

Exel Composites

Yhtiöraportti

4/2019

Komposiittihevosen onnistuttava kasvuravissa

Toistamme Exelin Compositesin 4,35 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Yhtiön perusskenaarion mukainen tuotto-odotus seuraavalle 12 kuukaudelle on positiivinen, mutta taso ei kuitenkaan mielestämme vielä riitä perustelemaan ostojen aloittamista, kun huomioidaan tuloskäänteen kulmakertoimeen liittyvät sisäiset ja ulkoiset riskit.

Pultruusiokomposiitteihin keskittynyt kasvuyhtiö

Exel on keskittynyt suunnittelemaan, valmistamaan, myymään ja markkinoimaan etenkin pultruusioteknologialla valmistettuja komposiitteja vaativiin teollisiin loppusovelluksiin. Komposiittien kilpailuetuja ovat keveys, jäykkyys ja huoltovapaus, jotka mahdollistaa kilpailevia materiaaleja (esim. muovi, teräs, alumiini) alhaisemmat elinkaarikustannukset. Exel toimii globaalilla pultruusiomarkkinalla, joka on pieni niche-markkina sekä komposiittimarkkinan että koko materiaalimarkkinan suhteutettuna. Komposiittien kasvupotentiaali on pitkän aikavälin kilpailuetujen ajamana hyvä ja pultruusiokomposiittien markkinan on arvioitu kasvavan BKT:ta nopeammin kaikilla markkina-alueilla. Markkina on kuitenkin hyvin hajanainen, sillä Exel on noin 5 %:n markkinaosuudellaan toimialan suurimpia yhtiöitä. Exelin vuoteen 2020 ulottuvan kasvustrategian tavoitteena onkin realisoida komposiittimarkkinan kasvupotentiaali vahvistamalla etenkin globaalia markkina-asemaa sekä panostamalla uusiin tuotesovelluksiin ja tuotantoteknologioihin. Markkinan hajanaisuus tarjoaa Exelille myös yritystovetoisen kasvuoption, vaikka uskomme yhtiön keskittävän lähivuosina jo toteutettujen yritystovetoisten integraatioihin aktiivisen epäorgaanisen kasvun tavoittelun sijaan.

Odotamme lähivuosien kasvun skaalautuvan reilusti tulokseen

Uskomme komposiittikysynnän pysyvän terveellä tasolla seuraavina vuosina, vaikka Euroopan ja Kiinan talouksista ja investoinneista viime aikoina saatu makrodata onkin ollut varsin vaisua ja talouskasvu on selvästi hidastumaan päin. Exelin kilpailukykyisen tuoteportfolion, vahvan markkina-aseman ja viime vuonna Yhdysvalloista hankitun DSC:n tuoman epäorgaanisen kasvun ajamana arvioimme Exelin yltävän lähivuosina maltilliseen 6 % vuotuisen kasvuun. Oikaistun liikevoiton arvioimme lähivuosina kasvavan keskimäärin 21 % vuosivauhtia. Keskeisimmät tulosajurit ovat arviomme mukaan maltillinen orgaaninen kasvu, DSC:n kannattavuuskäännöksen sekä 3 MEUR:n kustannussäästöohjelman läpivienti.

Arvostus on neutraali, mutta tuotto/riski-profiili liian alhainen

Exelin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 15x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 6x. Arvostus on mielestämme vuoden tähtäimellä neutraali eivätkä yhtiön viime vuosien toistuvat tulokset (esim. 2012, 2013, 2015, 2016, 2018) houkuttele vielä tarttumaan yhtiön potentiaaliin nähden edulliseen arvostukseen.

Analyytikot



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



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



4,35 EUR

(aik. 4,35 EUR)

Osakekurssi: 4,23 EUR

Potentiaali: 2,84 %

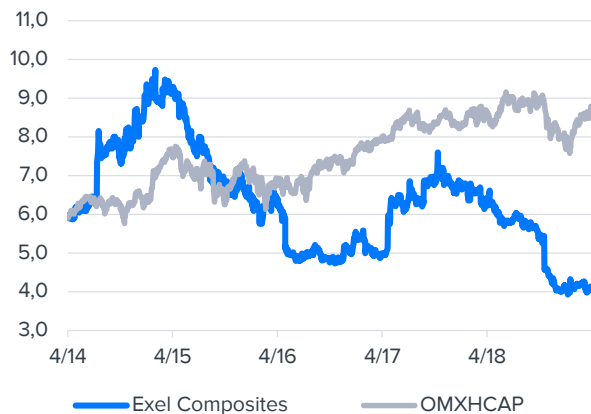
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	97	105	110	114
kasvu-%	12 %	8 %	5 %	4 %
EBIT oik.	5,0	6,0	7,6	8,9
EBIT-% oik.	5,2 %	5,7 %	6,9 %	7,8 %
Nettotulos	0,4	2,7	5,0	6,1
EPS (oik.)	0,23	0,29	0,42	0,51

P/E (oik.)	17,1	14,6	10,0	8,3
P/B	1,8	1,9	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	4,5 %	4,7 %	5,9 %	6,4 %
EV/EBIT (oik.)	14,4	12,3	9,5	7,9
EV/EBITDA	7,8	8,2	6,2	5,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6

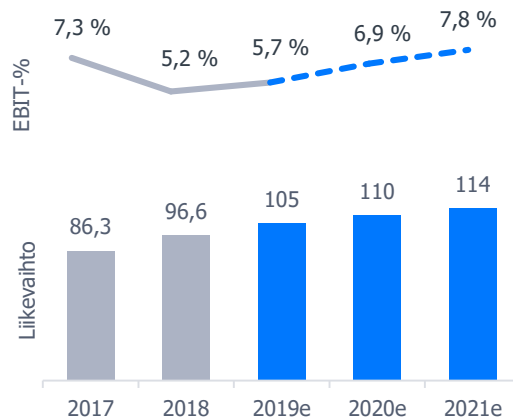
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

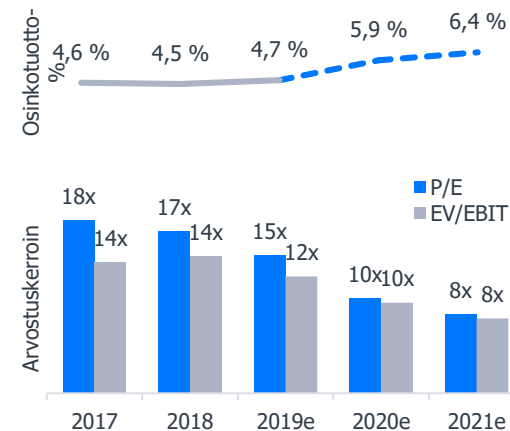


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan organisaaliselle kasvulle
- Kannattavuus on kaukana potentiaalistaan
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Arvostuskertoimissa on nousuvaraa, jos kasvuyhtiöprofiili vakautuu ja kannattavuus-potentiaali realisoituu



Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja volatiilista
- DSC:n käänteen ja 3 MEUR:n säästöohjelman epäonnistuminen
- Kulurakenne on varsin kiinteä
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Velkamäärä taseessa on koholla yrityskauppojen seurauksena
- Kasvun epäonnistuminen painaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia



Arvostus

- Toteutuneella tuloksella yhtiön tulosperustainen arvostus on kallis
- Vuoden 2019 kertoimilla yhtiö on melko neutraalisti hinnoiteltu
- Tuloskasvu laskee kertoimia vuosille 2020-2021 ja keskipitkän ajan tuloskasvun realisoituessa arvostus on edullinen
- Lähipuosien 5-6 %:n osinkotuotot antavat jo hieman taustatukea tuotto-odotukselle, mutta osinkotason ylläpito vaatii tulosparannusta

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-19
Toimiala ja kilpailu	20-23
Taloudellinen tilanne	24-26
Ennusteet	27-30
Arvonmääritys ja suositus	31-37
Taulukot	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Exel Composites lyhyesti

Exel on komposiittiteknologiayhtiö, joka suunnittelee ja valmistaa komposiittituotteita ja -ratkaisuja vaativiin teollisiin sovelluksiin.

1960

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

97 MEUR (+12 %)

Liikevaihto 2018

+ 6 % 2015-2018

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

5 MEUR (5,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2018

63 % / 37 %

Euroopan ja muun maailman osuudet liikevaihdosta

675

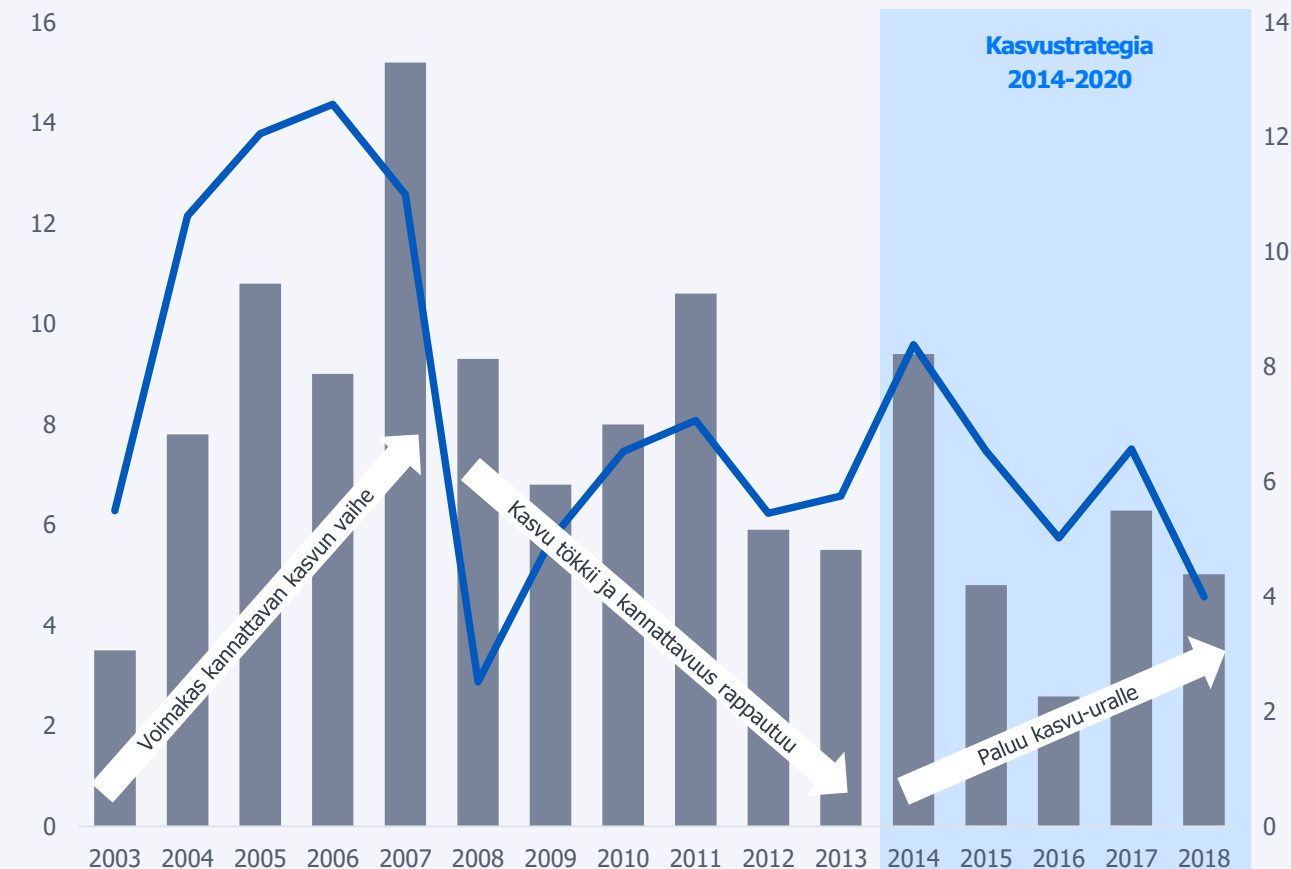
Henkilöstö 2018 lopussa

Oikaistu liikevoitto, MEUR

■ Oikaistu liikevoitto

— Osakekurssi

Osakekurssi



Faserprofil GmbH:n hankinta ja Itävallan yksikön perustaminen

Sports Brands – liiketoimintojen myynti ja fokuoitus teollisiin ydinliiketoimintoihin

Kasvustrategian mukainen maantieteellinen laajentuminen yritysostoin: JHFRP Kiinasta (2017) ja DSC Yhdysvalloista (2018)

Uuden ERP-järjestelmän implementointi

Kannattavuusparannukseen tähtäävä 3 MEUR:n säästöohjelman aloittaminen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Markkinoiden johtava pultruusiokomposiittiyhtiö

Exel Composites on maailman johtavia komposiittiyhtiöitä, joka suunnittelee, valmistaa ja markkinoi vaativia hiili- ja lasikuituun pohjautuvia komposiittituotteita ja -ratkaisuja pääosin eri teollisuuden alojen loppusovelluksiin. Komposiitit ovat muoveja, joita on vahvistettu kuiduilla. Exel on keskittynyt toistaiseksi etenkin pultruusioteknologialla valmistettuihin komposiittituotteisiin, joissa yhtiöllä on globaalisti johtava markkina-asema. Pultruusiokomposiitit ovat niche-segmentti komposiittimarkkinoilla, joka puolestaan on kapea niche valtavassa materiaalamarkkinassa. Näin ollen Exel onkin keskittynyt tarjoamaan varsin erikoistunutta ja räätälöityä tuote- ja ratkaisutarjoamaa.

Exel on Eurooppa-vetoinen yhtiö, sillä sen liikevaihdosta hieman yli 60 % syntyy Euroopasta. Tuoreen Diversified Structural Compositesin (DSC) yritystalon myötä Muu maailma -segmentti on USA:n vetämänä noussut toiseksi suurimmaksi maantieteelliseksi alueeksi noin 19 % osuudella Aasian osuuden ollessa noin 18 % liikevaihdosta. Kiinaan ja Yhdysvaltoihin laajentumisen seurauksen yhtiön Eurooppa-vetoisuus on kuitenkin laskenut viime vuosista. Yhtiöllä on yhteensä kahdeksan tuotantolaitosta kuudessa (sis. vetäytyminen Saksassa) eri maassa ja vuoden 2018 lopussa yhtiöllä työllisti yhteensä 675 työntekijää.

