

Exel Composites

Laaja raportti

8.10.2024 8.00 EEST



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Muutosmatkan alkutaipaleella

Exel julkisti viime syksynä muutosstrategiansa, jonka ensimmäisen vaiheen toimenpiteissä se on edennyt suunnitellussa aikataulussa. Sen sijaan kysyntätilanne yhtiön kohdemarkkinoilla on arviomme mukaan edelleen vaisu etenkin sen tärkeimmällä markkina-alueella Euroopassa. Tätä peilaten olemme myös laskeneet hieman lähivuosien ennusteitamme. Nykyisiin näkyymiin peilattuna osake onkin mielestämme varsin järkevästi hinnoiteltu, minkä myötä toistamme 0,38 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

Pitkän linjan komposiittituotteiden valmistaja muutosstrategiaa jalkauttamassa

Exel on vaativien teollisuuden loppukäyttöihin soveltuvien komposiittituotteiden suunnitteluun ja valmistamiseen erikoistunut toimija. Yhtiöllä on käynnissä kaksivaiheisen muutosstrategia, joka jakaantuu nykyiseen vakautus- ja kannattavuusvaiheeseen sekä myöhemmin voimakkaan orgaanisen kasvun tavoitteluun (2028 tavoite liikevaihto: 200 MEUR). Kasvua se hakee etenkin suurissa ja nopeasti kasvavissa energiaan ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen liittyvissä sovelluksissa (arviomme mukaan etenkin tuulivoimasovellukset). Vastaavasti kannattavuuttaan se pyrkii nostamaan huomattavasti (2028 tavoite oik. EBIT-% > 10 %) muun muassa tehtaiden käyttöasteiden noston sekä kiinteiden kulujen karsimisen kautta (ml. tehdasverkoston optimointi). Mielestämme toimenpiteet ovat kokonaisuutena järkeviä, mutta kunnianhimoisten tavoitteiden saavuttamisen osalta sillä riittää paljon todistettavaa. Selkeimpinä riskeinä strategian osalta näemme investointivetoisen kysynnän heilahtelut (sis. tuulivoimamarkkinan kehitys) sekä toisaalta volyymisovellusten kasvavan roolin ja niiden matalamman kateprofiilin.

Lyhyen aikavälin kysyntänäkymien yllä edelleen tummia pilviä

Yhtiön kohdemarkkinoiden kasvukuvan ennustetaan olevan varsin terveellä pohjalla ja markkinoiden kasvavan lähteestä riippuen keskimäärin 5–7 % lähivuosina. Toisaalta kysyntäympäristön lyhyen aikavälin kehityksen yllä leijuu mielestämme tällä hetkellä tummempia pilviä etenkin Euroopan talouden nihkeän kehityksen myötä (ml. korkotaso ja teollisuuden heikko luottamus). Arvioimmekin, että kysynnän selkeämpää piristymistä joudutaan odottamaan pitkälle ensi vuoden puolelle ja siten yhtiön pääsevän selkeämpään kasvuvaiheeseen vasta vuonna 2026 (ml. Intian tehtaan tuotannon kasvu). Tätä heijastellen olemme raportin yhteydessä tehneet pieniä negatiivisia tarkistuksia ennusteisiimme, jotka kohdistuivat pääosin ensi vuodelle. Sen sijaan keskipitkällä aikavälillä odotamme liikevaihdon kasvun sekä tehtyjen strategisten toimenpiteiden (mm. kiinteiden kulujen lasku, käyttöasteiden nosto) tukevan yhtiön kannattavuutta ja sen operatiivisen marginaalitason paranevan lähivuosina (oik. EBIT-% 2024e–2027e: 3,0–6,8 %), mutta tason jäävän vielä selvästi taloudellisista tavoitteista.

Osake ei ole kohtuuttomasti hinnoiteltu, mutta markkinasta tarvitaan lisää tuulta purjeisiin

Ennusteillamme osakkeen arvostuskuva on kokonaisuutena haastava kuluvaan vuoteen katsottuna ja ensi vuonnakin vielä hieman koholla (2025e: P/E 19x, EV/EBIT 11x, EV/EBITDA 5x) suhteessa hyväksymäämme arvostukseen (P/E 10x–14x, EV/EBIT 8x–12x, EV/EBITDA 5x–8x). Sen sijaan, jos kehitys jatkuisi odottamallamme polulla, näemme vuoden 2026 arvostuksen olevan kokonaisuutena jo houkuttelevalla tasolla (P/E 10x, EV/EBIT 8x, EV/EBITDA 4x). Toisaalta vielä todistamattoman tuloskäänteen, sen ajoituksen ja viime vuosina heilahdelleen tulostason myötä tähän on mielestämme vielä ennenaikaista nojautua kovin voimakkaasti. Kokonaiskuvaa peilaten näemmekin tässä vaiheessa optimaalisimmaksi siirtyä osakkeessa tarkkailuasemiin seuraamaan markkinatilanteen kehitystä sekä yhtiön omien strategisten toimenpiteiden toimeenpanoa.

Suositus

Vähennä

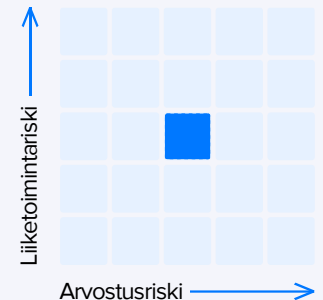
(aik. Lisää)

0,38 EUR

(aik.0,38 EUR)

Osakekurssi:

0,39



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	97	104	111	130
kasvu-%	-29 %	7 %	7 %	17 %
EBIT oik.	-2,4	3,1	4,8	7,5
EBIT-% oik.	-2,5 %	3,0 %	4,4 %	5,8 %
Nettotulos	-9,1	1,1	2,1	4,0
EPS (oik.)	-0,56	0,01	0,02	0,04

P/E (oik.)	neg.	31,4	19,3	10,3
P/B	1,7	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,6	11,4	7,5
EV/EBITDA	15,6	6,3	5,2	4,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,5	0,4

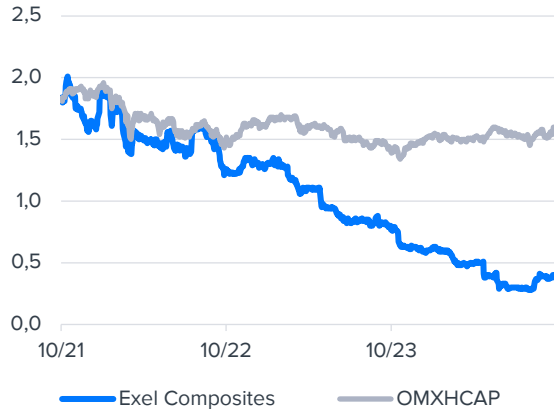
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

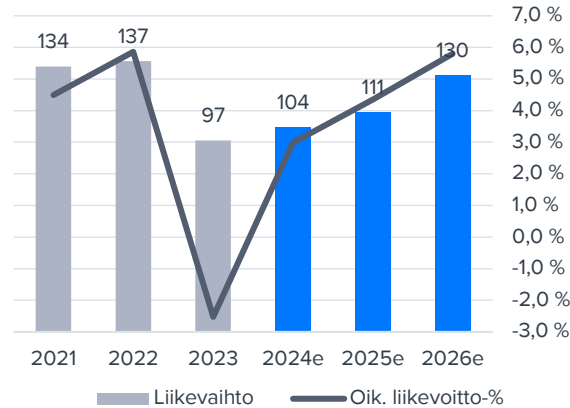
Exel Composites arvioi, että vuonna 2024 sen liikevaihto nousee (2023: 97 MEUR) ja oikaistu liikevoitto nousee merkittävästi vuoteen 2023 verrattuna (2023: -2,4 MEUR).

Osakekurssi



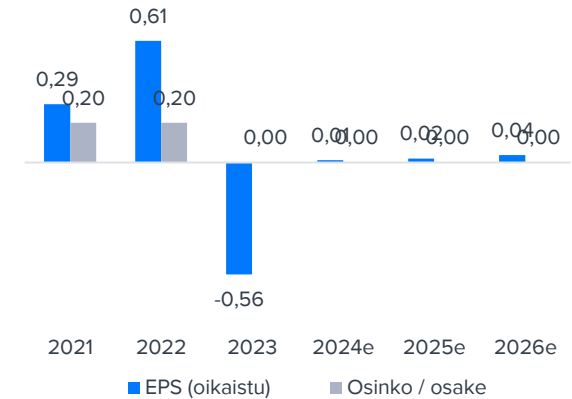
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan organisaation kasvulle
- Kannattavuudessa parantamisen varaa suhteessa täyteen potentiaaliin (ml. kiinteiden kulujen lasku)
- Tuotannon globaalin rakenteen ja suhteellisten mittakaavaetujen ulosmittaaminen uuden fokuosituneemman strategian puitteissa



Riskitekijät

- Strategian implementoinnin epäonnistuminen
- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja volatiilia
- Kroonisesti lyhyen absoluuttisen tilauskannan myötä liiketoimintamahdollisuudet voivat heikentyä verrattain nopeasti
- Kulurakenteen osin kiinteä perusluonne luo herkkyyttä kysynnän muutoksille
- Asiakasportfolio on keskittynyt

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,39	0,39	0,39
Osakemäärä, milj. kpl	106,7	106,7	106,7
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	55	55	57
P/E (oik.)	31,6	19,4	10,3
P/E	37,8	19,4	10,3
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,3	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	17,7	11,4	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	11-14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-27
Sijoitusprofiili	28
Arvonmääritys	29-32
Taulukot	33-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Exel Composites lyhyesti

Exel on erilaisiin vaativiin teollisiin sovelluksiin soveltuvien komposiittituotteiden ja -ratkaisuiden suunnitteluun, valmistamiseen sekä myyntiin ja markkinointiin erikoistunut yhtiö.

1960

Perustamisvuosi

1998

Listautuminen

96,8 MEUR

Liikevaihto 2023

-2,4 MEUR

Oikaistu liikevoitto 2023

4,7 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoittomarginaali 2019–2023

621

Henkilömäärä Q2'24:n lopussa

-2015

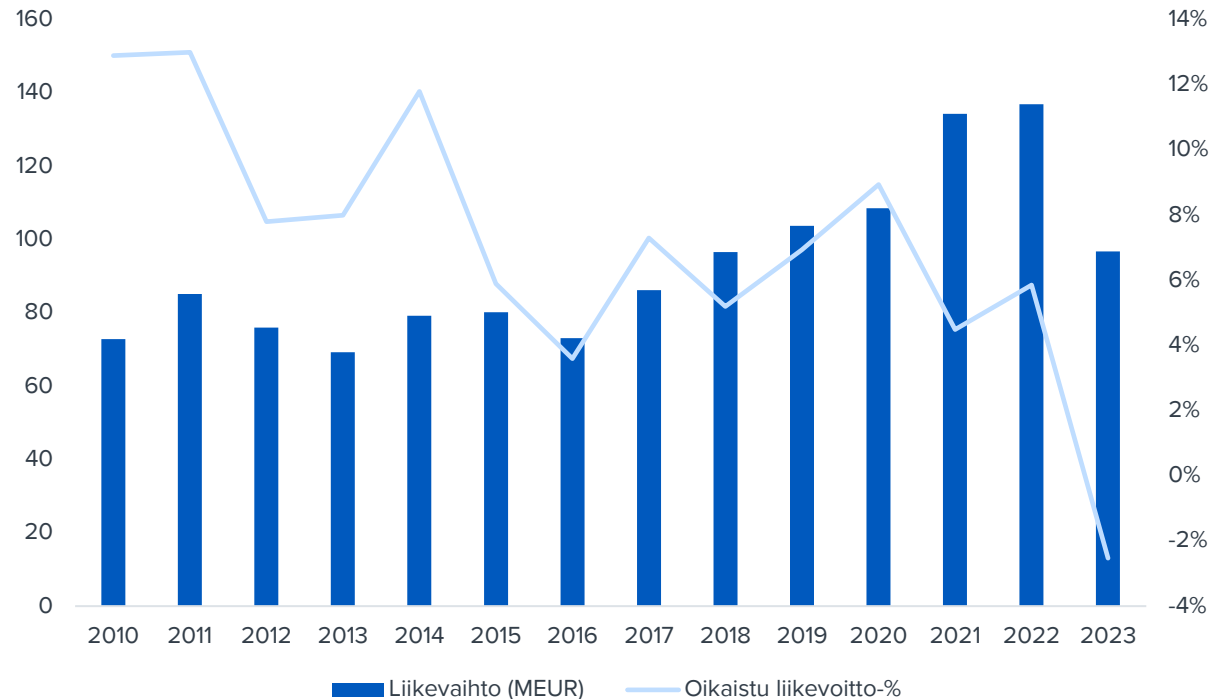
- 2010-luvun alussa makrotalouden haasteet jarruttavat investointivetoista kysyntää
- Telekommunikaatio vetää liikevaihdon kasvuun, mutta samalla muodostaa asiakasportfolioon riskikeskittymän
- Myyntimix painottuu korkean kateprofiiliin yläsegmenttiin

2016-2022

- Telekommunikaatiosektori kohtaa haasteita ja asiakasriskiä realisoituu
- Maantieteellistä jalansijaa laajennetaan silloisen strategian mukaisesti JHFRP:n (Kiina) ja DSC:n (USA) hankinnoilla sekä Intiaan perustettavan yhteisyrityksen kautta
- Yhdysvaltojen haasteet painavat kannattavuuskehitystä
- Tuulivoimasektorin merkitys kasvaa huomattavasti

2023-

- Tuulivoimasektorin ja yleisesti investointivetoinen kysyntä hiipuu laaja-alaisesti makrotaloudellisista tekijöistä johtuen (mm. inflaatio, korkokehitys, geopolittiset jännitteet)
- Exel julkistaa muutosstrategian, jonka tiimoilta se tavoittelee voimakasta kasvua ja kannattavuuden parannusta vuoden 2028 loppuun mennessä
- Tähän liittyen yhtiöllä käynnissä tehdasverkoston virtaviivaistaminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Räätälöityjen ratkaisuiden toimittaja

Exel on valmistavan teollisuuden yhtiö, joka on erikoistunut vaativien ja useisiin erilaisiin teollisuuden loppukäyttöihin soveltuvien komposiittituotteiden (kahden tai useamman materiaalin yhdiste) suunnitteluun, valmistamiseen sekä myyntiin ja markkinointiin. Yhtiön valmistamat komposiitit ovat lujitteista ja hartsista koostuvia materiaaleja. Pääasiallisina lujitteina se käyttää lasi- ja hiilikuituja niiden keveys- ja kestävyysominaisuuksia heijastellen. Vastaavasti yhtiön tehdasverkosto toimii jatkuvaan valmistusmenetelmään eli pultruusio- tai pullwinding-menetelmään perustuvien tuotantolinjojen kautta, joista pääasiallisena menetelmänä toimii pultruusio. Käsityksemme mukaan Exelillä on myös tässä globaalien komposiittimarkkinan niche-segmentissä johtava markkina-asema. Valtaosa Exelin toimittamista tuotteista on yksityiskohtaisiin asiakastarpeisiin suunniteltuja, minkä myötä tarjoaman räätälöintiaste on suhteellisen korkea.

Exelin pääkonttori sijaitsee Vantaalla. Yhtiöllä on toistaiseksi seitsemän tuotantoyksikköä, jotka sijaitsevat Suomessa (2 kpl), Kiinassa, Belgiassa, Itävallassa, Yhdysvalloissa ja Intiassa (yhteisyritys Kineco Groupin kanssa). On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiö tiedotti syyskuussa 2024 aloittaneensa prosessin, jonka aikomuksena on sulkea Belgian tehdas (kts. tarkemmin [Strategia ja taloudelliset tavoitteet](#) -kappale).

Eurooppa suurin maantieteellinen markkina-alue

Vuonna 2023 yhtiön liikevaihto oli noin 97 MEUR (2022: 137 MEUR), kun taas sen operatiivinen liikevoitto painui varsin poikkeuksellisesti

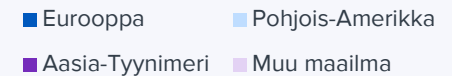
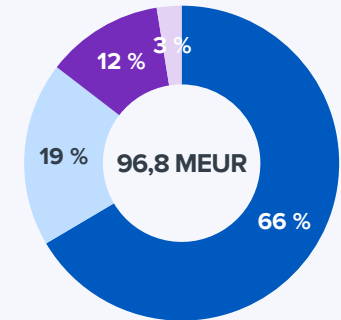
pakkaselle -2,4 MEUR:oon (2022: 8,0 MEUR) liikevaihdon rajun laskun myötä. Maantieteellisesti katsottuna yhtiön liiketoiminnalle tärkein alue on varsin selvällä marginaalilla ollut Eurooppa, minkä osuus Exelin liikevaihdosta oli vuosina 2019–2023 keskimäärin noin 59 % (2023: 66 %). Toiseksi suurimpana alueena yhtiöllä on puolestaan ollut edellisenä viitenä vuotena Pohjois-Amerikka 22 %:n osuudella (2023: 19 %) ja kolmantena Aasia-Tyynimeri 17 %:n osuudella (2023: 12 %). Sen sijaan tänä vuonna tehdyn organisaatiomuutoksen yhteydessä Exel siirtyi raportoimaan tulosityksiköitä maantieteellisen jaon sijaan.

Asiakaskunta hajautuu useille teollisuudenaloille

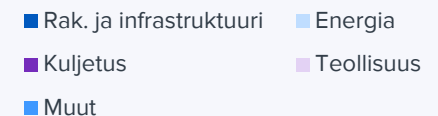
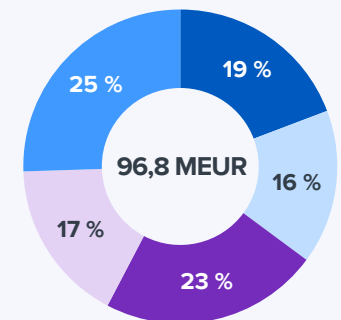
Exelillä on vuoden alusta ollut kaksi liiketoimintayksikköä Räätälöidyt Ratkaisut sekä Teolliset Ratkaisut. Näistä Räätälöidyt Ratkaisut keskittyy asiakkaille tilauksesta valmistettuihin korkeamman räätälöintiasteen ja sitä kautta yleensä lyhyempien tuotantosarjojen ratkaisujen valmistamiseen. Vastaavasti Teolliset Ratkaisut keskittyy valikoitujen volyymissovellusten valmistamiseen. Yhtiö on raportoinut näiden osalta liikevaihdon kehitystä kuitenkin vasta kuluvan vuoden osalta, joten suurempien suuntaviivojen vetäminen näiden osalta on vielä vaikeaa. Olemme käyneet näiden strategisia rooleja tarkemmin läpi sivulla [11](#).

Yhtiö raportoi liikevaihdon kehitystä myös asiakastoimialakohtaisesti, kun taas taloudellisen tuloksensa se raportoi vain konsernitason tasolla. Sen nykyiset viisi asiakastoimialaa ovat: Rakennukset ja infrastruktuuri, Energia, Kuljetus, Teollisuus ja Muut, joita olemme käyneet seuraavalla sivulla tarkemmin läpi.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2023



Liikevaihdon jakautuminen asiakastoimialoittain 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Rakennukset ja infrastruktuuri oli vuonna 2023 Exelin kolmanneksi suurin asiakastoimiala ja se toi viime vuonna yhtiön liikevaihdosta noin 19 %. Tyypillisiä tuotesovelluksia ovat muun muassa ikkuna- ja oviprofiilit sekä muut erilaiset rakenteelliset profiilit. Kysyntä on käsityksemme mukaan valtaosin jatkuvaa toimitusten virtaa. Arvioimme valmistettavien sovellusten kuuluvan Räättälöityihin Ratkaisuihin ja valmistettavien tuotesovellusten variaatioiden olevan varsin laaja.

Toiseksi suurimpana asiakastoimialana yhtiöllä oli viime vuonna **Energia** 23 %:n osuudellaan. Asiakastoimialan yleisiä lopputuotteita ovat esimerkiksi tuulivoimaturbiinien siipien vahvikkeet ja jäykisteet sekä voimalan muut tukirakenteet, kuten kaiteet ja huoltotasanteet. Lisäksi Energia pitää sisällään kaapeliydintuotteita, kaapelikouruja sekä eristetankoja. Arvioimme asiakastoimialan sovellusten jakaantuvan sekä Räättälöityihin että Teollisiin Ratkaisuihin, tuulivoima-alan ratkaisujen muodostaessa kuitenkin suurimman osan Teollisista Ratkaisuista. Kokonaisuutena arvioimme asiakastoimialan kysynnän olevan investointivetoista ja osin volyymissovelluksista koostuvaa tuoteportfoliota peilaten myös suhteellisesti matalampaa kateproffilia.

