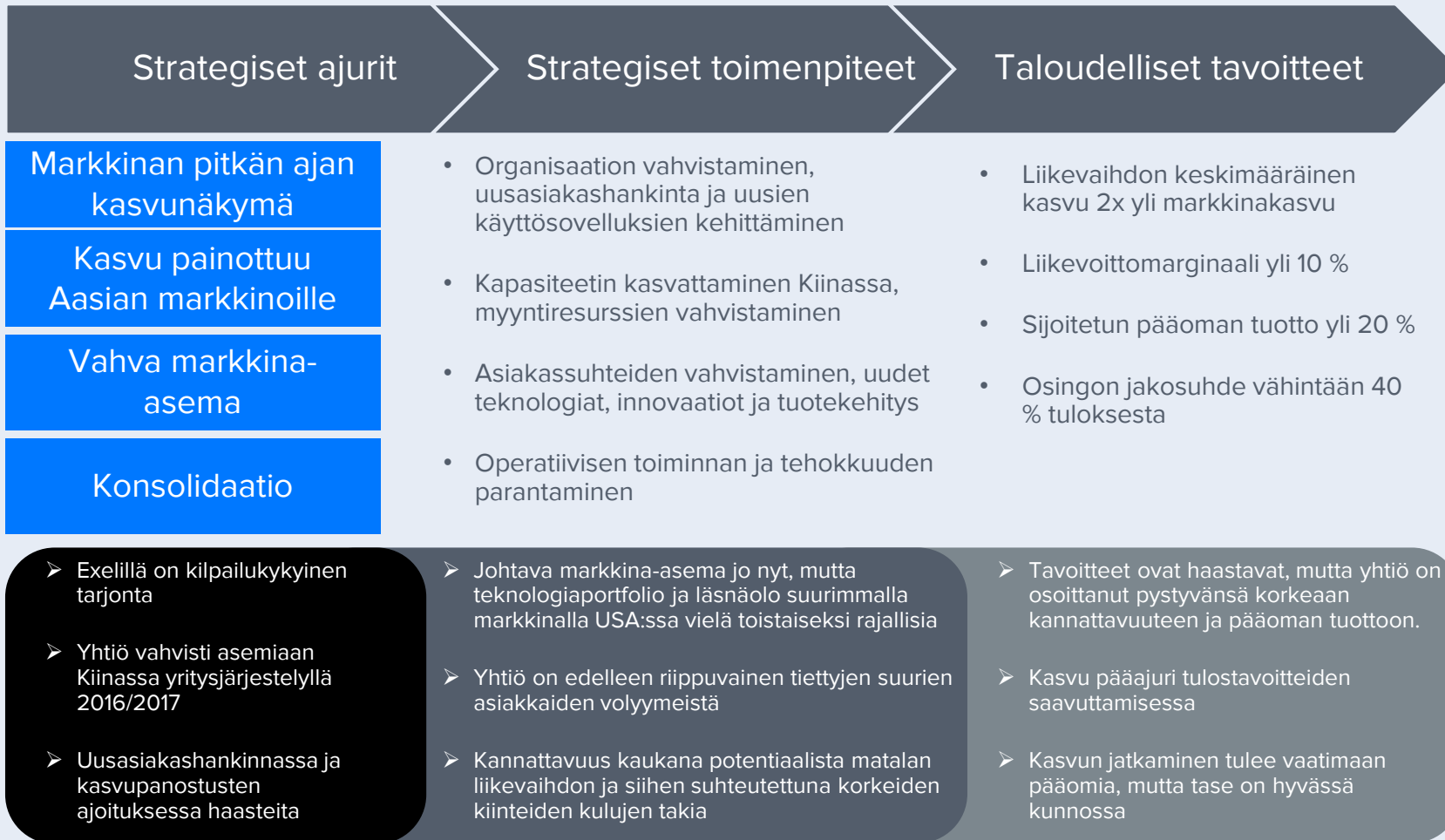
Yritysoston ansiosta Exel pystyy laajentumaan kustannustehokkaasti Kiinan suureen mid-segmenttiin (erityisesti rakennussektorille),

lopettamaan Nanjingin tehtaan investointiprojektin ja supistamaan raskaasti tappiollista Australian liiketoimintaa kasvusta tinkimättä. Exelin nykyisten Kiinan toimintojen ja uuden yhtiön välillä pitäisi olla myös maltillisia kulupuolen synergioita myynti- ja yleiskuluissa, mutta mielestämme yrityskauppa on arvoa luova myös ilman synergioita. Kiina voi myös olla ensimmäinen kasvuaikio USA:n suuntaan, sillä kaukoviesti Kiinasta Pohjois-Amerikkaan on periaatteessa mahdollista, kunhan USA:n ja Kiinan väliseen kauppaan ei tule protektionistisia esteitä USA:n presidentti Trumpin talouspoliittisten linjausten myötä.

Pohjois-Amerikkaan laajentuminen yrityskaupalla mahdollista 2020-luvun lopussa

Vuosi 2017 menee Exeliltä Kiinan yritysoston sulattelussa ja integroinnissa. Keskipitkällä aikavälillä arviomme yhtiön harkitsevan edelleen yritysosto(j)ia työkaluna laajentumiseen Pohjois-Amerikkaan. Tähän yhtiön pitäisi mielestämme päästä jollain aikavälillä sisälle, sillä Pohjois-Amerikka on maailman suurin komposiittimarkkina ja todennäköisesti myös teknologisesti alan suunnannäyttäjä. Tämä vähentäisi vielä korkeaa Euroopan painoa yhtiön liiketoiminta-portfoliossa ja laskisi siten osakkeen riskiprofiilia. Lisäksi Pohjois-Amerikkaan laajentuminen tekisi yhtiön toimitusketjusta yhtiön strategisen tavoitteen mukaisesti aidosti globaalin, mistä voisi olla apua etenkin suurissa asiakkuuksissa. Pohjois-Amerikan laajentumisen lisäksi yhtiö voisi päästä sisään myös uuteen asiakassegmenttiin öljy- ja kaasuteollisuuteen, mistä löytyy todennäköisesti pitkällä tähtäimellä houkuttelevia käyttösovelluksia komposiiteille, kunhan sektorin investoinnit ajan myötä elpyvät.

Exel Compositesin strategia



Exelin yritysostostrategia

Exelin kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Taloudelliset tavoitteet

Syksyn 2014 strategiapäivityksen yhteydessä Exel julkaisi myös pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet. Ne ovat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon vuotuinen kasvu vähintään 2x markkinakasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali yli 10 %
- **Pääomatehokkuus:** Sijoitetun pääoman tuotto yli 20 %
- **Osingonjako:** Vähintään 40 % nettotuloksesta huomioiden yhtiön taloudellinen tilanne ja investointitarpeet

Yhtiö tarkastelee tavoitteita suhdannesyklin yli. Vuonna 2016 Exel jäi tavoitetasoista kolmessa ensin mainitussa kategoriassa (2016: kasvu -9 %, oik. EBIT-% 3,6 % ja ROCE-% 1,7 %). Osinkotavoitteensa yhtiö täytti, mutta joutui leikkaamaan osinkoaan 0,22 eurosta 0,10 euroon osakkeelta heikon tuloskehityksen takia. Vuoden 2016 heikon tuloksen ja edessä olevan Kiinan yritystalon takia nollaosinkokkaan ei olisi ollut yllätys, joten päätös maksaa osinkoa viime vuodelta oli mielestämme lievä positiivinen signaali yhtiön luottamuksesta näkymin.

Kasvutavoite on aggressiivinen

Pidämme Exelin kasvutavoitetta aggressiivisena ja sen saavuttaminen vaatisi nykyisillä markkina- kasvuennusteilla vuosittain vähintään 10 %:n keskimääräisen liikevaihdon kasvun. Tämä on mielestämme haastava tavoite, vaikka siihen laskettaisiin mukaan yritystalon. Tavoitteen haastavuutta korostaa myös Exelin liikevaihdon nihkeä kasvuhistoria finanssikriisin jälkeen.

Mielestämme Exelillä on kuitenkin vahvan markkina-asemansa, kilpailukykyisen tuoteportfolionsa ja taloudellisen liikkumavaransa ansiosta edellytykset ylittää markkina-kasvu. Tämä vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan onnistunutta uusasiakashankintaa, nykyisten asiakkuuksien kasvattamista, uusien käyttösovelluksien löytämistä ja yritystalon.

Kannattavuus saavutettavissa kasvun kautta

Myös kannattavuustavoite on nykytilanteeseen nähden haastava, mutta historiallisesti Exel on saavuttanut tavoitellun yli 10 %:n EBIT-% -tason kestävästi. Kun vielä markkinan fundamentit ovat pysyneet terveinä ja yhtiöllä on mielestämme melko hyvä hinnoitteluvoima, pidämme kannattavuustavoitetta realistisena Exelille.