Yhtiö- ja liiketoimintarakenne

Exel Composites -konserni koostuu emoyhtiöstä ja erillisistä liiketoimintayksiköistä. Exel raportoi liikevaihtonsa kolmessa eri segmentissä, jotka ovat:

- 1. Teolliset sovellukset:** Exelin suurin liiketoimintasegmentti, joka muodostaa noin 41 % yhtiön koko liikevaihdosta. Se on keskimäärin pienistä osista koostuva yläsegmentin asiakassektori, jossa tuotteiden laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita. Tärkeimpiä asiakassektoreita teollisuuden sovelluksissa ovat sellu- ja paperiteollisuus, sähkö- ja kuljetusvälineiteollisuus, koneenrakennus ja telekommunikaatio. Siten kyseessä on investointivetoinen segmentti.
- 2. Rakentaminen ja infrastruktuuri:** Exelin toiseksi suurin liiketoimintasegmentti, joka muodostaa noin 38 % liikevaihdosta. Segmentti kattaa rakennus- ja energiateollisuuden komposiittituotteet. Liiketoimintasegmentin kysyntä on valtaosin projektiluontoista ja näin ollen syklistä / volatiilia, vaikka yhtiön asiakkaiden projekteissa onkin tiettyä toistuvuutta. Rakentamisen ja infrastruktuurin tuotteet painottuvat pääosin keskisegmenttiin, jossa tuotteiden vaatimustaso ei tyypillisesti ole aivan Teollisuuden sovellusten tasolla, mutta toisaalta volyyymi- ja kasvupotentiaali on suurempi.
- 3. Muut sovellukset:** Exelin kolmas ja pienin liiketoimintasegmentti, joka muodostaa noin 21 % koko yhtiön liikevaihdosta. Tämä segmentti käsittää arviomme mukaan myynnin esimerkiksi urheiluvälineisiin, siivous- ja kunnossapitotarvikkeisiin sekä muihin vastaaviin segmentteihin. Muissa sovelluksissa ainakin osa tuotteiden loppukysynnästä on osin kuluttajavetoista, joten sen kysynnän tulisi arviomme mukaan olla hieman investointi- ja projektivetoisten liiketoimintasegmenttien kysyntää tasaisempaa.



Markkinanäkymä

Kysyntäajurit

- Pitkän aikavälin kysyntä on kestävien megatrendien (kaupungistuminen, kestävä kehitys jne.) ajamaa
- Komposiittien rakenteelliset kilpailutekijät (kestävyys, suunnittelujoustavuus, korroosionesto) suhteessa muihin materiaaleihin
- Elinkaarikustannusajattelun yleistymisen

Riskitekijät

- Kilpailevien materiaalien pysyvästi matalampi hintataso
- Lyhyen aikavälin suhdannevaihtelut vaikuttavat koko materiaalamarkkinan kysyntään
- Pitkällä aikavälillä uusien materiaali-innovaatioiden kehittyminen ja kaupallistaminen



- Nykyisen tuotantoteknologiaosaamisen vahvistaminen ja laajentuminen uusiin tuotantoteknologioihin
- Uusien tuotteiden ja sovellusten kehittäminen ja kaupallistaminen
- Asiakasportfolion laajentaminen ja asiakasriskin pienentäminen
- Markkinajohtajuuden vahvistaminen kolmelta mantereelta käsin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Historiallinen kehitys

Exelin liiketoiminta kasvoi vakuuttavasti vuoteen 2007 asti, sillä yhtiö onnistui lähes kymmenkertaistamaan liikevaihtonsa kymmenessä vuodessa orgaanisen kasvun sekä yritysostojen avulla. Finanssikriisin jälkeen yhtiö ei ole kuitenkaan onnistunut lunastamaan siihen liitettyjä kasvuodotuksia, sillä vuosien 2008-2018 välisenä aikana keskimääräinen kasvuvauhti on ollut noin 1 % tasolla.

Finanssikriisin jälkeisen kasvun kangertelun taustalla on arviomme mukaan ollut hivenen vaisu markkinakasvu, sillä kriisin jälkeinen Euroopan talouden kitulias kehitys sekä raaka-ainehintojen laskusykli rokottivat komposiittien kysyntää ennen vuoden 2016 lopulla ja vuoden 2017 alussa käynnistynyttä yleisen talouden elpymistä. Osin vaisusta markkinasta huolimatta arvioimme, että yhtiö ei ole täysin onnistunut strategiansa toteutuksessa, sillä Exel on osin edelleen riippuvainen tiettyjen merkittävien avainasiakkaidensa kysynnästä (etenkin suurimman telekommunikaatioasiakkaan merkitys on ollut liikevaihdon ja tuloksen muodostumisen kannalta merkittävä). Lisäksi yhtiön strategiset valinnat ja resurssointi eivät välttämättä ole tukeneet liiketoiminnan kasvattamista 2010-luvun alkupuolella.

Pitkällä aikavälillä Exelin kasvu on ajoittaisista kasvukivuista huolimatta ollut kannattavaa, sillä konsernin (ja ennen urheiluvälisegmentin myyntiä Teollisuus-liiketoiminnan) keskimääräinen liikevoittomarginaali on historiallisesti ollut noin 12 %. Varsin korkea marginaali indikoikin arviomme mukaan Exelin vahvaa asemaa fragmentoituneella

komposiittimarkkinalla sekä korkean lisäarvon tarjoamaa. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin paininut kannattavuusongelmien kanssa, sillä liikevoittomarginaali on ollut varsin selvästi historiallisen tason alapuolella neljä vuotta putkeen.

Vaikka yhtiö on nykyisellä tuloskunnollaan vielä historiallisen kannattavuustasonsa alapuolella, on syytä huomioida, että yhtiö on viimeisen kymmenen vuoden aikana onnistunut säilyttämään myyntikatemarginaalinsa korkealla noin 60 % tasolla myös heikompina operatiivisen kannattavuuden vuosina. Tuotannon kustannusrakennetta paremmin kuvaavat bruttokatteet (liikevaihdon sekä hankinnan ja valmistusten kustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) ovat arviomme mukaan myös korkeita (jopa 35-40 %) etenkin suhteessa moniin muihin teollisuussektoreihin. Siten markkinan fundamenteissa ei mielestämme ole tapahtunut merkittäviä rakenteellisia muutoksia.

Aktiivista operointia yritysostorintamalla

Kasvua tukeakseen Exel on ollut viime vuosina varsin aktiivinen yritysostorintamalla. Vuonna 2017 yhtiö hankki kiinalaisesta Nanjiing Jianhuin Composite Materialsista (JHFRP) 70 % osuuden (ja optiot loppuosan lunastamiseen) tukeakseen aidosti globaalin asemansa luomista sekä vahvistaakseen jalansijaansa Kiinan kasvavalla komposiittimarkkinalla. Vuonna 2018 yhtiö puolestaan vahvisti asemaansa Yhdysvaltain komposiittimarkkinalla hankkimalla 100 % omistusosuuden DSC:stä. Yrityskauppojen ansiosta yhtiö on saanut liikevaihtonsa nyt kasvumoodiin, mutta kannattavuuden suhteen

työtä on vielä runsaasti jäljellä.

Yhtiö ei ole onnistunut luomaan omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä

Vuodesta 1999 lähtien Exel on tuottanut omistajilleen kurssinousua keskimäärin 2,2 % vuodessa, kun taas osingot takaisin sijoitettuna kokonaistuotto on ollut keskimäärin noin 5,9 %. Kokonaistuoton ja arvonnousun välinen erotus osoittaa, että suurin osa Exelin kokonaistuotosta on tullut osingon kautta. Näin ollen osingon rooli Exelin kokonaistuotossa on ollut kasvuyhtiöksi profiloituneelle yhtiölle hyvinkin suuri. Osingot takaisin sijoitettuna Exel on lievästi alittanut Helsingin pörssin pitkän aikavälin tuoton, joka on vastaavalla ajanjaksolla ollut noin 8 %. Tuottoero ei ole massiivinen, mutta se osoittaa sen, että yhtiö ei ole kyennyt luomaan omistaja-arvoa pidemmällä tarkasteluperiodilla. Vaisuhko track-record viime vuosien omistaja-arvon luonnista nostaa mielestämme osakkeen riskiprofiilia jossain määrin.

Johto ja omistajarakenne

Exelin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2014 lähtien DI Riku Kytömäki. Kahdeksanhenkisestä johtoryhmästä kahdella on takanaan yli kymmenvuotinen ura Exelissä, joten vaihtuvuus johtoryhmässä on aikaisempina vuosina ollut ripeähköä. Yhtiön hallitus muodostuu viidestä yhtiöstä ja sen merkittävistä osakkeenomistajista riippumattomista henkilöistä. Hallituksen puheenjohtajana toimii Reima Kerttula. Hallitus edustaa arviomme mukaan Corporate Governance -hallinnointikoodin mukaista hallitusta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Yhtiön kymmenen suurimman omistajan joukossa on ainoastaan yksi yksityishenkilö, joten varsinaista kasvollista pääomistajaa (suurimmat omistajat hallintarekisteröityneitä tai instituutioita) Exelillä ei ole. Kymmenen suurimman omistajan osuus on noin 58 %, mikä rajoittaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää (free float), vaikka varsinaisia ankkuriomistajia yhtiössä ei välttämättä olekaan. Rajallisen kaupankäyntiliikviditeetin olemmekin huomioineet arvonomäärityksessämme pienenä likviditeettipreemiona.

Liiketoimintamalli

Exelin liiketoimintamalli on hyvin tyypillinen valmistavassa teollisuudessa toimivalle yhtiölle, sillä yhtiö myy ja markkinoi itse suunnittelemaansa ja valmistamia tuotteita. Exelin tuotteet ovat tyypillisesti asiakkaan tarpeisiin räätälöityjä ja tuotetarjoaman räätälöintiaste on korkea. Räätälöinti luokittelee Exelille hintakilpailukykyä ja osin myös parantaa asiakaspysyvyyttä. Toisaalta räätälöinti tekee tuotantoportfoliosta monimuotoisen, mikä voi vaikeuttaa tuotannon tehokkuuden optimointia.

Paljon asiakkaita, mutta suurin osa liikevaihdosta tulee avainasiakkailta

Arvioimme mukaan Exelin liikevaihto kertyy sadoilta asiakkailta, mutta silti yli puolet liikevaihdosta syntyy 10-15 merkittävimmän asiakkaan kautta. Tämä tarkoittaa sitä, että valtaosa Exelin asiakkaista on myyntimääräisesti mitattuina pieniä. Näin ollen myös merkittävimpien asiakkaiden rooli yhtiölle on erittäin tärkeä ja yhdenkin ison asiakkaan menettäminen voi aiheuttaa suuriakin heilahteluja lyhyen aikavälin liikevaihtotasoon.

Myös avainasiakkaiden vaikeudet omissa liiketoiminnoissaan heijastuvat Exelin toimintavolyymiin varsin nopeasti.

Arvioimme Exelin pyrkivän laajentamaan suurien (> 1MEUR) ja keskikokoisten (0,1-0,9 MEUR) asiakkaiden määrää portfoliossaan olemalla varsin valikoiva pienissä asiakkuuksissa. Asiakasportfolion laajentaminen laskisi suurasiakkaisiin liittyviä riskejä. Asiakasportfolion laajentamisessa kolikon kääntöpuolena on kuitenkin liian räätälöity tuoteportfolio ja mahdolliset ongelmat tuotantotehokkuudessa. Mielestämme asiakasportfolion laajentaminen on kuitenkin perustelua ottaen huomioon sen riskiprofilia madaltavan vaikutuksen.

Tilaukanta huono mittari liikevaihdolle

Exel saa tyypillisesti asiakkaaltaan kysyntäennusteet seuraavan kuuden ja kahdentoista kuukauden jaksoille, mutta ennusteet muuttuvat pysyviksi tilauksiksi vasta joitakin viikkoja ennen toimitusta. Näin ollen Exelin tilaukanta on tyypillisesti varsin lyhyt ja siten huono mittari pidemmän aikavälin liikevaihdon arvioimiseen. Tilaukannan lyhyys vaikuttaa myös yhtiön toimitusketjujen ja kustannusten hallintaan, koska ennusteiden pettäessä kapasiteetti ja kulut joustavat lyhyellä aikavälillä varsin rajallisesti. Tilaukannan lyhyys vaikeuttaa myös yhtiön käyttöpääoman hallintaa.

Kustannusrakenne mahdollistaa skaalaetujen realisoimisen

Kiinteiden kustannusten osuus Exelin kustannusrakenteesta on varsin korkea, sillä yhtiön myyntikatteet ovat korkeita ja toisaalta komposiittien tuotanto on monia muita

teollisuuden toimialoja henkilöintensiivisempää (paljon käsin tehtäviä työvaiheita). Lisäksi yhtiöllä on liikevaihtotasoon nähden suuri yleiskustannusmassa (mm. oma globaali tuotanto- ja myyntiverkosto). Korkeat kiinteät kustannukset luovat Exelin toimintaan operatiivisen tulostason ja yhtiöllä on vajaalla kapasiteetilla toimiessaan mahdollista skaalata kiinteitä kustannuksiaan liikevaihdon kasvaessa ja kasvattaa tulostaan liikevaihtoa nopeammin. Vipu toimii kuitenkin myös toisinpäin, sillä liikevaihdon laskiessa kiinteät kustannukset eivät joustu, vaan nakertavat tulosta liikevaihdon hidastumista rajummin.

Liiketoiminta ei sido erityisen paljon pääomaa

Exelin operatiivinen toiminta ei sido erityisen paljon pääomaa, vaikka yhtiö toimii valmistavassa teollisuudessa ja sen kustannusrakenne on melko jäykkä. Exelin kiinteän omaisuuden osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018 oli noin 17 %. Nettokäyttöpääomaa yhtiön toimintaan on puolestaan historiallisesti sitoutunut noin 10 % liikevaihdosta. Suurin yksittäinen käyttöpääomaa sitova omaisuususerä Exelin liiketoiminnassa on sen saamiskanta. Saamisten lisäksi yhtiön liiketoiminta sitoo käyttöpääomaa myös vaihto-omaisuuden ja ostovelkojen muodossa.

Maltillinen pääoman sitoutuminen on sijoittajien kannalta positiivinen asia, sillä se mahdollistaa taseen tehokkaan käytön ja siten hyvän sijoitetun ja oman pääoman tuottotason saavuttamisen. Lisäksi yhtiöllä on edellytyksiä tästä syystä melko avokätiseen osingonjakoon ja/tai kasvuinvestointeihin.

Asiakkaat*

Yhteensä satoja yhtiötä
asiakkaina, arviomme mukaan
10-15 avainasiakasta tuo yli 50
% liikevaihdosta

Vestas®

ABB

We ARE
INWIDO

Valmet
FORWARD

TRANSTECH

BOMBARDIER

AIRBUS

* Perustuu Inderesin arvioon
yhtiön keskeisimmistä asiakkaista.
Exel ei itse julkaise asiakkaitaan.