Kuljetus muodosti Exelin liikevaihdosta puolestaan viime vuonna noin 17 %. Asiakastoimialan tyypillisiä sovelluksia ovat kuljetusvälineiteollisuuteen toimitettavat profiilit (mm. junien ja bussien kylkipaneelit, ilmalaivojen runkorakenteet, rekkojen lattian vahvikeprofiilit). Tätä heijastellen arvioimme asiakastoimialan kysynnän olevan myös investointivetoista. Käsityksemme mukaan asiakastoimialan kysyntä jakaantuu Räättälöityihin

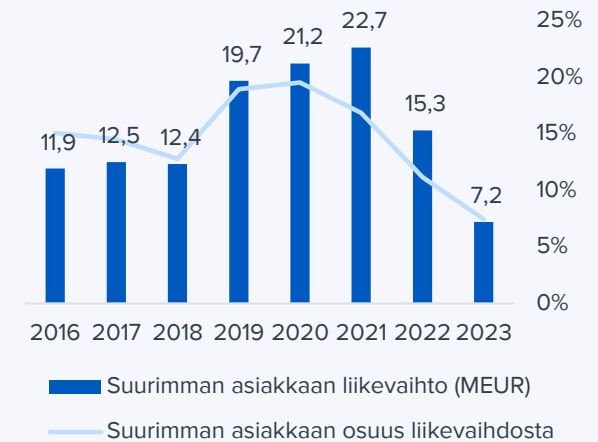
sekä Teollisiin Ratkaisuihin, joista jälkimmäiseen kuuluu arviomme mukaan Foton Bus and Coach -yhtiön kanssa tiedotettu sopimus sähköbusseihin toimitettavien komposiittiprofiilien osalta.

Teollisuus toi puolestaan noin 16 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2023. Tämän asiakastoimialan loppukäyttöihin kuuluvat puolestaan laajalti erilaiset ratkaisut eri teollisuudenaloille, jotka ovat tyypillisesti investointivetoisia. Esimerkkejä tuotesovelluksista ovat muun muassa paperi- ja tekstiilikoneisiin toimitettavat komponentit sekä erilaiset mastot ja antennien suojakuvut. Arvioimme sovellusten kuuluvan räättälöidympään päähän.

Vuonna 2023 asiakastoimialoista suurin oli **Muut**, joka toi noin 25 % yhtiön liikevaihdosta. Asiakastoimialan sovelluksiin kuuluvat muun muassa erilaiset puolustussovellukset ja puhtaanapito- ja kunnossapitosovellukset. Tällaisia ovat muun muassa naamiointiverkon tuki- ja ei-magneettiset työkaluvarret sekä muut teleskooppivarret. Asiakastoimialan melko laajan portfolion myötä sen kysyntä on arviomme mukaan jakaantunut vakaampiin ja investointivetoisempiin loppukäyttöihin. Kokonaisuutena arvioimme asiakastoimialan alla valmistettujen sovellusten kuuluvan Räättälöityihin Ratkaisuihin ja marginaalitasoltaan suhteellisesti korkeampaan päähän.

Kokonaisuutena liiketoiminnan rakenne on asiakastoimialoittain katsottuna mielestämme melko tasapainoinen. Lisäksi toimialat ovat pääosin kehittyneissä vaiheissa ja vähintäänkin kohtuullisen kasvunäkymän omaavia.

Suurimman asiakkaan merkitys
Exelin liikevaihdolle



Esimerkkejä potentiaalisista asiakkaista*



*Perustuu Inderesin arvioihin potentiaalisista asiakkaista. Exel itse julkaisee vain satunnaisesti asiakkaitaan.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Sen sijaan teollisen sektorin kysyntädynamiikkaa peilaten heiluntaa Exelin toimitusvirroille aiheutuu investointivetoisesta kysynnästä. Tätä osaltaan rajaa eri asiakastoimialojen kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus. Nämä eivät kuitenkaan suojaa yhtiötä kokonaisvaltaisen kysynnän mahdolliselta heikentymiseltä, mitä on nähty viime vuosina teollisen aktiviteetin hiipumisen myötä.

Asiakasportfolio suhteellisen keskittynyt

Lisäksi on hyvä huomata, että Exelin asiakasportfolio on arviomme mukaan suhteellisen keskittynyt, vaikka arvioimmekin kokonaisuutena asiakasportfoliossa olevan useita satoja toimijoita. Vuonna 2023 Exelin suurimman asiakkaan (tuulivoima-alan asiakas) osuus sen liikevaihdosta oli vain noin 7 % (2022: 11 %). Huomionarvoista on kuitenkin, että suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli vuosina 2019–2021 vielä 17–20 %. Kehitystä selittää arviomme mukaan viime vuosina jäähtyneet uusiutuvan energian investointinäkyvät muun muassa nopeasti nousseita korkotasoja sekä paikoin sähkön hintakehitystä heijastellen.

Kokonaisuutena arvioimme kuitenkin noin 10–20 suurimman asiakkaan tuovan pitkälti yli puolet liikevaihdosta. Tätä heijastellen suurin osa Exelin asiakkaista on kokoluokaltaan melko pieniä, mikä tekee merkittävimpien asiakkaiden rooleista korostuneen. Siten avainasiakkaan menettäminen, asiakaskohtaisen markkinaosuuden oleellinen supistuminen tai asiakkaan itsensä kohtaamat vaikeudet (vrt. tuulivoima-alan investoinnit) voivat heikentää Exelinkin liiketoimintamahdollisuuksia. Käsitksemme mukaan avainasiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä, mikä yhdessä räätälöidyn

tarjoaman kanssa rajaa asiakasmenetysten riskiä (asiakkaan kohonnut kynnys vaihtaa toimittajaa).

Suunnittelu ja tuotanto kovaa ydintä

Exelin liiketoimintamalli on teolliselle toimijalle perinteinen, sillä yhtiö myy ja valmistaa itse suunnittelemaansa tuotteita. Exelin toimittamat komposiittituotteet ovat yksittäisiä osia sen asiakkaan tai asiakkaanasiakkaan sovelluksessa (esim. tuulivoimalan siiven vahvike). Siten Exelin ratkaisut ovat yleensä asiakaskohtaisiin tarpeisiin suunniteltuja, mikä tekee kokonaistarjoaman räätälöintiasteesta varsin korkean. Osana strategiaansa se pyrkii kuitenkin hieman aiempaa enemmän standardisoimaan tuotteitaan. Arvioimme suhteellisen korkean räätälöintiasteen tukevan kuitenkin Exelin arvoketjuasemaa.

Käsityksemme mukaan yhtiön toimittamien komponenttien osuus loppuasiakkaan investoinnin kokonaiskustannuksista on suhteellisen matala, mikä yhdessä edellä mainittujen tekijöiden kanssa tuo yhtiölle hinnoitteluvoimaa etenkin korkeamman räätälöintiasteen tuotteisiin. Asiakastoimialojen välillä räätälöintiasteet ja hankintalogiikat eivät kuitenkaan ole yhteismitallisia, mistä johtuen myös Exelin toimialakohtaisessa hinnoittelukyvyssä on arviomme mukaan selkeää luontaista vaihtelua (vrt. tuulivoima- vs. puolustussovellukset).

Sen sijaan räätälöidyn tarjoaman heikkoutena voidaan mielestämme nähdä tuotannon monimuotoistuminen, mikä voi vaikeuttaa tehokkuustason optimointia, mistä yhtiö on käsityksemme myös osaltaan kärsinyt historiallisesti. Tähän liittyen yhtiö pyrkiikin fokusoimaan tuotantolaitostensa tuotantoa

aiempaa enemmän uuden strategian puitteissa.

Edellä esitettyä dynamiikkaa mukailien Exelin ydintoiminnot ovat mielestämme suunnittelu (ml. materiaalikehitys) ja tuotanto. Kokonaisuuden kannalta etenkin suunnittelun rooli on olennainen, sillä se luo perustaa kilpailukykyiselle tarjoamalle edesauttaen asiakashankintaa ja -pitoa. Näemme suunnittelutyön olevan pitkäjänteistä ja käsittääksemme aikaväli ensimmäisestä asiakaskontaktista valmiiseen tuotesovellukseen voi olla pitkä (1–3 vuotta). Uskomme Exelin pitkän operatiivisen historian ja asiakassuhteiden sekä useille asiakastoimialoille levittyvän portfolion myötä sen suunnitteluosaamisen olevan kokonaisvaltaista ja laadukasta.

Puolestaan tuotannossa yhtiö hyödyntää jatkuvatoimisia menetelmiä ja etenkin pultruusio-tekniologiaa sekä myös pullwinding-tekniologiaa että jatkuvan laminoinnin tuotantomenetelmää. Näiden myötä yhtiöllä on kyky valmistaa yksinkertaisia tankoja ja putkia kuin myös muodoiltaan monimutkaisempiakin profiileja. Siten arvioimme yhtiön tuotantopuolen kyvykkyyksien olevan hyviä, mikä yhdessä suunnitteluosaamisen kanssa tukee sen kokonaiskilpailukykyä näillä komposiittivalmistuksen niche-segmenteillä.

Kokonaisuutena on kuitenkin hyvä huomata, että toimintamallin geneerisen luonteen vuoksi, ei se mielestämme itsessään erota Exeliä muista toimijoista tai luo selkeitä kestäviä kilpailuetuja. Mielestämme yhtiön keskeisimmät, vielä osin ulosmittaamattomat vahvuudet muodostuvatkin sen laajasta asiakas- ja sovellusportfoliosta, globaalista peitosta sekä moniin kilpailijoihin nähden suuremmasta kokoluokasta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tilaukanta rakenteellisesti melko lyhyt

Exel saa asiakkailtaan alustavia kysyntäennusteita tyypillisesti aina seuraavan 6–12 kuukauden jaksolle. Nämä muuttuvat pysyviksi tilauksiksi kuitenkin vasta joitain viikkoja ennen varsinaista toimitusta. Tämä tekeekin Exelin kovasta tilaukannasta rakenteellisesti lyhyen ja arviomme mukaan vain reilun kvartaalin mittaisen. Täten tilaukanta ei ole erityisen hyvä pidemmän aikavälin mittari, vaikka se antaakin kohtalaisen hyvän arvion lyhyen aikavälin kehityksestä. Tilaukannan rakenne ei kuitenkaan ole aukoton, sillä käsityksemme mukaan eri asiakastoimialojen ja asiakkaiden toimintatavoissa voi olla selkeitäkin eroavaisuuksia. Puolestaan tilaus/toimitus-ketjun ohella tilaukannan lyhyt rakenne heijastuu myös osaltaan kustannusten hallintaan, sillä tilaushankinnan ennusteiden pettäessä kapasiteetin ja kulurakenteen lyhyen aikavälin joustopisteet ovat varsin rajalliset.

Kulurakenne on kohtalaisen jäykkä

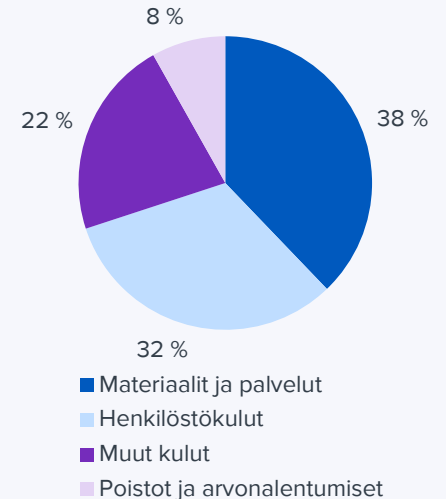
Exelin kulurakenne on kohtalaisen jäykkä, sillä arviomme mukaan kiinteiksi määriteltävien kulujen osuus kokonaiskustannuksista on historiallisesti ollut noin 25–35 %. Kiinteää kulurakennetta selittää pitkälti liiketoimintamallin edellyttämät suunnitteluresurssit sekä globaali myynti- ja tuotantolaitosverkosto. Korkeahkot kiinteät kustannukset (yhdessä korkean materiaalikatteen kanssa) luovat Exelin toimintaan kohtuullisen operatiivisen vivun. Siten yhtiöllä onkin vapaiden käyttöasteiden tilanteissa mahdollista skaalata

kiinteitä kustannuksiaan liikevaihdon kasvaessa ja kasvattaa tulostaan liikevaihdon kasvua nopeammin. Operatiivinen vipu toimii kuitenkin myös toiseen suuntaan ja liikevaihdon laskiessa tulostaso kärsii liikevaihdon hidastumista rajummin kiinteiden kustannusten joustamattomuutta peilaten. Olemme käyneet kulurakennetta tarkemmin läpi [Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne](#) -kappaleessa.

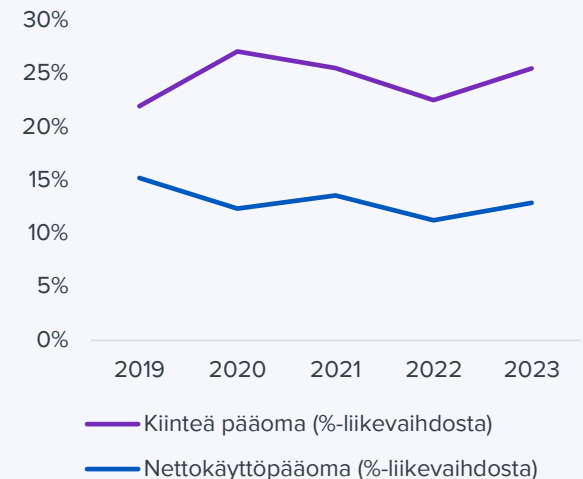
Pääomatarpeet eivät ole valtaisia

Exelin toiminta ei sido valtaisia määriä pääomia, vaikka yhtiö toimiikin valmistavassa teollisuudessa ja edellä mainitun tapaan yhtiöllä on jäykähkö kustannusrakenne. Viimeisenä viitenä vuotena kiinteän omaisuuden osuus (ml. IFRS 16) liikevaihdosta on vaihdellut 22–27 %:n välillä, mikä on mielestämme siedettävä taso. Nettokäyttöpääomaa Exelin toiminta taas on tyypillisesti sitonut 10–15 %, mikä on selvästi kiinteää pääomatarvetta maltillisempi määrä. Yli ajan käyttöpääoma on myös ollut osin asiakkaiden rahoittamaa, sillä myyntisaamisten kiertoaika on pysynyt kestävästi ostovelkojen vastaavaa nopeampana. Tämä mielestämme osaltaan vahvistaa näkemystämme Exelin vähintäänkin kohtuullisesta arvoketjuasemasta (ml. riittävä neuvotteluvoima asiakkaiden ja materiaalitoimittajien suuntaan). Kokonaisuutena tarkastellen pääoman kohtuullinen sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä rajalliset pääomatarpeet ja pääomien tehokas käyttö luovat edellytykset hyvälle pääoman tuotolle ja omistaja-arvon luomiselle.

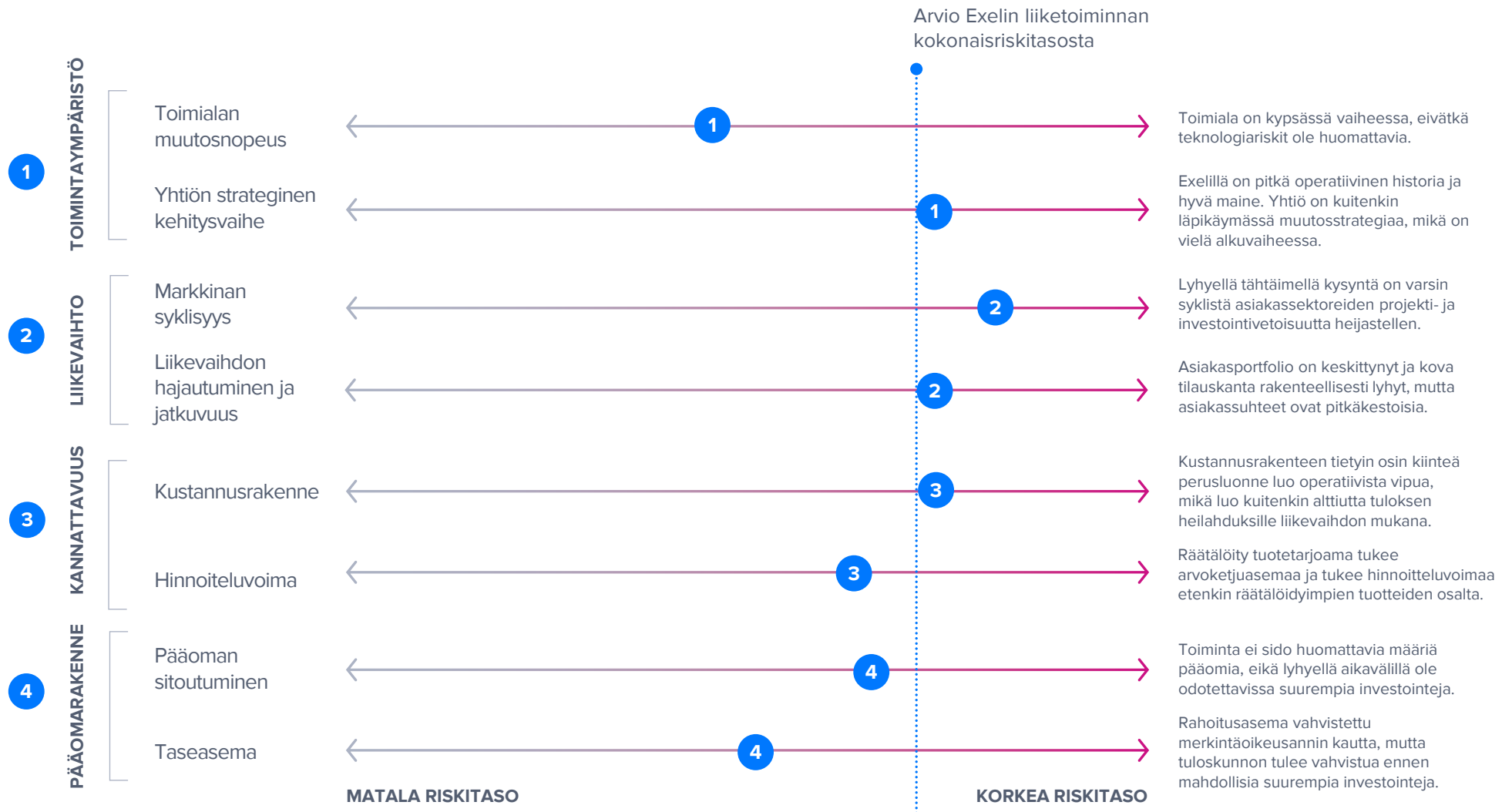
Kustannusrakenne 2023



Pääomien sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Muutosstrategian painopistealueet

Exel julkisti viime syksynä muutosstrategiansa, jonka kautta se tavoittelee tulevaisuutta entistä integroidummaksi pultruusiomenetelmällä valmistettujen komposiittiratkaisujen suunnittelijaksi ja valmistajaksi sekä volyymiratkaisuihin että asiakkaille räätälöityihin sovelluksiin. Strategian painopistealueina toimivat:

- Kannattavan orgaanisen kasvun saavuttaminen suurissa ja nopeasti kasvavissa, vastuullisuuden ohjaamissa energiaan ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen liittyvissä sovelluksissa. Yhtiö keskittyykin lisääntyvissä määrin vahvan kasvupotentiaalisen toimialoille, joiden tuotetarpeet ovat vakioidumpia ja volyymit suurempia. Tällaisia toimialoja ovat esimerkiksi tuulivoima, rakentaminen ja infrastruktuuri sekä kuljetus.
- Asiakasarvon kasvattaminen auttamalla asiakkaita valitsemaan komposiitin sovellustensa osaksi. Tämä tapahtuu tarjoamalla asiakkaille teknistä tukea, tuotteistamisosaamista ja jälkiprosessointia.
- Uuden operatiivisen toimintamallin hyödyntäminen.
- Kunnianhimoisten tavoitteiden asettaminen ja keskittyminen niiden määrätietoiseen toimeenpanoon.