Tavoitteen saavuttamisen kannalta keskeisessä roolissa on mielestämme kasvu, jonka kautta Exelin viime vuosien panostusten myötä kasvanut kulurakenne jakautuisi suuremmalle liikevaihtomassalle. Siten arvioimme kannattavuustavoitteen saavuttamisen vaativan aikaa muutaman vuoden, jotta yhtiö ehtii saavuttaa lisää kriittistä massaa. Nopeampi paluu historiallisille marginaalitasoille vaatisi todennäköisesti kulurakenteen selkeää keventämistä. Emme usko yhtiön olevan valmis tähän, sillä se rokottaisi pitkän aikavälin kasvunäkymää ja siten arvonluontipotentialia.

Exelin nykyinen taserakenne ja arvioimamme kasvuinvestoinnit huomioiden yli 20 %:n sijoitetun pääoman tuoton tavoite on yhtiölle realistinen päämäärä, jos yhtiö saavuttaa tavoittelemansa yli 10 %:n liikevoittomarginaalin. Pääoman kiertoa emme usko Exelin pystyvän oleellisesti tehostamaan,

joten pääoman tuoton nousu linkittyy liikevaihdon kasvun ja suhteellisen kannattavuuden nousun kautta tuleviin tulosparannuksiin.

Taserakenne

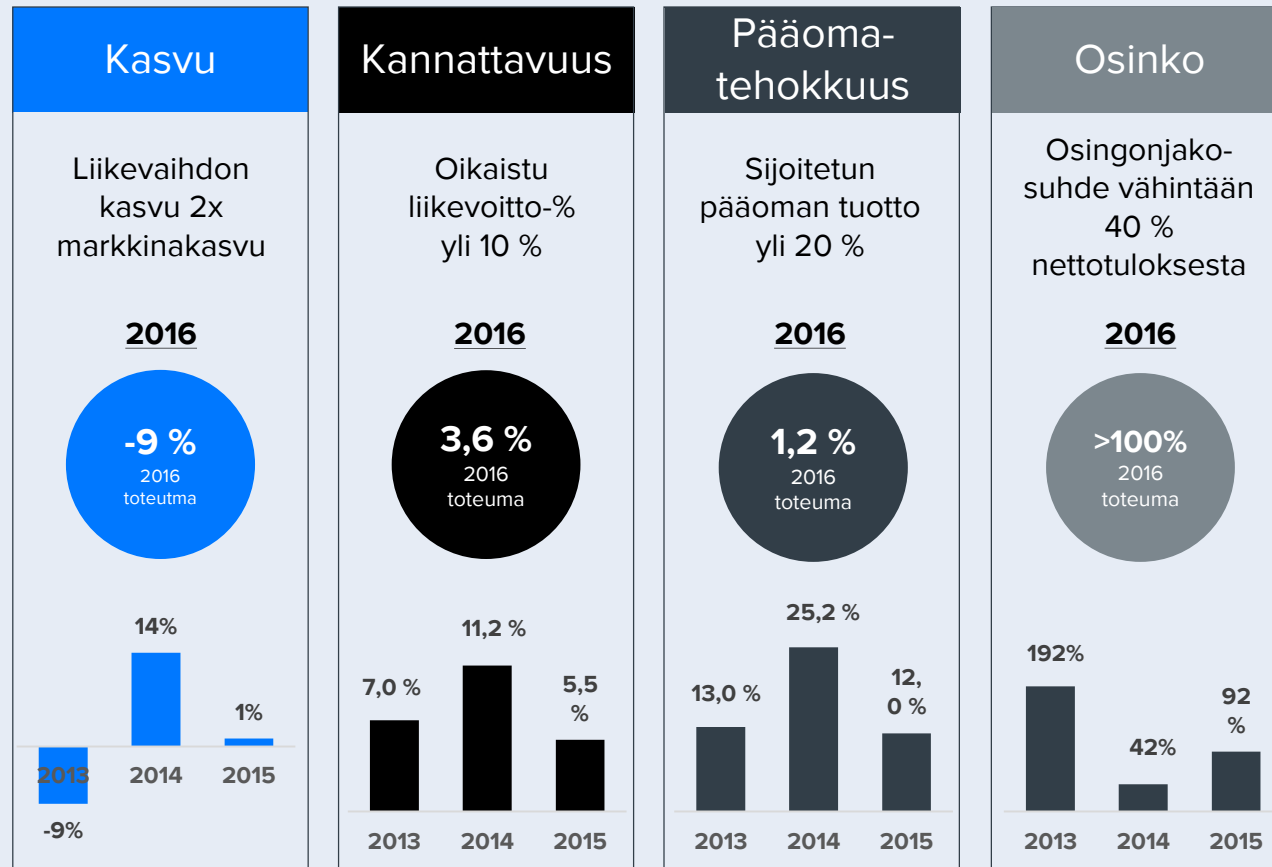
Exelillä ei ole tavoitteita taserakenteen suhteen ja historiallisesti yhtiö on operoinut erilaisilla taseilla. Esimerkiksi vuonna 2008 Exelin nettovelkaantumisaste oli pitkälti yli 100 %, kun taas vuosina 2013-2014 sama tunnusluku oli negatiivinen. Arviomme mukaan komposiittien jossain määrin syklinen kysyntä puoltaa melko vahvan taseen säilyttämistä, mutta pääomavaltaisessa perusteellisuudessa oman pääoman tuoton optimointi vaatii kuitenkin velkavapua ja esimerkiksi 30-50 %:n nettovelkaantumisaste olisi mielestämme yhtiölle vielä kohtuullinen.

Suuremman yrityskaupan yhteydessä asteen optimiskenaariota aggressiivisempi velkaantuminen on mielestämme mahdollista, kunhan yhtiöllä on selvä tiekartta, miten velkoja saadaan lyhennettyä. Lyhyellä tähtäimellä arvioimme kuitenkin Exelin pyrkivän säilyttämään taloudellista liikkumavaraa kasvustrategiaan kuuluvia yrityskauppoja varten, joten arvioimme yhtiön pyrkivän laskemaan velkatasoaan Kiinan yritystalon varmistumisen jälkeen.

Osingonjako

Kasvustrategiasta huolimatta Exelillä on erinomaiset edellytykset pitää osingonjakosuhte yli 40 %:n tasolla. Näkemyksemme mukaan suurin riski osingonjakosuhtetavoitteen alittamiseen on suuren yritystalon vaatimat rahoitustarpeet tai epäonnistuminen yritystalon integraatiossa. Absoluuttinen osinkotaso on kuitenkin suoraan riippuvainen lähivuotien tuloskehityksestä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3



Toimiala ja kilpailukenttä (1/2)

Komposiitit ovat marginaalinen niche-tuote materiaalimarkkinoilla

Komposiitit ovat marginaalinen niche-tuote, sillä niiden osuus koko materiaalimarkkinoista on vain noin 0,4 %. Kokonaisarvoltaan tuhansien miljardien dollarien arvoista markkinaa dominoivat teräs ja muovi, jotka kattavat yhteensä yli 95 % materiaalimarkkinasta. Nämä tuotteet ja alumiini ovat komposiittien keskeisiä kilpailijoita useissa tuotesovelluksissa. Puupohjaisten komposiittien kanssa Exelin lasi- ja hiilikuitupohjaiset komponentit eivät kilpaile. Komposiittien etuna kilpailussa etenkin teräksiä ja alumiinia vastaan ovat etenkin keveys, huoltovapaus, korroosionkestävyys ja energiatehokkuus. Näiden tekijöiden ansiosta komposiittien koko elinkaaren kustannukset painuvat monissa sovelluksissa kilpailevia materiaaleja alemmas, mutta vastaavasti komposiitit ovat alkuperäisiltä investointi- ja kustannuksiltaan teräksiä ja alumiinia kalliimpia.

Historiallisesti komposiitit ovat voittaneet markkinaosuutta muilta materiaaleilta sekä tällä hetkellä tunnettujen tuotesovellusten sisällä että penetroitumalla uusiin sovelluksiin. Tämä ei ole erityisen yllättävää lähtötalanteen matala markkinaosuus ja komposiittien pitkällä tähtäimellä kestävä kilpailuedut huomioiden. Lyhyellä tähtäimellä komposiittien suhteellinen markkina-asema on kuitenkin jossain määrin riippuvainen kilpailevien materiaalien hintataseista, joten kehityskaari ei ole lineaarinen. Arviomme komposiittimateriaalien markkinaosuuden kasvun olleen vaisua viime vuosina, sillä kilpailevien materiaalien hinnat ovat olleet alhaisia metallien ja öljyn hintojen laskua heijastellen.

Exelin teknologioilla valmistetut tuotteet ovat niche komposiittimarkkinoilla

Kokonaisuutena noin 40-50 miljardin arvoisia komposiittimarkkinoita dominoivat jatkuva-toimisella laminoinnilla ja ekstruusiolla valmistetut komposiitit. Exel ei valmista vielä juuri lainkaan näillä teknologioilla valmistettuja tuotteita. Exelin suosimalla pultruusio-tekniikalla ja siihen osin liitännäisellä pullwinding-tekniikalla valmistettujen tuotteiden markkina on arviomme mukaan tällä hetkellä noin 1,5 miljardin dollarin kokoluokassa, joten pultruusio- ja komposiittien markkinaosuus komposiittimarkkinoilla on 3-4 %.