Toiminnot

Tuotekehitys



Suunnittelu



Globaalit myynti- ja
tuotantoprosessit



Hallinto



Liiketoimintaidea

**Exel suunnittelee ja valmistaa
komposiittituotteita ja -ratkaisuja
vaativiin teollisiin sovelluksiin**



Tuotesovelluksia



Tuulivoimakomponentit



Kuljetusvälineiden profiilit



Ovi- ja ikkunaprofiilit



Exel-järjestelmät



Putket ja vakioprofiilit

Resurssit

Pultruusio-
teknologia



Materiaalit



Osaava
henkilöstö



Kilpailijat

EPSILON COMPOSITE
The alternative



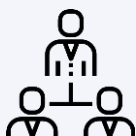
CP
CREATIVE
PULTRUSIONS

STRONGWELL

FIBERLINE COMPOSITES
CREATE MORE WITH LESS

Kustannusrakenne

675 hlö (2018)
95 MEUR (2018)



Materiaalit ja palvelut
(41 % kustannuksista)



Henkilöstökulut
(31 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(22 %)

Tulovirratt

Liikevaihto 97 MEUR
(2018)



Eurooppa
(63 % liikevaihdosta)

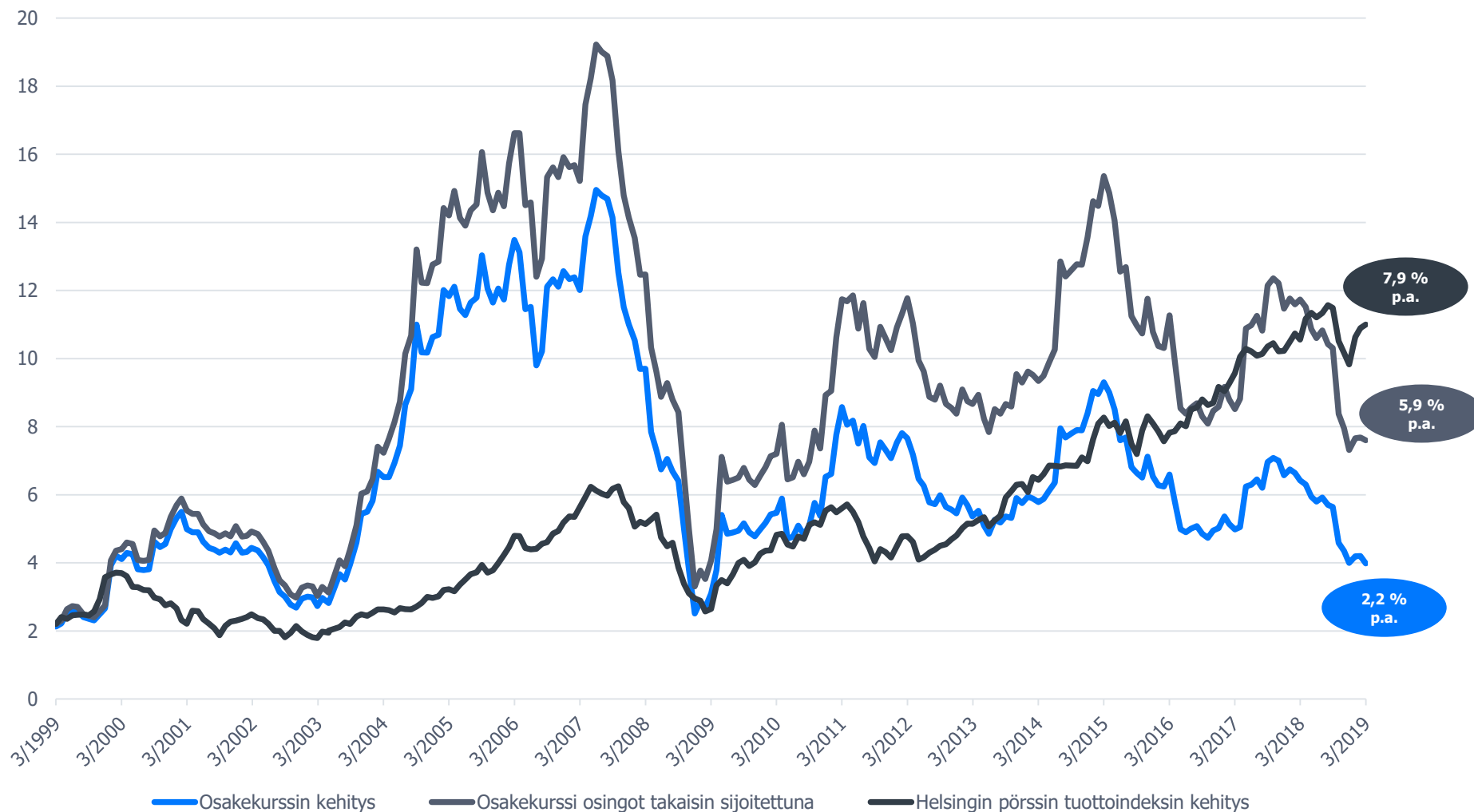


Muu maailma
(19 %)



APAC
(18 %)

Exelin omistaja-arvon luonti pitkällä aikavälillä



Sijoitusprofiili

Exel on profiloitunut kasvuyhtiöksi

Näkemyksemme mukaan Exel profiloituu kasvuyhtiöksi, koska yhtiön kohdemarkkinan pitkän aikavälin näkymät ovat houkuttelevat. Näkemystämme kasvuyhtiöksi profiloitumisessa tukee myös se, että Exelin oma julkilausuma strategia on hyvin kasvuorientoitunut. Pidämme kasvua varsin järkevänä valintana yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin näkökulmasta huolimatta siitä, että aggressiivisella kasvulla voikin olla lyhyellä aikavälillä vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen. Kasvu myös sitoo toimialalla tyypillisesti jonkin verran pääomaa, mikä taas rajaa osin yhtiön osingonjakopotentiaalia. Exelin profiloiminen osinkoyhtiöksi ei siten ole mielestämme järkevää, vakka yhtiö onkin historiansa saatossa ollut varsin antelias osingonmaksaja.

Pitkän aikavälin potentiaali

Arviomme mukaan Exelin pitkän aikavälin positiiviset arvoajurit ovat:

- **Orgaaninen kasvu:** Komposiittimarkkinoiden pitkän aikavälin kysyntää ajaa pitkälti globaalit trendit, kuten elintason nousu, kestävä kehitys, kaupungistuminen ja demograafiset muutokset. Nämä trendit luovat komposiittimarkkinan näkymistä houkuttelevat. Orgaanista kasvua tukee myös mahdollisuus laajentua uusiin tuotantoteknologioihin.
- **Kannattavuuden parantaminen:** Historiallisesti tarkasteltuna Exel on yltänyt nykyistä kannattavuustasoaan selkeästi korkeampiin liikevoittomarginaaleihin. Vaikka historiallisten kannattavuustasojen saavuttaminen ei ole yhtiön nykyisellä

liiketoimintarakenteella mielestämme helppoa, tulisi yhtiön mielestämme yltää nykyisellä tuotemixillään selkeästi viime vuotta korkeampaan liikevoittomarginaaliin. Kannattavuuspotentiaalin realisoiminen nostaisi yhtiön tuloksen uudelle tasolle ja olisi näin ollen vahva keskipitkän aikavälin ajuri.

- **Kasvun kiihdyttäminen epäorgaanisesti:** Komposiittimarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen. Rakenteellinen hajanaisuus luo näkemyksemme mukaan toimialalle huomattavasti konsolidaatiopaineita. Tämä mahdollistaa myös Exelille kasvamisen yritysostoin. Yhtiön tuoreiden yritysostojen vuoksi emme kuitenkaan pidä todennäköisenä sitä, että Exel hakisi kasvua ensisijaisesti epäorgaaniselta polulta seuraavien vuosien aikana.
- **Malliset investointitarpeet:** Arviomme mukaan Exelillä ei ole merkittävää investointivelkaa, vaan se kykenee jo olemassa olevalla kapasiteetillaan vastaamaan selvästi kasvavaankin kysyntään. Arviotamme mallisesta investointitarpeesta tukee viime vuosien orgaaniset investoinnit, jotka ovat olleet hieman poistoja suuremmat.

Riskit

Exelin liiketoimintaan liittyvät keskeisimmät riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Markkinariski:** Vaikka komposiittimarkkinan pitkän aikavälin ajurit ovat arviomme mukaan kestäviä, ei komposiittien kysyntä kuitenkaan ole immuuni kilpailevien materiaalien hintojen

muutoksille. Tämän lisäksi suurin osa Exelin liikevaihdosta tulee investointi- ja projektivetoisilta asiakassektoreilta, mikä altistaa myös Exelin alttiiksi maailmantalouden vaihteluille.

- **Merkittävät yksittäiset asiakkaat:** Exelin suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on noin 12 %, minkä lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan muutamia asiakkaita noin 5-10 %:n osuuksilla. Yksittäisen asiakkaan menettäminen voi vaikuttaa merkittävästi Exelin volyymitasoon ja siten myös kannattavuuteen. Lisäksi suurimpien yksittäisten asiakkaiden mahdolliset volyymipohjaiset alennusohjelmat voivat rasittaa yhtiön kannattavuutta. Kriittistä on myös asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Exel käyttää pääraaka-aineenaan lasi- ja hiilikuitua sekä useita erilaisia hartseja, jotka yhtiö ostaa maailmanmarkkinahintaan. Näin ollen raaka-aineiden hintojen muutokset voivat heiluttaa kannattavuutta, mikäli hintojen nousua ei saada täysimääräisesti siirrettyä lopputuotteiden hintoihin. Viime vuosina yhtiön kannattavuus ei kuitenkaan ole kärsinyt raaka-ainehintojen muutoksista.
- **Velkamäärän nousu taseessa:** Exel on velkaantunut viime vuosina yritysostojen seurauksena. Taseasema ei ole mielestämme vielä hälyttävä, mutta se nostaa mielestämme jo yhtiön riskitasoa, kunnes yhtiö saa parannettua rahavirtaansa ja kannattavuuttaan. Lainaraha on yhtiölle kuitenkin tällä hetkellä halpaa, mikä osaltaan laskee siihen liittyviä riskejä.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus uusille markkina-alueille ja uusiin teknologioihin

2.

Kannattavuuden parantaminen ja nostaminen lähelle historiallista ja tavoiteltua tasoa

3.

Kasvun tukeminen yritysostoin

4.

Asiakastoimialojen syklisyys

5.

Merkittävimpien asiakkaiden pysyvyys ja omissa liiketoimissa menestyminen

Potentiaali



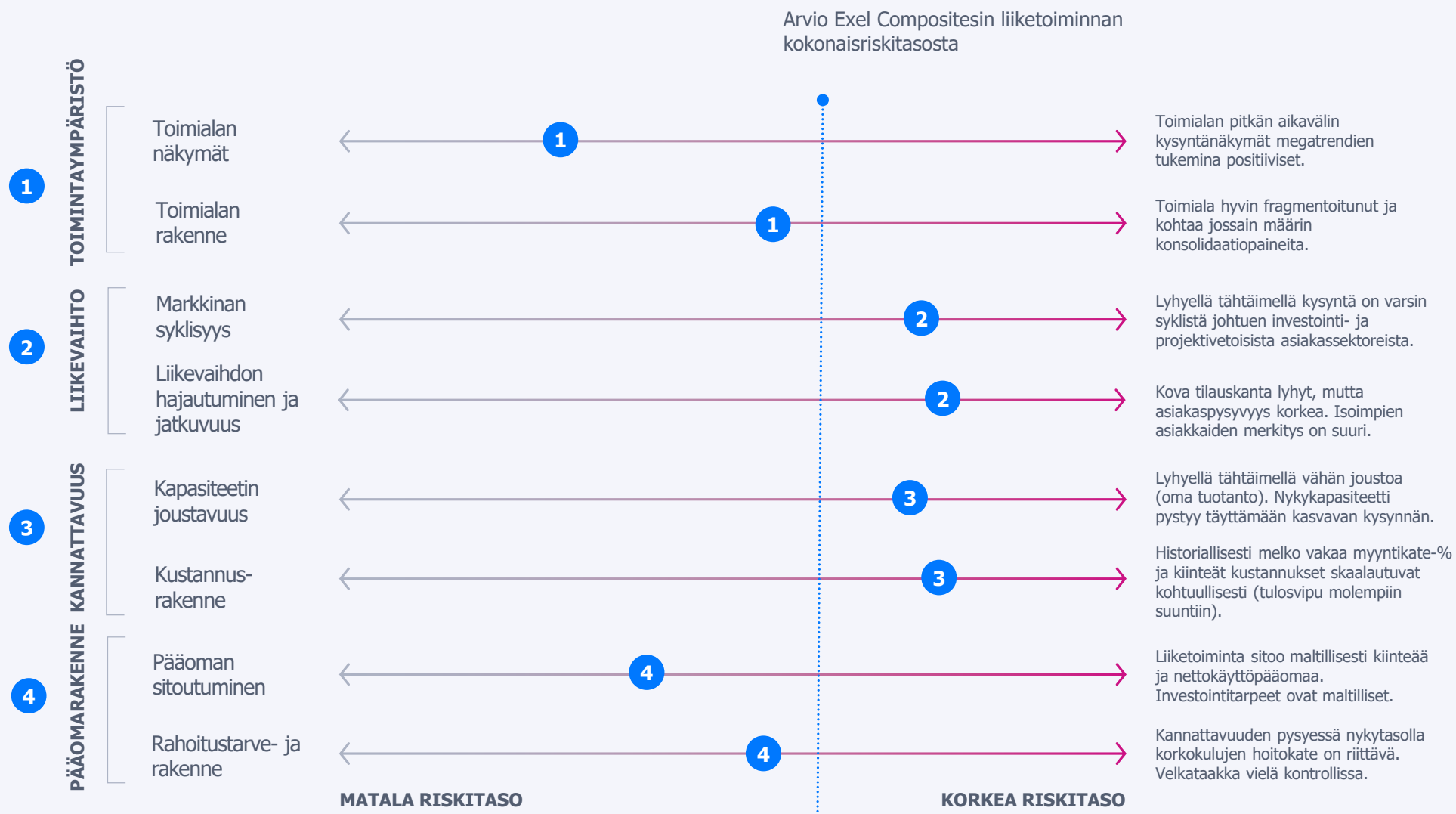
- Markkinaa tukevat pitkän aikavälin positiiviset kysyntääjurit (elintason nousu, kaupungistuminen, kestävä kehitys, demograafiset muutokset)
- Kannattavuus on nykytasollaan vaatimaton ja yhtiön tulospotentiaali on selkeästi korkeampi
- Markkinaosuutta on mahdollista kasvattaa kannattavasti uusilla tuotteilla ja uusiin segmentteihin laajentumalla
- Fragementoitunut markkina tarjoaa yritysostovetoisia kasvumahdollisuuksia pitkällä aikavälillä

Riskit



- Asiakassektorien syklinen investointiaktiivisuus ohjaa merkittävästi lyhyen aikavälin kysyntää
- Suurimmat asiakkaat merkittäviä ja siten asiakasriski on suuri
- Yhtiö fokusoitunut vain yhteen tuotantoteknologiaan
- Raaka-aineiden hintojen nousu voi nakertaa kannattavuutta
- Yrityskauppojen epäonnistuessa omistaja-arvoa tuhoutuu

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Viisipilarinen kasvustrategia

Exelin strategiana on hyödyntää kasvavan komposiittimarkkinan tarjoamat mahdollisuudet täysimääräisesti. Yhtiön strategia koostuu viidestä pilarista, jotka ovat:

- 1) Avainasiakkaiden säilyttäminen ja niiden lukumäärän kasvattaminen**
- 2) Johtava asema Kiinassa**
- 3) Laajentuminen kasvaviin / uusiin tuotesovelluksiin**
- 4) Aidosti globaalien markkina-aseman luominen**
- 5) Uusiin komposiittiteknologioihin laajentuminen**

Strategiassaan Exel pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan yhtiön luoman asiakaskokemuksen arvon kautta.

Asiakaskokemuksen arvoa yhtiö tavoittelee kasvattavansa lyhyillä vasteajoilla, luotettavuudella, räätälöidyillä tuotesovelluksilla sekä globaalilla ja monikanavaisella myynti- ja palveluverkostolla.