Siirtyminen kahteen liiketoimintayksikköön

Osana strategiaansa Exel siirtyi myös vuoden 2024 alussa kahteen asiakaskeskeiseen liiketoimintayksikköön: 1) Teollisiin Ratkaisuihin, joka keskittyy valikoituihin korkean kasvupotentiaalisen sovelluksiin sekä 2)

Räätälöityihin Ratkaisuihin, joka keskittyy tilauksesta tehtyihin ratkaisuihin usealla toimialalla. Yhtiön mukaan muutos varmistaa kasvavan asiakasyhteistyön ja tehokkaamman toiminnan.

Volyymituoteasiakkaitaan yhtiö tulee palvelemaan niille kohdistetuilla asiakaspalvelutiimeillä ja tehtailta, jotka ovat suunniteltu tehokkaan jatkuvan tuotannon ajamiseen. Vastaavasti räätälöityjen ja erikoistuotteiden asiakkaita Exel tulee palvelemaan paikallisella myyntiverkostolla ja räätälöityyn tuotantoon erikoistuneella globaalilla tehdasverkostolla. Samalla yhtiö tulee kasvattamaan molempien liiketoimintayksikköjen komposiittiratkaisujen suunnittelu- ja kehityskapasiteettia, mitä pidämme positiivisena pidemmän aikavälin kilpailukyvyyn kannalta.

Tehdasverkoston tarkastelu käynnissä

Osana uutta jakoa peilaten yhtiöllä on käynnissä tehdasverkoston uudelleenjärjestely liiketoimintayksiköiden tarpeiden mukaisesti. Osana tätä se on kertonut suorittavansa strategisen tarkastelun kolmella tehtaallaan määrittääkseen niiden roolin jatkossa jo aiemmin tehtyjen uudelleenjärjestelyjen lisäksi (Kiinan tuotannon keskittäminen, Iso-Britannian tehtaan sulkeminen). Näiden kautta se pyrkii vastaavasti suurempiin tuotantoyksiköihin, jotka ovat skaalautuvia, tehokkaampia ja paremmin resursoituja. Toimenpiteillä se pyrkii myös nostamaan tehtaiden käyttöasteita ja tätä kautta kannattavuuttaan. Arvioimme sen myös tavoittelevan, että tehtaast tulevat erikoistumaan tietyn tyyppisten sovellusten valmistamiseen, mikä mahdollistaisi jatkuvan parantamisen ja tuotannon optimoinnin eri sovellusten valmistamiseen.

Strategian painopistealueet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Ensimmäisen strategisen tarkastelun yhtiö sai päätökseen viime syksynä, kun se päätti muuttaa Yhdysvaltojen tehtaan roolia ja keskittyvänsä siellä jatkossa räätälöityjen tuotteiden valmistamiseen (aikaisemmin myös muun muassa tuulivoimaa, joka nyt muille tehtaille). Vastaavasti uudelleenjärjestelyn kautta se odotti johtavan noin 3,0 MEUR:n vuosittaisiin kustannussäästöihin pidemmällä aikavälillä. Näiden vastapainona yhtiö kuitenkin kirjasi viime vuodelle 4,3 MEUR:n kertaluontoiset kulut.

Vastaavasti yhtiö tiedotti syyskuussa saaneensa toisen, Belgiassa sijaitsevan tehtaan strategisen tarkastelun valmiiksi. Tämän tiimoilta Exel on käynnistänyt konsultaatioprosessin työntekijöiden edustajien kanssa aikomuksenaan lopettaa tuotanto tehtaalla. Käytännössä lopullista virallista päätöstä tehtaan sulkemisesta ei olla vielä tehty, vaikka pidemmekin sulkemista käytännössä varmana. Tätä heijastellen yhtiö ei ole myöskään kommentoinut sulkemisesta mahdollisesti syntyviä kustannussäästöjä tai kertakuluja. Yhtiön aikaisempia kommentteja peilaten arvioimme sillä olevan kuitenkin kyvykkyyksiä sekä vapaata kapasiteettia palvella sen asiakkaita muilta tuotantolaitoksiltaan.

Sen sijaan viimeistä strategisen tarkastelun kohteeksi kuuluvaa tehdasta yhtiö ei ole vielä julkistanut ja käsityksemme mukaan tämän osalta yhtiöllä ei ole vastaavaa kiirettä suhteessa USA:n ja Belgian yksiköihin. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että tämän osalta ryhdytään toimenpiteisiin kohtuullisella aikavälillä.

Tulevaisuudessa yhtiö tulee keskittämään volyyμισovellusten valmistamisen Aasian tuotantolaitoksilleen (Kiina ja Intia) ja räätälöityjen sovellutusten valmistamisen Eurooppaan ja USA:han. Osana tuotannon keskittämistä Exelillä on myös käynnissä Kineco Groupin kanssa perustetun yhteisyrityksen (Kineco Exel, josta Exel omistaa 55 %) Intiaan rakennetun uuden tehtaan varustelu. Kyseinen Intian tehdas tullaan vastaavasti optimoimaan tuulivoimateollisuuden asiakkaiden palvelemiseen Intiassa ja globaalisti.

Tässä kohtaa tehtaiden lopullisia rooleja ei ole vielä julkaistu ja jäämekin seuraamaan, lähteekö yhtiö avaamaan strategisten tarkastelujen päätyttyä tehtaiden tulevia rooleja tarkemmin esimerkiksi asiakastoimiala- tai sovellustasolla.

Kokonaisuutena näemme tehdasverkoston kaventamisen perusteltuna huolimatta vahvan maantieteellisen peiton tuomista eduista (mm. tuotannon suurempi joustavuus erilaisten sovellusten valmistukseen eri tehtailla, kuljetusetäisyydet). Tämän taustalla on, että käsittääksemme keskimääräisen tehtaan käyttöasteet olivat historiallisesti kaukana optimista. Siten näemmekin tehdasverkoston supistamisen ja tehtaiden fokusoinnin kautta yhtiöllä mahdollisuuksia repiä selvästi enemmän irti olemassa olevista omaisuuseristä.

Strategia jaksottuu kahteen vaiheeseen

Vastaavasti strategiajaksonsa yhtiö on jakanut kahteen vaiheeseen: 1) vakautus- ja kannattavuusvaiheeseen sekä 2) kasvuvaiheeseen. Vakautus- ja kannattavuusvaihe

ajoittuu arviolta vuosille 2024–2025, minkä jälkeen Exel siirtyy kasvuvaiheeseen, jonka puitteissa se pyrkii saavuttamaan vuoden 2028 loppuun asetetut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa (kts. tarkemmin seuraava sivu).

Lyhyellä aikavälillä luodaan pohjaa kasvuille

Esimerkkejä vakautus- ja kannattavuusvaiheen toimenpiteistä ovat muun muassa uuden yksinkertaistetun kahden liiketoimintayksikön käyttöönotto, tehdasverkoston optimointi, toimintojen tehokkuuden kasvattaminen sekä vakioidumman tarjonnan kehittäminen valikoituihin sovelluksiin. Näiden osalta työ on käsityksemme mukaan edennyt tähän mennessä varsin hyvin ja suunnitellussa aikataulussa. Aiemmin kuvatusti tällä hetkellä työlliställä on etenkin Belgian tehtaan konsultaatioprosessin loppuunsaattaminen ja lopullisten päätösten tekeminen tehtaan suhteen. Vastaavasti toimintojen tehokkuuden kasvattamisen sekä valikoidumman tarjonnan kehittämisen arvioimme olevan pidempikestoinen prosessi, joka tulee myös osaltaan kuulumaan osaksi kasvuvaihetta.

Puolestaan strategian toteutuksen toisessa vaiheessa se tavoittelee voimakasta orgaanista kasvua ja kannattavuuden nostoa hyödyntäen täysin tuotantolaitoksiaan ja uutta myyntimalliaan sekä osaamistaan räätälöidyissä sovelluksissa ja volyyμισovelluksissa. Orgaanista kasvua se hakee erityisesti strategiansa painopistealuetta mukailien suurissa ja nopeasti kasvavissa energiaan ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen liittyvissä sovelluksissa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Räätälöidyissä Ratkaisuissa se on tunnistanut mahdollisuuksia etenkin rakennusten ja infrastruktuurin (mm. ovi- ja ikkunaprofiilit), kuljetusvälineprofiilien sekä muiden erikoissovellusten (mm. putket ja kaapeliydintuotteet) osalta. Vastaavasti Teollisissa Ratkaisuissa suurimpana selkeänä alueena ovat tuulivoimaan liittyvät sovellukset (mm. turbiinien siipien vahvikkeet ja jäykisteet). Tämän lisäksi Teollisiin Ratkaisuihin kuuluu erilaisia kuljetusvälineprofileita (mm. Foton-sopimus). Lisäksi yhtiöllä on tarkoitus saada kasvatettua uusia tuotesovellusalueita volyymisovelluksiksi.

Kokonaiskuvaa heijastellen emme odota Exelin olevan aktiivisia yritysostomarkkinoilla ainakaan lähtökohtaisesti lähivuosina, vaan keskittyvän orgaanisen kasvun tavoitteluun. Sen sijaan yhtiön päästyä tukevasti kasvuvaiheen puolelle, näemme mahdolliset täydentävät yritysostot mahdollisina, joilla se pyrkisi täydentämään teknologiapalettiaan ja/tai kasvattamaan asiakaskuntaansa.

Pitkän aikavälin tavoitteet

Exelin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Yli 200 MEUR:n vuosittainen liikevaihto vuoteen 2028 mennessä
- **Kannattavuus:** Oikaistu liikevoitto-% > 10 % vuoteen 2028 mennessä
- **Rahoitusasema:** Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen alle 3x vuoteen 2028 mennessä

Taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen keskiössä etenkin käyttöasteiden parantaminen

Viime syksyisen CMD:n yhteydessä yhtiön tiekartta

liikevaihdon kaksinkertaistamiseen (TTM Q3'23: 106 MEUR) sisälsi olemassa olevien asiakkaiden (etenkin tuulivoima) volyymien palautumisen (30 MEUR) sekä selvää Teollisten että Räätälöityjen Ratkaisujen kasvua (70 MEUR). Lisäksi yhtiö kertoi tarkastelevansa portfoliotaan matalamman kannattavuuden tuotteiden osalta, joilla se odotti olevan lievä negatiivinen vaikutus. Tämän jälkeen yhtiön rullaava liikevaihto on kuitenkin tullut jälleen alaspäin (TTM Q2'24: 93 MEUR), minkä myötä volyymien palautumisen rooli on arviomme mukaan kasvanut alun perin suunnitellusta.

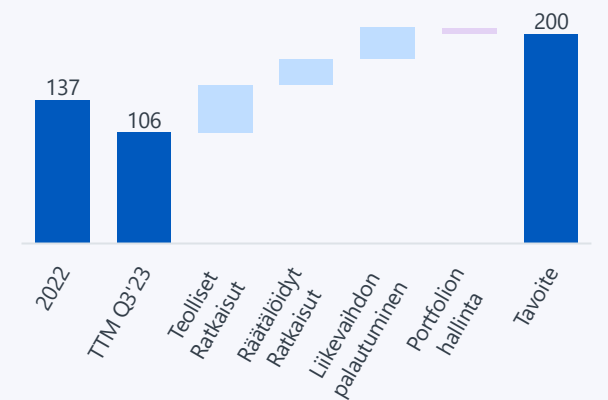
Yhtiön mukaan sen yltäessä tavoitteeseensa liikevaihdon osalta noin 60 % voisi muodostua Räätälöidyistä Ratkaisuista ja 40 % Teollisista Ratkaisuista. Kasvua se pyrkii tukemaan asiakasarvon kasvattamisella (neuvonta, tekninen tuki, tuotteistaminen, jälkiprosessointi), uusasiakashankinnalla, tuotekehitysinnovaatioilla, tuotteiden osittaisella standardisoinnilla sekä organisaatiomallin muutoksella (ml. käyttöasteet).

Vastaavasti kannattavuustavoitteen saavuttamisen taustalla on etenkin nykyisten tuotantolaitosten ja linjojen käyttöasteiden nostaminen selvästi nykyistä korkeammalle, jossa se näkee myös selviä mahdollisuuksia uudella liiketoimintamallillaan (mm. tuotteiden osittainen standardisointi sekä fokuusoituneet tuotantolaitokset). Tämän lisäksi kannattavuutta pyritään lisäämään osin samoilla teemoilla, kuten liikevaihtoakin eli asiakasarvon kasvattamisen kautta (esim. koneistus, varustelu, pinnankäsittely, maalaus) sekä kiinteiden kustannusten karsimisen kautta (mm. tehdasverkostoon jo tehdyt toimenpiteet sekä tehdasverkoston strategisen tarkastelun loppuunsaattaminen).

Strategianmukaiset tehdyt toimenpiteet

Toimenpide	Vaihe
Päätös Intian tehtaan rakentamisesta	Valmis
USA:n tehtaan strateginen arviointi	Valmis
Uusi operatiivinen toimintamalli	Valmis
Resurssien järjestäminen liiketoimintayksiköittäin	Valmis
Belgian tehtaan strateginen arviointi	Valmis, konsultaatio-prosessi kesken
Intian tehtaan tuotannon aloitus	Käynnissä, tavoite 2024
Iso-Britannian kiinteistön myynti	Käynnissä, tavoite H2'24
3. Tehtaan strateginen arviointi	Aloittamatta

Exelin esittelemä tiekartta kasvutavoitteen saavuttamiseen (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Tavoitteet ovat varsin kunnianhimoisia ja strategian toteutus tulee vaatimaan aikaa

Mielestämme kasvu- ja kannattavuustavoitteet ovat historiaan peilaten erittäin kunnianhimoiset (vrt. liikevaihto 2022: 137 MEUR, oik. EBIT-% 2019–2023 ka. 4,7 %). Siten yhtiön tulisikin onnistua lähes virheettömästi strategian toteutuksessa, etenkin liikevaihdon kasvattamisessa ja tuotannon tehokkuuden optimoinnissa kannattavuusmarginaalin saavuttamisen kannalta. Kannattavuuden osalta lisähaastetta tuo arviomme mukaan volyympohjaisten sovellusten pienemmät räätälöintiasteet ja matalampi kateprofiili. Toisaalta historiaan peilattuna kannattavuustavoitetta tukevat toimet kiinteiden kulujen supistamiseksi.

Puolestaan investointivetoista kysyntää peilaten yhtiö tarvitsee nähdäksemme markkinasta selvää vetoapua liikevaihtotavoitteen saavuttamiseksi. Esimerkiksi nykyistä volyymituotteiden kapeaa toimialarakennetta heijastellen kasvutavoite on myös vahvasti sidoksissa tuulivoimamarkkinan reippaaseen kasvuun ja Exelin kilpailukykyyn toimialalla (vrt. kiinalaisten valmistajien uhka). Tässä merkittävässä roolissa ovatkin Intian tehtaalle tänä vuonna tiedotetut kaksi tuulivoimaasiakasta (Vestas ja nimeämätön toimija) sekä näistä sopimuksista lopulta realisoituvat volyymit (sopimusten volyymejä tai arvoja ei ole julkistettu), sillä arvioimme näistä potentiaalisesti syntyvien volyymien olevan parhaassa tapauksessa huomattavia (kymmeniä miljoonia euroja). Vastapainona oletamme ostopitoutumusten olevan varsin rajallisia, minkä myötä lopputulosten haitari on varsin leveä.

Samalla tuulivoimamarkkinan syklisiä piirteitä heijastellen yhtiön tulisi nähdäksemme onnistua

saamaan uusia volyymiasiakkaita muilta toimialoilta liikevaihdon kasvattamisen ja stabiiliteetin kannalta. Sen sijaan kasvutavoitteen saavuttamisen ei tulisi vaatia suurempia investointeja tuotantolinjoihin (pl. käynnissä oleva Intian tehdasinvestointi) yhtiön aiempia kommentteja peilaten, vaan sen pitäisi olla mahdollista käyttöasteiden tehostamisen kautta. Investointeja voi kuitenkin kohdistua esimerkiksi mahdollisten lisäpalveluiden tuottamiseen vaadittaviin tiloihin ja laitteisiin.

Sen sijaan rahoitusaseman osalta tavoite on mielestämme liiketoiminnan luonne huomioiden järkevällä tasolla, vaikka arvioimmekin mukavuusalueen olevan hieman tavoitetason alapuolella (noin 2,0x–2,5x).

Mielestämme yhtiön strategia on kokonaisuutena perusteltu ja siinä onnistuessaan yhtiön olisi mahdollista luoda merkittävästi omistaja-arvoa. Samalla suurehkotkin muutokset sisältävät riskejä ja tulevat vaatimaan vähintäänkin aikaa implementoinnin osalta (mm. tehdasverkoston muutokset, tuotantofilosofian muutokset, uusasiakashankinta).

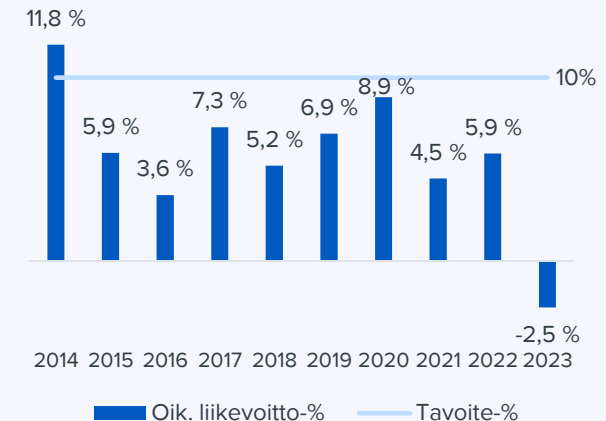
Odotamme pääomia ohjattavan strategian toteutukseen voitonjaon sijaan lyhyellä aikavälillä

Voitonjaon osalta yhtiö ei päivittänyt politiikkaansa strategiapäivityksen yhteydessä ja se pyrkiikin jakamaan vuosittain osinkona vähintään 40 % nettotuloksesta sikäli kun yhtiön kulloinenkin taloudellinen tilanne ja kasvumahdollisuudet sen sallivat. Yhtiön toistaiseksi matalaa tulostasoa, hiljattaista merkintäoikeusantia sekä strategista kehitysvaihetta peilaten oletamme sen toistaiseksi keskittyvän pääomien ohjaamiseen tulevaa strategian kasvuvaihetta varten.

Liikevaihdon kehitys ja tavoitetaso vuonna 2028 (MEUR)



Oikaistun liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso vuonna 2028



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Komposiitit ovat pieni osa materiaalimarkkinaa

Komposiittimarkkinan kokoluokan arvo vaihtelee luokittelusta ja lähteestä riippuen, mutta Exelin pääomamarkkinapäivillään esittelemän markkinatutkimuksen mukaan globaalin komposiittimarkkinan kokonaisarvo (sis. kaikki teknologiat ja materiaaliyhdistelmät) oli vuonna 2022 arviolta noin 85 miljardia dollaria. Tämä sen sijaan vastaa arvioilta vain noin prosentin osuutta koko globaalista materiaalimarkkinasta, mitä hallitsevat teräs, muovi ja alumiini.

Vastaavasti Exelin pääosin soveltama pultruusioteknologia on koko komposiittimarkkinan mittakaavassa niche-teknologia. Yhtiön teettämän markkinatutkimuksen mukaan pultruusiomarkkinan koko olisi ollut vuonna 2022 noin 4 miljardia dollaria, kun taas esimerkiksi Lucintelin viimeisimmän arvion mukaan markkinan koko oli vuonna 2023 noin 3 miljardia dollaria. Vastaavasti ylätasolla katsottuna pultruusiomarkkina jakaantuu Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan noin 70/30 ulkoistettuihin itsenäisiin pultruusiotuotantoihin (ml. Exel) sekä sisäisesti tuottaviin pultruusiotuotantoihin. Kokonaisuutena kuitenkin sekä pultruusio- että koko komposiittimarkkina ovat Exelin kokoluokkaan verrattuna erittäin suuria, eikä markkinoiden koko itsessään rajoita sen kasvumahdollisuuksia mielestämme lähivuosina.