Pultruusiotekniikan hyötyjä ovat lujuus ja jäykkyys, mutta rajoitteina on huono soveltuvuus tietyntyyppisten kappaleiden (esim. 3D-muodot) muokkaamiseen. Arviomme mukaan mikään teknologia ei ole komposiittimarkkinan sisällä voittanut ja menettänyt merkittävästi markkinaosuutta viime vuosina. Yksittäisissä sovelluksissa tilanne voi olla toinen, joten teknologiapohjaa laajentamalla Exel voisi pystyä hakeutumaan tehokkaammin markkinan kasvutaskuihin.

Kehittyneet maat ovat vielä suurimpia markkinoita

Pultruusio- ja komposiittien tärkeimmät markkina-alueet ovat olleet kehittyneissä länsimaissa, joissa komposiittien kilpailuedut riittävät kompensoimaan helpommin korkeammat investointikustannukset. Korkeampien rahoituskustannusten kehittyneissä maissa investointikustannuksilla on monissa tapauksissa länsimaita suurempi painoarvo,

minkä takia komposiittien murtautuminen kehittyville markkinoille on ollut länsimaita hitaampaa. Arviomme kuitenkin tilanteen muuttuvan asteittain kehittyneissä maissa BKT-tasojen nousua ja kustannusinflaatiota heijastellen.

Tällä hetkellä Pohjois-Amerikka on suurin yksittäinen markkina ja sen osuus globaalista pultruusiotuotteiden markkinasta on arviomme mukaan tällä hetkellä hieman yli puolet. Vastaavasti Euroopan osuus on noin viidesosa. Suurimpia markkinoita Euroopassa ovat arviomme mukaan Saksan, Ranskan ja Iso-Britannian kaltaiset suuret kansantaloudet. Aasia ja muu maailma kattavat loput vajaat 30 %. Muun maailman osalta Kiina on selvästi suurin yksittäinen markkina. Kiina on myös toistaiseksi harvoja kehittyviä maita, joissa komposiitit ovat lyöneet voimakkaasti läpi. Arviomme mukaan tämä johtuu suhteellisen suuresta paikallisesta valmistuksesta.

Kasvu on voimakkainta Aasiassa

Kysynnän kasvu on sen sijaan voimakkainta Aasiassa ja muussa maailmassa, jossa Lucintel on arvioinut kysynnän kasvavan 5,3 %:n vuosivauhtia arvossa mitattuna vuosina 2015-2021. Tämä heijastelee talouskasvun painottumista kehittyville markkinoille ja toisaalta pultruusio- ja komposiittien vähäistä markkinaosuutta kehittyvillä markkinoilla. Exelin oman arvion mukaan Lucintelin ennuste on Kiinan ja Aasian markkinoiden osalta liian pessimistinen, mutta Kiinan hidastunut talouskasvu huomioiden pidämme Lucintelin arviota realistisena ennen kuin Exelillä on näyttää kovaa dataa Aasian nopeammasta kasvusta.

Toimiala ja kilpailukenttä (2/2)

Pohjois-Amerikkaan Lucintel ennustaa 4,5 %:n vuotuista kasvua vuosille 2015-2021. Exelin päämarkkinalla Euroopassa Lucintel on arvioinut markkinakasvun olevan noin 4,0 %, mikä heijastelee Euroopan heikompaa talouskasvunäkymää.

Markkinat kasvavat kaksi kertaa BKT:tä nopeammin

Käytännössä pultruusiokomposiittien kasvupotentiaali on karkeasti kaksinkertainen BKT:n kasvuun nähden kaikilla markkinoilla. Arviomme mukaan kasvua ajaa etenkin komposiittien kestävä kilpailuedut suhteessa muihin materiaaleihin, joiden avulla komposiittien pitäisi voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Tämä on kriittistä, sillä arvioimme koko materiaalimarkkinan kasvavan keskimäärin korkeintaan BKT:n kasvun vauhtia kaikilla markkinoilla. Yleisiä komposiitteja ja myös muita materiaaleja tukevia megatrendejä on arviomme mukaan kaupungistuminen ja väestön kasvu, jotka pitävät infrastruktuurin sekä puhtaan veden ja ilman kaltaisten elämisen perusedellytysten kysynnän noususuunnassa pitkällä aikavälillä.

Vuodesta 2021 Arviomme kasvukuvan pysyvän keskimäärin vuosien 2015-2021 kaltaisena, sillä (pultruusio)komposiittien markkinaosuus pysyy marginaalisena suhteessa koko materiaali-markkinaan eikä markkinaosuus aseta kasvulle rajoja vielä pitkään aikaan. Siten Exelin markkinanäkymät ovat keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä mielestämme varsin suotuisat, mutta lyhyellä tähtäimellä investointivetoisen kysynnän sykliisyys ja materiaalien hintaerojen heilunta voivat tuki vaikuttaa yhä voimakkaasti kysyntään.

Lucintelin ennusteet perustuvat pultruusio-komposiittimarkkinoiden arvon kehitykseen. Myös volyymikehityksen on arvioitu olevan selvästi positiivista ja BKT:n kasvua nopeampaa mutta kuitenkin arvon kasvua hitaampaa. Käytännössä tämä tarkoittaa tuotemixin painottuvan jatkossa asteittain kohti kalliimpia korkeampaa lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Mielestämme myös markkinatrendi on Exelin kannalta suotuisa, sillä yhtiön vahvuudet ovat juuri vaativissa tuotesegmenteissä.

Kilpailukenttä on erittäin hajanainen

Exelin kilpailukenttä on varsin hajanainen, sillä globaaleilla pultruusiomarkkinoilla toimii satoja yhtiöitä ja Exel on arviolta 3-4 %:n markkinaosuudella segmentin suurimpia pelureita. Kilpailijoista suurin on erittäin pieniä alle 5 MEUR:n liikevaihtoluokkaan sijoittuvia paikallisia ja suppeaan asiakaskuntaan keskittyneitä yhtiöitä. Toimialan rakenne osoittaa, että alalle tulokynnys ei ole erityisen korkea teknologisesti tai pääomavaatimusten osalta, minkä takia merkittävät kilpailukentän muutokset ovat jatkossa mahdollisia. Exelin kaltaisia globaalia toimintamallia tavoittelevia pelureita pultruusiomarkkinoilla on vain muutamia (2-4 kpl).

Kaikki Exelin pultruusiomarkkinoiden kilpailijat ovat listaamattomia, joten suorien kilpailijoiden kannattavuuksista ei ole saatavissa luotettavaa tietoa. Harvoista listatuista komposiittiyhtiöistä kuluttajasegmenttiin asemoitunut norjalainen Hexagon vajosi viime vuonna haastavassa markkinassa tappiolle, kun taas sveitsiläinen Gurit on pystynyt ylläpitämään hyvää noin 10-11 %:n liikevoittomarginaalia vuosina 2015-2016.

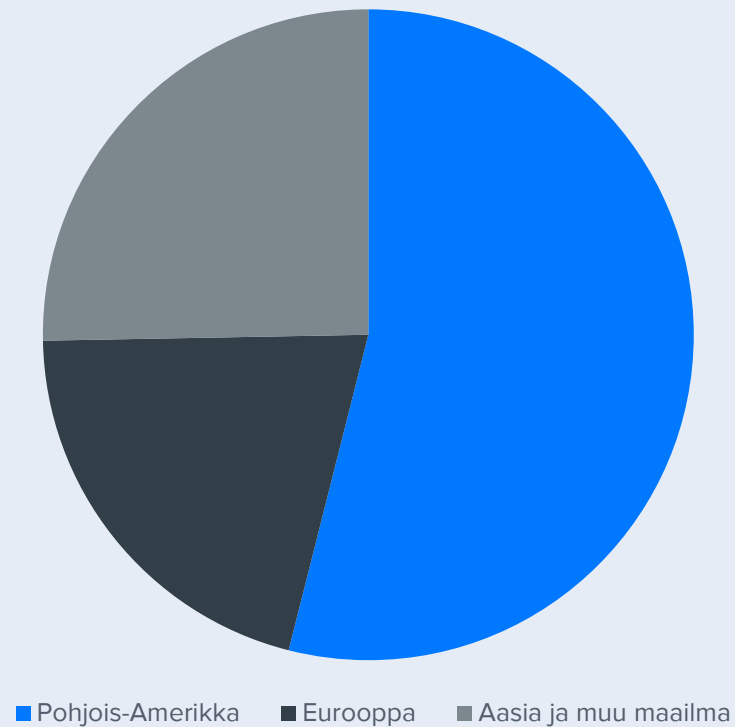
Arviomme mukaan Exelin listaamattomista yhtiöstä koostuva kilpailukenttä on kuitenkin varsin polarisoitunut erinomaista kannattavuutta (EBIT-% 15-20 %) tekeviin yhtiöihin ja kroonisista kannattavuusvaikeuksista (EBIT-% -5-0 %) kärsineisiin pelureihin. Kannattavuutta sektorilla ei todennäköisesti määritä suoraan kokoluokka vaan keskeisessä roolissa on asemoituminen oikeille markkinoille, oikeisiin asiakkuuksiin ja oikeisiin tuotesegmentteihin. Exelin historiallinen keskimäärin yli 10 %:n liikevoittomarginaalitaso on arviomme mukaan sektoriin peilattuna melko korkea, mikä heijastelee yhtiön tuotelaatuun, toimituskyyntä ja kokoluokkaan liittyviä vahvuuksia. Viime vuosien noin 5 %:n EBIT-%:t ovat vastaavasti korkeintaan keskitasoa.