Strategia on arvioimme mukaan ensisijaisesti kasvustrategia yhtiön tavoitellessa kasvua niin maantieteellisesti kuin myös teknologisesti. Kasvustrategian tukirankana toimii arvioimme mukaan tuotetarjoaman korkea laatu. Tuotetarjoaman näkökulmasta yhtiö puolestaan tavoittelee kasvua etenkin suuremman volyymin keskisegmentistä (tuulivoima, rakentaminen ja infrastruktuuri). Suuremman volyymin

keskisegmentti toisi yhtiön tuotantoportfolioon suuremman peruskuorman ja mahdollistaisi massatuotannon tehokkuusetuja. Suuremman peruskuorman painaessa yksikkökustannuksia Exelin olisi mahdollista skaalata myös kiinteää kustannusrakennettaan.

Laadulla erottautumisella Exel pyrkii sekä kasvattamaan myyntiään markkinoita nopeammin että saavuttamaan preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin. Preemiohinnoittelu on tarpeen, sillä arvioimme mukaan yhtiön kustannusrakenne on kevyen kustannustason maissa operoivia kilpailijoita raskaampi. Kokonaislaatuun liittyy tuotelaadun lisäksi keskeisesti myös toimitusvarmuus, josta yhtiöllä on historiallisesti tarkasteltuna vahva track-record.

Kasvustrategian painopistealueet ovat mielestämme oikeita

Mielestämme Exelin valinta panostaa kasvuun on perusteltua ottaen huomioon markkinan pitkän aikavälin näkymät, markkinan hajanaisuus sekä yhtiön tämän hetkinen markkina-asema. Kestävän arvonluonnin näkökulmasta kasvustrategian valitseminen on myös rationaalista huolimatta siitä, että lyhyellä aikavälillä arvonluonti voi, ja osittain myös täytyy, pohjautua kannattavuustason kohentamiseen.

Kasvustrategian onnistumisen kannalta keskeisessä roolissa on nykyisten avainasiakkaiden säilyttäminen sekä asiakasmäärän kasvattaminen. Uusien

merkittävien asiakkaiden lisääminen asiakasportfolioon pienentäisi asiakasportfolion riskiä ja siten myös yhtiön kokonaisriskitasoa.

Kasvustrategia ohjaa Exeliä kasvamaan sekä uusille markkina-alueille että uusiin tuotesovelluksiin ja teknologioihin. Etenkin uusille markkina-alueille laajentuminen on arvioimme mukaan yhtiön riskiprofiilia madaltava tekijä, sillä historiallisesti yhtiö on ollut liikevaihdon näkökulmasta vahvasti Eurooppa-vetoinen. Myös tavoite saavuttaa globaalisti johtava markkina-asema tukee arviotamme riskiprofiilin madaltumisesta ja siten liikevaihdon kestävämmästä jakautumisesta.

Kasvustrategia on kuitenkin hyvin kunnianhimoinen

Huolimatta siitä, että arvioimme yhtiön kasvustrategian painopistealueiden olevan oikeita, on kasvustrategia näkemysemme mukaan hyvin kunnianhimoinen. Näkemystämme tukee etenkin se, että strategia ohjaa yhtiötä yhtä aikaa sekä uusille markkina-alueille, uusiin tuotesovelluksiin että uusiin tuotantoteknologioihin. Tämä voi altistaa yhtiön hakeutumaan liian aggressiivisesti oman ydinsaamisalueen ulkopuolelle ja aiheuttaa niin lyhyellä kuin pitkälläkin aikavälillä omistaja-arvon tuhoutumista epäonnistuneiden aluevaltausyritysten muodossa. Onnistuessaan uudet aluevaltauksat kuitenkin vahvistavat yhtiön markkina-asemaa ja kiihdyttävät kasvua sekä tukevat luonnollisesti samalla omistaja-arvon muodostumista.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yritysosot osana kasvustrategiaa

Yhtiön kasvustrategian kulminoituessa johtavan markkina-aseman saavuttamiseen Kiinassa sekä maailmanlaajuisen markkina-aseman vahvistamiseen näemme, että yritysostot tulevat olemaan jatkossakin osa yhtiön kasvustrategiaa. Kahtena viime vuonna Exel onkin ollut yritysostorintamalla varsin aktiivinen, sillä vuonna 2017 yhtiö hankki 70 % (ja optiot 100 % omistukseen) osuuden kiinalaisesta JHFRP:sta ja vahvisti asemaansa Kiinan markkinalla. Vuonna 2018 Exel puolestaan osti yhdysvaltalaisen DSC:n koko osakekannan ja avasi tärkeän sillan pääaseman Pohjois-Amerikkaan.

Näemme sekä JHFRP:n että DSC:n ostot strategisesti oikeina toimenpiteinä, mutta niiden pitkän aikavälin vaikutuksia Exelin arvonluontiin on vielä aikaista arvioida. JHFRP:n ostoa pidämme kokonaisuutena kuitenkin jo nyt hyvänä, sillä yhtiö operoi erinomaisella kannattavuustasolla ja maksettu kauppahinta (EV/EBIT 7x) jäi kannattavuustaso (EBIT noin 20 %) huomioiden maltilliseksi. Myös USA:n markkinoille murtautuminen yritysostolla oli arviomme mukaan looginen askel, sillä orgaaninen laajentuminen olisi ollut selvästi haastavampaa taloudellisesti ja ajallisesti. DSC:n operatiivinen toiminta on kuitenkin kärsinyt kroonisesti heikosta kannattavuudesta, mistä johtuen integraation ja tuloskäänteen onnistumiseen liittyy merkittäviä riskejä.

Velkavetoisesti toteutettujen yritysostojen ja etenkin DSC:n integraation ja tuloskäänteen onnistumiseen liittyvien riskien vuoksi emme usko Exelin kartoittavan yritysostokohteita

aktiivisesti lähivuosien aikana. Arviomme mukaan yhtiö kykeneekin nykyisellä rakenteellaan kasvamaan orgaanisesti.

Strategian toteutus on yskähdellyt

Nykyistä strategiaansa Exel on toteuttanut vuodesta 2014 lähtien. Heikentyneen markkinakuvan ja arvioitua hitaammin edenneen uusiasiakashankinnan vuoksi strategian toteutus lähti ainakin tuloksellisesti odotettua hitaammin käyntiin, mikä on näkynyt etenkin yhtiön kohtaamissa kannattavuushaasteissa. Yhtiö vastasikin kannattavuushaasteisiin aloittamalla 3 MEUR:n vuotuisiin säästöihin tähtäävän kustannussäästöohjelman, jonka täysimääräisten vaikutusten yhtiö on arvioinut toteutuvan vuoteen 2020 mennessä.

Kokonaisuudessaan säästöohjelma koostuu Kiinan tehtaiden synergiasäästöistä, Euroopan tuotantoverkon optimoinnista sekä DSC:n tuloskäänteeseen tähtäävistä toimenpiteistä. Ensimmäiset konkreettiset askeleet säästöohjelman toteuttamiseksi yhtiö ottikin tämän vuoden alussa ilmoittaessaan Saksan Voerden tuotantolaitoksen sulkemisesta. Lisäksi yhtiö toteutti kevennetyt yt-neuvottelut Suomen tuotantolaitoksillaan, minkä myötä henkilöstömäärää sopeutettiin paremmin tuotantokuormaa vastaavaksi.

Tavoitteena on olla kasvava, kannattava ja tehokas yhtiö

Exelin yli syklin ulottuvat taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1. **Kasvu:** Kaksi kertaa markkinakasvua nopeampi liikevaihdon kasvu

2. **Kannattavuus:** Yli 10 % oikaistu liikevoittomarginaali

3. **Pääoman käytön tehokkuus:** Yli 20 % sijoitetun pääoman tuotto

Tämän lisäksi yhtiö on julkaissut osinkopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on jakaa vähintään 40 % tilikauden tuloksesta osinkona huomioiden kuitenkin kulloinkin taloudellinen tilanne.

Vuonna 2018 yhtiö ylitti kasvutavoitteensa liikevaihdon kasvaessa 12 % edellisvuodesta. Kannattavuus- ja tehokkuustavoitteista yhtiö kuitenkin jäi oikaistun liikevoittomarginaalin ollessa 5 % ja oikaistun sijoitetun pääoman tuoton 9 %. Näin ollen vuotta 2018 voidaan tavoitteiden näkökulmasta pitää pettymyksenä.

Kasvutavoite on hyvin aggressiivinen

Yhtiön kasvutavoite on arviomme mukaan hyvin aggressiivinen, sillä kaksinkertainen kasvuvauhti suhteessa markkinakasvuun tarkoittaisi markkinalähteistä vaihdellen noin 8 % vuotuista kasvuvauhtia. Tämä kasvuvauhti puolestaan tuplasi Exelin liikevaihdon ja siten markkinaosuuden noin yhdeksässä vuodessa. Näkemystämme kasvutavoitteen aggressiivisuudesta tukee myös se, että yhtiön keskimääräinen kasvuvauhti viimeisen viiden vuoden aikana on ollut noin 7 % sisältäen kaksi yritysostoa. Yhtiön onkin siis onnistuttava orgaanisen kasvun tavoittelussaan erinomaisesti, sillä arviomme mukaan yritysostot ovat toistaiseksi jäissä, eikä epäorgaanisesta kasvusta ole odotettavissa vetoapua ainakaan lähitulevaisuudessa.

Exelin strategia



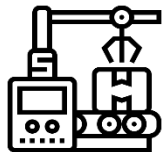
Avainasiakkaiden säilyttäminen ja niiden lukumäärän kasvattaminen

- Exelillä kilpailukykyinen tarjonta
- Riippuvuuden vähentäminen suurimmista asiakkaista
- Keskiössä lisäarvoajattelu



Johtava asema Kiinassa

- JHFRP:N hankinta vuonna 2017 vahvisti asemaa Kiinassa
- Fokus paikallisissa asiakkaissa
- Kiinan tuotantolaitosten synergiasäästöjen realisoiminen osana säästöohjelmaa



Laajentuminen uusiin komposiittiteknologioihin

- Uusiin teknologioihin laajentuminen laajentaa potentiaalista asiakaskuntaa
- Riskinä ajautuminen oman osaamisalueen ulkopuolelle



Aidosti globaalin markkina-aseman luominen

- DSC:n oston myötä Exel on ainoa pultrusioyhtiö, jolla on merkittävä asema kaikilla kolmella suurella mantereella
- Globaali läsnäolo pienentää talousuheriskä ja parantaa alueellista kilpailukykyä



Laajentuminen kasvaviin / uusiin tuotesovelluksiin

- Panostaminen keskisegmenttiin
- Tuoteratkaisuja suurempiin kasvusovelluksiin
- Uudet tuotesovellukset voivat avata ovia myös uusille asiakastoimialoille



Exelin strategia

Strategiakausi lukuina

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto*	73,1 MEUR	86,2 MEUR	96,6 MEUR	↗	↗	↗
Kulut	72,8 MEUR	80,5 MEUR	94,8 MEUR	Maltillista kasvua	Maltillista kasvua	Maltillista kasvua
Investointien rahoitus	Lainarahoitus	Lainarahoitus	Lainarahoitus	Lainarahoitus / operatiivinen kassavirta	Lainarahoitus / operatiivinen kassavirta	Lainarahoitus / operatiivinen kassavirta
Oikaistu liikevoitto	2,6 MEUR	6,3 MEUR	5,0 MEUR	↗	↗	↗
Kommentti*	Tavoitteita ei saavutettu	Kasvutavoite toteutunut	Kasvutavoite toteutunut	Orgaanisessa kasvussa onnistuttava	3 MEUR:n säästö-ohjelman täysi vaikutus	Taloudellisten tavoitteiden lähestyminen
	2016 - 2018		2019 - 2020		2021	

Voimakas kasvupanostusten vaihe

- JHFRP:n (2017) ja DSC:n (2018) ostot osana globaalia kasvustrategiaa
- Telekommunikaatiosektorin vaikeuksien vaikutus kannattavuuteen
- 3 MEUR:n kustannussäästöohjelma kannattavuuden parantamiseksi ja keskisegmenttiin panostaminen

Orgaaniseen kasvun tavoittelu ja säästöohjelman läpivienti

- Laajentuminen uusiin tuotantoteknologioihin ja tuotesovelluksiin
- Säästöohjelman täysimääräiset vaikutukset ja kestävä kannattavuusparannus
- Orgaaninen kasvu fokusoitumalla tuulivoimaan, kuljetusvälineiteollisuuteen ja rakentamiseen ja infrastruktuuriin
- Markkina-aseman maantieteellinen vahvistaminen

Kasvun ja skaalaetujen jatkuvuus

- Orgaanisen kasvun ja skaalaetujen jatkuvuuden tavoittelu
- Taloudellisten tavoitteiden lähestyminen
- Omistaja-arvon luominen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Kannattavuustavoitteeseen on vielä matkaa

Myös yhtiön kannattavuustavoitetta voidaan pitää haastavana huolimatta siitä, että yhtiö onkin historiallisesti yltänyt yli 10 % liikevoittomarginaaliin. Viimeisen viiden vuoden aikana oikaistu liikevoittomarginaali on kuitenkin jäänyt keskimäärin noin 7 %:iin ja vuonna 2018 oikaistu liikevoittomarginaali jäi noin 5 %:iin. Näin ollen yhtiöllä riittää vielä reippaasti matkaa kannattavuustavoitteensa saavuttamiseksi. Mahdottomana tavoitteen saavuttamista emme liiketoiminnan fundamentit huomioiden kuitenkaan pidä.

Arviomme mukaan tärkeimmät tekijät kannattavuustavoitteen saavuttamisessa ovat säästöohjelman onnistunut läpivienti sekä orgaaninen kasvu. Kasvun myötä yhtiön säästöohjelman pienentämä kiinteä kulumassa jakautuisi suuremmalle liikevaihtokuormalle ja tuotannon yksikkökustannukset alenisivat. Näkemystämme orgaanisen kasvun tärkeydestä kuvaa myös se, että vaikka yhtiön 3 MEUR:n säästöohjelman täysi vaikutus huomioitaisiin vuoden 2018 kustannusrakenteessa, nousisi oikaistu liikevoittomarginaali noin 8 %:iin ja jäisi vielä alle tavoitetason. Näin ollen yhtiön onkin onnistuttava kasvattamaan tuotantovolyyymiään kannattavasti, jotta kannattavuudelle asetettu tavoitetaso voitaisiin saavuttaa. Volyymikasvu on kriittistä myös myyntimixin näkökulmasta, sillä yhtiön fokusoituuessa matalakatteisempaan keskisegmenttiin on myyntimixin tarjoama

tulivoima kannattavuustavoitteen saavuttamisessa varsin rajallinen.

Myös tehokkuustavoitteen suhteen on tehtävä töitä

Exelin tavoittelemaa yli 20 %:n sijoitetun pääoman tuottoa voidaan muiden taloudellisten tavoitteiden ohella pitää haasteellisena, sillä viimeisen viiden vuoden aikana keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto on ollut noin 12 %.

Tehokkuustavoite on kuitenkin linjassa kannattavuustavoitteen kanssa, sillä Exelin saavuttaessa tavoittelemansa 10 % liikevoittomarginaalin nousee myös sijoitetun pääoman tuotto tavoitetason lähimaastoon. Pääoman kiertonopeutta yhtiö ei ole kyennyt viimeisen viiden vuoden aikana juurikaan tehostamaan, joten uskomme tavoitetason saavuttamisen lepäävän operatiivisen kannattavuusparannuksen harteilla.