Markkina painottuu länsimarkkinoille ja Kiinaan

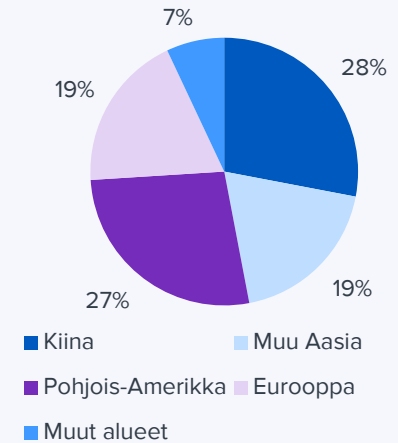
Komposiittimateriaalien keskeisimpiä hyötyinä perinteisiin materiaaleihin nähden voidaan nähdä keveys, kestävyys, energiatehokkuus, pitkä taloudellinen käyttöikä sekä näiden yhdistelmänä

yleisellä tasolla matalammat elinkaarikustannukset. Toisaalta vaakakupin toista puolta painaa etenkin kilpailevia materiaaleja korkeampi hankintahinta sekä osin vielä rajalliset kierrätysmahdollisuudet komposiittisovellusten elinkaareen loppupäässä kasvavista panostuksista huolimatta.

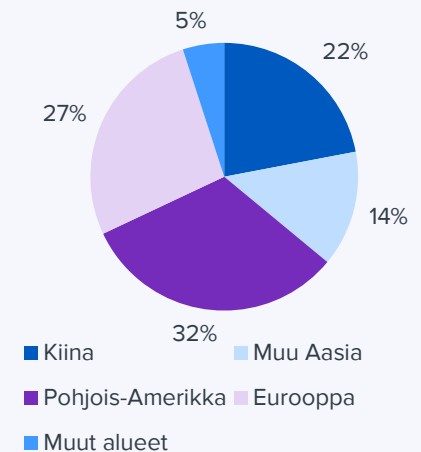
Maantieteellisesti katsottuna komposiitti- ja pultruusiomarkkina painottuu alueille, joissa niiden hyödyt ovat riittäneet kompensoimaan korkeampaa hankintakustannusta. Sen sijaan hintasensitiivisemmällä ja korkeamman rahoituskustannusten alueilla (ts. kehittyvät taloudet) kokonaisyöty- ja elinkaariajattelun jalansija ei ole ollut yhtä vahva, mikä on ohjannut kysyntää kilpailevien materiaalien suuntaan ja hidastanut komposiittien murtautumista näille markkinoille. Poikkeus tästä kehittyvien talouksien kehikosta on kuitenkin Kiina, jossa komposiittien kysyntä on ollut läpi historian vahvaa. Arviomme mukaan Kiinan suhteellisesti väkevää kehitystä selittää etenkin se, että maassa on paljon omaa valmistavaa komposiittituotantoa.

Komposiittimateriaalien etujärjestö JEC:n mukaan suurin maantieteellinen alue volyymiltään oli Aasia (ml. esim. Australia) vuonna 2022 vastaten vajaata puolta komposiittien kokonaismarkkinasta. Vastaavasti Aasian markkinasta Kiina vastasi noin 60 %. Toiseksi suurimpana alueena oli puolestaan Amerikat vastaten noin 29 % kokonaisvolyyminä, jossa volyyymi keskittyy kuitenkin käytännössä täysin Pohjois-Amerikan markkinoille. Loppuosa markkinasta (24 %) muodostui Euroopasta, Lähi-Idästä ja Afrikasta (EMEA), missä volyyymi keskittyy puolestaan Eurooppaan.

Globaalin komposiittimarkkinan jakautuminen, 2022 (volyyymi)



Globaalin komposiittimarkkinan jakautuminen, 2022 (arvo)



Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

On kuitenkin hyvä huomata, että korkeamman lisäarvon komposiittisovellusten markkinat (esim. ilmailualan sovellukset) keskittyvät toistaiseksi Pohjois-Amerikkaan sekä Eurooppaan, näiden maantieteellisten markkinoiden osuuden ollessa noin 60 % dollarimääräisellä arvolla tarkasteltuna.

Markkinan kasvunäkymät ovat hyvät

Exelille relevantin pultruusiomarkkinan kasvua ajavat aiemmin mainitut globaalit megatrendit (mm. vastuullisuus, kaupungistuminen, vihreä siirtymä), jotka ohjaavat materiaalivalintoja kevytrakenteisempien ja käyttöältään pidempien ratkaisujen suuntaan. Tätä peilaten esimerkiksi Exel arvioi teettämänsä markkinatutkimuksen perusteella kansainvälisten komposiittimarkkinoiden jatkavan lähivuosina (2022–2027e) noin 7 %:n kasvuvauhdilla ja kasvun olevan vauhdikkainta maantieteellisesti Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Vastaavasti Lucintel on arvioinut globaalien pultruusiomarkkinoiden kasvavan noin 5 %:n vauhdilla vuosikymmenen loppuun ja kasvun olevan varsin laaja-alaista sovellussegmentteittäin (kts. tarkemmin seuraava sivu).

Tasot ovat jokseenkin selvästi globaalia BKT:n kasvua korkeammat ja tämän realisoidumiseksi komposiittien tulisi vallata markkinaosuutta muilta materiaaleilta, sillä emme oleta koko materiaalimarkkinan kasvavan maailmantaloutta vauhdikkaammin. Komposiittien rakenteellisia etuja sekä taustalla vaikuttavia megatrendejä peilaten näemme tälle myös kohtuullisen hyvät lähtökohdat. Arvioimme komposiittien myös historiallisesti onnistuneen tässä (vrt. esim. Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan komposiittimarkkina kasvoi 7 % p.a. vuosina 2017–

2022) sen korkeammasta hintapisteestä huolimatta. Tästä huolimatta näemme komposiittien lyhyen ja myös osin keskipitkän aikavälin markkinakysyntään ja -asemaan vaikuttavan kilpailevien materiaalien hintakehityksen. Tästä johtuen komposiittien markkinaosuuden kehitys ei ole ollut, eikä arviomme mukaan tule olemaan lineaarista.

Kokonaisuutena pidämme toimialan kasvuprofilia isossa kuvassa varsin terveenä ja tarjoavan Exelille mahdollisuuksia. Toisaalta huonommassa skenaariossa keskipitkällä aikavälillä globaalien talouden epävarmuudet (ml. geopoliittiset jännitteet) ja taantumahuolet voivat ainakin tiettyä ajallista siirtymää sekä väliaikaisia negatiivisia vaikutuksia kasvukuvaan aiheuttaa. Suhteellisesti näemme Exelin olevan asemoitunut eri skenaarioihin monia pienempiä toimijoita paremmin globaalilla läsnäolollaan sekä monille teollisuudenaloille ulottuvalla sovellusportfoliollaan. Kuten aiemmin todettua ja viime vuosina nähtyä, tämä ei kuitenkaan suojaa yhtiötä mahdolliselta globaalien talouden viilentyemiseltä investointivetoisen kysynnän laskiessa. Lisäksi on hyvä huomata, että yhtiön liikevaihdon nykyistä maantieteellistä rakennetta heijastellen arvioimme yhtiön kehityksen olevan myös sidoksissa Euroopan talouskehitykseen.

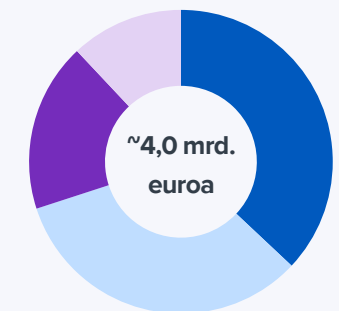
Erilaisia loppukäyttöjä ja hajanaisuutta

Komposiitti- ja pultruusiomarkkina voidaan jakaa sovellusten loppukäyttöjen mukaan useampaan segmenttiin. Esimerkiksi JEC ja Lucintel ovat jakaneet pultruusiomarkkinan kuuteen segmenttiin, jotka ovat rakentaminen, tuulivoima, kuljetusvälineet, sähkö ja elektroniikka, kulutustavarat ja muut sovellukset.

Lähivuosien arvioitu markkinakehitys (mrd. euroa)



Pultruusiomarkkinan jakautuminen



- Suurimmat ulkoistetut toimijat (ml. Exel)
- Pienet ulkoistetut toimijat
- Suurimmat sisäiset toimijat
- Pienet sisäiset toimijat

Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

Loppukäyttäjien välillä on tiettyjä eroavaisuuksia muun muassa sovellusten räätälöintiasteiden ja siten myös volyymien osalta. Esimerkiksi tuulivoimateollisuuden menevät siipien vahvikkeet ovat arviomme mukaan korkeiden volyymien ja matalien räätälöintitarpeiden sovelluksia, kun taas tietyillä niche-alueilla (esim. prosessiteollisuuden laitteet) tilanne on käsityksemme mukaan päinvastainen. Matalan kustomointitarpeen ääripäitä lukuun ottamatta räätälöintiaste on kuitenkin loppukäyttökohteissa korkeahko, mikä monimuotoistaa valmistajien tuotanto-operaatioita ja vaikeuttaa prosessipohjaisten mittakaavaetujen saavuttamista. Tästä dynamiikasta johtuen toimialan rakenne on hajanainen, sillä mukana on paljon pieniä ja pelkästään yksittäisiin toimialoihin ja/tai tuotesovelluksiin keskittyneitä toimijoita

Exel on yhtiön teettämän markkinatutkimuksen sekä arviomme mukaan pultruusiomarkkinan suurimpia toimijoita ja mukana lähes kaikissa loppukäyttösegmenteissä. Useisiin teollisuussektoreihin asemoituminen on mielestämme perusteltua, sillä tätä kautta yhtiön on mahdollista saada muita toimijoita laajemmista suunnittelu- ja tuotantoresurssistaan enemmän irti kuin pelkästään yksittäisiin toimintaloikiin keskittymällä. Lisäksi näemme tämän myös järkevänä riskienhallinnankin kannalta alla olevien segmenttien erilaisia kysyntäajureita sekä näiden kysynnän vaihteluita tasaavia vaikutuksia heijastellen. Toisaalta kuten aiemmin todettua, ei tämä kuitenkaan suojaa laaja-alaisemmalta investointivetoisen kysynnän hiipumiselta.

Kilpailukenttä varsin hajanainen

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukentästä on muodostunut varsin pirstaleinen. Näin ollen se vaihtelee käsityksemme mukaan teollisuudenalojen, tuotesovellusten, maantieteellisten alueiden ja asiakkaiden kokoluokkien mukaan. Tätä taustaa vasten suurin osa yhtiön kilpailijoista on arviomme sekä Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan selvästi sitä pienempiä (arviomme mukaan liikevaihdoltaan ~5–10 MEUR:n toimijoita), pääosin paikallisia sekä melko kapeilla toimiala- ja asiakasportfolioilla operoivia toimijoita.

Exelin kanssa pääasiallisesti kilpailevat pultruusiovalmistajat ovat listaamattomia yhtiöitä, eikä suorien kilpailijoiden kannattavuuksista ole saatavilla tarkkoja tietoja. Näkemyksemme mukaan Exelin keskeisimpiä listaamattomia kilpailijoita ovat tanskalainen Fiberline (osa Gurit-konsernia, tuulivoima), ranskalainen Epsilon Composites (kaapeliydintuotteet) sekä yhdysvaltalaiset Creative Composites Group, Strongwell ja Marvin Composites (USA:n markkinoilla erilaiset lasikuitusovellukset). Suorien pultruusiovalmistajien ohella yhtiö kilpailee arviomme mukaan myös sellaisten suurten materiaalivalmistajien kanssa, jotka ovat vertikaalisesti integroituneita. Tällaisia toimijoita ovat käsityksemme perusteella muun muassa Avient Corporation, SGL Carbon ja Hexcel.

Arviomme mukaan kilpailukentän kannattavuusrakenne on varsin polarisoitunut sekä vahvaa kannattavuutta tekeviin yhtiöihin (liikevoittomarginaali ~10 %) että kroonisten kannattavuusvaikeuksien kanssa painiviin toimijoihin (liikevoittomarginaali < 5 %).

Pultruusiomarkkinan kasvukuva



Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Valmistavan teollisuuden perusluonteesta (ts. kohtuullisen kiinteät kustannusrakenteet) ja tuotantojen monimuotoisuudesta johtuen kestävien kustannus- tai mittakaavapohjaisten kilpailuetujen rakentaminen on mielestämme hyvin haastavaa. Tätä mukaillen toimialalla keskeisimmin omaa kannattavuutta ajavat tekijät ovatkin näkemysmme mukaan asemoituminen oikeisiin teollisuudenaloihin, tuotesovelluksiin ja asiakkuuksiin sekä omien tuotantolaitosten kapasiteetin hallinta.

Näemme Exelillä kuitenkin pultruusiomarkkinan johtavana toimijana olevan kyvykkyyksiä kilpailla sekä volyymituotteiden että korkeamman räätälöintiasteen tuotteiden rintamilla etenkin käynnissä olevan tuotantolaitosten fokusoinnin kautta. Kokonaisuutena emme näe yhtiön rakenteissa olevan sellaisia rakenteellisia heikkouksia tai puutteita, jotka epäisivät siltä edellytykset nousta takaisin toimialan vahvaa kannattavuutta tekeviin yhtiöihin. Tähän liittyen yhtiöllä on kuitenkin vielä paljon todistettava ja se tulee arviomme mukaan viemään väkisin aikaa alkuvaiheessa olevaa muutosstrategiaa peilaten.

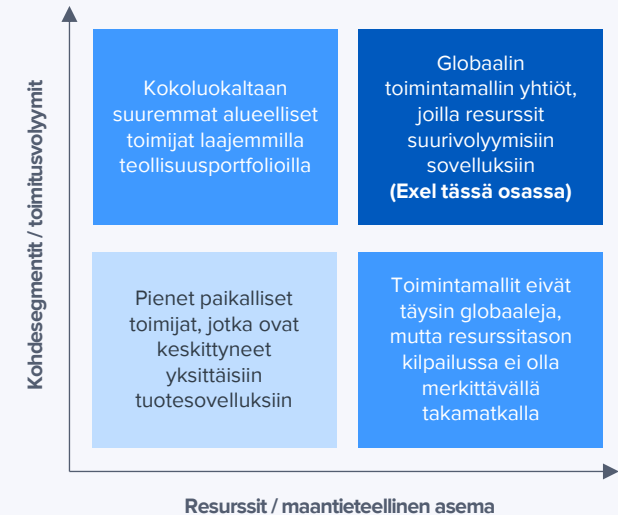
Toimialalla mahdollisuuksia isommalle toimijalle

Toimialan hajanainen rakenne tarjoaa arviomme mukaan Exelille enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia. Näemmekin tämän tuovan Exelin kaltaiselle isommalle toimijalle mahdollisuuksia orgaanisella puolella, sillä arvioimme asiakkaiden nähdessä sen uskottavampana toimijana (ml. riskienhallinta) pienempiin toimijoihin verrattuna. Teoriassa markkinalla pitäisi myös nähdäksemme olla useita mahdollisuuksia asiakas- ja teollisuusportfolion

kansainväliselle epäorgaaniselle laajentamiselle. Emme kuitenkaan näe tämän olevan lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä Exelin kannalta relevanttia sen keskittyessä oman orgaanisen kasvustrategiansa toteutukseen. Käsityksemme mukaan lähes kaikille pultruusioimijoille haastavan viime vuoden jälkeen markkinassa ollaankin nähty konsolidoitumista pienemmässä päässä sekä muun muassa yritysostovetoisen Creative Compositesin kautta. Tästä huolimatta edelleen hajanaisena säilyneen rakenteen myötä tämän voidaan olettaa jatkuvan tulevaisuudessa.

Toisaalta hajanaisen rakenteen varjopuolena on se, että pienten toimijoiden suuri lukumäärä voi heikentää koko sektorin hinnoittelukykyä (ts. laaja tarjontapuoli rajaa kumulatiivista neuvotteluvoimaa). Lisäksi hajanainen rakenne voi myös hidastaa komposiittien lopullista läpilyöntiä suurivolyymisiin tuotesovelluksiin (mm. kuljetusväline-teollisuus) etenkin globaaleissa markkinasegmenteissä, sillä riittävän suurien ja tarpeeksi uskottavien toimittajien lukumäärä on loppuasiakkaiden perspektiivistä katsottuna vähäinen. Hajanainen rakenne voi toisaalta toimia pienenä kannustimena eri arvoketjun osissa (esim. laite- tai raaka-ainevalmistajat) toimivien yhtiöiden suuntaan. Tällaisen vertikaalisen integraation kasvu voisikin muuttaa kilpailukentän rakennetta oleellisesti ja luoda sitä kautta paineita toimijoiden omiin suhteellisiin kilpailuasemiin. Käsityksemme mukaan tätä on viime vuosina myös jossain määrin realisoitunut pultruusioon aikaisempaa voimakkaammin laajentuneiden hiilikuituvalmistajien toimesta.

Kilpailukentän rakenne



Valikoituja kilpailijoita

EPSILON COMPOSITE
The alternative

CREATIVE COMPOSITES GROUP

Gurit

STRONGWELL

AVIENT

sgl carbon

MARVIN COMPOSITES

HEXCEL

Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

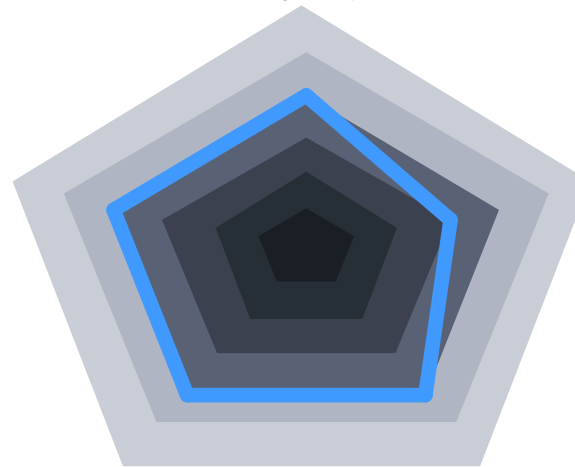
- Valmistajien lukumäärä on globaalilla tasolla suuri, mutta toimijoiden arvoketjuasema kohtuullinen ja asiakassuhteet usein pitkiä
- Omien kustannusrakenteiden jäykkyydet lisäävät hintapaineita ja kiristävät tämän myötä kilpailua
- Toimialan pitkän aikavälin terve kasvukuva tarjoaa mahdollisuuksia suurimmalle osalle toimijoista (etenkin suurimmille toimijoille)

Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen*)

- Tuotesovellustasolla korvaavien tuotteiden uhka tulee pääosin läpi asiakasportfolioiden kautta
- Teknologiatasolla kilpailevien tuotantomenetelmien uhka on olemassa, mutta ei hälyttävän korkea
- Mielestämme korvaavat materiaalit muodostavat tietynasteisen uhan suhteellisten hintakilpailukykyjen ja mahdollisten uusien materiaalien ominaisuuksien kautta

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

- Toiminnan ylösajo vaatii kohtuullisia pääomapanostuksia, mutta pidemmän aikavälin kasvukuva on terve
- Vertikaalinen integraatio täysin uusien toimijoiden alalle murtautumista suurempi uhka
- Vaihdon kustannukset voivat vakiintuneissa asiakkuuksissa kohota korkeiksi, mikä rajaa uusien toimijoiden intoa
- Mittakaavaetujen saavuttaminen haastavaa ja pienekin toimijan mahdollista yltää hyviin marginaaleihin



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Tarjontapuolella ei ole dominoivassa asemassa olevia tuottajia tai jakelijoita
- Tuottajaportaan differointikyky ei ole korkea, mikä rajaa neuvotteluvoimaa seuraaviin portaisiin nähden
- Komposiittivalmistajien hankintaketjut ovat tyypillisesti pitkiä, eikä yksittäisen toimittajan merkitys ole korostunut
- Kannustimet materiaalivalmistajien vertikaaliseen integroitumiseen eivät ole kovinkaan korkeita

Ostajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Asiakkaiden hankintaketjut ovat yleensä varsin pitkiä, eikä riippuvuus yksittäisestä toimittajasta kohoa ylisuureksi
- Räätelöity tuotetarjoama nostaa vaihdon kustannuksia ja heikentää ostajien neuvotteluvoimaa
- Laittevalmistajien vertikaalisen integroitumisen uhka on matala, eikä se olennaisesti nosta asiakkaiden neuvotteluvoimaa
- Komposiittikomponenttien osuus loppusovelluksen kokonaiskustannuksista on kohtuullinen, eikä laittevalmistajien päätöksenteko ole ensisijaisesti hintavetoista (huom. suurissa volyymituotteissa kuitenkin isossa roolissa)

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Materiaalilate säilynyt hyvällä tasolla

Exelin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on materiaalit ja palvelut, joka on historiallisesti muodostanut noin 38–49 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat luonteeltaan lähes täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan vuosina 2019–2023 liikkunut noin 39–47 % välissä osin myyntimixin muutoksista johtuen. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoimasta tiettyä konkretiaa antava materiaalilate on vastaavasti ollut 53–61 %:n välimaastossa. Tämä on puolestaan valmistavan teollisuuden yhtiölle hyvä suoritus ja kuvastaa mielestämme Exelin tarjoaman hinnoittelukykyä sekä kohtuullisen hyvää arvoketjuasemaa. Sen sijaan katemarginaalin nostoa historiallista korkeammalle emme pidä realistisena yhtiön tavoitellessa kasvua myös lähtökohtaisesti matalakatteisempien volyymisovellusten puolelta.