Konsolidaatio tulee etenemään

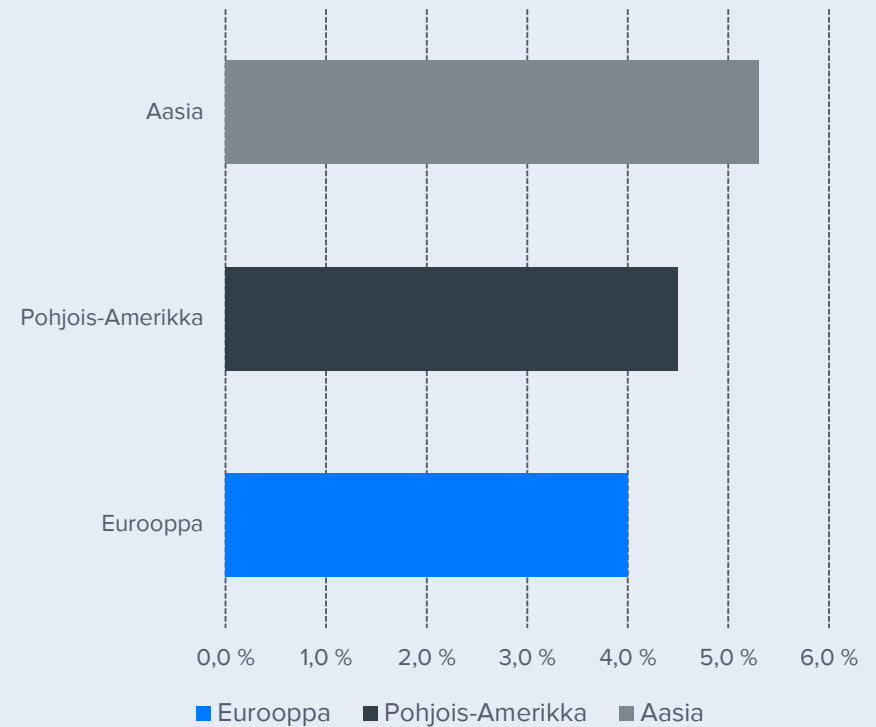
Exelin kannalta toimialan hajanainen rakenne on mielestämme sekä uhka että mahdollisuus. Mielestämme hajanainen rakenne on jossain määrin hinnoitteluvoimaa rasittava tekijä. Lisäksi se voi hidastaa komposiittien läpilyöntiä volyymissovelluksiin tietyissä suurissa ja globaaleissa segmenteissä, kuten esimerkiksi auto-teollisuudessa, sillä uskottavia toimittajia suurille globaaleille asiakkaille on vähän. Merkittävien uusien volyymissovellusten läpilyöntien yhteydessä myös uusien suuremmilla resursseilla operoivien uusien pelurien (esim. materiaaliyhtiöt) tunkeutuminen markkinoille on mielestämme mahdollista, mikä olisi myös uhka ja mahdollisuus Exelille pitkällä aikavälillä. Toisaalta toimialan hajanaisen rakenteen myötä konsolidaation eteneminen on väistämätöntä, mikä avaa yhtiölle mahdollisuuksia Exelin strategiaan kuuluvaan epäorgaaniseen kasvuun.

Toimialan maantieteellinen jakauma ja kasvuennusteet

Pultruusiomarkkinan jakautuminen

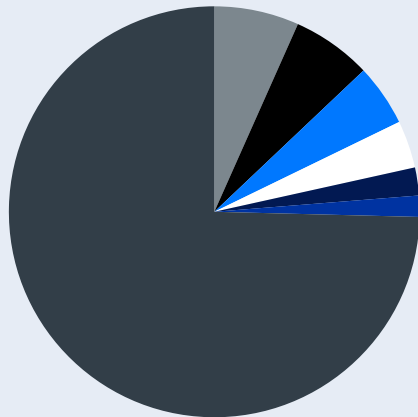


Markkinakasvuennusteet



Kilpailukenttä

Suurimmat pultruusiovalmistajat



Lähde: Exel, Inderes, CapitalIQ

Exelin kilpailutekijät

- + Vahva markkina-asema Euroopassa
- + Räätylöidyt tuotetoimitukset
- + Suuri kapasiteetti (toimitusvarmuus)
- + Kokoluokan tuoma uskottavuus
- + Omat tuoteinnovaatiot
- + Tuotanto lähellä asiakkaita
- Tuotanto korkean kustannusrakenteen maissa
- Tietyiltä osin pienempiä kilpailijoita raskaampi kulurakenne
- Keskittynyt rajattuihin teknologioihin
- Ei läsnäoloa Pohjois-Amerikassa

Taloudellinen tilanne

Korkeat myyntikatteet ja verrattain kiinteä kulurakenne

Exelin tulosraportoinnin mukaisessa kulurakenteessa suurin erä on teollisuusyhtiölle tyypillisesti materiaalit ja palvelut, joka koostuu valtaosin raaka-aineistoista (lasi- ja hiilikuitua sekä hartseja). Raaka-aineiden osuus kokonaiskustannuksista on kuitenkin melko maltillinen, sillä viime vuosina Exelin myyntikatteet (liiketoiminnan ja materiaali- sekä palvelukustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) ovat liikkuneet 60-65 % haarukassa. Tämä kertoo mielestämme yhtiön suhteellisen hyvästä hinnoitteluvoimasta, mikä mahdollistaa kokonaisuutena verrattain houkuttelevan marginaaliprofiilin. Myyntikate on myös ollut kohtuullisen vakaa, vaikkakin työkuorman taso ja toisaalta tuotemix (tuotantosarjojen pituudet) vaikuttavat materiaalien käytön tehokkuuteen jossain määrin. Materiaalit ja palvelut ovat luonnollisesti muuttuvat eli tuotannon määrästä riippuvainen kustannuserä.

Toiseksi suurin kustannuserä on henkilöstökulut, jonka osuus Exelin kokonaiskuluista on ollut viime vuosina noin 32 %. Tämä kuvaa komposiittivalmistuksen verrattain korkeaa henkilötenssiivisyyttä sekä toisaalta sitä, että Exelin tuotantolaitoksen sijaitsevat Kiinan tehtaita lukuun ottamatta korkean kustannustason maissa. Henkilöstökulut on varsinkin lyhyellä tähtämellä varsin kiinteä kustannuserä. Myös kolmanneksi suurin kustannuskomponentti eli liiketoiminnan muut kulut on pääosin kiinteä erä. Tämän muun muassa vuokria, matkakuluja, markkinointipanostuksia, kehityskuluja, johdon palkkoja sekä energiakustannuksia (osin muuttuva komponentti) sisältävän erän osuus on ollut

viime vuosina reilut 20 % kokonaiskuluista. Exelin kasvustrategiaan kuuluneet kasvupanostukset ovat viime vuosina nostaneet henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja. Laskennallisten poistojen osuus kokonaiskuluista on ollut viime vuosina 5 %:n luokassa.

Arviomme mukaan vuotuiset ylläpitoinvestoinnit ovat poistojen tasolla 3,0-3,5 MEUR:ssa. Lisäksi tulevat vielä kehitys- ja laajennusinvestoinnit, mutta näiden tarve on arviomme mukaan lähivuosina rajallinen, sillä nykyiset tehtaat pystyvät kysynnän vetäessä noin 100 MEUR:n liikevaihtotason, jos tuotemix ei muutu oleellisesti.

Tase on hyvässä kunnossa

Exelin taseessa varat ovat jakautuneet melko tasaisesti pitkäaikaisiin ja lyhytaikaisiin eriin. Suurin erä on aineelliset hyödykkeet, mutta tuotantolaitoksiin sitoutuneen pääoman määrä on maltillinen suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan, mikä johtuu tosin osin vanhasta ja suurelta osin poistetusta konekannasta. Taseessa on liikearvoa vajaat 10 MEUR vanhoista yrityskaupoista, mutta emme näe kiinteässä omaisuudessa, vähäisessä aineettomassa omaisuudessa tai liikearvossa enää olennaisia alaskirjausriskejä, sillä Exel kirjasi alas kroonisia tappioita tehneet Australian toiminnot vuoden 2016 lopussa. Lyhytaikainen omaisuus koostuu käyttöpääomaeristä eli varastoista ja myyntisaamisista sekä kassasta, jota vuoden 2016 lopussa oli noin 7 MEUR. Näin ollen konsernin maksuvalmius on hyvä.