Osingonjakopolitiikka antelias kasvuyhtiön profiiliin nähden

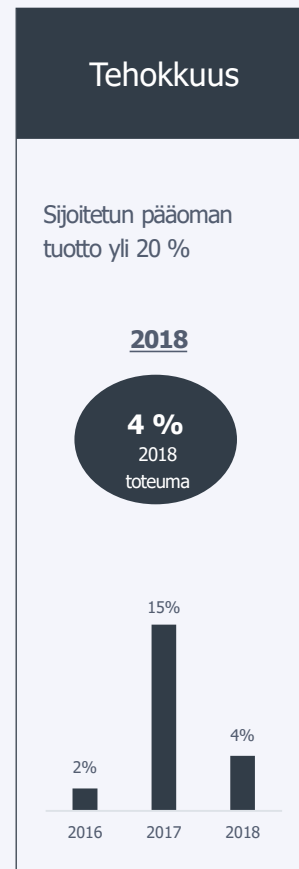
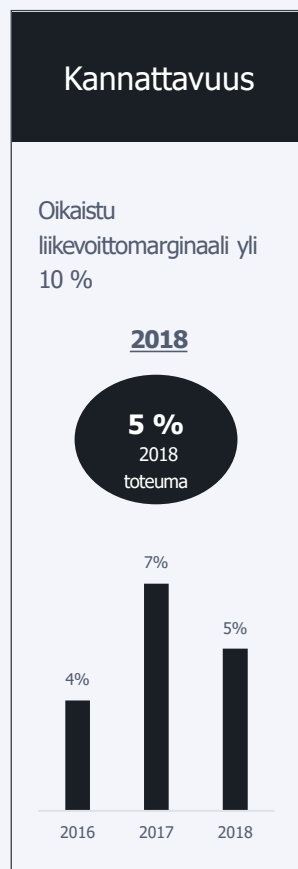
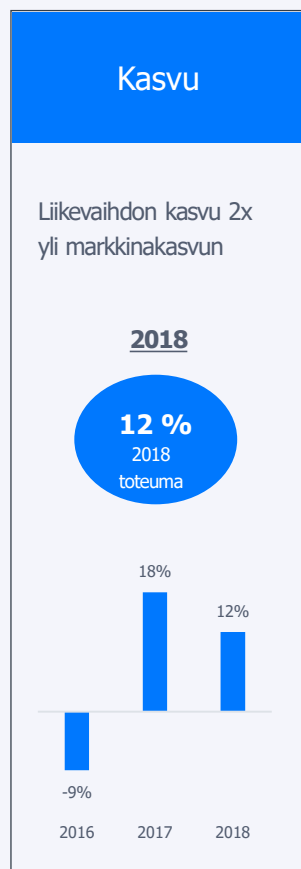
Exelin tavoittelema vähintään 40 % osingonjakosuhte on mielestämme melko antelias kasvuyhtiölle ja myös yhtiön vuoden 2018 lihava osingonjakosuhte (oikaistusta tuloksesta 77 %) indikoikin yhtiön korkeasta osinkoambitiosta. Arviomme mukaan suurin riski osingonjakotavoitteen alittamiseen olisi suuren yritysston vaatimat tulo- ja investointitarpeet tai epäonnistuminen kannattavuuspotentiaalain realisoimisessa.

Historiallisesti tarkasteltuna yhtiön osingonjako on ollut hyvin epätasaista, sillä osingon absoluuttinen taso on heilunut viime vuosina hyvin voimakkaasti. Mielestämme absoluuttisesti stabiilimpi osinko olisikin sijoittajille positiivinen asia, sillä se takaisi myös osin varmemman pohjatuoton.

Taserakenne on heikentynyt vuoden aikana

Exelillä ei ole julkilausuttuja tavoitteita taserakenteensa suhteen ja se onkin historiansa aikana operoinut hyvin erilaisilla taseilla. Arviomme mukaan komposiittien jossain määrin syklinen kysyntä puoltaa melko vahvan taseen säilyttämistä, mutta pääomaa jossain määrin sitovassa teollisuudessa oman pääoman tuoton optimointi vaatii kuitenkin velkavipua. Siten esimerkiksi 30-50 %:n nettovelkaantumisaste olisi arviomme mukaan vielä selvästi yhtiön mukavuusalueella. Vuoden 2018 lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste oli 96 % (vrt. nettovelaton tase vuosina 2013-2014). Emme näe tätä kuitenkaan toistaiseksi huolestuttavana tasona, kunhan yhtiön kannattavuusparannus lähtee etenemään suunniteltujen toimenpiteiden vetäminä (mm. säästöohjelma).

Exelin taloudelliset tavoitteet



Toimiala ja kilpailu 1/2

Komposiittien osuus marginaalinen koko materiaali-markkinasta

Komposiitit ovat hyvin marginaalinen niche-segmentti koko globaalista materiaali-markkinasta, josta niiden markkinaosuus on eri arvioiden mukaan noin 0,5 %. Kokonaisarvoltaan tuhansien miljardien dollarin arvoista materiaali-markkinaa hallitsevat teräs ja muovi, jotka kattavat yhteensä yli 95 % kokonaismarkkinasta. Teräksestä ja muovista valmistettujen tuotteiden lisäksi komposiittituotteiden kanssa kilpailevat myös alumiinista valmistetut tuotteet ja ratkaisut. Komposiittimarkkinan sisällä Exel, lasi- ja hiilikuitukomposiittien valmistajana, ei kuitenkaan suoraan kilpaile puupohjaisten komposiittien kanssa. Komposiitin etuja ovat etenkin keveys, huoltovapaus, energiatehokkuus ja pitkä taloudellinen käyttöikä, mutta ne ovat alkuperäisiltä investointikustannuksiltaan kilpailevia materiaaleja kalliimpia.

Historiallisesti tarkasteltuna komposiitit ovat voittaneet markkinaosuutta kilpailevilta materiaaleilta sekä jo olemassa olevien tuotesovellusten alueelta että laajentamalla sovellettavuuttaan uusille tuotealueille. Lyhyellä tähtäimellä komposiittien markkinakysyntää ja -asemaa ohjaa silti kilpailevien materiaalien hinnat, mistä johtuen komposiittien markkinaosuuden haaliminen koko materiaali-markkinasta ei näkemyksemme mukaan tule olemaan lineaarinen. Arvioimme mukaan komposiittimarkkinan kokonaiskasvu on 2010-luvulla ollut kokonaisuutena varsin vaisua, sillä kilpailevien materiaalien hinnat ovat etenkin 2010-luvun puolivälissä olleet alhaisia.

Pultruusioteknologian tuotteet ovat pieni osa koko komposiittimarkkinaa

Kokonaisuutena noin 40-50 miljardin dollarin arvoista komposiittimarkkinaa hallitsevat jatkuvatoimisella laminoinnilla ja ekstruusiolla valmistetut komposiitit. Exel ei toistaiseksi valmista ekstruusioteknologialla valmistettuja tuotteita juuri lainkaan ja myös jatkuvatoiminen laminointi on Exelin tuotannossa vähän käytetty. Exelin suosiman pultruusioteknologian ja siihen osin liitännäisen pullwinding-teknologian avulla valmistettujen tuotteiden markkina on arviomme mukaan noin 2,5 miljardin dollarin arvoinen. Tällöin pultruusioteknologian markkinaosuus koko komposiittimarkkinasta olisi noin 5-6 %.

Pultruusioteknologian etuja verrattuna muihin teknologioihin ovat lujuus ja jäykkyys, mutta rajoitteina on muun muassa teknologian huono soveltuvuus tietyn tyyppisten kappaleiden (esim. 3D-muodot) muokkaamiseen. Arviomme mukaan eri tuotantoteknologioiden väliset markkinaosuudet ovat viime vuosina pysyneet kuitenkin varsin muuttumattomina. Yksittäisissä tuotesovelluksissa tilanne voi kuitenkin olla toinen, joten teknologiapohjan laajentaminen tarjoaisikin Exelille oivan tilaisuuden kasvun kiihdyttämiseen.

Markkinaa hallitsevat Kiina ja USA

Pultruusiokomposiittien suurimmat markkina-alueet ovat historiallisesti olleet kehittyneillä talousalueilla, joissa komposiittien kilpailuedut ovat riittäneet kompensoimaan korkeamman investointikustannuksen. Sen sijaan korkeampien rahoituskustannusten kehittyvissä maissa on tyypillisesti suosittu matalampia investointikustannuksia ja

elinkaarikustannusajattelu on ollut toissijaista, mistä johtuen komposiittien murtautuminen kehittyville markkinoille on ollut kehittyneitä talousalueita hitaampaa. Poikkeus kehittyvissä maissa on kuitenkin ollut Kiina, jossa komposiittien kysyntä on ollut historiallisesti tarkasteltuna varsin vahvaa. Kiinan verrattain vahvaa komposiittikysyntää suhteessa muihin kehittyviin talousalueisiin selittää osin se, että maassa on paljon omaa valmistavaa tuotantoa komposiittisektorilla.

Lucintelin heinäkuussa 2018 julkaiseman toimialaraportin mukaan Aasia on tällä hetkellä suurin pultruusiokomposiitin markkina-alue yhdessä muun maailman kanssa. Pohjois-Amerikka on toiseksi suurin markkina-alue ja Eurooppa pienin. Yksittäisistä valtioista suurin markkina on arviomme mukaan Kiinassa, jonka markkinaosuus on noin 50 %. USA on noin 35 % markkinaosuudellaan toiseksi suurin yksittäinen markkina-alue Euroopan ja muun maailman markkinaosuuden jäädessä noin 15 % tasolle.

Kasvu vauhdikkainta Aasiassa

Eri markkinalähteiden julkaisemien raporttien mukaan pultruusiomarkkina kasvaa vuosina 2019-2023 noin 4 %:n vuosivauhtia arvossa mitattuna. Kasvua ajaa etenkin kasvava kysyntä kevytrakenteisiin tuoteratkaisuihin, korroosionkestävyys sekä eri teollisuudenalojen kasvaneet vaatimukset kestäviä kokonaisratkaisuja kohtaan. Yksittäisistä markkina-alueista kasvun arvioidaan olevan vauhdikkainta Kiinassa, jossa kasvuvauhdin arvioidaan olevan noin 4,5 %.

Toimiala ja kilpailu 2/2

Pohjois-Amerikan markkinan arvioidaan puolestaan kasvavan noin 4 % vuodessa vuosien 2019-2023 välisenä aikana Euroopan kasvun jäädessä noin 3 %:iin heijastellen maltillisempaa BKT:n kasvupotentiaalia.

Markkina kasvaa hieman BKT:ta nopeammin

Pultruusiomarkkinan arvioitu noin 4 % vuotuinen kasvuvauhti tarkoittaa käytännössä sitä, että markkina kasvaa hieman vauhdikkaammin kuin pitkän aikavälin BKT. Arviomme mukaan kasvua ajaa etenkin komposiittien kestävät kilpailuedut suhteessa vaihtoehtoihin materiaaleihin. Komposiittien tulisi kuitenkin voittaa markkinaosuutta kilpailevilta materiaaleilta, jotta BKT:ta vauhdikkaampi kasvu olisi mahdollista, sillä koko materiaalimarkkinan kasvu ei arviomme mukaan ylitä BKT:n kasvuvauhtia. Komposiittien kysynnällä on kuitenkin takanaan vahvat trendit, joten pidämme tätä täysin mahdollisena. Vuodesta 2023 eteenpäin arvioimme pultruusiomarkkinan kasvunäkymien pysyvän varsin hyvinä ja likimain edeltävien vuosien kaltaisina, sillä komposiittien markkinaosuus koko materiaalimarkkinasta tulee arviomme mukaan pysymään yhä marginaalisena ja siten kasvupotentiaalia jää vielä realisoitavaksi.

Kilpailukenttä on hajanainen ja pienten toimijoiden hallitsema

Pultruusiomarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen, mistä kertoo myös se, että Exel on noin 5 %:n markkinaosuudellaan toimialan suurimpia yhtiöitä. Markkinan hajanaisuus

tarkoittaa myös sitä, että yhtiön kilpailijat löytyvät yleensä yksittäisten toimialojen ja markkinoiden sisäلتä. Suurin osa Exelin kilpailijoista onkin varsin pieniä, alle 5 MEUR liikevaihtoa tekeviä paikallisia ja suppean asiakaskunnan toimijoita.

Exelin pääasialliset pultruusiomarkkinoiden kilpailijat ovat listaamattomia yhtiöitä, joten suorien kilpailijoiden kannattavuuksista ei ole saatavilla luotettavaa tietoa. Exelin keskeisimmät listaamattomat kilpailijat ovat arviomme mukaan tanskalainen Fiberline, ranskalainen Epsilon Composites sekä yhdysvaltalaiset Creative Pultrusions ja Strongwell. Harvoista listatuista komposiittiyhtiöistä kuluttajasegmenttiin asemoitunut norjalainen Hexagon ylsi vuonna 2018 9 % liikevoittomarginaaliin, kun taas sveitsiläinen Gurit on ylläpitänyt liikevoittomarginaalinsa hieman Hexagonia korkeammalla, noin 10-11 %:n tasolla viimeisten vuosien aikana.

Arviomme mukaan Exelin listaamattomista yhtiöistä koostuva kilpailukenttä on kokonaisuudessaan varsin polarisoitunut erinomaisesti kannattaviin yhtiöihin (EBIT-% 15-20%) ja kroonisista kannattavuusvaikeuksista kärsiviin yhtiöihin (EBIT-% < 5 %). Emme kuitenkaan näe toimialan yhtiöiden kykenevän muodostamaan liiketoiminnoilleen vallihautaa pelkästään kustannus- tai skaalaetuihin nojaten, mistä syystä uskomme, että toimialan kannattavuuden määrittää asemoituminen oikeisiin tuotesovelluksiin sekä oikeisiin markkina- ja asiakassegmentteihin. Exelin historiallinen yli 10 % keskimääräinen

liikevoittomarginaali onkin arviomme mukaan yli toimialan vastaavan kannattavuustason. Tämä heijastelee yhtiön tuotelaatuun, toimituskykyyn ja kokoluokkaan liittyviä vahvuuksia. Viime vuosien 4-7 % liikevoittotasoa puolestaan vastaa karkeasti alan keskitasoa.

Hajanainen rakenne on sekä uhka että mahdollisuus

Exelin näkökulmasta tarkasteltuna arvioimme toimialan hajanaisuuden sekä uhaksi että mahdollisuudeksi. Mielestämme toimialan hajanainen rakenne ja etenkin kilpailukentässä olevien pienten toimijoiden suuri osuus on jossain määrin hinnoitteluvoimaan vaikuttava tekijä. Lisäksi hajanainen rakenne voi hidastaa komposiittien läpilyöntiä volyymisovelluksiin tietyissä suurissa ja globaaleissa segmenteissä, kuten esimerkiksi kuljetusvälineiteollisuudessa, sillä uskottavia toimittajia suurille globaaleille loppuasiakkaille on varsin vähän.

Merkittävien uusien volyymisovellusten läpilyöntien yhteydessä myös uusien suuremmilla resursseilla operoivien toimijoiden (esim. materiaaliyhtiöt) tunkeutuminen markkinoille on arviomme mukaan mahdollista ja tätä on myös tietyissä volyymisovelluksissa tapahtunutkin viimeisten vuosien aikana. Toisaalta toimialan hajanaisen rakenteen ja toistaiseksi yritysjärjestelyjä tukevan matalan korkotason myötä arvioimme toimialan kohtaavaankin kasvavaa konsolidaatiopainetta lähivuosien aikana.