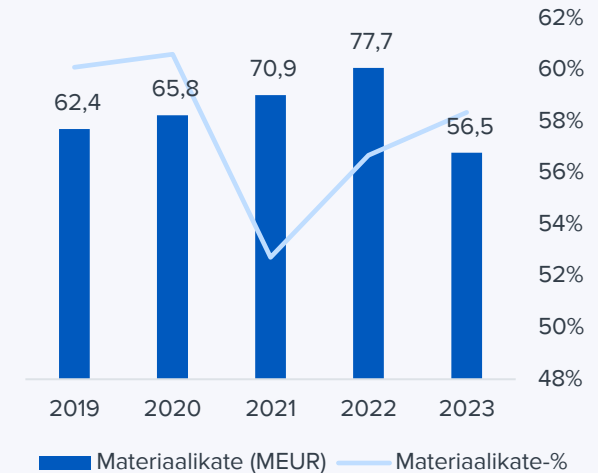
Arvioimme yhtiön hakevan tehostusta tuotantoresurssien käytöstä

Toiseksi suurimpana eränä kustannusrakenteessa ovat henkilöstökulut yhtiön kohtuullisen henkilöstöintensiivistä toimintamallia (ml. omat suunnittelu- ja myyntiresurssit sekä tuotanto) heijastellen. Henkilöstökuluille tyypillisen tapaan kulut sisältävät lyhyellä aikavälillä varsin paljon kiinteitä osia, kun taas pidemmällä perspektiivillä muuttuvien osuus kasvaa. Samanaikaisesti arvioimme etenkin suunnittelukustannusten olevan myös pidemmällä aikavälillä varsin kiinteitä, mitkä tarjoavat skaalautuvia elementtejä tiettyyn pisteeseen asti. Pidämme yhtiön kasvustrategiaa peilaten kuitenkin mahdollisena, että se tulee

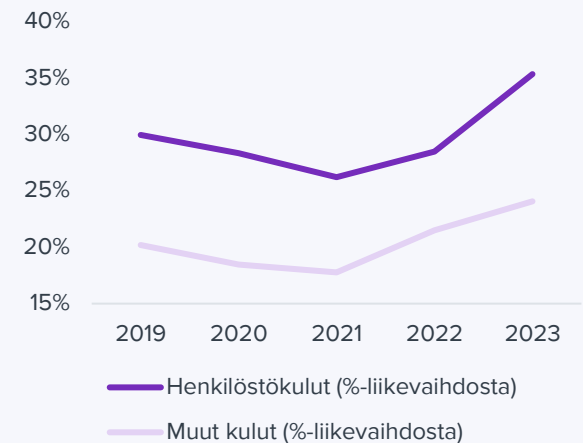
kasvattamaan tuotekehitys- ja myyntipanostuksiaan (ml. henkilöstö) keskipitkällä aikavälillä, mutta absoluuttisen euromääräisen muutoksen olevan kuitenkin rajallinen. Sen sijaan käynnissä olevaa strategianmukaista tehdasverkoston tarkastelua heijastellen arvioimme sen pyrkivän hakemaan tehostusta etenkin tuotantoresurssien käytöstä (ml. henkilöstömäärä). Tätä kokonaiskuvaa peilaten arvioimmekin sen pyrkivän laskemaan henkilöstökulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta vähintäänkin historiallisen haitarin alalaitaan (2019–2023: 26–35 %). Tämä tulee luonnollisesti vaatimaan myös onnistunutta liikevaihdon kasvua.

Exelin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on vastaavasti heilunut noin 18–24 %:n välillä. Muut kulut sisältävät sekä kiinteitä että osin muuttuvia kuluja, joista jälkimmäiset muodostuvat tuotannon muista muuttuvista kuluista (mm. valmistusmuotit ja -työkalut, energia ja pakkauskulut). Vastaavasti kiinteät kulut pitävät sisällään mm. huolto- ja korjauskustannuksia, matkakuluja sekä laki- ja asiantuntijapalveluita. Mielestämme muiden kulujen osuus on suhteellisen korkea, mitä selittää nähdäksemme etenkin tuotannon muut muuttuvat kulut (osuus muista kuluista 2019–2023 38–54 %). Tämä myös osaltaan rajaa muiden kulujen tehostamis- ja skaalaamispotentiaalia, vaikkakin arvioimme myös täältä löytyvän nykyisellään vielä tehostamisvaraa strategianmukaisilla toimenpiteillä (mm. käyttöasteet, tehdasverkoston karsinta). Toisaalta odotamme yhtiön kuitenkin kykenevän pitämään muiden kulujen kasvun jatkossa liikevaihdon vastaavaa maltillisempaan muiden kulujen kiinteitä osia heijastellen.

Materiaalikatteen kehitys



Henkilöstökulujen ja muiden kulujen kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

Tasetta vahvistettu merkintäoikeusannilla

Olemme tarkastelleet Exelin tasetta H1'24:n lopun lukujen perusteella, mitkä huomioivat myös Q2'24:llä järjestetyn 21,8 MEUR:n merkintäoikeusannin (bruttoarvo) vaikutuksen. H1:n lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 116 MEUR. Yhtiö kertoi Q2-raportillaan, että sen uusi kaksivuotinen reilun 52 MEUR:n rahoitussopimus astui voimaan kesäkuussa 2024, jonka avulla sen on tarkoitus rahoittaa yhtiön aikaisempia pankkilainoja. Tähän liittyen se kertoi käyttäneensä osakeannin kautta saaduista nettovaroista (20,1 MEUR) 6,5 MEUR velkojen takaisinmaksuun Q3:n alussa. Rahoitussopimukseen liittyviä tapahtumia (ml. lainojen osittaiset uudelleenrahoitukset) lukuun ottamatta arvioimmekin Q2-lukujen antavan varsin ajantasaisen kuvan Exelin taserakenteesta.

Taseen pitkäaikaisista varoista (42,7 MEUR) reilusti yli puolet (63 %) koostui aineellisesta omaisuudesta (sis. käyttöoikeusomaisuus). Vastaavasti liikearvoa yhtiöllä oli taseessaan noin 12,8 MEUR aikaisempiin yrityskauppoihin liittyen. Exel raportoi IFRS-standardien mukaisesti, eikä siten poista liikearvoa taseestaan. Loput pitkäaikaiset varat koostuivat mm. muista aineettomista hyödykkeistä, muista pitkäaikaisista saamista sekä laskennallisista verosaamisista.

Vastaavasti lyhytaikaiset varat muodostuivat pääosin myyntisaamisista ja muista saamisista (21,9 MEUR), vaihto-omaisuudesta (18,6 MEUR) sekä merkintäoikeusannin täyttämästä kassasta (32,4 MEUR).

Taseessa oli H1:n lopussa vielä paljon velkaa

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 37,2 MEUR merkintäoikeusantia heijastellen sisältäen myös marginaalisen vähemmistöosuuden (0,1 MEUR). Vastaavasti korollista velkaa yhtiöllä oli (sis. vuokrasopimusvelat) H1:n lopussa 49,1 MEUR, joka koostui pitkälti lyhytaikaisista veloista (45,9 MEUR). Puolestaan lyhytaikaisista veloista 14,0 MEUR oli käyttöpääoman hallintaan käytettäviä lyhytaikaisia yritystodistuksia (ts. eivät pitkäaikaisten rahoituslainojen lyhennysosuuksia). Annin ja uuden rahoitussopimuksen ajankohtaa heijastellen arvioimmekin H1:n lopun tilanteen antaneen yhtiön velkojen rakenteesta hieman liian synkän kuvan ja odotamme sen uudelleenrahoittaneen (ml. 6,5 MEUR:n takaisinmaksu) jo merkittävän osan lyhytaikaisista veloistaan tähän mennessä.

Edellä mainittua kokonaiskuvaa peilaten yhtiön korollinen nettovelka oli H1:n lopussa 16,7 MEUR. Suhteutettuna edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökäteeseen nettovelan suhde oli vielä koholla 3,9x viime aikojen heikkoa tulostasoa peilaten ja tavoitetasoa korkeammalla. Vastaavasti sen omavaraisuusaste oli 32 % ja nettovelkaantumisaste 45 %. Tunnusluvut eivät siten olleet kokonaisuutena vielä erityisen vahvoja, mutta näemme yhtiön liikkumatilan kuitenkin vahvistuneen huomattavasti annin myötä ja odotamme tunnuslukujen myös paranevan asteittainen etenevän tuloskäänteen myötä. Sen sijaan lyhyellä aikavälillä pidämme mahdollisena, että yhtiö joutuu hieman

lykkäämään mahdollisia suurempia investointejaan nykyistä tulostasoa peilaten.

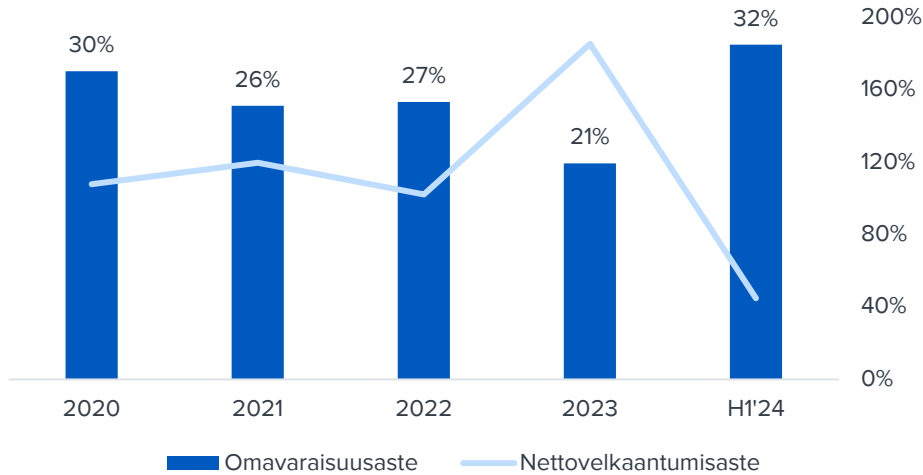
Korottomia velkoja sillä oli puolestaan 29,8 MEUR, jotka muodostuivat pitkälti lyhytaikaisista ostoveloista ja muista korottomista veloista (27,9 MEUR).

Kassavirtapotentialin pitäisi olla kelvollinen

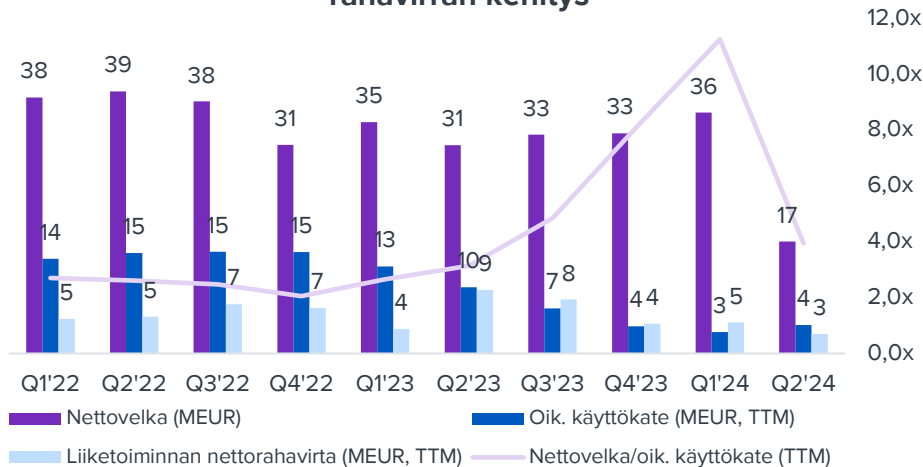
Organisen kasvun sitomien tavanomaisten käyttöpääomatarpeiden ja tuotantolaitosverkoston tarvitsemien ylläpitoinvestointien jälkeen Exelillä pitäisi nähdäksemme olla potentiaalia tehdä kohtuullisen hyvää (yli 40 %) kassavirtasuhdetta (vapaa kassavirta / käyttökate) pidemmällä aikavälillä tulostukseen onnistuessa. Valmistavan teollisuuden ympäristössä tällaista voitaisiin pitää varsin hyvänä tasona. Viimeisen viiden vuoden aikana Exel on kuitenkin toteuttanut kokoluokkaansa nähden reilun kokoisen investoinnin (Itävallan uusi tehdas), minkä lisäksi sen tulostasoa on heilahdellut voimakkaasti. Tämän myötä arviollemme on vaikea hakea tukea lähihistoriasta ja siten tämän osalta joudutaan toistaiseksi odottamaan konkreettisempia näyttöjä. Arvioimme kuitenkin sen tekemien strategisten toimenpiteiden (mm. tehdasverkoston karsinta) myös osaltaan tukevan arviotamme.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

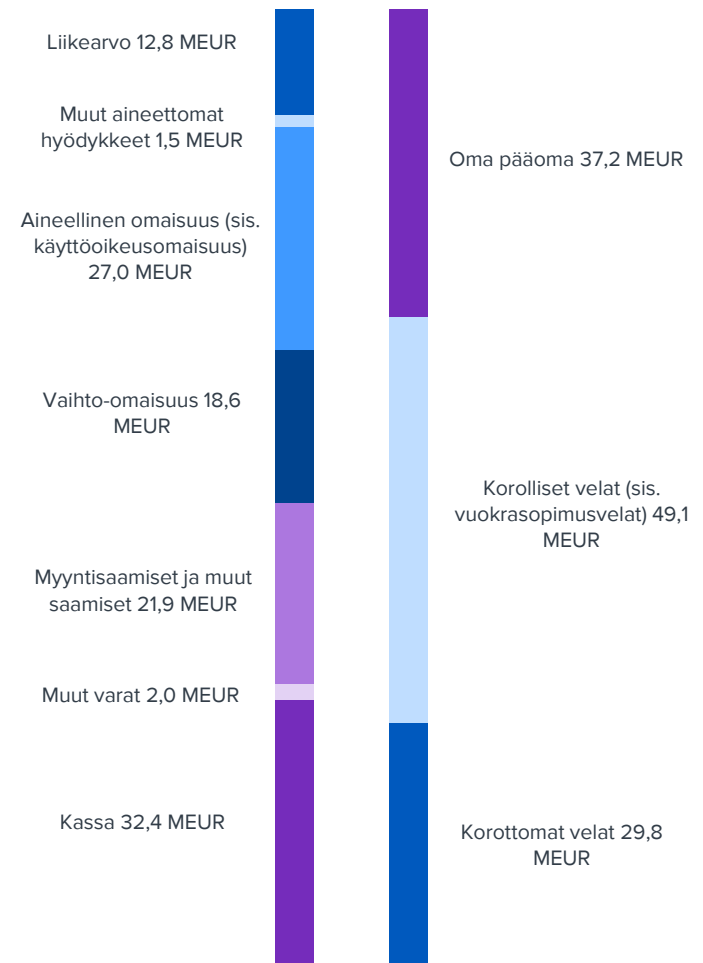
Taseen tunnuslukujen kehitys



Nettovelan, oik. käyttökatteen ja liiketoiminnan rahavirran kehitys



Tase H1'24:n lopussa (116 MEUR)



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Exelin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja osin keskipitkällä aikavälillä pääasiallisesti saatujen tilausten, tilauskannan koon, alla olevien asiakastoimialojen arvioitujen kehitysten sekä oman suhteellisen kilpailukyvyn ja -aseman kautta. Samanaikaisesti on hyvä tiedostaa, että Exelin kehitys korreloi myös osaltaan globaalin teollisen investointivetoisen kysynnän mukana. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan perustuvat pitkälti komposiittien odotettuun kasvuun sekä yhtiön rakenteellisten ominaisuuksien muodostamaan kokonaisuuteen.

Vuorostaan lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun sekä strategisten toimenpiteiden tuomien hyötyjen (mm. kiinteiden kulujen lasku, käyttöasteiden nousu) vaikutukseen. Pidemmällä aikavälillä taas arvioimme kannattavuutta Exelin historiallisten kannattavuustasojen ja yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalin (ml. myyntimixin kehitys) kautta. Emme ole huomioineet ennusteissamme mahdollisia yritysjärjestelyjä, sillä näiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Vuoden 2024 ennusteet

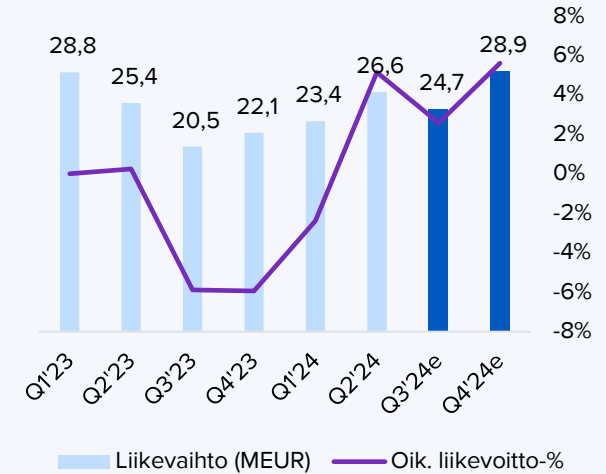
Exel on ohjeistanut kuluvan vuoden liikevaihtonsa kasvavan (2023: 96,8 MEUR) ja oikaistun liikevoiton kasvavan merkittävästi viime vuodesta (2023: -2,5 MEUR). Puolestaan H1'24:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa 50,0 MEUR liikevaihtoa (vrt. H1'23: 54,2 MEUR) ja oikaistua liikevoittoa 0,8

MEUR (vrt. H1'23: 0,1 MEUR). On kuitenkin hyvä huomata, että H2'23 oli yhtiölle erittäin haastava ja se pääsikin tänä vuonna lähtemään huomattavasti vahvemmista asemista vuoden jälkipuoliskolle tilauskannan osalta (tilauskanta H1'24: 34,5 MEUR vs. H1'23: 26,4 MEUR).

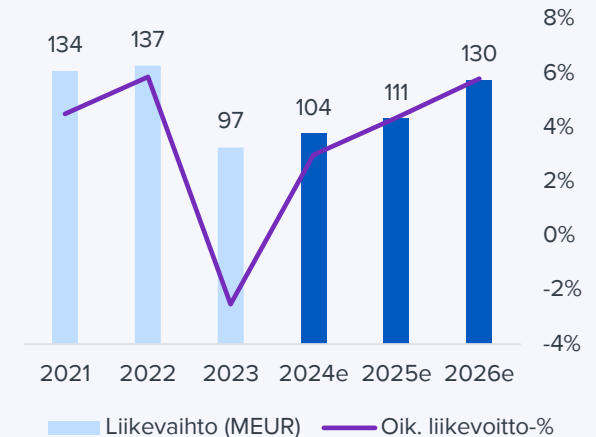
Q2-tuloksen yhteydessä yhtiö kommentoi markkinoiden aktiviteetin olleen vilkkaampi H1'24:llä kuin H2'23:lla kaikilla sen strategisilla toimialoilla lukuun ottamatta rakennusmarkkinoita. Sen sijaan merkit kysynnän kokonaisvaltaisesta elpymisestä antavat vielä odottaa itseään ja yhtiö myös kommentoi sentimentin olleen häilyvä ja havainneensa tietyiltä osin merkkejä myös markkinoiden hiljentymisestä kesän aikana. Tätä peilaten se odotti asiakasaktiviteetin jatkuvan alkuvuoden tasolla loppuvuoden aikana.