Omaa pääomaa Exelillä oli viime vuoden lopussa 27 MEUR. Korollisia velkoja oli noin 10 MEUR. Huomioitavaa on, että korollisista

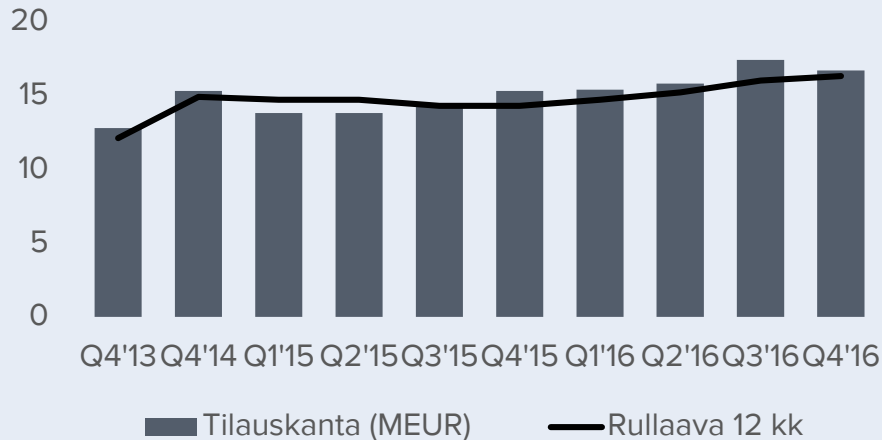
veloista valtaosa on lyhytaikaista, mikä liittyy arviomme mukaan yhtiön käyttöpääomarahoitukseen luokitteluun. Velkojen puolella ostovelat ovat hieman myyntisaamiaisia suuremmat, joten liiketoiminnan sitoma käyttöpääoma koostuu etenkin varastosta. Taseen loppusumma vuoden 2016 lopussa oli 53 MEUR.

Exelin omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 51 %:ssa ja nettovelkaantumisaste 12 %:ssa, joten tase on tunnuslukujen valossa varsin vahva. Exelillä on merkittävää liikkumavaraa yritys-järjestelyihin, jota se myös tarvitsee Kiinan yritysoston ensimmäisen vaiheen noin 6 MEUR:n kauppahinnan tullessa maksuun Q1'17:lla. Kuten totesimme aiemmin, mielestämme komposiittiliiketoiminnan luonne huomioiden Exelille sopiva omavaraisuusaste voisi olla 40-50 % ja nettovelkaantumisaste 30-50 %. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi mielestämme vielä terveet puskurit ja myös maltillista velkavipua, jonka pääoman tuoton optimointi valmistavassa teollisuudessa vaatii.

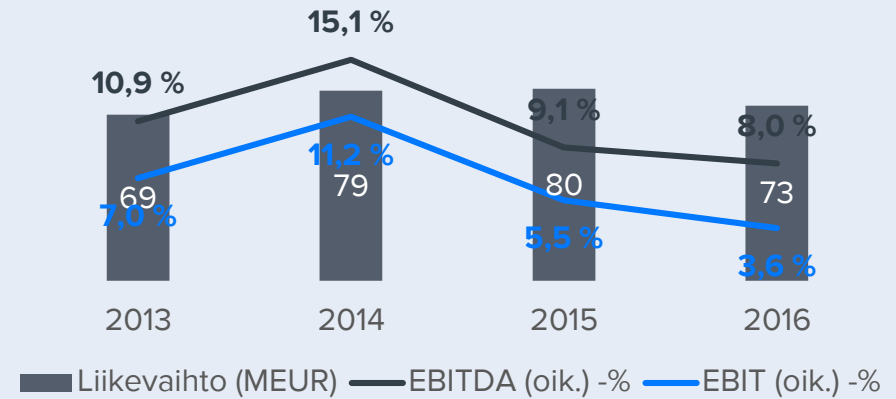
Vahvan taseensa ja suhteellisen hyvän velanhoidokykynsä (nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen vuoden 2016 heikolla tuloksella alle 2x) Exelin pitäisi arviomme mukaan saada rahoitettua Kiinan yritysosto kilpailukykyiseen hintaan noin 2-3 %:n korolla. Kustannusta nostaa jonkun verran yritysoston todennäköinen rahoittaminen osin paikallisessa valuutassa, mikä antaa luonnolliset suojan uuanmyynnille. Myös muut rahoituskulut ovat arviomme mukaan kohtuullisia, yhtiö joten kokonaisuutena rahoituskulujen tulosrasitus pysyy maltillisena. Kurssierot voivat tosin heiluttaa rahoitustulosta, mutta tämä ei ole kassavaikutteinen erä.

Taloudellinen tilanne

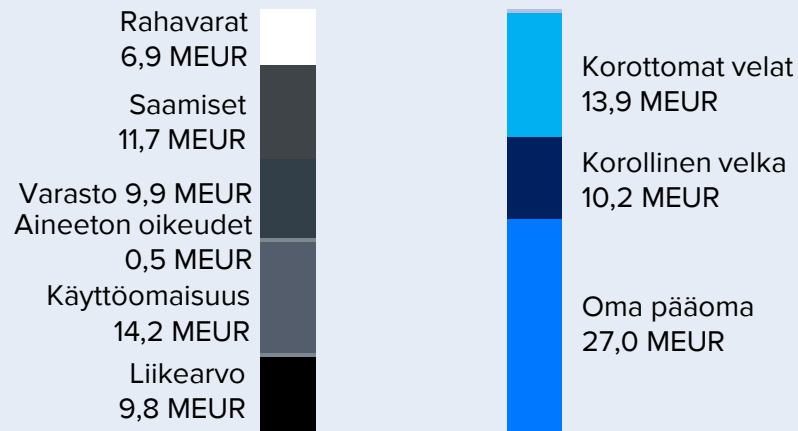
Tilaukannan kehitys



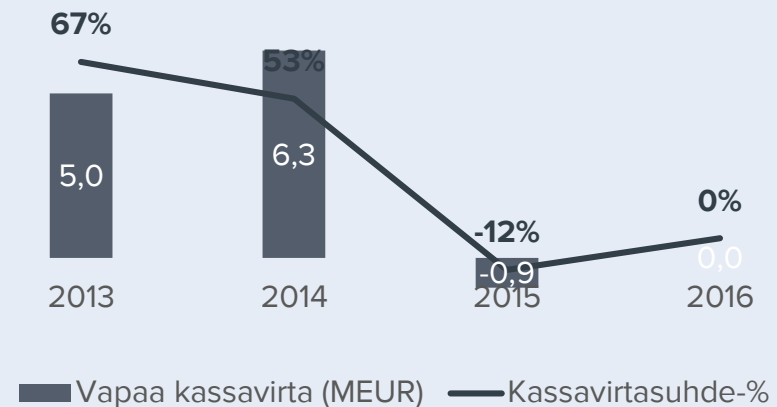
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne 2016



Vapaa kassavirta



Kassavirtasuhte on vapaa kassavirta jaettuna oikaistulla käyttökatteella

Ennusteet

Ennustemalli

Ennustamme Exelin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä.

Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Exelin historiallista kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia lukuun ottamatta Q1'17:lla todennäköisesti varmistuvaa kiinalaisyhtiön ostoa. Tämän kaupan toteutumista pidämme todennäköisenä, vaikka kaupan viimeistely on vielä kesken.

Vuoden 2017 ennusteet

Exelin tilauskanta oli Q4'16:n lopussa 16,7 MEUR ja se kasvoi 9,2 % edellisvuodesta (Q4'15: 15,3 MEUR). Siten yhtiön näkymissä on mielestämme havaittavissa lievää piristymistä, mutta selkeää näkyvyyttä tilauskanta ei rakenteensa takia tarjoa käytännössä koskaan. Exel ohjeisti vuoden 2016 tilinpäätösraporttinsa yhteydessä vuoden 2017 liikevaihdon nykyisellä yhtiörakenteella kasvavan ja oikaistun liikevoitto paranevan viime vuodesta. Tämä ohjeistus ei siis vielä huomioi todennäköisesti Q2:n alusta Exeliin konsolidoitavaa kiinalaisyhtiötä, joka tehostaa yhtiön liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kasvua tänä vuonna arviomme mukaan noin kolmella kvartaalilla.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 9,6 % 80,1 MEUR:oon. Kasvusta valtaosan selittää yritysosto, mutta ennustamme ”vanhan portfolion” osalta pahimman olevan ohi ja globaalin talouden myönteinen kehitys, metallien ja öljyn hintojen nousu, myyntipanostusten eteneminen siivittävät Exelin vanhan portfolion noin 3 %:n kasvuun. Tämä on edelleen selvästi alle yhtiön potentiaalin.