Pääkilpailijat maantieteellisesti

FIBERLINE COMPOSITES
CREATE MORE WITH LESS

- Tanskassa pääkonttori, tuotantolaitos ja teknologiakeskus
- Lisäksi Kiinassa tuotantolaitos ja Kanadassa myyntikonttori

STRONGWELL

- Kolme tuotantolaitosta Yhdysvalloissa ja yksi Meksikossa
- Myynti- ja hankintatoimet keskitetysti pääkonttorista käsin

CP
CREATIVE PULTRUSIONS

- Pääkonttori ja neljä tuotantolaitosta Yhdysvalloissa samalla alueella
- Tuotanto kolmessa vuorossa vuorokauden ympäri

EPSILON COMPOSITE
The alternative

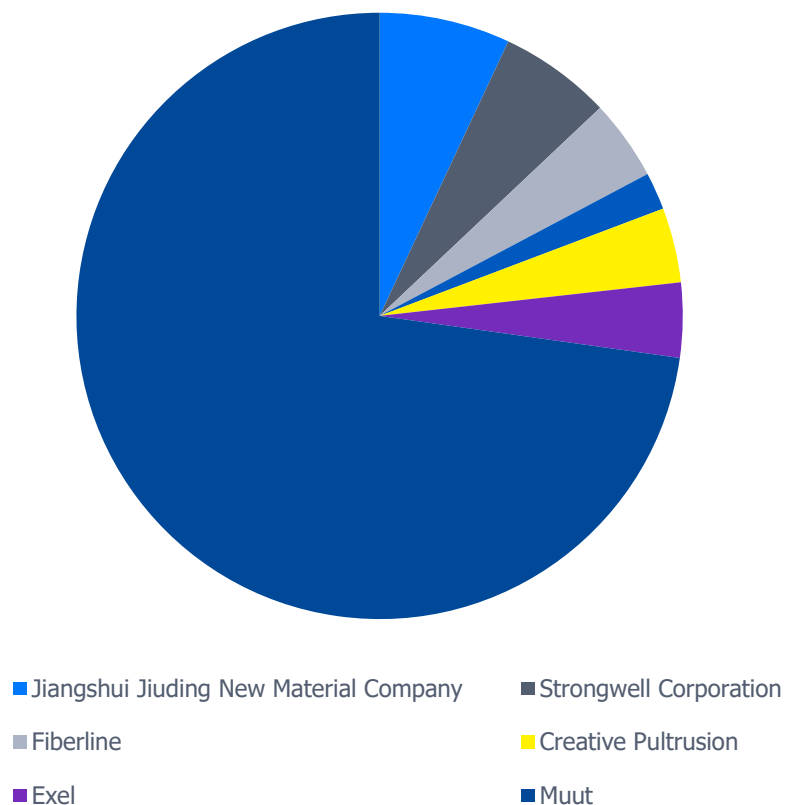


- Tuotantolaitos ja pääkonttori Ranskan Gaillanissa
- Myyntikonttorit Meksikossa, Japanissa ja Itävallassa

- Exelin yksikkö
- Kilpailijan yksikkö

Kilpailukenttä

Suurimmat pultruusiovalmistajat



Exelin kilpailutekijät

- + Vahva markkina-asema Euroopassa
- + Tuoteportfolion korkea räätälöitävyys ja joustavuus suunnittelussa
- + Korkea osaamistaso pultruusioteknologiassa
- + Resurssit omien tuotteiden suunnittelu- ja kehitystyöhön
- + Riittävän suuri koko uskottavuuden näkökulmasta
- + Nykyrakenteella kapasiteettia on riittävästi
- + Jalansija kaikilla päämarkkina-alueilla
- Tuotantolaitokset pääosin korkean kustannusrakenteen maissa
- Pienempiä kilpailijoita raskaampi kulurakenne
- Teknologiaosaaminen rajoittuu toistaiseksi pultruusioon
- Tuoteportfolion laajuus ja räätälöitävyys rajoittaa osin mittakaavaetujen saavuttamista

Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate pysynyt varsin vakaana ja korkealla

Vuonna 2018 yhtiön liikevaihto oli 97 MEUR ja myyntikate noin 60 %. Yhtiön hinnoitteluvoiman ja valmistuksen kustannustason välistä eroa kuvaava myyntikate on pitkällä aikavälillä pysynyt hyvällä tasolla, eikä se ole juurikaan heilunut vuosien välillä. Historiallisesti tarkasteltuna yhtiön myyntikate on keskimäärin ollut noin 61 %, mikä kertoo mielestämme räätälöidyn tuoterakenteen lisäksi yhtiön hyvästä hinnoitteluvoimasta ja sen kestävydestä. Myyntikatteen lievä laskutrendi selittyy arviomme mukaan yhtiön panostuksilla keskisegmentin myyntivolyymin kasvattamiseen, sillä keskisegmentin tuotetarjoama on katerakenteeltaan tyypillisesti matalampi kuin yläsegmentin sovellukset. Noin 60 % myyntikatetta voidaan kuitenkin pitää valmistavan teollisuuden yhtiölle hyvin korkeana tasona.

Kiinteät kustannukset kasvussa

Myyntikatteesta käänteisesti Exelin suurin kuluerä vuonna 2018 oli materiaalit ja palvelut, mikä muodosti 41 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat muuttuvia kustannuksia ja siten ei-skaalautuvia. Toiseksi suurin yksittäinen kuluerä oli henkilöstökulut, joiden osuus oli 31 %. Muut kulut ja poistot muodostivat kustannuksista yhteensä 28 %.

Yhtiön kiinteät kustannukset ovat kasvaneet niin suhteessa liikevaihtoon kuin myös absoluuttisesti tarkasteltunakin. Vuonna 2014 yhtiön kiinteät kustannusten osuus liikevaihdosta oli arviomme mukaan noin 33 %, kun vuonna 2018 osuus oli noin 36 %. Absoluuttisesti tarkasteltuna kiinteät kustannukset ovat viime vuosina nousseet

arviomme mukaan noin 26 MEUR:sta 35 MEUR:oon. Kiinteiden kustannusten kasvu onkin ollut liikevaihdon kasvua vauhdikkaampaa, mikä on luonnollisesti näkynyt myös suhteellisessa kannattavuudessa. Kiinteiden kustannusten liikevaihtoa vauhdikkaampi kasvu indikoi myös sitä, että yhtiö ei ole viime vuosina onnistunut skaalamaan kustannusrakennettaan ja toisaalta kuluja on nostanut myös aiempina vuosina väliin jätettyjen kehitystoimien (mm. ERP) tekeminen.

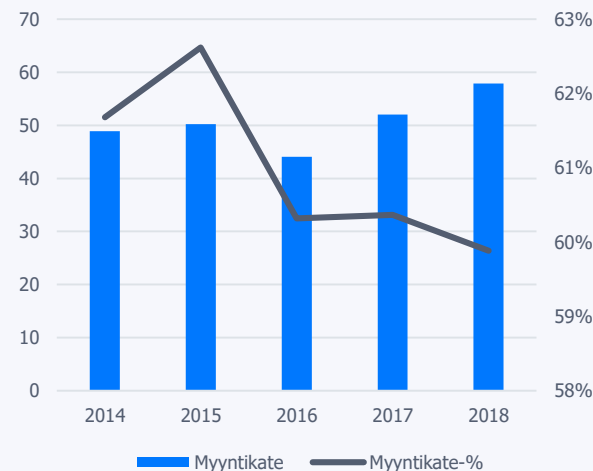
Alemmilla riveillä ei ole suurempia poikkeamia

Yhtiön poistot ovat viime vuosina olleet liki samalla tasolla vuotuisten ylläpitoinvestointien kanssa ja arviomme mukaan tilanne tulee pysymään samanlaisena myös tulevaisuudessa. Siten poistojen normaali tulosrasitus tulee arviomme mukaan olemaan noin 3-4 MEUR vuodessa. Rahoituskulujen arviomme olevan lähivuosina maltilliset alle 1 MEUR velkamäärän kasvusta huolimatta, sillä Exelin velka on edullista pankkirahoitusta. Yhtiön kohtaama veroaste on viime vuosina ollut tyypillisesti hieman 30 % yläpuolella. Korkeaahko efektiivinen veroaste selittyy etenkin vähennyskeltomilla tappioilla, joita on syntynyt muun muassa Australian suljetusta tehtaasta. Yhtiön kohtaama neutraali veroaste lähivuosille on arviomme mukaan noin 26-28 %, mikä vastaa paremmin yhtiön liikevaihdon maamixiä.

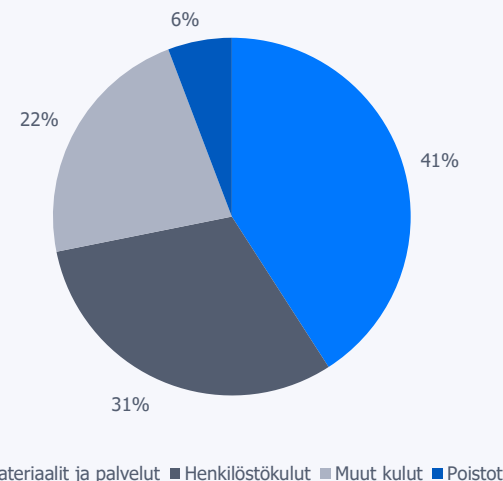
Yrityskaupat ovat heikentäneet tasetta

Vuoden 2018 lopussa Exelin taseen loppusumma oli 75 MEUR. Käyttöomaisuuden osuus taseen loppusummasta oli 46 % ja käyttöpääoman osuus 54 %.

Myyntikatteen kehitys



Kustannusrakenne 2018



Taloudellinen tilanne 2/2

Käyttöomaisuus muodostuu ensisijaisesti kiinteästä omaisuudesta (tuotantolaitokset, koneet ja kalusto) ja yrityskauppojen seurauksena syntyneestä liikearvosta. Käyttöpääoman suurin yksittäinen erä puolestaan on saamiset.

Vuoden 2018 lopussa yhtiöllä oli omaa pääomaa 26 MEUR ja vierasta pääomaa 49 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli näin ollen 35 % ja nettovelkaantumisaste 96 %. Kahden edellisvuoden aikana toteutetut velkavetoiset yritysostot ovatkin heikentäneet yhtiön tasetta selvästi. Yritysoistoista johtuen näemmekin yhtiön velkakapasiteetin olevan toistaiseksi lähes täynnä. Taseen heikentyminen ei kuitenkaan ole vaikuttanut yhtiön maksuvalmiuteen, joka on pysynyt hyvällä tasolla.

Tase kiertää tehokkaasti ja pääomaa sitoutuu maltillisesti

Exelin pääoman kiertonopeus vuonna 2018 oli 1,3x, joten jokainen taseen euro loi liikevaihtoa 1,30 euron edestä. Pääomat ovatkin olleet tehokkaassa käytössä, vaikka kiertonopeus jäikin hieman alle yhtiön historiallisen tason. Historiallista kiertonopeutta tehottomampi toiminta selittyy osin DSC:n ostolla, joka vaikutti taseeseen täysimääräisesti, mutta kerrytti liikevaihtoa vain kahdeksalta kuukaudelta.

Vuoden 2018 lopulla kiinteään omaisuuteen oli sitoutunut varoja jokseenkin yhtiön historiallista normaalitasoa vastaava määrä.

Nettokäyttöpääomaa viime vuonna sitoutui liikevaihtoon suhteutettuna noin 18 %, kun historiallisesti sama luku on ollut tyypillisesti alle 10 %. Poikkeuksellisen raskas käyttöpääoman sitoutuminen selittyy arviomme mukaan sillä,

että loppuvuonna yhtiö sai merkittävän määrän uusia tuulivoimasektorin tilauksia, jota ehti kiertää Q4:llä myös suurelta osin liikevaihdoksi. Tuulivoimasektorilla maksuehdot ovat kuitenkin pitkiä (vrt. historiallisesti Exelille edulliset maksuehdot tarjonnut suuri telekommunikaatiosektorin asiakas), minkä takia kasvu sektorilla sitoo käyttöpääomaa emmekä odota trendin muuttuvan myöskään jatkossa.

Pääoman tuottoluvut laahaavat toistaiseksi

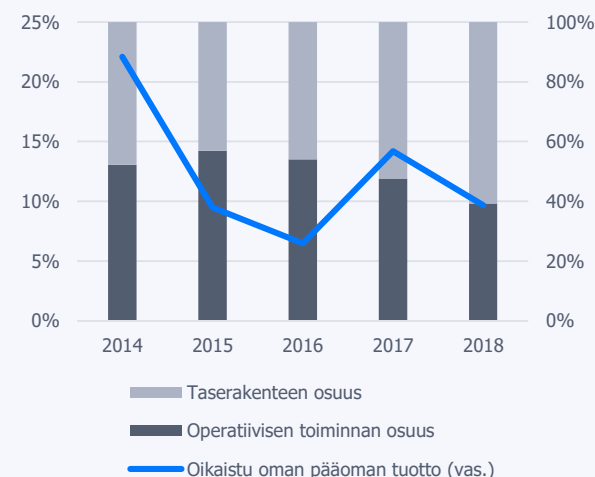
Yhtiön oikaistu oman pääoman tuotto vuonna 2018 oli 10 % ja sijoitetun pääoman tuotto 9 %. Näin ollen pääoman tuottoluvut jäivät alle aikaisempien vuosien tasojen (2010-2018 ka. ROE 13 % ja ROCE 15 %). Pääoman tuottoihin vaikuttavat sekä operatiivinen toiminta (kannattavuus ja tehokkuus) että yhtiön rahoitusrakenne (velkavipu). Exelin pääoman tuottolukujen viime vuoden kehitys selittyykin ensisijaisesti operatiivisen toiminnan heikentymisellä ja etenkin kannattavuuden laskulla, sillä yhtiön toiminnan tehokkuus (pääoman kiertonopeus) ei ole viimeisten vuosien aikana muuttunut merkittävästi.

Kannattavuuden parantamiseksi tähtäävän 3 MEUR:n säästöohjelman läpiviennillä tulee luonnollisesti olemaan positiivinen vaikutus myös yhtiön pääoman tuottolukuihin. Näin ollen uskomme, että yhtiöllä on realistiset mahdollisuudet nostaa pääoman tuottoonsa jälleen lähelle historiallista tasoa onnistumalla sekä säästöohjelman läpiviennissä että muissa kehitysaskelissa kuten orgaanisen kasvun tavoittelussa.