Näkemyksemme mukaan tilanne ei ole alkusyksyn aikana kehittynyt ainakaan parempaan suuntaan. Mielestämme yhtiön kysyntäympäristön lyhyen aikavälin kehityksen yllä leijuukin jälleen tummempia pilviä etenkin tärkeimmän maantieteellisen markkina-alueen, Euroopan, talouden nihkeän kehityksen myötä (ml. korkotaso ja teollisuuden heikko luottamus). Viime aikoina myös muiden suurempien markkina-alueiden (Yhdysvallat, Kiina) talousdata teollisuuden puolelta on ollut heikkenemään päin, mikä ei sinällään tarjoa tukea lyhyen aikavälin markkinaympäristön kehitykselle. Arvioimmekin tätä sekä yhtiön omia odotuksia heijastellen, että kysynnän selkeämpää piristymistä joudutaan odottamaan pitkälle ensi vuoden puolelle.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/4

Sen sijaan kuluva vuoden ohjeistuksen saavuttamisen tulisi olla mielestämme suhteellisen helppoa (etenkin tulos) heikkojen vertailulukujen myötä, kun huomioidaan Q2:n lopun tilauskanta, mikäli toimintaympäristössä ei tapahdu äkkinäisiä merkittäviä heikentymisiä. Viime aikojen kehityksen perusteella kysyntätilanteen heikentymistä uudelleen ei voi mielestämme sulkea pois, mutta näemme tämän enemmän ensi vuotta koskevana riskinä. Exelin tilauskannan kroonisesti lyhyen rakenteen myötä sen liiketoimintamahdollisuuksissa voi tapahtua kuitenkin muutoksia verrattain nopeasti molempiin suuntiin. Lisäksi tiettyä epävarmuutta yhtiön operatiiviseen suorittamiseen (mm. kulurakenne) liittyy käynnissä olevan muutosstrategian implementoinnin takia, vaikka käsityksemme mukaan toimeenpano onkin edennyt tähän mennessä ilman suurempia haasteita.

Olemme tehneet raportin yhteydessä absoluuttisesti pieniä negatiivisia tarkistuksia lähivuosien ennusteisiimme (pääosin vuodelle 2025, kts. tarkemmin sivu [27](#)) heikentynyttä markkinaympäristöä heijastellen. Lisäksi teimme pientä hienosäätöä kuluva vuoden ennusteiden jaksottumiseen.

Tätä mukaillen odotamme Exelin liikevaihdon kasvavan kuluva vuonna 7 %:lla 104 MEUR:oon. Keskeisempänä ajurina loppuvuoden vertailukautta positiivisemmalle kehitykselle näemme selvästi vertailukautta vahvemman tilauskannan, vaikka tämän tarkempaan jaksottumiseen näkyvyyttä onkin heikko. Lisäksi

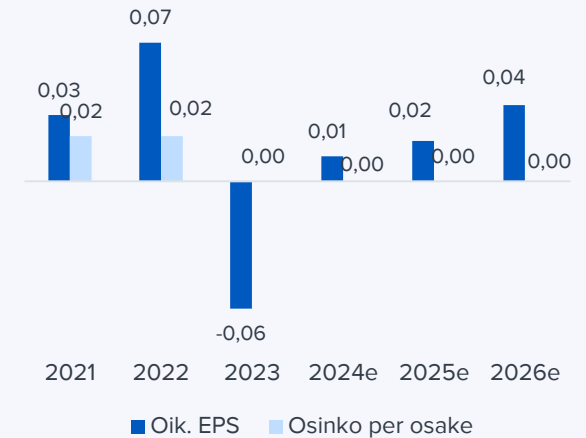
arvioimme, ettei kysyntätilanne olisi ainakaan vielä vertailukautta olennaisesti heikompi, mikä toisi riittävää kuormaa loppuvuodelle positiivisen kehityksen varmistamiseksi.

Vastaavasti oikaistun liikevoiton odotamme asettuvan 3,1 MEUR:oon vastaten 3,0 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Positiivisen kehityksen taustalla on etenkin liikevaihdon kasvu sekä vertailukaudesta laskeneet kiinteät kulut. Käynnissä olevien lukuisten strategisten toimenpiteiden myötä näkyvyys yhtiön operatiivisen kulurakenteen todelliseen kehitykseen on ollut vielä rajallinen. Arvioimme myös esimerkiksi keskeneräistä tehdasverkoston strategista tarkastelua heijastellen puhtaampia lukuja jouduttavan odottamaan vielä jonkin aikaa tämän osalta.

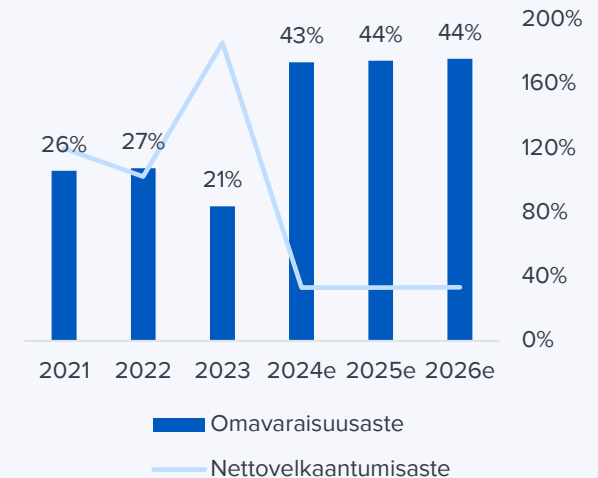
Puolestaan raportoidun liikevoiton odotamme nykyisellään asettuvan 2,9 MEUR:oon. Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä vielä hyvin todennäköisiä kertakuluja Belgian tehtaan käytännössä varmaan sulkemiseen liittyen tai vastaavasti Iso-Britannian kiinteistön H2:lla tavoiteltuun myyntiin liittyen.

Tuloslaskelman alariveillä odotamme nettorahoituskulujen asettuvan -1,4 MEUR:oon, mutta Exelin kohdalla on hyvä huomata, että erää heiluttaa huomattavasti konsernin sisäisten lainojen ei-kassavirtavaikutteiset valuuttakurssimuutokset. Siten tuloslaskelman rahoituskulut eivät välttämättä vastaakaan kovin hyvin todellisia maksettavia rahoituskuluja.

Oikaistu EPS ja osinko per osake*



Taseen avainlukujen kehitys



* Vuosien 2021-2023 luvut laskettu nykyisellä, annin myötä kasvaneella, osakemäärällä havainnollistavassa tarkoituksessa vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Verojen odotamme puolestaan olevan noin viime vuosien tasolla (noin 30 %). Tätä peilaten odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,01 euroon (laskettu merkintäoikeusannin huomioivalla osakemäärällä). Emme odota yhtiön maksavan osinkoa tuloksestaan, vaan ohjaavan pääomia toistaiseksi strategian toteutukseen.

Sen sijaan yhtiön operatiivisen kassavirran arvioimme asettuvan 4,3 MEUR:oon, kun taas investointien (ml. vuokrasopimuksen takaisinmaksu) jälkeen painuvan niukasti pakkaselle -0,7 MEUR:oon. Merkintäoikeusantia heijastellen odotamme yhtiön rahoitusaseman olevan kuitenkin hyvällä tasolla ennustamaamme tuloskehitystä heijastellen (2024e nettovelat/oik. käyttökate 1,4x).

Vuosien 2025–2026 ennusteet

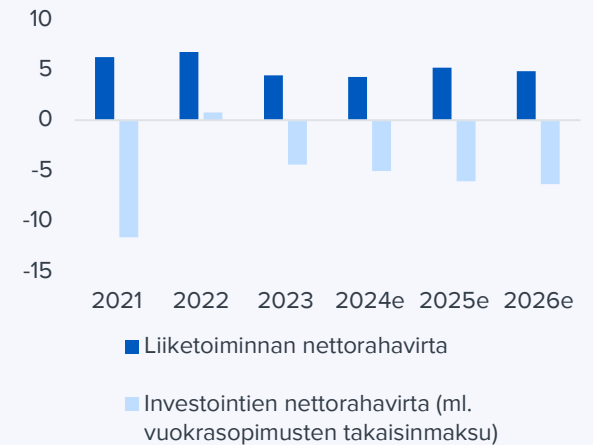
Aiemmin läpikäytyä tilannekuvaa peilaten näemme Exelin ensi vuoden kasvun yllä leijuvan toistaiseksi tummia pilviä ainakin vuoden alkupuoliskon osalta. Tällä hetkellä etenkin Euroopan teollisuuden näkymissä on nähtävissä varsin vähän ilonaiheita huolimatta käynnistyneistä koronlaskuista ja odotuksissa olevissa useammista koronlaskuista seuraavan 12 kuukauden aikana. Toisaalta mahdollisen heikomman skenaarion hopeareunuksena näemme sen mahdollistavan Exelille uuden operatiivisen toimintamallin implementoinnin sekä tehdasverkoston strategisen tarkastelun loppuunsaattamisen rauhassa. Toisaalta odotamme yhtiön kuitenkin pääsevän ylösajamaan Intian uutta tuotantolaitosta kuluvan vuoden loppupuolella ja tämän

kontribuution tukevan kehitystä ensi vuodesta alkaen muun muassa kuluvan vuonna julkistettujen voitettujen tuulivoima-asiakkuuksien myötä. Intian tehtaan osalta on kuitenkin hyvä huomata, että sen kehitys on varsin vahvassa linkissä tuulivoima-alan asiakkaiden lopulta realisoituviiin tilauksiin ja toisaalta sen tuloskontribuutiosta Exelin osakkeenomistajille kuuluu vain 55 %.

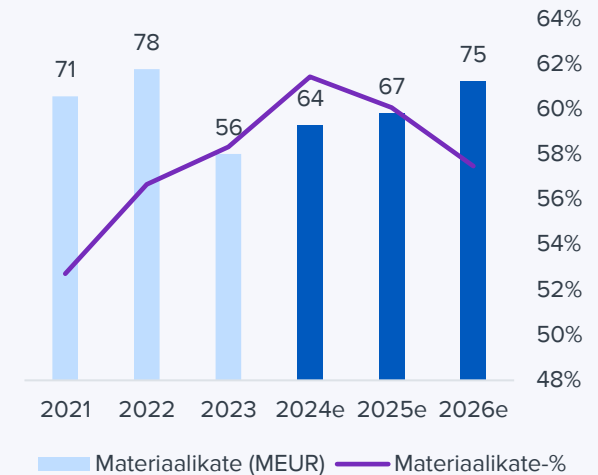
Vielä hyvin moniulotteista kokonaiskuvaa, mutta kuluvan vuoden edelleen matalaa liikevaihtotasoa peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna noin 7 %:lla 111 MEUR:oon. Odotammekin nykyisellään talousympäristön vaikuttavan Exelin asiakkaiden (etenkin eurooppalaisten) päätöksentekoon vielä alkuvuoden aikana ja kysynnän elpyvän selvemmin vasta ensi vuoden loppua kohden. Arvioimme kasvua kuitenkin tukevan sekä Intian tuotantolaitoksen hiljalleen nousevien volyyymien (etenkin Q4'25:ltä eteenpäin, kun hiljattain tiedotetun Vestas-sopimuksen olisi määrä käynnistyä) sekä myös osaltaan muiden sovellusten kysynnän elpymisen.

Sen sijaan vuonna 2026 odotamme talousympäristön piristyessä myös osittain patoutuneen kysynnän purkautuvan tilauksina Exelille. Arviommekin markkinaympäristön tarjoavan yhtiölle jälleen enemmän houkuttelevia mahdollisuuksia suurimpien asiakkaiden mukana kasvamiseen (ml. tuulivoima) sekä uusien asiakaslähtöjen voittamiseen. Tätä heijastellen odotamme sen liikevaihdon kasvavan peräti 17 %:lla 130 MEUR:oon, missä merkittävässä roolissa on Intian yhteisyrityksen kasvu (Vestas-sopimus sekä aiemmin tiedotettu tuulivoima-asiakkuus).

Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit* (MEUR)



Materiaalikatteen kehitys



* Liiketoiminnan kassavirran ennusteissa on käytetty ennustettuja rahoituskuluja. Siten ne voivat erota muiden taulukoiden luvuista

Ennusteet 4/4

Ensi vuotta varjostavien epävarmuuksien (ml. kysynnän ja tuotannon vaihtelut) sekä ennustamamme vielä maltillisiksi jäävän liikevaihdon kasvun myötä odotamme yhtiön operatiivisen marginaalikehityksen jäävän vielä maltillisiksi. Odotamme marginaalitasoa kuitenkin 4,4 %:iin nousevan liikevaihdon kasvun sekä kiinteiden laskun tukemana, mikä hilaa operatiivisen tulosenusteemme 4,8 MEUR:oon. Puolestaan vuonna 2026 odotamme volyymisovelluspohjaisen liikevaihdon reippaan kasvun painavan yhtiön materiaalikatetta, mutta toisaalta liikevaihdon reippaan kasvun skaalavan muita kulueriä nykytiedon valossa (mm. kiinteiden kuluerien lasku). Tätä kokonaiskuvaava peilaten ennustammekin liikevaihdon voimakkaan kasvun hilaavan liikevoittomarginaalin 5,8 %:iin, mikä on kuitenkin vielä maltillisella tasolla yhtiön vuoden 2028 tavoitteeseen nähden (oik. EBIT-% yli 10 %).

Alemmilla riveillä odotamme rahoituskulujen vakiintuvan noin kuluvan vuoden tasoille ja veroasteen pysyvän noin historiallisilla tasoilla. Tätä peilaten ennustamme osakekohtaisen tuloksen asettuvan vuosina 2025–2026 0,02–0,04 euroon osakkeelta. Sen sijaan odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vasta vuoden 2027 tuloksesta kasvuvaiheen päästyä vankemmin käyntiin ja käyttöpääomatilanteen asteittaisen normalisoitumisen myötä. Tämä on toki myös osaltaan riippuvaista mahdollisista tulevista investointitarpeista ja käyttöpääoman sitoutumisen lopullisesta tasosta (arvioimme tuulivoimasovellusten maksuaikojen olevan normaalia pidempää).

Nousevasta tulostrendistä huolimatta odotamme liiketoiminnan kassavirran säilyvän kohtuullisen maltillisilla tasoilla lähivuosina käyttöpääoman sitoutumista heijastellen. Tätä ja investointeja (ml. ylläpitoinvestoinnit ja mahdolliset muut pienemmät strategianmukaiset investoinnit) heijastellen arvioimme yhtiön vapaan kassavirran painuvan lähivuosina hieman pakkaselle. Sen sijaan yhtiön rahoitusaseman odotamme säilyvän vahvana, mikä teoriassa mahdollistaisi yhtiölle myös epäorgaaniset liikkeet strategiakauden aikana. Viime vuosien kehitystä peilaten arvioimme kuitenkin taloudellisen liikkumatilan säilyttämisen pysyvän yhtenä kärkiteemana yhtiölle.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteissamme arvioimme Exelin kasvua tukevan etenkin komposiittien odotettujen kasvunäkymien. Odotammekin yhtiön kasvun jatkuvan kuluvan vuosikymmenen loppuun asti pirteällä tasolla (kasvu 2027e–2029e: 5–9 %). Nykyisissä ennusteissamme odotamme Exelin liikevaihdon kasvavan selvästi vuoteen 2028 asti ja asettuvan noin 151 MEUR:oon. Tämä jää kuitenkin selvästi yhtiön erittäin kunnianhimoisesta 200 MEUR:n tavoitteesta. Kuten aiemmin raportilla argumentoimme, tavoitteen saavuttaminen vaatisi nähdäksemme yhtiöltä strategian lähes virheetöntä suorittamista. Lisäksi tavoitetasoa saavuttaminen edellyttäisi nähdäksemme markkinasta voimakasta myötätuulta (sis. tuulivoimamarkkina), minkä varaan on mielestämme tässä vaiheessa vielä vaikea laskea. Vastaavasti tätä pidemmällä

aikavälillä odotamme sen kasvun hidastuvan asteittain odotetun maailmantalouden kasvun kanssa (2030e–2033e: 2–4 %).

Puolestaan liikevoittomarginaalin odotamme nousevan 2027–2028 vajaaseen 7 %:iin, mikä jää myös selvästi yhtiön tavoittelemasta yli 10 %:n marginaalitasosta. Tämän taustalla on jo pidempään heilunut tulostaso, uuden strategiaan toteutukseen liittyvät riskit sekä tavoitellun volyymisovellusten reippaan kasvun lähtökohtaisesti matalampi marginaalitaso (ml. mahdollinen kasvava kilpailu Kiinasta). Vastaavasti tätä pidemmällä aikavälillä arvioimme sen marginaalitasoa asettuvan noin 6 %:iin, mikä on jokseenkin linjassa sen historiallisen kehityksen kanssa. Samalla on hyvä huomata, että Exelin kehityksessä tullaan todennäköisesti näkemään myös tulevaisuudessa heilahduksia molempiin suuntiin investointivetoisen kysynnän vaihteluiden sekä tuotemixin heilahdusten takia.

Kokonaisuutena emme kuitenkaan näe, että yhtiöllä olisi varsinaisia rakenteellisia esteitä saavuttaa tavoitekannattavuutta keventyneen kustannusrakenteen ja tavoiteltujen tehokkuusparannusten kautta. Toistaiseksi vaakakupissa painavat kuitenkin enemmän yhtiön historialliset näytöt sekä sen vaikutusvallan ulkopuolella olevat kysynnän heilahdukset. Siten jäämmekin tässä vaiheessa seuraamaan konkreettisempia tuloksia kannattavuustavoitteen (ml. asiakasportfolion onnistunut laajentaminen) saavuttamisen osalta ennen suurempia pitkän tähtäimen ennustemuutoksia.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	137	28,8	25,4	20,5	22,1	96,8	23,4	26,6	24,7	28,9	104	111	130	142
Konserni	137	28,8	25,4	20,5	22,1	96,8	23,4	26,6	24,7	28,9	104	111	130	142
Käyttökate	10,1	1,5	1,5	1,1	-0,2	3,8	0,9	2,6	2,1	3,1	8,7	10,7	13,3	15,5
Poistot ja arvonalennukset	-7,1	-1,8	-1,7	-1,7	-3,5	-8,7	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,0	0,0	0,1	-1,2	-1,3	-2,4	-0,6	1,4	0,6	1,6	3,1	4,8	7,5	9,6
Liikevoitto	3,0	-0,3	-0,2	-0,7	-3,7	-4,9	-0,6	1,2	0,6	1,6	2,9	4,8	7,5	9,6
Nettorahoituskulut	0,6	-1,2	-0,4	0,2	-2,0	-3,4	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	3,6	-1,5	-0,7	-0,4	-5,7	-8,3	-0,6	0,8	0,1	1,1	1,5	3,3	6,0	8,1
Verot	-1,5	-0,7	-0,2	-0,2	0,1	-1,1	0,0	-0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-1,6	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Nettotulos	2,3	-2,1	-0,9	-0,6	-5,6	-9,1	-0,5	0,7	0,1	0,9	1,1	2,1	4,0	5,5
EPS (oikaistu)	0,61	-0,15	-0,05	-0,10	-0,27	-0,56	-0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05
EPS (raportoitu)	0,19	-0,18	-0,07	-0,05	-0,47	-0,77	-0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	1,9 %	-15,7 %	-33,3 %	-39,2 %	-28,8 %	-29,3 %	-18,9 %	4,7 %	20,5 %	31,0 %	7,0 %	7,1 %	17,0 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	33,0 %	-99,7 %	-97,9 %	-166,5 %	-242,7 %	-130,5 %		2013,8 %	-153,4 %	-224,1 %	-226,3 %	56,4 %	55,9 %	27,3 %
Käyttökate-%	7,4 %	5,1 %	5,8 %	5,2 %	-0,8 %	4,0 %	3,9 %	9,8 %	8,5 %	10,7 %	8,4 %	9,6 %	10,2 %	10,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,9 %	0,0 %	0,3 %	-5,9 %	-5,9 %	-2,5 %	-2,4 %	5,2 %	2,6 %	5,6 %	3,0 %	4,4 %	5,8 %	6,8 %
Nettotulos-%	1,7 %	-7,3 %	-3,5 %	-2,8 %	-25,2 %	-9,4 %	-2,3 %	2,5 %	0,4 %	3,0 %	1,1 %	1,9 %	3,1 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	104	104	-1 %	116	111	-4 %	133	130	-2 %
Käyttökate	8,7	8,7	0 %	11,5	10,7	-7 %	13,9	13,3	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,1	3,1	0 %	5,6	4,8	-14 %	7,9	7,5	-5 %
Liikevoitto	2,9	2,9	0 %	5,6	4,8	-14 %	7,9	7,5	-5 %
Tulos ennen veroja	1,5	1,5	0 %	3,8	3,3	-13 %	6,3	6,0	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,01	0,01	0 %	0,02	0,02	-14 %	0,04	0,04	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Käänneyhtiöstä takaisin kasvuyhtiöksi

Viimeisen vajaan kahden vuoden aikana reippaasti heikentyneen kysyntätilanteen myötä Exelin tulokunto painui poikkeuksellisesti pakkaselle viime vuonna. Tätä heijastellen näemmekin sen sijoitusprofiiliin toistaiseksi käänneyhtiönä, vaikka tulokunnan osalta saatiinkin ensimmäisiä varovaisia positiivisia merkkejä Q2'24-tuloksen yhteydessä. Näkemystämme tästä tukee mielestämme myös yhtiön kaksivaiheinen strategia, jossa tällä hetkellä ollaan vielä vakautus- ja kannattavuusvaiheessa. Hauraasta markkinatilanteesta johtuen näemme myös riskiä selkeämmän käänteen pitkittymiselle. Mielestämme Exel on viime vuosia ennen profiloitunut jo pitkään kasvuyhtiöksi, eikä yhtiön keskeisten kohdemarkkinoiden kasvunäkymissä ole tapahtunut sellaisia rakenteellisia muutoksia, jotka profiilia olisivat muuttaneet pidemmälle katsottaessa. Arvioimme yhtiön kuitenkin tarvitsevan markkinan vetoapua selvemmälle organisaaliselle kasvu-uralle päästäkseen.