Oikaistun liiketuloksen arviomme parantuvan 4,8 MEUR:oon, mikä vastaa 6,0 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulosparannusta ajavat volyymikasvu, yhtiön vuoden 2016 aikana toteuttamat tehostustoimet (vaikuttaa etenkin H1'17:llä), Kiinan yritysosto ja Australian tappion lievä supistuminen. Kiinan yritysosto nostaa rahoituskuluja arviomme mukaan 0,5 MEUR:oon lisääntyvän velkamäärän myötä, mutta veroasteen ennustamme tasoittuvan 30 %:iin Australian tappion pienentymisen ansiosta. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,29 euroa, mitä arviomme Exelin maksavan 0,15 euron osakekohtaisen osingon.

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Ennustamme Exelin yltävän orgaanisesti lähi-vuosina hieman markkinakasvua nopeampaan noin 5-6 %:n liikevaihdon kasvuun kilpailukykyisen tuoteportfolion ansiosta. Kasvun osalta olemme selkeästi yhtiön tavoitetason alapuolella, mutta viime vuosien kasvukipujen takia odotamme yhtiöltä konkreettisia näyttöjä kasvun kiihtymisestä ennen kuin olemme valmiita nostamaan kasvuennusteitamme lisää.

Exelin kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteissamme liikevaihtoa hitaammin,

sillä yhtiö on tehnyt kasvun vaatimia resurssi-panostuksia jo aiemmin eikä kasvun pitäisi vaatia enää merkittävää kiinteiden kulujen kasvattamista. Tämä antaa yhtiölle tulosvivun, minkä lisäksi vuoden 2018 tulosta tukee Australian tappioiden eliminoituminen. Myyntikate-%:n arviomme pysyvän vakaana historiallisella tasolla, kun parantuva tuotanto-tehokkuus kompensoi asiakasrakenteen muutoksen myötä lievästi laskevat tuotekatteen.

Ennustamme liikevaihdon nousevan 2018 6,0 % 84,9 MEUR:oon ja liikevoiton 6,9 MEUR:oon, mikä vastaa 8,2 %:n EBIT-marginaalia. 2019 ennustamme 5,0 %:n liikevaihdon kasvulla 89,2 MEUR:n liikevaihtoa, 8,6 %:n EBIT-marginaalia ja 7,7 MEUR:n liikevoittoa. 2018 ja 2019 EPS-ennusteemme ovat 0,39 euroa ja 0,43 euroa ja osinkoennusteet 0,18 euroa ja 0,21 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Exelin pystyvän kasvamaan noin 4-5 % vuodessa, mikä on noin linjassa markkinakasvun kanssa. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 7-9 %:n tasolle, mikä on selvästi historiallisen tason alapuolella mutta kuitenkin korkea viime vuosien toteumiin nähden.

Korostamme, että mielestämme Exelin markkinoilla ei ole tapahtunut fundamentaalisia kannattavuus-potentiaalia laskeneita muutoksia ja yhtiöllä on potentiaalia taloudellisten tavoitteidensa saavuttamiseen keskipitkällä tai ainakin pitkällä aikavälillä. Tämän onnistuessa yhtiöllä olisi arviomme mukaan edellytyksiä nostaa osakekohtainen tulos 0,50 euron yläpuolelle 4-5 vuoden tähtäimellä.

Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	80,2	18,0	19,6	16,4	19,0	73,1	18,8	21,9	18,4	21,0	80,1	84,9	89,2
<i>Konsemi</i>	80,2	18,0	19,6	16,4	19,0	73,1	18,8	21,9	18,4	21,0	80,1	84,9	89,2
Käyttökate	7,3	0,9	1,9	1,3	-0,2	3,9	1,0	2,7	1,6	2,2	7,5	10,6	11,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,9	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0	-3,2	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-3,4	-3,6	-3,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,4	0,1	1,2	0,5	0,7	2,5	1,0	1,8	0,7	1,3	4,8	6,9	7,7
Liikevoitto	4,4	0,1	1,2	0,5	-1,2	0,6	1,0	1,8	0,7	1,3	4,8	6,9	7,7
<i>Konsemi</i>	4,4	0,1	1,2	0,5	0,7	2,5	1,0	1,8	0,7	1,3	4,8	6,9	7,7
<i>Oikaisuerät</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	4,3	0,1	1,2	0,6	-1,3	0,7	1,0	1,7	0,6	1,1	4,4	6,4	7,2
Verot	-1,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,2	-0,3	-1,2	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	0,0	0,9	0,4	-1,1	0,2	1,0	1,2	0,4	0,8	3,4	4,6	5,2
EPS (oikaistu)	0,24	0,00	0,08	0,03	0,04	0,15	0,08	0,10	0,04	0,07	0,29	0,39	0,43
EPS (raportoitu)	0,24	0,00	0,08	0,03	-0,09	0,02	0,08	0,10	0,04	0,07	0,29	0,39	0,43

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	1,2 %	-16,1 %	-8,2 %	-8,7 %	-1,7 %	-8,9 %	4,3 %	11,6 %	12,0 %	10,5 %	9,6 %	6,0 %	5,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-53,0 %	-92,7 %	-12,7 %	16,6 %	12,0 %	-42,5 %	587,3 %	55,7 %	37,2 %	85,9 %	90,4 %	43,6 %	10,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	9,1 %	5,0 %	9,9 %	7,9 %	-1,3 %	5,3 %	5,3 %	12,4 %	8,9 %	10,3 %	9,4 %	12,4 %	12,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,5 %	0,8 %	6,0 %	3,3 %	3,6 %	3,5 %	5,3 %	8,3 %	4,0 %	6,0 %	6,0 %	8,2 %	8,6 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,5 %	-0,2 %	4,8 %	2,2 %	-5,6 %	0,3 %	5,3 %	5,5 %	2,3 %	3,8 %	4,3 %	5,4 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Suosimme Exelin arvonmäärityksessä etenkin tulos- ja kassavirtapohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBITDA, P/E ja P/FCF. Perusteollisuus-yhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto-% ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja. Painotamme arvonmäärityksessä kuluvan vuoden ja sitä seuraavan vuoden arvostuskertoimia, sillä näkyvyys Exelin tuloskehitykseen on verrattain heikko pidemmällä tähtäimellä.

Tällä hetkellä Exelin ennusteidemme mukaiset oikaisut P/E-luvut vuosille 2017-2019 ovat 17x, 13x ja 12x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x, 6x ja 5x. Vuoden 2016 pohjilta tuloksen mukana tasaiselle nousukäyrälle kääntyvän osingon ansiosta arviomme lähivuosien osinkotuottojen olevan 2-4 %:n haarukassa. Tasepohjaisesti P/B-luku on 2,2x.

Huomioiden Exelin asemoituminen houkuttelevan kasvumarkkinan niche-segmenttiin, vahva markkina-asema, hyvässä kunnossa oleva tase, yritysjärjestelyoptio, voidaan yhtiö hinnoitella mielestämme P/E-luvulla 14x-16x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 8x-9x. Nämä tasot ovat hieman markkinoiden historiallisesti Exelille hyväksymän arvostustason alapuolella, mutta mielestämme tämä on toistaiseksi perusteltua viime vuosien mollivoittoisen kehityskaaren takia. Siten Exelin arvostus on vuoden 2017 ennusteilla koholla, mutta vuonna 2018 jatkuva tuloskasvu painaa kertoimet jo maltillisiksi. Vuoden 2019 kertoimet ovat vielä alemmat, mutta ennusteriskit lähes kolmen vuoden päähän ovat myös korkeat.

Tasepohjaisesti osakkeen arvostus on perusteollisuusyhtiölle korkea eikä oman

pääoman tasearvo tarjoa mielestämme osakkeelle lainkaan tukea tuloskasvuun liittyviä riskejä vastaa. Myöskään osinkotuotto ei anna osakkeelle tukea, sillä ennustetut osinkotasot ovat maltillisia ja toisaalta osingon kasvu on täysin tuloskasvun varassa. Selkeiden tukien puute nostaa osakkeen riskiprofiilia sijoittajan kannalta. Toisaalta tasepohjainen arvostus on historiallisen tason alapuolella, joten näemme siinä tuloskasvun toteutuessa nousuvaraa. Lisäksi huomautamme, että Exel on historiallisesti osoittanut pystyvänsä tekemään korkeaa oman pääoman tuottoa, mikä kumuloituisi ajan myötä pitkän aikavälin sijoittajien eduksi ja oikeuttaisi korkeamman tasearvostuksen maksamisen.

Arviomme mukaan kokonaistuotto-odotus lähivuosina on 10-14 % vuodessa, mikä on mielestämme suhteellisen houkutteleva taso vaikka tuloksen syklistyyden ja viime vuosien vaisun track-recordin takia myös osakkeen riskiprofiili on koholla. Korostamme, että osakkeen nousuvara nojaa täysin liikevaihdon kasvun ajamaan tuloskasvuun. Ilman selkeää tuloskasvua näemme hyväksyttävissä kertoimissa mieluummin painetta alaspäin kohti perusteollisuusyhtiölle normaalimpia tasoja, jos yhtiö näyttää jämähtävän hitaaseen kasvuun ja huomattavasti historiallisen kannattavuustasojen alapuolelle.