Kiinteiden kustannusten ja liikevoiton kehitys

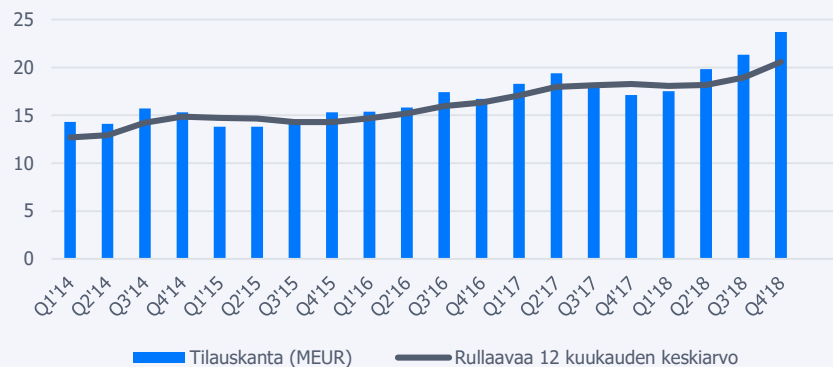


Oman pääoman tuoton kehitys

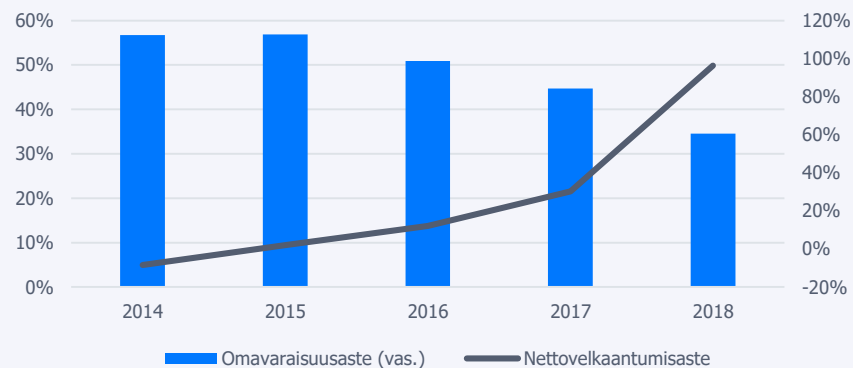


Taloudellinen tilanne

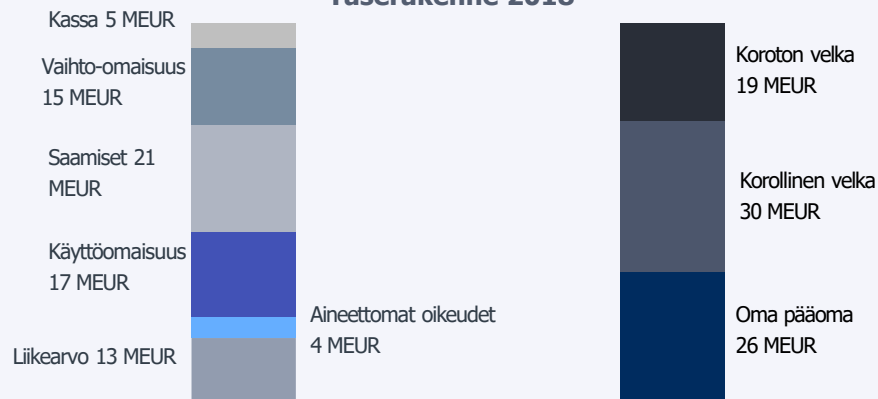
Tilaukannan kehitys



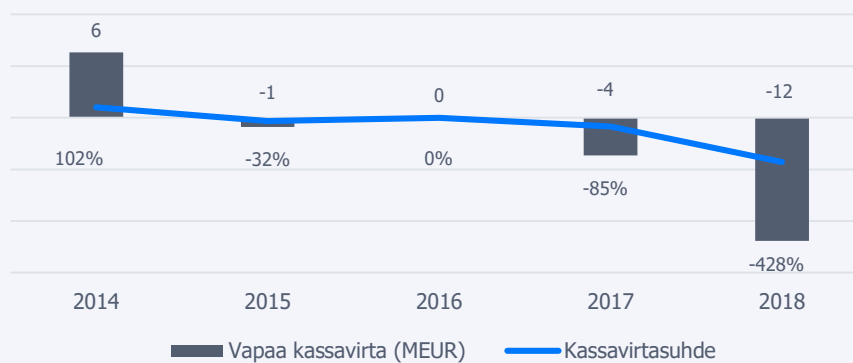
Taseen tunnuslukujen kehitys



Taserakenne 2018



Kassavirtasuhteen* kehitys



* Kassavirtasuhte on vapaan kassavirran suhde oikaistuihin nettotulokseen

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Exelin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuden muutoksen perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua sekä Exelin historiallista kannattavuustasoa ja arvioimaamme yhtiön pitkän ajan marginaalipotentialia. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä niiden ajoittumista on mahdotonta ennakoita.

Vuoden 2019 ennusteet

Exelin tilauskanta oli Q4'18:n lopussa 29 MEUR ja se kasvoi 36 % edellisvuodesta (Q4'18: 21,5 MEUR). Siten yhtiön lähtötilanne vuoteen 2019 oli volyymin valossa viime vuotta parempi, vaikka huomioidaan, että Exelillä on portfolioissaan vuoden 2018 lopussa myös toukokuussa 2018 ostettu DSC. Kroonisesti lyhyen rakenteensa takia tilauskanta ei kuitenkaan ole erityisen hyvä indikaattori Exelille juuri koskaan. Kokonaisuutena yhtiön markkinatilanne vaikuttaa kuitenkin kohtalaiselta, vaikka Euroopan ja Kiinan talouksista ja investoinneista viime aikoina kuultu makrodata on ollut vaisua ja talouskasvu on selvästi hidastumaan päin. Syklisiä huolia laimentaa osin portfolion hajautuminen useille asiakassektoreille, joissa syklit kulkevat osin eri vaiheissa.

Exel ohjeisti vuoden 2018 tilinpäätösraporttinsa

yhteydessä vuoden 2018 liikevaihdon ja oikaistun liikevoitto kasvavan viime vuodesta, mikä tukee arvioitamme kohtuullisena säilyneestä toimintaympäristöstä. Markkinatilanteen lisäksi yhtiön tulosajureina ovat myös yrityskauppa ja käynnissä oleva noin 3 MEUR säästöohjelma, josta alkaa tulla hyötyjä tänä vuonna (täysi vaikutus 2020 alussa).

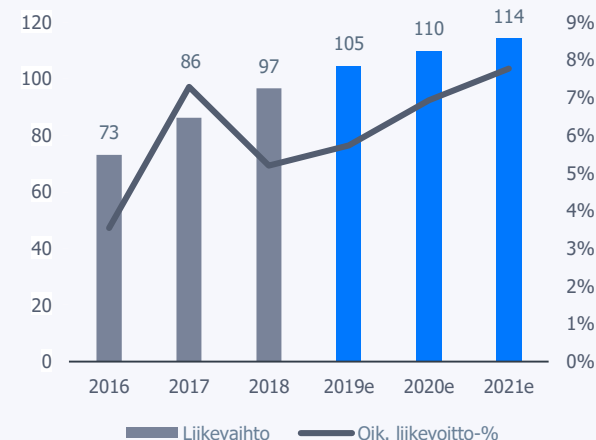
Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 8 % 105 MEUR:oon. Kasvua tukee neljän kuukauden ja noin 4-5 %-yksikön osalta vielä epäorgaanisesti DSC:n yritysosto, kun taas orgaaninen kasvuennusteemme on noin 3-4 %. Kohtuullisen orgaanisen kasvun taustalla ovat siedettävän markkinatilanteen lisäksi yhtiön omat myyninedistämistoimet etenkin rakentaminen ja infrastruktuurisegmentissä eli tuulivoima-, rakennus ja kuljetussektoreilla. Sen sijaan teollisuussektorin emme usko yltävän tänä vuonna selvään orgaaniseen kasvuun talouskasvun hidastumisen takia. Emme arvioi myöskään 5G:n piristävän Exelille perinteisesti tärkeän telekommunikaatiosektorin kysyntää oleellisesti ainakaan vielä tänä vuonna.

Vuoden 2018 oikaistun liiketuloksen arviomme parantuvan 6,0 MEUR:oon, mikä vastaa 5,7 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulosparrannuksesta valtaosa syntyy DSC:stä, jonka odotamme tekevän noin nollatuloksen tänä vuonna säästö- ja kehitystoimien seurauksena. Lisäksi tulokuntoa tukevat maltillisesti Saksan tehtaan sulkeminen ja muut säästötoimet, mutta arviomme mukaan tuotannon siirrot, edelleen jatkuva tuotemixin heikentyminen ja yleinen kustannusinflaatio rajoittavat tulosparrannusta.

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Exel, Inderes

Ennusteet 2/3

Lisäksi kulutasoa kohottaa tänä vuonna viime vuoden tavoin käynnissä oleva ERP-uudistus. Raportoidun tuloksen arvioimme jäävän tänä vuonna selvästi oikaistua tulosta heikommaksi, sillä liikevoittoa rasittavat Q1:llä 1,2 MEUR:n käteiskulut Saksan tehtaan sulkemisesta. Lisäksi säästöohjelman muut toimenpiteet voivat arvioimme mukaan aiheuttaa vielä lisää kertakuluja, vaikka toistaiseksi emme ole niitä ennusteisiimme sisällyttänyt.

Exelin rahoituskulujen arvioimme olevan normaalilla tasollaan 0,8 MEUR:ssa tänä vuonna ja veroasteen jäävän koholleen 31 %:iin, sillä ainakin alkuvuodesta portfolioissa on todennäköisesti tappiollisia yksiköitä. Näin ollen EPS:n ennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,23 euroa (ilman kertakuluja 0,29 euroa). Tästä arvioimme Exelin maksavan 0,20 euron osakekohtaisen osingon. Yhtiön taseen arvioimme nettovoiton ja raportoitua tulosta heijastelevan rahavirran myötä vahvistuvan maltillisesti (2019e: nettovelkaantumisaste 89 %), mutta velkamäärä pysyttelee silti yhtiölle arvioimamme mukavuusalueen yläpuolella. Lisäksi taseen vahvistumisen painottuu H2:lle ja alkuvuodesta yhtiön nettovelka pysyttelee arvioimme mukaan nousussa.

Vuosien 2020-2021 ennusteet

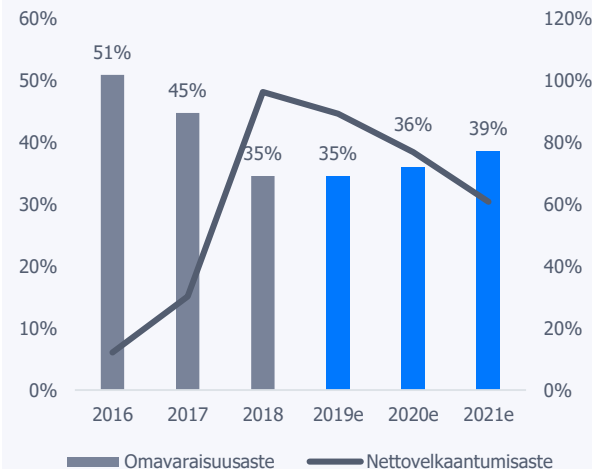
Ennustamme Exelin yltävän orgaanisesti lähivuosina hieman markkinakasvua nopeampaan noin 4-5 %:n liikevaihdon kasvuun kilpailukykyisen tuoteportfolionsa ansiosta, vaikka talouskasvu jatkaakin hidastumistaan. Kasvun osalta olemme selkeästi yhtiön tavoitetason ala-

puolella, mutta toisaalta 2010-luvulla yskineen kasvun takia odotamme vielä yhtiön track-recordin vahvistumista etenkin orgaanisen kasvun osalta ennen kuin olemme valmiita nojaamaan voimakkaampaan orgaaniseen kasvuennusteeseen. Lisäksi uudet yrityskaupat ovat Exelille arvioimme mukaan lähivuosina epätodennäköisiä, mikä vaikeuttaa selvästi tavoitekasvun saavuttamista.

Exelin kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, sillä odotamme 3 MEUR:n säästöohjelman toteutuvan lähes täysimääräisesti vuoden 2020 alkuun mennessä. Myyntikate-%:n arvioimme pysyvän lievässä paineessa hieman historiallista tasoa alempana 57-58 %:ssa, kun volyymikasvun mukana parantuva tuotantotehokkuus ei riitä kompensoimaan täysin lievää marginaalipainetta, jonka keskisegmenttiä kohti edelleen siirtyvä tuotemixin painotus luo. Myös keskipitkällä aikavälillä historiallisesti todennäköisesti erittäin hyvin Exelille kannattaneen suuren telekommunikaatioasiakkaan tuloskontribuution tuntuva elpyminen näyttää mielestämme epätodennäköiseltä.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon nousevan vuonna 2020 5 % 110 MEUR:oon ja liikevoiton 7,6 MEUR:oon, mikä vastaa 6,9 %:n EBIT-marginaalia. Vuodelle 2021 ennustamme 4 %:n liikevaihdon kasvulla 114 MEUR:n liikevaihtoa 7,8 %:n EBIT-marginaalia ja 8,9 MEUR:n liikevoittoa. 2020 ja 2021 EPS-ennusteemme ovat 0,42 euroa ja 0,51 euroa (ei kertaeriä) ja vastaavat osinkoennusteet 0,25 euroa ja 0,27 euroa.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS:n ja osakekohtaisen osingon kehitys



Ennusteet 3/3

Tase jatkaa vuosikymmenen vaihteessa arviomme mukaan lievää vahvistumistaan, mutta varsin korkeiden osingonjakosuhteiden takia yhtiö tulee arviomme mukaan säilyttämään taseessaan tuntuvaan velkavivun.

Emme ole tehneet Exelin lähivuosien ennusteisiimme oleellisia muutoksia suhteessa edelliseen päivitykseemme.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Exelin pystyvän kasvamaan noin 3-4 % vuodessa, mikä on linjassa arvioidun markkinakasvun kanssa. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 6-7 %:n tasolle. Tämä on selvästi historiallisen tason alapuolella, mutta kuitenkin korkea viime vuosien toteutuneisiin marginaaleihin nähden.

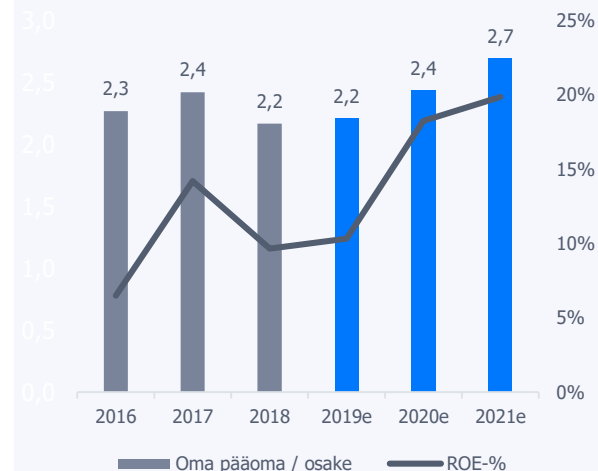
Mielestämme Exelin markkinoilla ei ole tapahtunut rakenteellisia marginaalipotentialia laskeneita muutoksia, mutta nykyisellä vähäriskisemmällä asiakasrakenteella ja aidosti globaalilla toimintamallilla takavuosien huippukannattavuuksiin (EBIT-% selvästi yli 10 %) yltäminen voi olla yhtiölle vaikeaa. Myös yhtiön tavoitteleman yli 10 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen näyttää mielestämme nykyisellä liiketoimintarakenteella haastavalta emmekä odota yhtiön saavuttavan tavoitettaan ainakaan keskipitkällä aikavälillä (säästöohjelman onnistunut läpivienti nostaisi yhtiön EBIT-%:n noin 8 %:iin). Ennusteidemme mukaisella kannattavuudellakin yhtiöllä on kuitenkin edellytyksiä nostaa osakekohtainen tulos 0,50-0,60 euron haarukkaan 2-3 vuoden

tähtäimellä. Suotuisassa skenaariossa yhtiöllä voisi olla potentiaalia vielä ylemmäs, mutta pitkän aikavälin ennusteiden nostaminen vaatisi yhtiöltä vielä vahvempaa kannattavan kasvun track-recordia.