Vahvuudet ja arvoajurit

Orgaaninen kasvu: Komposiittimateriaalien kasvua ajaa globaalit megatrendit, minkä myötä Exelillä pitäisi arviomme mukaan olla hyvä kasvualusta nykystrategian mukaiselle orgaaniselle kasvuille investointivetoisen kysynnän piristytessä. Pultruusiomarkkinan johtavana toimijana sillä pitäisi mielestämme olla myös mittakaavaetuja tarttua uusiin mahdollisuuksiin ja toisaalta kasvaa nykyisten asiakkaiden mukana.

Tulospotentiaalin saavuttaminen: Mielestämme yhtiö ei ole historiallisesti saavuttanut kestävästi

täyttää potentiaaliaan ja suhtaudumme sen muutosstrategiaan positiivisesti. Näemmekin sillä edellytykset selvälle marginaaliparannukselle liikevaihdon kasvaessa strategian puitteissa tehtyjen toimenpiteiden myötä (mm. kiinteiden kulujen karsinta, käyttöasteiden nosto). Sen sijaan tavoitetason (oik. EBIT-% yli 10 %) saavuttaminen vaatii nähdäksemme kuitenkin strategian lähes virheetöntä toteutusta (ml. volyymisovellusten matalampi kateprofiili) ja markkinan myötätuulta.

Epäorgaaniset kasvumahdollisuudet:

Pultruusiomarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja uskomme toimialan konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa. Tämän näemme tarjoavan Exelin kaltaiselle suuremmalle toimijalle epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia niin uusiin asiakkuuksiin kuin tuotantoteknologioihin. Strategista fokusta silmällä pitäen arvioimme mahdollisten yritysostojen olevan kuitenkin realistisia vasta muutaman vuoden päästä.

Riskit ja heikkoudet

Kysynnän vaihtelut: Exelin liikevaihdosta merkittävä osa tulee investointi- ja projektivetoisilta teollisuussektoreilta, joiden kysynnät ovat alttiita suhdannevaihteluille. Näin ollen kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja operatiivista tulosta varsin nopeasti. Tätä korostaa myös kovan tilauskannan rakenteellinen lyhyys.

Strategian implementoinnin epäonnistuminen:

Muutosstrategian liittyvät osin suurehkojen muutokset (mm. uusi operatiivinen toimintamalli, tehdasverkoston kaventaminen) sisältävät mielestämme riskejä strategian jalkautuksen

osalta. Nykyisellään näemme myös yhtiön kasvustrategian olevan vahvasti sidoksissa tuulivoimamarkkinan palautumiseen, mihin liittyy vielä epävarmuutta. Lisäksi Intian uudella tuotantolaitoksella valmistettujen tuulivoimasovellusten tulevasta kateprofiilista ei ole vielä kertynyt näyttöjä.

Komposiittien suhteellinen kilpailukyky: Vaikka komposiittimateriaalien kysyntäkuvan odotetaan jatkuvan hyvänä, eivät komposiittivalmistajat operoi tyhjiössä. Näin ollen kilpailevien tai korvaavien materiaalien (mm. alumiini ja teräs) tai niiden raaka-aineiden hintojen muutokset voivat vaikuttaa myös komposiittien suhteelliseen asemaan ja kilpailukykyyn heikentävästi. Tiettyä suojaa ainakin nykyisiä kilpailevia materiaaleja vastaan tuo mielestämme kuitenkin komposiittien kilpailuedut, kuten keveys ja alhaisemmat elinkaarikustannukset. Pitkällä aikavälillä alati etenevä materiaalikehitys voi tuoda kilpailukenttään kuitenkin kokonaan uusia ja teollisiin loppukäyttöihin soveltuvia materiaaleja.

Keskeisen asiakkaan menettäminen:

Käsityksemme mukaan Exelin asiakaskunta on suhteellisen keskittynyt (10–20 asiakasta tuo pitkälti yli puolet liikevaihdosta), minkä myötä yksittäisen merkittävän asiakkaan kokonaisella menettämisellä olisi näkyviä vaikutuksia yhtiön volyymeihin ja sitä kautta kannattavuuteen. Riski ulottuu luonnollisesti myös siihen, että asiakkaan oma tai asiakkaanasiakkaan kilpailukyky heikkenee. Arviomme mukaan asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat kuitenkin pitkäkestoisia ja nämä asiakkaat ovat omassa liiketoiminnossaan vakiintuneita toimijoita.

Arvonmääritys 1/4

Katsomme hinnoittelua tulos pohjaisesti

Mielestämme Exeliä tulee hinnoitella etenkin tulos pohjaisten kertoimien kautta. Näkemyksemme mukaan käyttökelpoisimmat kertoimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä taserakenteen huomioon ottavat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. On kuitenkin hyvä huomata, että Intian tehtaan omistusrakenteen ja sen vielä epävarman tulevan tulososuuden (ml. vähemmistöosuuden arvo) voivat rajata hieman EV-kertoimien käyttökelpoisuutta jatkossa.

Absoluuttisina tasoina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön kasvu-, kannattavuus- (ml. pääoman tuotto) ja riskiprofiilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä. Sovellamme neutraalin kerroinhaarukan määrittämisessä jossain määrin myös Exelin historiallisia arvostustasoja. Sen sijaan emme käytä suhteellista arvostusta hyväksyttävään arvostuksen määrittämiseen, koska yhtiölle ei ole muodostettavissa riittävän kokoista ja tarpeeksi laadukasta verrokkiryhmää.

Tarkastelemme kertoimia pääosin kuluvaan ja seuraavaan vuoden ennusteidemme kautta, sillä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on varsin lyhyt. Toisaalta sen strategista kehitysvaihetta sekä markkinatilannetta peilaten mielestämme tietty huomio tulee antaa myös keskipitkän aikavälin kertoimille, vaikkakin useamman vuoden päähän katsovat ennusteet sisältävät kohonnutta epävarmuutta. Tämä taas rajaa näihin pohjautuvien kertoimien käyttökelpoisuutta. Samasta syystä lähivuosien kokonaistuotto-odotus ja pitkän aikavälin ennusteisiimme perustuva DCF-malli ovat arvonmäärityksessä enemmän tukea antavassa

roolissa.

Tuloskertoimien lisäksi Exelin kaltaisen valmistavassa teollisuudessa operoivan yhtiön hinnoittelua voidaan tarkastella tase pohjaisen P/B-luvun kautta. Yhtiön liiketoiminta on toki selvästi pääomakevyempää kuin perinteisemmässä prosessiteollisuudessa toimivilla ja siten tase pohjaiseen hinnoittelumaailmaan vielä paremmin sopivilla yhtiöillä. Arviomme mukaan tase pohjaista arvostusta voidaan kuitenkin käyttää osaltaan arvostuksen kuumemittarina mahdollisia osakemarkkinoiden sentimenttimuutoksia vastaan.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät vaikuttavat Exelin hyväksyttävään arvostustasoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä:

+ Markkinoiden ennustetut hyvät kasvunäkymät

+ Tuloskäänteen vahvistuminen ja luottamuksen kasvu käänteen pitävyyteen strategian mukaisten toimenpiteiden kautta

+ Liiketoiminnan kassavirtaprofiilin sekä pääoman tuottokyvyn tulisi arviomme mukaan olla kohtuullisen hyvällä tasolla tulostason noustessa ja vauhdikkaimman kasvuvaiheen tasoituttua

- Liiketoiminnan kysyntäajurit pitkälti investointivetoisia, mikä altistaa yhtiön liikevaihtoa ja tulostasoa suhdannevaihteluille

- Historialliset tulospettymykset ja tulostason vaihtelut ovat siirtäneet huomion toistaiseksi lyhyemmän aikavälin kehitykseen pidemmän aikavälin potentiaalisiin sijaan

- Kestävien kilpailuetujen rakentaminen toimialalla on käytännössä mahdotonta

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,39	0,39	0,39
Osakemäärä, milj. kpl	106,7	106,7	106,7
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	55	55	57
P/E (oik.)	31,6	19,4	10,3
P/E	37,8	19,4	10,3
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,3	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	17,7	11,4	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Hyväksyttävä arvostustaso

Exeliä on hinnoiteltu viimeisen seitsemän vuoden aikana 12 kuukautta eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella mediaanitasolla noin 13x, EV/EBIT-kertoimella noin 11x ja EV/EBITDA-kertoimella noin 7x. Kertoimet ovat myös suhteellisen hyvin linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanitasojen kanssa (P/E 14x-15x, EV/EBIT 11x-14x, EV/EBITDA 8x-10x), vaikka emme Exelin hinnoittelua lähtökohtaisesti suoraan yleiseen markkinahinnoitteluun peilaakaan.

Huomioiden, että yhtiölle ei ole vielä kertynyt merkittäviä näyttöjä sen oman operatiivisten toiminnan vahvistumisesta suhteessa historiaan (mm. tulostason ja pääoman tuoton kestävä nousu historiallisten tasojen yli) tai tähän liittyvän riskitason laskusta (pl. rahoitusasema) näemme historiallisten kertoimien tarjoavan toistaiseksi melko hyvän selkänöjan arvostukselle. Tätä peilaten arvioimmekin Exelin hyväksyttävän arvostuksen olevan tällä hetkellä P/E-kertoimella noin 10x–14x, EV/EBIT-kertoimella noin 8x–12x sekä EV/EBITDA-kertoimella noin 5x–8x (aik. 6x–8x). Toistaiseksi näemme hyväksyttävän arvostuksen asettuvan haarukoiden alalaidan ja keskikohdan välille vielä alkumetreillä olevaa ja tämän myötä epävarmuutta sisältävää käännettä heijastellen.

Sen sijaan kasvun ja kannattavuuden (ml. pääoman tuotto) vahvistuessa näkisimme hyväksyttävässä arvostuksessa perusteltua asteittaista nousuvaraa. Tämä vaatisi taakseen kuitenkin selkeämpää kestävästä kasvun ja kannattavuuden nousua, jonka todistamisessa yhtiöllä riittää vielä tehtävää.

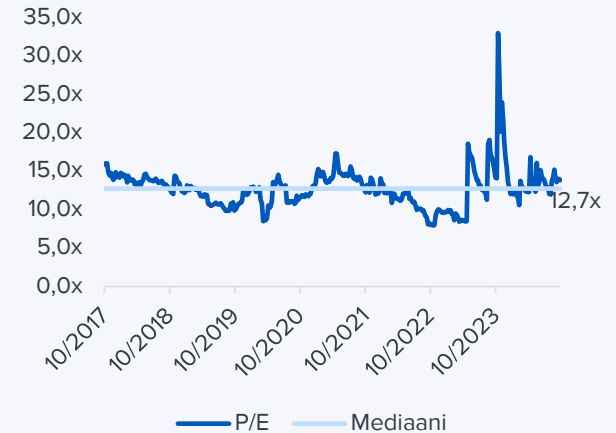
Absoluuttiset kertoimet

Ennusteillamme Exelin P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 32x ja 19x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet 18x ja 11x. Nämä tasot ovat mielestämme kuluvalle huomattavan korkeat ja myös ensi vuodelle tarkasteltuna kokonaisuutena koholla, mitkä kuvastavat vielä Exelin ennustamaamme lyhyen aikavälin matalaa tulostasoa. Tämän myötä on hyvä myös huomata, että etenkin P/E-luku on varsin herkkä tuloksen vaihteluille.

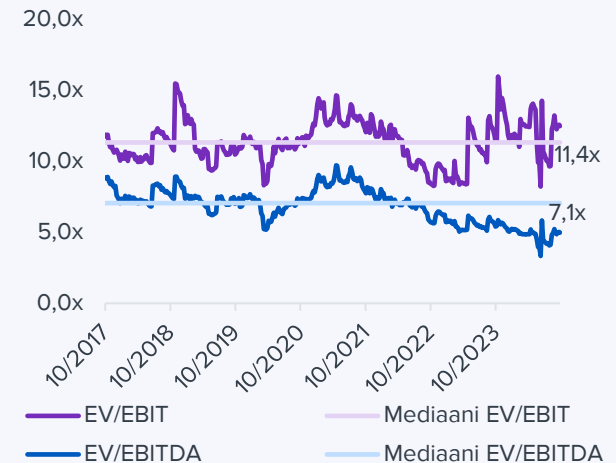
Vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella tarkasteltuna arvostuskuva näyttää jo kuluvaan vuoteen katsottuna varovaisen houkuttelevalta ja ensi vuoteen mentäessä arvostuksessa voisi olla tätä kautta jo nousuvaraa (EV/EBITDA 2024e 6x, 2025e 5x). Samalla on kuitenkin hyvä huomata, ettemme odota käyttökateen taipuvan vapaaksi kassavirraksi lähivuosina, mikä osaltaan heikentää halua nojata kertoimeen kovinkaan vahvasti.

Sen sijaan, jos kehitys jatkuisi odottamallamme polulla, näemme vuoden 2026 arvostuksen olevan kokonaisuutena jo houkuttelevalla tasolla (P/E 10x, EV/EBIT 8x, EV/EBITDA 4x). Toisaalta jo aiemmin todetun vielä todistamattoman tuloskäänteen, sen ajoituksen ja viime vuosina heilahdelleen tulostason myötä tähän on mielestämme vielä ennenaikaista nojautua kovin voimakkaasti. Tämä kuitenkin antaa viitteitä osakkeen potentiaalista keskipitkällä aikavälillä käänteen toteutuessa odottamallamme tavalla. Samalla on huomattava, että ennusteriskejä käänteen ajoituksen lisäksi nostaa mm. Intian tehtaan ylösjon onnistuminen ja tähän liittyvien vähemmistöosuusien taso, joita on vielä vaikea arvioida.

Exelin historiallinen 12kk FW P/E-luku



Exelin historiallinen 12kk FW EV-pohjainen arvostus



Arvonmääritys 3/4

Vastaavasti viimeisen viiden vuoden keskimääräisellä toteutuneella oikaistulla tuloksella P/E-kerroin olisi osakkeen nykyhinnalla noin 15x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 10x, jotka ovat hyväksyviemme haarukoiden sisällä. Historiallisten keskimääräisten tulosten osalta on hyvä huomata, että niitä painaa viime vuoden poikkeuksellisen heikko kehitys. Samalla tämä antaa kuitenkin mielestämme kuvaa makrotalouden vaikutuksista yhtiön tuloksenteolle, jonka näemme myös osaltaan painavan hyväksyttävää arvostusta.

Kokonaisuutena näemme tulos pohjaisen arvostuksen indikoivan kuitenkin siitä, että osakkeeseen on nykyisellään ladattu tiettyjä odotuksia tulostason palautumisesta kohti historiallisia tasoja. Tämän myötä arvioimmekin osakkeen olevan nykyisellään kohtuullisen järkevästi hinnoiteltu tämänhetkisiin näkymiin ja yhtiön viime vuosien näyttöihin peilattuna. Tätä heijastellen lähivuosien merkittävämpänä kurssiajurina toimiikin onnistuneiden strategisten toimenpiteiden toteuttamisen kautta tulostason nostaminen historiallisia tasoja korkeammalle, minkä osalta nykykurssissa ei ole vielä kohtuuttomia odotuksia.

Osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen ja vuoden 2026 tulosennusteidemme kautta. Mielestämme Exelin liiketoimintoja voitaisiin vuoden 2026 lopussa arvostaa nykyisillä ennusteillamme P/E-kertoimella 12x–13x ja EV/EBIT-kertoimella 10x–11x, mikäli yhtiö olisi jälleen saanut nostettua marginaalitasonsa noin historiallisille tasoille. Kertoimiin luonnollisesti

osaltaan vaikuttaisi yhtiön senhetkiset kasvunäkymät sekä yleinen osakemarkkinoiden tilanne.

Tätä ja nykyisiä ennusteitamme peilaten nykyliiketoiminnot voitaisiin hinnoitella vuoden 2026 lopussa arviomme mukaan karkeasti 0,45–0,64 euroon osakkeelta. Nykyisellä 0,39 euron osakekurssilla vuosittainen tuotto-odotus asettuisi arviomme mukaan keskimäärin noin 15 %:iin. Sen sijaan osingosta emme odota tulevan tukea tuotto-odotukselle nykyisellään. Tätä kautta katsottuna vuosituotto-odotus nousisikin yli käyttämämme 11 %:n oman pääoman kustannuksen.

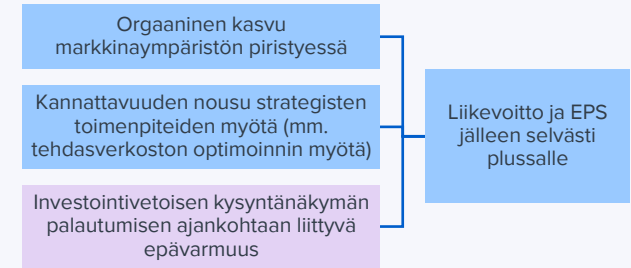
Aikaisemmin esiin nostamamme liiketoimintaan rakenteellisesti liittyvän lyhyen näkyvyyden takia, emme kuitenkaan nojaa näkemyksessämme vahvasti lähivuosien kokonaistuotto-odotukseen. Huomautamme myös, että tuotto-odotusta nostaa etenkin EV-pohjainen arvostus ja tässä vaiheessa muun muassa Intian tehtaan käyttöpääoman sitoutumisen määrään liittyvä epävarmuutta (ts. nettovelan kehitys). Lisäksi tuotto-odotuksen realisoituminen nojaa käytännössä täysin vuoden 2026 ennustamamme tuloskasvun toteutumiseen (ts. vuoden 2025 lopulle arvioituna tuotto-odotus ei ylitä tuottovaatimusta) Kokonaisuutena laskelma antaa kuitenkin viitteitä osakkeen tuottopotentialista ennusteidemme toteutuessa.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten mielestämme tässä vaiheessa on myös vielä turhan aikaista nojata suuremmin yhtiön kunnianhimoisten taloudellisten tavoitteiden (2028 liikevaihto 200 MEUR; oik. EBIT-% > 10 %) saavuttamisen skenaarioon. Mielestämme on kuitenkin selvää, että tämän skenaarion toteutuessa tuotto-odotus olisi erittäin houkutteleva.