Vertailuryhmäarvostus

Suhteellisen arvostuksen käyttäminen on Exelin tapauksessa haastavaa listattujen verrokkien vähäisen määrän takia. Listatuista komposiittiyhtiöstä Hexagonin kertoimet ovat erittäin korkeita yhtiön heikon kannattavuuden

takia, mutta suhteessa Guritiin Exel on yliarvostettu vuoden 2017 kertoimilla ja aliarvostettu vuoden 2018 kertoimilla. Näin ollen suhteellinen arvostus on tukee näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 5,40 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-5 %:iin ja EBIT-marginaali 7,1-9,2 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman korkeahko 57 %, mikä kuvaa osaltaan kauempana tulevaisuudessa olevaa potentiaalia. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,1 % ja oman pääoman kustannus 9,2 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 1,0 % ja beta 1,1.

Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Exelin seurannan 5,40 euron tavoitehinnalla ja lisää-suositukselle. Mielestämme osakkeen tuottopotentiaali riittää kokonaisuus huomioiden riskien vastineeksi. Osin melko kaukana olevan potentiaalın ja siten korkeiden ennusteriskien sekä osakemarkkinoiden yleisesti koholla olevan riskiprofiilin takia suosittelemme kuitenkin sijoittajia hajauttamaan ostoja ajallisesti. Nykyisellä kurssitasolla Exelin potentiaali on kuitenkin kohtuullisesti hinnoiteltu ja osto-ohjelman aloittaminen on perusteltua.

Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysit

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,90	5,75	8,39	6,53	5,02	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	70	68,4	99,8	77,7	59,7	58,6	58,6	58,6
Yritysarvo (EV)	69	71,8	97,3	78,3	63,0	66,5	64,0	61,3
P/E (oik.)	17,0	22,2	16,1	27,3	34,3	17,1	12,7	11,4
P/E	33,0	22,2	17,5	27,3	316,0	17,1	12,7	11,4
P/Kassavirta	13,0	10,1	19,9	-68,8	50,2	-19,2	12,6	11,2
P/B	2,2	3,0	3,4	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	0,9	1,0	1,3	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,1	9,5	7,8	10,7	10,9	8,8	6,1	5,4
EV/EBIT	11,7	14,8	10,4	17,7	24,8	13,8	9,2	8,0
Osinko/tulos (%)	167,7 %	193,1 %	41,7 %	92,0 %	629,5 %	51,9 %	46,4 %	48,5 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	8,7 %	2,4 %	3,4 %	2,0 %	3,0 %	3,7 %	4,3 %

Arvomatriisi 2017e eri liikevaihoilla ja käyttökatemarginaaleilla

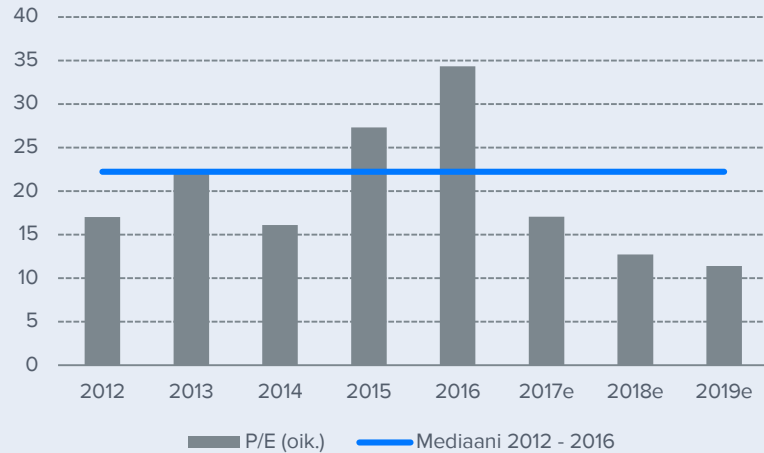
	75 8 %	78 10 %	81 11 %	84 12 %	87 13 %
6,0	2,36	3,27	3,83	4,42	5,04
6,5	2,61	3,60	4,20	4,84	5,51
7,0	2,87	3,92	4,58	5,27	5,99
7,5	3,12	4,25	4,95	5,69	6,46
8,0	3,37	4,58	5,33	6,11	6,94
8,5	3,62	4,91	5,70	6,54	7,41
9,0	3,87	5,24	6,07	6,96	7,89
9,5	4,13	5,56	6,45	7,38	8,37
10,0	4,38	5,89	6,82	7,81	8,84

Arvomatriisi 2018e-2019e eri liikevaihoilla ja liikevoittomarginaaleilla

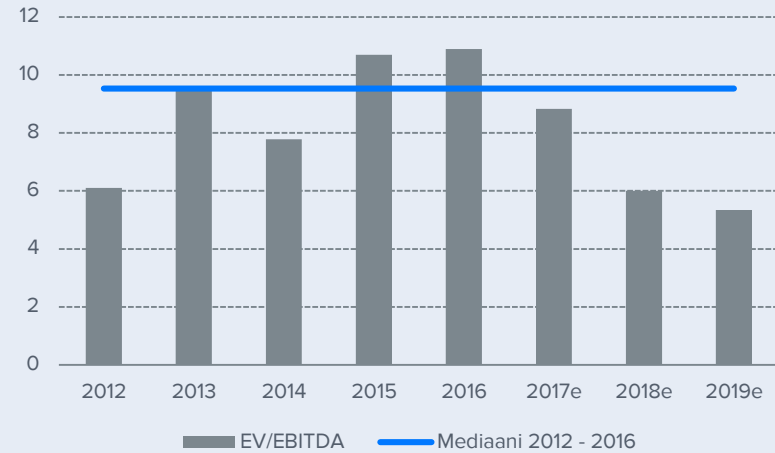
	70 3,0 %	80 6,0 %	85 8,0 %	90 8,5 %	95 9,0 %	100 9,5 %	100 10,0 %
10	0,97	2,60	3,81	4,33	4,87	5,45	5,75
11	1,07	2,86	4,19	4,76	5,36	5,99	6,32
12	1,16	3,12	4,58	5,19	5,85	6,54	6,90
13	1,26	3,38	4,96	5,63	6,33	7,08	7,47
14	1,36	3,64	5,34	6,06	6,82	7,63	8,05
15	1,45	3,90	5,72	6,49	7,31	8,17	8,62
16	1,55	4,16	6,10	6,92	7,80	8,72	9,20
17	1,65	4,42	6,48	7,36	8,28	9,26	9,77
18	1,74	4,68	6,86	7,79	8,77	9,80	10,35