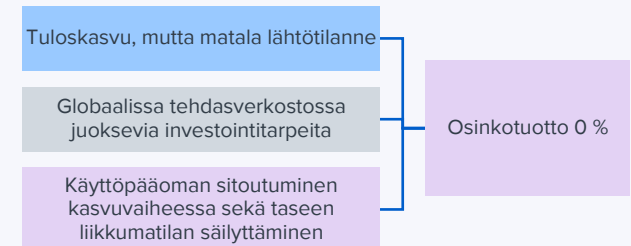
Osaketuoton ajurit Q2'24 LTM-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

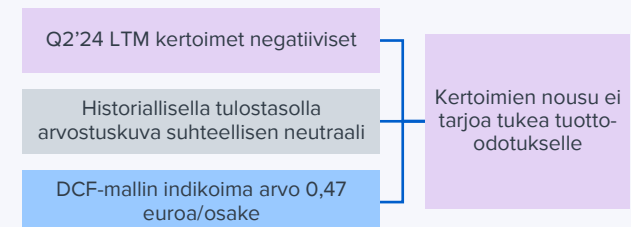
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvioimme osakkeen tuotto-odotuksen olevan noin tuottovaatimuksen tasolla, mutta varsin takapainoinen lisäten sen ajallisen realisoitumisen riskitasoa

Arvonmääritys 4/4

Tase- ja volyymipohjainen arvostus

Exelin tasepohjainen P/B-luku (2024e: 1,1x) on melko selvästi historiallisen tason alapuolella (P/B 2019–2023 ka. 2,8x), mihin vaikuttaa myös osaltaan toteutettu merkintäoikeusanti ja tämän myötä kasvanut oma pääoma. Samalla on hyvä huomata, että Belgian tehtaan mahdolliseen sulkemiseen liittyvät alaskirjaukset tai Iso-Britannian kiinteistön myynti voi aiheuttaa muutoksia taseen puolelle. Kokonaisuutena tasoa ei mielestämme voi pitää kohtuuttomana liiketoiminnan verrattain pääomakevyt luonne ja kohtuullisen hyvää pääoman tuottopotentiaali huomioiden.

Tätä tukee myös se, että staattisen tulostuoton perspektiivistä tarkasteltuna yhtiön tulisi yltää kestävästi noin 12 %:n oman pääoman tuottoon, jotta nykyinen tasepohjainen arvostus vastaisi oman pääoman normaalien olosuhteiden kustannusta. Mielestämme tämän saavuttamisen ei pitäisi yhtiön liiketoimintaprofiililla ja tavoitellulla velkaantumisella olla saavuttamattomissa tulostulon elpymässä. Nykyennusteillamme odotamme tason saavuttamisen tapahtuvan kuitenkin vasta vuonna 2027. Toisaalta yhtiön pääoman tuottokykyyn liittyy kuitenkin vielä kysymysmerkkejä poukkoilevan historian sekä uuden strategian myötä (mm. kasvava volyymituotanto). Nähdäksemme yhtiöllä pitäisi kuitenkin olla kaikki edellytykset tehdä pääoman kustannuksen ylittävää tuottoa tulevaisuudessa strategian toteutuksen edetessä.

Puolestaan nykyennusteidemme mukaiset EV/S-kertoimet ovat lähivuosille noin 0,5x, joita ei voi pitää absoluuttisesti korkeina. Nämä tasot ovat myös selvästi historiaa alemmalla tasolla. Sen

sijaan pelkästään volyymipohjaiseen arvostukseen on mielestämme vaikea nojata ilman merkkejä kannattavuuden selvemmästä käänteestä.

Kokonaisuutena tase- ja volyymipohjainen arvostus tarjoavat mielestämme osakkeelle kuitenkin tiettyä tukea, minkä taustalla olennaisena tekijänä vaikuttaa vahvistunut tase.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Olemme määrittäneet Exelin arvoa myös kassavirtapohjaisella mallilla (DCF). Yhtiön volatiilista historiasta ja nykyisestä strategisesta kehitysvaiheesta (mm. Intian tehtaan ylösajo, tuloskontribuutio, vähemmistöosuuden kehitys) johtuen yhtiön pidemmän aikavälin kehityksen ennustaminen on melko vaikeaa, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. Lisäksi DCF on herkkä siihen asetetuille parametreille, etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin mielestämme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän konservatiivisia arvioita, mitä mukailten näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin potentiaalın tarkastelulle.

Mallimme pohjautuu aiemmin [Ennusteet-kappaleessa](#) läpikäymillemme ennusteille. Terminaalivaiheen kasvun olemme asettaneet puolestaan 2 %:iin ja liikevoittomarginaalin 5,8 %:iin (vrt. Exel oik. EBIT-% 2014–2023 5,8 %). Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 9,6 % ja CoE 11,0 %) on arviomme mukaan pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella, mikä heijastelee yhtiön liiketoimintaan ja ennustettavuuteen liittyviä riskejä sekä viime vuosien ongelmien kolhimaa sijoittajaluottamusta. Vastaavasti näemme tuottovaatimuksessa

asteittaista laskuvaraa tuloskäänteen vahvistuessa.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,45 euroa, mikä mielestämme kuvastaa osakkeessa olevaa potentiaalia. Sen sijaan arvioimme kassavirtojen olevan varsin takapainotteiset matalalta lähtevää tulostasoa sekä kasvuvaiheen vaatimia pääomia (etenkin käyttöpääoma) heijastellen. Tämän myötä terminaalijakson painoarvo mallissa on melko korkea (62 %).

Arvostuksen yhteenveto

Mielestämme osake on suhteellisen järkevästi hinnoiteltu nykyisiin melko hauraisiin kysyntänäkymiin peilattuna. Sen sijaan pidemmällä aikavälillä näemme osakkeessa potentiaalia, mutta arvioimme yhtiön tarvitsevan markkinasta vahvempaa vetoapua reippaamman tuloskasvun käynnistymiseksi. Kokonaisuutena näemmekin tässä vaiheessa optimaalisimmaksi siirtyä osakkeessa tarkkailuasemiin seuraamaan markkinatilanteen kehitystä sekä yhtiön omien strategisten toimenpiteiden toimeenpanoa. Tätä peilaten toistamme 0,38 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle kurssinousun myötä.

Vastaavasti Exelin osakkeen käyvän arvon arvioimme tällä hetkellä olevan noin 0,3-0,5 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu lähivuosien ennusteisiimme, soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin sekä kassavirtamalliin. Keskeisimpinä ajureina käyvälle arvolle pidämme tuloskasvun sekä kassavirran vahvistumista ja vakaantumista (ml. marginaalitaso), joiden toteutumisen näkisimme myös vaikuttavan laskevasti osakkeen tuottovaatimukseen.

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Taksonomiakelpoisuus

Exelin pääasiallinen toimiala eli komposiittien tai kuitulujitteisten muovien valmistus ei itsessään löydy tämänhetkisestä EU-taksonomiasta. Tämä johtuu siitä, että Exelin tuotteet ovat usein asiakkaiden tai sen asiakkaiden asiakkaiden lopputuotteen komponentti tai osa. Exelin tulkinnan mukaan kuitenkin sen tuottama komposiittiosa nimenomaisesti auttaa parantamaan lopputuotteen ympäristövaikutusta.

Yhtiön tulkinnan mukaan sen luokitusjärjestelmäkelpoiset toiminnot liittyivät uusiutuvan energian teknologioiden valmistukseen (tuulivoiman sovellukset), energiatehokkuuslaitteiden valmistukseen (komposiittiset ikkuna- ja oviprofiilit), ilma-alusten valmistukseen (rakenteelliset profiilit ilmailualan sovelluksiin), rautateiden liikkuvan kaluston osatekijöiden (profiilit sähköraitoaunuihin ja –juniin), auto- ja liikennealankomponenttien valmistukseen (rakenteelliset profiilit sähkölinja-autoihin) ja muiden vähähiilisten teknologioiden valmistukseen (komposiittisovelluksia sähköperämootoreihin). Vastaavasti taksonomiamukaisia näistä olivat edellä mainituista muut paitsi muut vähähiiliset teknologiat.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten myös vain pieni osa yhtiön operatiivisista kustannuksista ja pääomamenoista (CAPEX) olivat taksonomiakelpoista. Näistä jälkimmäiset kohdistuivat viime vuonna käytännössä taksonomiakelpoista liikevaihtoa vastaaviin toimintoihin sekä energiatehokkuuden parantamiseen ja omaan sähkön tuotantoon (aurinkopaneelien asentaminen Itävallan tehtaalle).

Taksonomiaan liittyvät sääntelyriskit nähdäksemme maltilliset

Mielestämme Exelin liiketoimintaan kohdistuvat sääntelyriskit ovat taksonomian näkökulmasta

maltilliset sen suorien päästöjen ollessa rajalliset. Tämän lisäksi komposiittituotteiden etuna voidaan nähdä niiden tyypillisesti mahdollistamat lopputuotteiden pidemmät käyttöiät sekä tämän myötä tuotteiden pienempi hiilijalanjälki koko elinkaareen ajalta. Nykyisin merkittävin ongelma komposiittituotteiden osalta kohdistuu niiden elinkaaren loppuun, sillä vaikka niiden kierrätykseen ja uudelleenkäyttöön olevia prosesseja on jo olemassa, on silti rajoittavia tekijöitä vielä useita. Toisaalta Exel selvittää tälläkin hetkellä yhteistyössä kumppaniensa kanssa erilaisia kierrätysvaihtoehtoja.

Tätä kokonaiskuvaa heijastellen emme näe taksonomialla olevan ainakaan lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä olennaisia vaikutuksia Exelille esimerkiksi rahoituksen hintaan tai saatavuuteen. Jäämme kuitenkin tässä vaiheessa seuraamaan taksonomialainsäädännön kehitystä ja sen mahdollisia vaikutuksia Exelin liiketoiminnan luokitteluun.

Ilmastotavoitteet

Exel asetti vuonna 2023 vastuullisuustavoitteet, joissa ilmaston osalta se tavoittelee kasvihuonekaasujen päästövähennyksiä YK:n asettamien tavoitteiden mukaisesti scope 1 ja 2 -päästöjen osalta. Pidämme yhtiöiden tavoitteita oman toiminnan osalta realistisina. Sen sijaan scope 3 -päästöjen osalta yhtiöllä ei ole vielä tavoitteita eikä se ole vielä laskenut scope 3:n mukaisia päästöjä (lisätään raportointiin CSRD-raportoinnin yhteydessä). Yhtiön alustavan selvityksen mukaan sen hiilijalanjäljestä raaka-aineiden osuus on kuitenkin merkittävä, mutta tässä kohtaa tämän arvioimiseksi joudumme odottamaan lisätietoja.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	17 %	4 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	11 %	1 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	21 %	24 %
OPEX	4 %	3 %
CAPEX	3 %	12 %

Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei

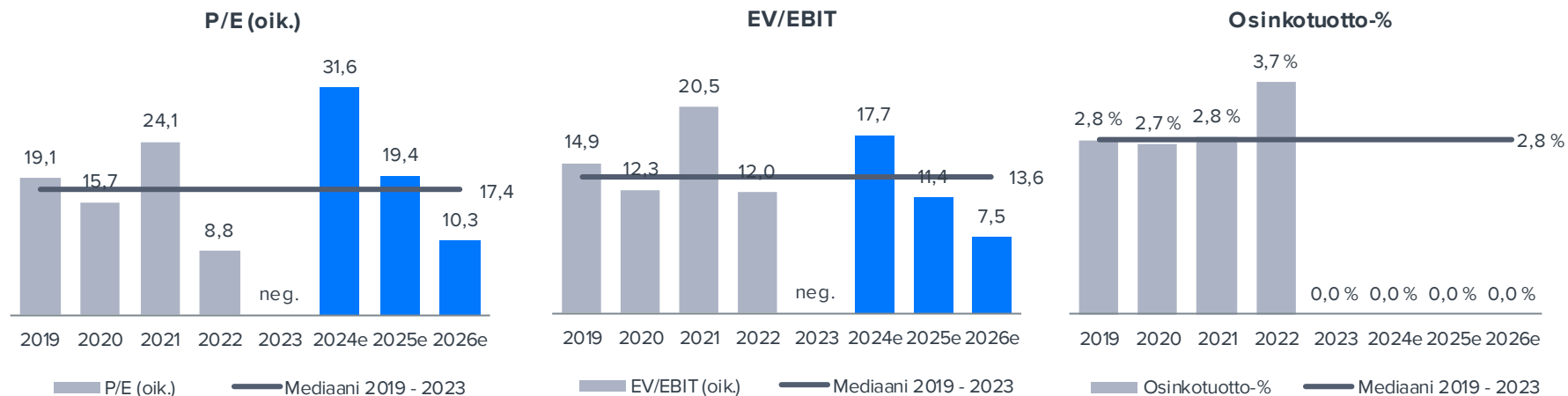
Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analytiikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkömyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,48	7,38	7,10	5,42	2,54	0,39	0,39	0,39	0,39
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	106,7	106,7	106,7	106,7
Markkina-arvo	77	88	84	64	30	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	107	119	124	97	63	55	55	57	54
P/E (oik.)	19,1	15,7	24,1	8,8	neg.	31,6	19,4	10,3	7,5
P/E	32,0	16,4	50,9	28,1	neg.	37,8	19,4	10,3	7,5
P/B	2,9	3,0	2,8	2,2	1,7	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	0,7	0,8	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	10,0	7,8	10,3	6,7	15,6	6,3	5,2	4,3	3,5
EV/EBIT (oik.)	14,9	12,3	20,5	12,0	neg.	17,7	11,4	7,5	5,7
Osinko/tulos (%)	88,8 %	44,3 %	143,3 %	103,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,4 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,7 %	2,8 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %

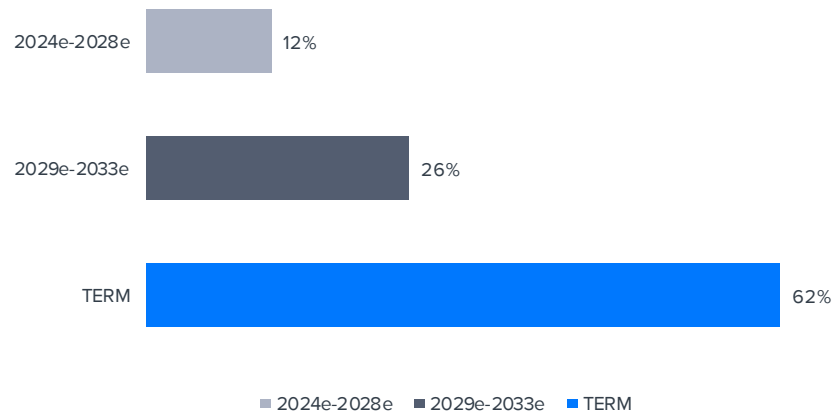
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-29,3 %	7,0 %	7,1 %	17,0 %	9,0 %	7,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-5,0 %	2,8 %	4,4 %	5,8 %	6,8 %	6,6 %	6,4 %	6,2 %	6,0 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
Liikevoitto	-4,9	2,9	4,8	7,5	9,6	10,0	10,2	10,3	10,2	10,1	10,3	
+ Kokonaispoistot	8,7	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8	
- Maksetut verot	-0,2	-0,5	-0,9	-1,6	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,9	-2,0	-2,7	-4,8	-2,6	-1,7	-1,3	-1,1	-0,8	-0,6	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	7,0	5,7	6,7	6,5	10,4	11,8	12,5	12,9	13,2	13,5	13,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-5,1	-6,1	-6,4	-6,6	-6,9	-6,9	-7,1	-7,2	-7,2	-7,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,5	0,6	0,7	0,1	3,8	4,9	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	
+/- 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	5,5	0,6	0,7	0,1	3,8	4,9	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	88,6
Diskontattu vapaa kassavirta		0,6	0,6	0,1	2,8	3,3	3,5	3,3	3,1	3,0	2,8	38,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		61,3	60,7	60,1	60,0	57,1	53,8	50,3	47,0	43,9	40,9	38,1
Velaton arvo DCF		61,3										
- Korolliset velat		-43,8										
+ Rahavarat		31,1										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		48,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,45										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	47,9	39,6	38,9	39,1	39,7
Liikearvo	13,0	12,6	12,6	12,6	12,6
Aineettomat hyödykkeet	2,2	1,7	1,7	1,8	1,8
Käyttöomaisuus	30,9	24,7	23,9	24,0	24,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	65,2	45,4	50,8	54,9	62,9
Vaihto-omaisuus	23,4	16,9	18,1	19,4	22,7
Muut lyhytaikaiset varat	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	23,3	17,0	19,7	21,6	26,6
Likvidit varat	17,4	11,0	12,4	13,3	13,0
Taseen loppusumma	113	85,0	89,7	94,0	103

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	30,4	17,7	38,9	41,0	45,0
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	21,0	9,5	10,6	12,8	16,8
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	6,8	5,8	25,9	25,9	25,9
Vähemmistöosuus	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	15,4	6,0	11,7	13,3	14,8
Laskennalliset verovelat	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	13,5	4,4	10,1	11,7	13,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Lyhytaikaiset velat	67,3	61,3	39,1	39,7	42,7
Korolliset velat	35,0	39,4	15,2	15,3	14,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	26,2	21,9	23,8	24,4	27,9
Muut lyhytaikaiset velat	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	113	85,0	89,7	94,0	103

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	134,4	137,0	96,8	103,6	111,0	EPS (raportoitu)	0,14	0,19	-0,77	0,01	0,02
Käyttökate	11,9	10,1	3,8	8,7	10,7	EPS (oikaistu)	0,29	0,61	-0,56	0,01	0,02
Liikevoitto	3,7	3,0	-4,9	2,9	4,8	Operat. kassavirta / osake	0,41	0,99	0,59	0,05	0,06
Voitto ennen veroja	4,2	3,6	-8,3	1,5	3,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,61	0,74	0,46	0,01	0,01
Nettovoitto	1,7	2,3	-9,1	1,1	2,1	Omapääoma / osake	2,57	2,52	1,47	0,36	0,38
Kertaluontoiset erät	-2,3	-5,0	-2,4	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,20	0,20	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	117,7	113,1	85,0	89,7	94,0	Liikevaihdon kasvu-%	24 %	2 %	-29 %	7 %	7 %
Oma pääoma	31,2	30,4	17,7	38,9	41,0	Käyttökatteen kasvu-%	-22 %	-15 %	-62 %	127 %	23 %
Liikearvo	12,8	13,0	12,6	12,6	12,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-38 %	33 %	-130 %	-226 %	56 %
Nettovelat	37,4	31,1	32,8	12,9	13,6	EPS oik. kasvu-%	-38 %	109 %	-192 %	-102 %	63 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	8,9 %	7,4 %	4,0 %	8,4 %	9,6 %
Käyttökate	11,9	10,1	3,8	8,7	10,7	Oik. Liikevoitto-%	4,5 %	5,9 %	-2,5 %	3,0 %	4,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,8	2,8	2,9	-2,0	-2,7	Liikevoitto-%	2,8 %	2,2 %	-5,0 %	2,8 %	4,4 %
Operatiivinen kassavirta	4,8	11,8	7,0	5,7	6,7	ROE-%	5,6 %	7,6 %	-38,5 %	3,9 %	5,4 %
Investoinnit	-12,2	-3,2	-1,6	-5,1	-6,1	ROI-%	4,8 %	3,7 %	-6,9 %	4,6 %	7,3 %
Vapaa kassavirta	-7,2	8,8	5,5	0,6	0,7	Omavaraisuusaste	26,5 %	26,9 %	20,9 %	43,4 %	43,6 %
						Nettovelkaantumisaste	119,9 %	102,4 %	185,7 %	33,2 %	33,3 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,5	0,5						
EV/EBITDA	10,3	6,7	15,6	6,3	5,2						
EV/EBIT (oik.)	20,5	12,0	neg.	17,7	11,4						
P/E (oik.)	24,1	8,8	neg.	31,6	19,4						
P/B	2,8	2,2	1,7	1,1	1,0						
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

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 (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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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
19.2.2021	Lisää	9,20 €	8,76 €
2.5.2021	Lisää	11,50 €	10,88 €
21.7.2021	Lisää	11,50 €	10,32 €
2.9.2021	Lisää	11,50 €	9,95 €
17.9.2021	Lisää	9,50 €	8,59 €
5.11.2021	Lisää	8,40 €	7,52 €
16.2.2022	Vähennä	7,50 €	7,15 €
2.5.2022	Lisää	7,00 €	6,30 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
21.7.2022	Lisää	7,00 €	6,58 €
28.9.2022	Lisää	6,00 €	5,30 €
4.11.2022	Lisää	6,00 €	5,20 €
15.2.2023	Lisää	6,00 €	5,32 €
20.2.2023	Lisää	6,00 €	5,10 €
3.5.2023	Lisää	4,50 €	4,05 €
21.8.2023	Vähennä	3,50 €	3,38 €
19.10.2023	Myy	2,50 €	3,04 €
6.11.2023	Vähennä	2,50 €	2,67 €
19.2.2024	Vähennä	2,20 €	2,29 €
26.4.2024	Vähennä	1,60 €	1,74 €
20.5.2024	Vähennä	0,38 €	1,62 €
12.6.2024	Lisää	0,38 €	0,33 €
16.8.2024	Lisää	0,38 €	0,32 €
8.10.2024	Vähennä	0,38 €	0,39 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**