Historiallinen arvostustaso

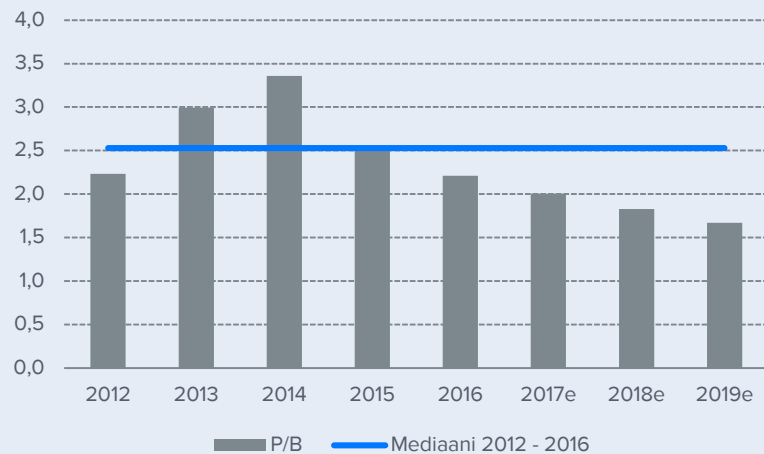
P/E



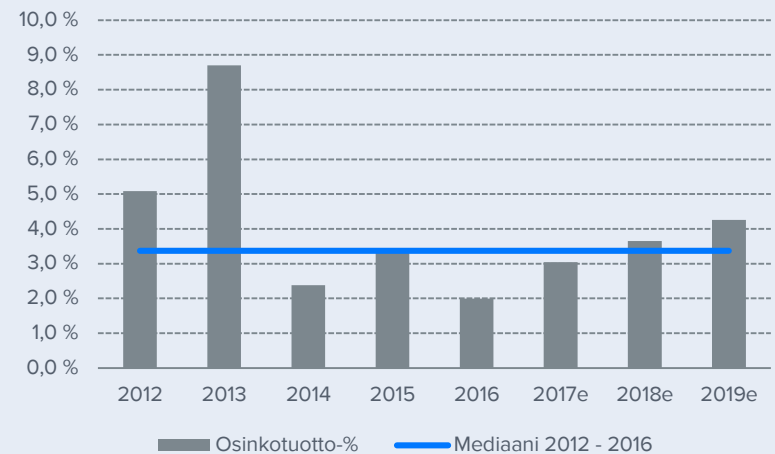
EV/EBITDA



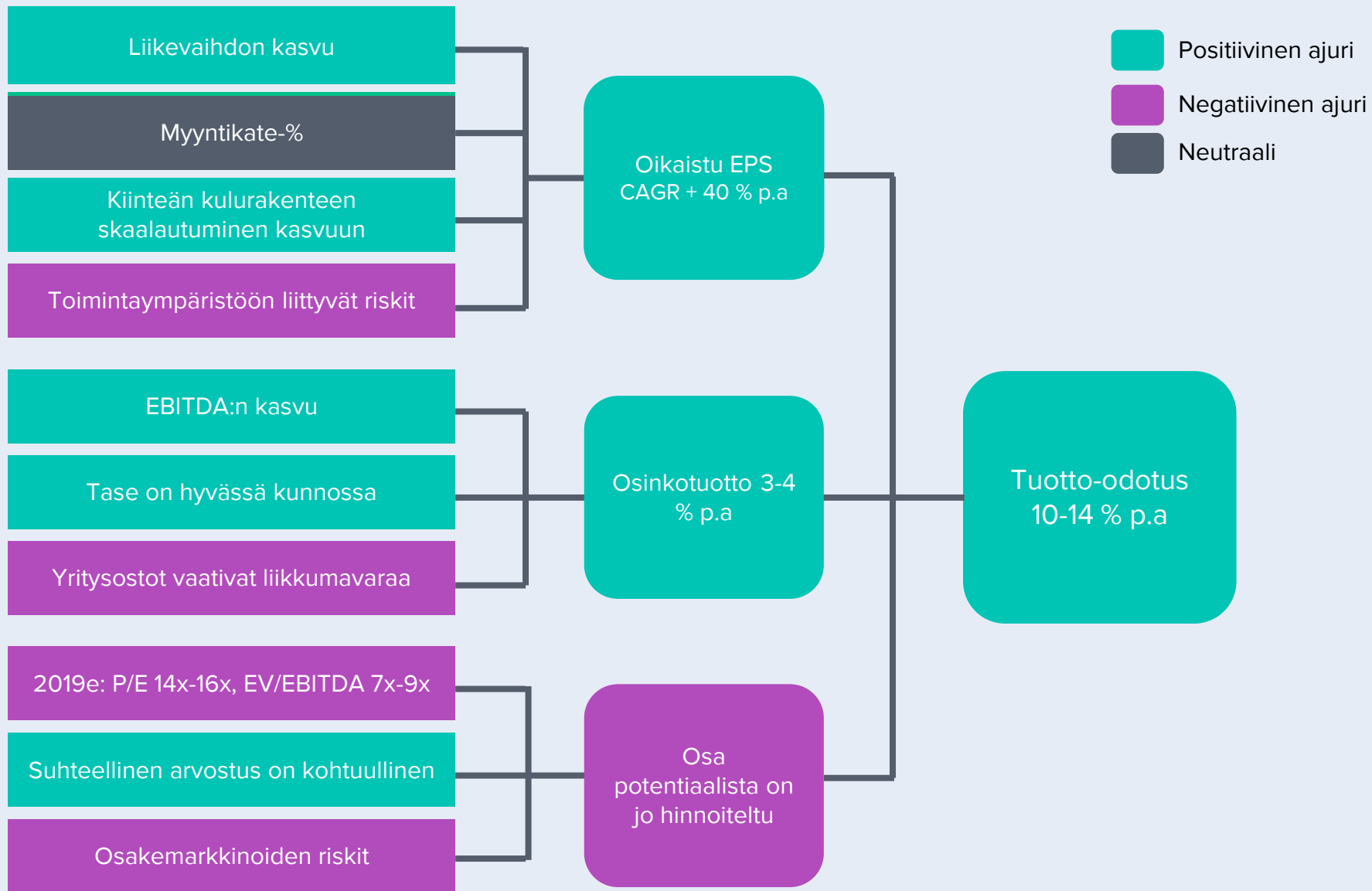
P/B



Osinkotuotto-%



Exel Compositesin arvoajurit 2017e-2019e



Vertailuryhmäarvostus

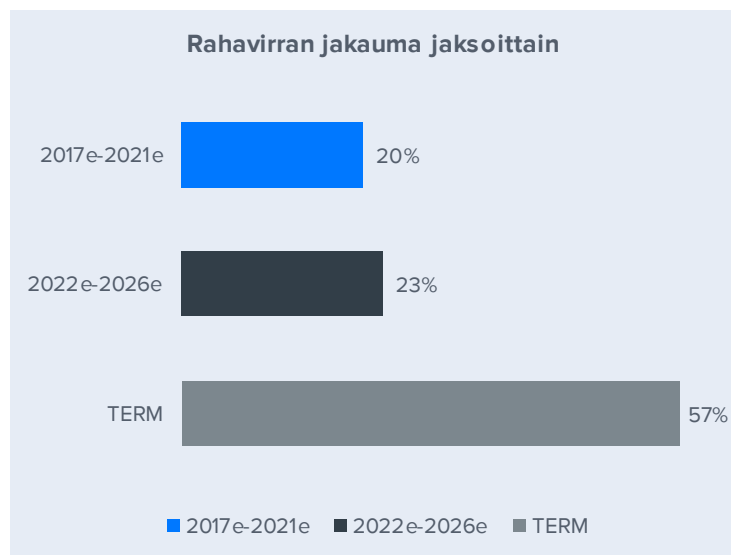
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Exel Composites	4,93	59	62	15,4		8,8		0,8	0,8	19,7	14,1	3,8	3,7	2,0
Gurit	850,00	371	336	9,4	8,9	7,3	7,0	1,0	1,0	14,7	14,4	2,5	2,7	1,9
Hexagon Composites	26,60	486	512	31,7	20,6	22,2	15,8	3,2	2,7	35,1	23,2	1,5	2,2	3,1
Exel Composites (Inderes)	4,93	59	67	13,8	9,2	8,8	6,1	0,8	0,8	17,1	12,7	3,0	3,7	2,0
Keskiarvo				18,9	14,7	12,8	11,4	1,7	1,5	23,2	17,2	2,6	2,9	2,3
Mediaani				15,4	14,7	8,8	11,4	1,0	1,0	19,7	14,4	2,5	2,7	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				-11 %	-37 %	0 %	-47 %	-16 %	-22 %	-14 %	-12 %	24 %	33 %	-2 %

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	0,6	4,8	6,9	7,7	8,3	9,0	9,2	9,0	8,8	8,1	8,3	
+ Kokonaispoistot	3,2	2,7	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	
- Maksetut verot	-0,7	-0,9	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5	-2,5	-2,4	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-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	0,9	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,1	6,0	8,2	8,7	9,2	9,6	9,7	9,6	9,5	9,1	9,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,9	-9,0	-3,5	-3,5	-3,5	-3,4	-3,3	-3,8	-3,7	-4,1	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	-3,0	4,6	5,2	5,7	6,2	6,4	5,8	5,8	5,0	5,0	
+/- 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	1,2	-3,0	4,6	5,2	5,7	6,2	6,4	5,8	5,8	5,0	5,0	82,6
Diskontattu vapaa kassavirta	-2,9	4,0	4,2	4,2	4,3	4,1	3,4	3,1	2,5	2,3	38,4	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	67,8	70,6	66,6	62,4	58,1	53,9	49,8	46,4	43,3	40,7	38,4	
Velaton arvo DCF	67,8											
- Korolliset velat		-10,2										
+ Rahavarat		6,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	64,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,42											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	79	80	73	80	85	89
Kulut	-67	-73	-69	-73	-74	-78
EBITDA	12,0	7,3	3,9	7,5	10,6	11,2
Poistot	-3,1	-2,9	-3,2	-2,7	-3,6	-3,6
Liikevoitto	8,9	4,4	0,6	4,8	6,9	7,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-0,5	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	9,4	4,4	2,5	4,8	6,9	7,7
Rahoituserät	-0,6	-0,6	-1,0	-1,5	-1,4	-1,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	8,5	4,3	0,7	4,4	6,4	7,2
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-2,8	-1,4	-0,5	-0,9	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,7	2,8	0,2	3,4	4,6	5,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	6,2	2,8	2,1	3,4	4,6	5,2
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	5,7	2,8	0,2	3,4	4,6	5,2
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,48	0,24	0,02	0,29	0,39	0,43
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,52	0,24	0,15	0,29	0,39	0,43

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	23	25	25	31	31
Liikearvo	10	10	10	10	10
Aineettomat oikeudet	1	0	1	3	3
Käyttöomaisuus	13	14	14	18	18
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	29	29	28	30	32
Varastot	10	10	10	10	11
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	11	12	12	12	13
Likvidit varat	8	8	7	8	8
Taseen loppusumma	52	54	53	61	62

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	30	31	27	29	32
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	21	22	19	21	24
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	6	7	6	6	6
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	5	4	13	11
Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	4	4	3	12	10
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	1	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	17	19	23	19	19
Lainat rahoituslaitoksilta	1	5	8	4	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	16	14	15	15	16
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	52	54	53	61	62

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseenlaskijoille 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 liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

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.**