Täysin mahdollottomana emme pitkällä aikavälillä yhtiön yli 10 %:n liikevoittomarginaalitavoitetta kuitenkaan pidä. Arviomme mukaan tämän kannattavuustason saavuttaminen vaatii yhtiöltä yli 120 MEUR:n liikevaihtotasoa, joka yhdessä säästöohjelman tehostamistoimien kanssa painaisi henkilöstökulu-%:n noin 25 %:iin: ja muut kulut-%:n alle 20 %:iin (näillä tehokkuustasoilla Exel on ollut viimeksi vuonna 2011). Myyntikatemarginaalista emme sen sijaan usko oleellista kannattavuusvipua löytyvän tuotemixin jatkuvan muutoksen (ml. erittäin kannattavan suuren telekommunikaatioasiakkaan rakenteellinen liiketoiminnan muutos) takia, vaan myyntikatemarginaalin säilyttäminen noin 58 %:ssa olisi pitkällä aikavälillä mielestämme jo melko hyvä saavutus.

Kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi vaaditun liikevaihtotason takia arvioimme tavoitteen saavuttamisen vaativan parhaassakin tapauksessa vuosia tai vaihtoehtoisesti läpimurron johonkin suuren volyymipotentiaalin asiakkuuteen (potentialisimpia sektoreita tässä suhteessa ovat arviomme mukaan tuulivoima- ja kuljetusvälineteollisuus). Lisäksi kannattavuustavoitteen toteutuminen vaatii näkemyksemme mukaan taakseen kohtuullisen makrotalouden tilanteen, sillä investointi- ja projektikysyntä eivät ole täysin immuuneja yleistalouden tilanteelle.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	86,3	21,2	25,6	23,1	26,7	96,6	25,8	27,8	24,0	27,0	105	110	114	118
Konserni	86,3	21,2	25,6	23,1	26,7	96,6	25,8	27,8	24,0	27,0	105	110	114	118
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,4	2,5	2,3	1,7	2,8	9,3	1,0	2,5	2,6	2,8	9,0	11,6	12,9	13,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-0,9	-1,0	-1,3	-4,0	-7,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	1,8	2,0	0,5	0,8	5,0	1,1	1,5	1,6	1,8	6,0	7,6	8,9	9,5
Liikevoitto	6,1	1,6	1,3	0,5	-1,2	2,2	-0,1	1,5	1,6	1,8	4,8	7,6	8,9	9,5
Konserni	6,3	1,8	2,0	0,5	0,8	5,0	1,1	1,5	1,6	1,8	6,0	7,6	8,9	9,5
Oikaisuerät	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	-1,9	-2,8	-1,2	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	5,4	1,2	1,5	0,4	-1,5	1,7	-0,3	1,3	1,4	1,6	4,0	6,8	8,1	8,7
Verot	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,8	-2,0	-2,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,2	0,9	1,0	0,0	-1,6	0,4	-0,5	1,0	1,0	1,2	2,7	5,0	6,1	6,5
EPS (oikaistu)	0,36	0,09	0,13	0,02	0,00	0,23	0,02	0,08	0,09	0,10	0,29	0,42	0,51	0,55
EPS (raportoitu)	0,36	0,08	0,09	0,00	-0,13	0,03	-0,04	0,08	0,09	0,10	0,23	0,42	0,51	0,55

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	4,3 %	10,7 %	13,3 %	19,2 %	12,0 %	22,0 %	8,5 %	4,0 %	1,0 %	8,3 %	5,0 %	4,0 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	142,7 %	7,9 %	16,9 %	-68,4 %	-44,7 %	-20,1 %	-36,4 %	-24,6 %	226,2 %	131,4 %	19,6 %	26,8 %	16,7 %	7,0 %
Käyttökate-%	10,9 %	11,8 %	8,8 %	7,4 %	10,6 %	9,6 %	3,8 %	9,1 %	11,0 %	10,5 %	8,6 %	10,6 %	11,3 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,3 %	8,4 %	7,7 %	2,1 %	2,9 %	5,2 %	4,4 %	5,4 %	6,7 %	6,6 %	5,7 %	6,9 %	7,8 %	8,0 %
Nettotulos-%	4,9 %	4,3 %	4,0 %	0,0 %	-5,9 %	0,4 %	-1,8 %	3,4 %	4,3 %	4,3 %	2,6 %	4,6 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Suosimme Exelin arvonmäärityksessä etenkin tulos- ja kassavirtapohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E ja P/FCFF. Mielestämme kaikki kertoimet ovat sinänsä käyttökelpoisia yhtiölle, sillä Exelin rakenteessa ei ole tekijöitä, jotka heikentäisivät tuloslaskelman ala- tai yläriveihin pohjautuvien kertoimien käyttökelpoisuutta.

Painotamme arvonmäärityksessämme etenkin kuluvan vuoden ja hieman pienemmiltä osin seuraavan vuoden kertoimia, sillä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on verrattain heikko pidemmällä tähtäimellä. Tästä syystä myös pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvan DCF-mallin painoarvo Exelin arvonmäärityksessä on vähäinen. Pääpaino tulospohjaisessa arvonmäärityksessä on absoluuttisilla kertoimilla, sillä listatut komposiittiverrokkit rajoittuvat käytännössä 1-2 yhtiöön. Relevanttien verrokkien vähäisen määrän takia suhteellisille kertoimille jää vain maltillinen paino osakkeen arvonmäärityksessä.

Tuloskertoimien lisäksi Exelin kaltaiselle perusteollisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja, vaikka Exel ei olekaan suoraviivaisesti taseen kautta hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö. Käytännössä näiden tunnuslaskujen pari toimii mielestämme kuitenkin hyvänä riskitason ilmapuntarina, sillä matala tasearvostus ja korkea osinkotuotto muodostavat kurssille yleensä selkeimmän tukitason heikommassakin tulossykliässä. Vastaavasti korkea tasearvostus ja matala osinkotuotto indikoivat tyypillisesti korkeita tulosodotuksia ja/tai koholla olevia

tuloskertoimia.

Arvostustasoon vaikuttavat tekijät

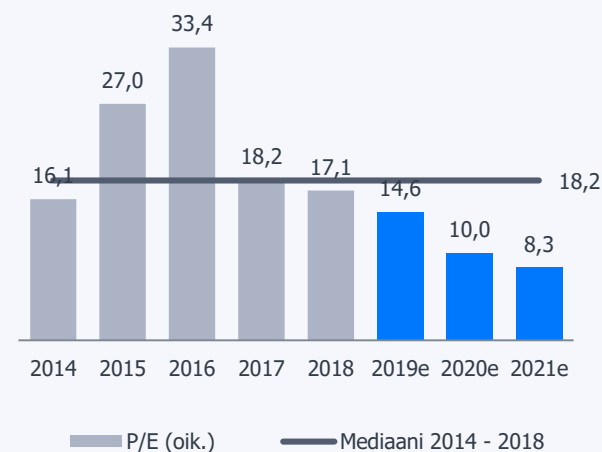
Mielestämme Exelille hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Hyvä lähivuosien tuloskasvupotentiaali** toimii osakkeelle vahvana ajurina, kunhan luottamus tulosparannuksen realisoitumiseen vahvistuu
- **Rajalliset investointitarpeet** tukevat kasvupyrkimyksiä, velkaantumisen vähentämistä (ts. riskiprofiilin laskua) ja voitonjaon kasvattamista
- **Liiketoiminnan maantieteellinen hajautus ei mielestämme** nosta enää huomattavasti osakkeen riskiprofiilia, sillä DSC-kauppa laskee Euroopan osuuden Exelin liikevaihdosta noin Helsingin pörssin keskiarvon tasolle.
- **Toistuvat tulospettymykset (esim. negatiiviset tulosvaroitukset 2012, 2013, 2015, 2016, 2018)** ovat rokottaneet markkinoiden luottamusta yhtiöön ja siirtäneet samalla hinnoittelun painopistettä eteenpäin katsovista ennusteista toteutuneisiin numeroihin
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys/volatiliteetti** nostavat sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa
- **Velkamäärän selvä kasvu taseessa** nostaa sijoittajan riskiprofiilia toistaiseksi ja sitoo pääomia voitonjaosta ja kasvusta velkojen alentamiseen

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,23	4,23	4,23
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	50	50	50
Yritysarvo (EV)	74	73	70
P/E (oik.)	14,6	10,0	8,3
P/E	18,7	10,0	8,3
P/Kassavirta	12,3	12,0	7,9
P/B	1,9	1,7	1,6
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,2	5,4
EV/EBIT (oik.)	12,3	9,5	7,9
Osinko/tulos (%)	88,4 %	59,0 %	53,0 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes

P/E (oik.)



Arvonmääritys ja suositus 2/4

- **Yhtiön vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat tyydyttävällä tasolla, mikä puoltaa maltillisen likviditeettipreemion vaatimista osakkeelta.

Näiden tekijöiden muodostama kokonaiskuva huomioiden voidaan osake mielestämme hinnoitella absoluuttisesti P/E-luvulla 13x-16x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 7x-9x. Nämä tasot ovat myös karkeasti linjassa Exelin keskipitkän ajan arvostuskertoimien kanssa. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleisen arvostustason sekä yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutosten huomiointiin. Haarukoiden keskikohdat ovat noin Helsingin pörssin yhtiöiden arvostuksen pitkän aikavälin keskiarvojen tasolla, vaikka emme varsinaisesti peilaakaan Exelin arvostusta suhteessa Helsingin pörssiin.

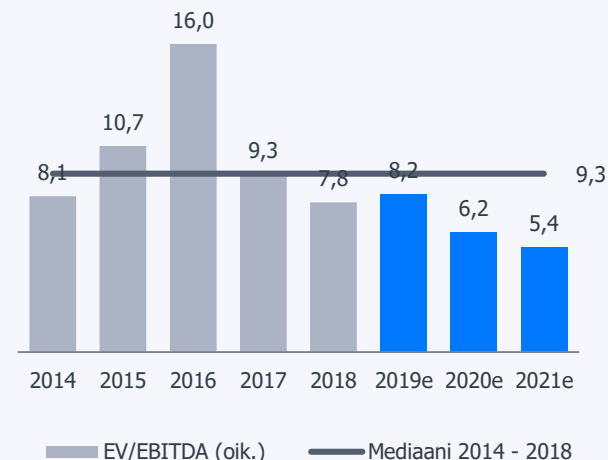
Arvostus on haarukoidemme alalaidassa

Tällä hetkellä Exelin vuosien 2019 ja 2020 oikaistut P/E-kertoimet ovat 15x (raportoidulla tuloksella 18x) ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 6x. Vuoden 2021 ennusteilla kertoimet painuvat vielä houkuttelevammalle tasolle, mutta kolmen vuoden päähän katsottaessa näkyvyys on jo hyvin rajallinen. Yhtiölle hyväksymämme arvostustasot huomioiden pidämme Exelin vuoden 2019 kertomisia neutraaleina selvistä tulospotensiaaleista huolimatta. Sen sijaan vuoden 2020 ennusteilla yhtiön

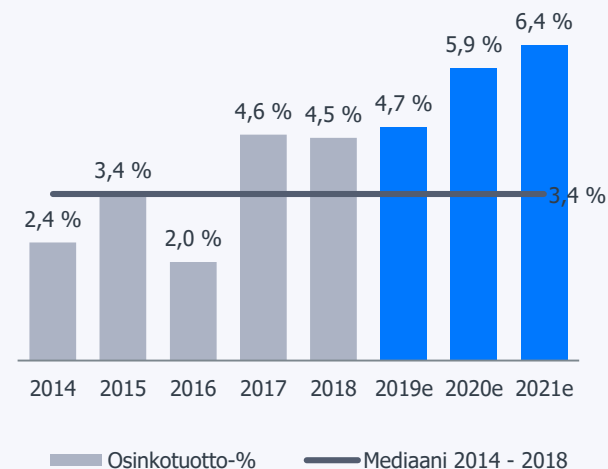
arvostus on jo edullinen, mutta näkyvyys vuodelle 2020 ennustamiimme merkittäviin parannuksiin on rajallinen (ml. kysynnän kehitys ja säästöohjelman onnistuminen) eikä yhtiön viime vuosien track-record puolla aikaikkunan venyttämistä. Vuoden 2018 toteutuneella tuloksella arvostus on mielestämme koholla, joten kertomissa ei varsinaisesti ole nousuvaraa vaan tuotto-odotuksen kannalta pääroolissa on kestävä tuloskasvu. Arvostuskertoimien muodostavan kokonaiskuvan valossa pidämme osaketta kuitenkin lyhyellä tähtäimellä melko oikein hinnoiteltuna ja 2020-luvun puolella olevaan potentiaaliin nojaaminen vaatisi yhtiöltä selkeitä näyttöjä paluusta kestäväälle kannattavan kasvun uralle.

Yhtiön tasepohjainen P/B luku on 1,8x. Tämä on yhtiön historiallisen tason alapuolella, mutta emme pidä tasearvostusta silti perusteellisuuden yhtiölle erityisen matalana. Siten tasearvostus (tai historiallista tasoa alempi EV/S 0,7x) ei mielestämme tarjoa osakkeelle juurikaan tukea tuloskasvun realisoitumiseen liittyviä riskejä vastaan, mikä nostaa riskitasoa. Toisaalta tuloskasvun toteutuessa tasearvostus ei mielestämme rajoita kurssin nousuvaraa ja kannattavuuden elpymässä lähemmäs yhtiön potentiaalia Exel voitaisiin mielestämme hinnoitella kestävästi yli 2x tasekertoimella.

EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Osinkotuotto on sen sijaan hyvällä 5-6 % tasolla lähivuosina, mutta myöskään osinkotuotto ei anna osakkeelle konkreettista tukea, sillä osingon kasvu on täysin ennustetun tuloskasvun varassa, koska yhtiön velkamäärä on noussut eikä jakosuhteessa ole nousuvaraa (vuonna 2018 osinkoa jaettiin raportoitua tulosta ja vapaata rahavirtaa enemmän). Myös nykyisen osinkotason ylläpitäminen saattaisi muodostua haastavaksi Exelille ilman selvää tuloskasvua ainakin keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen osake ei mielestämme saa selkeitä tukitasoja ennusteisiin liittyviä riskejä vastaan osinkotuotosta, tasearvostuksesta tai volyymikertoimista. Tämä nostaa sijoittajien riskiprofiilia jossain määrin, sillä huonossa skenaariossa (ts. tulokunto jää polkemaan nykytasolleen tai heikennee edelleen) osakkeessa olisi vielä myös laskuvaraa jäljellä.

Absoluuttisen arvostuksen perusteella Exelin arviomme mukainen kokonaistuotto-odotus on 5-10 % vuodessa, mikä muodostuu vahvasta tuloskasvusta, hyvästä 5-6 %:n osinkotuotosta ja lievästi normalisoituvista arvostuskertoimista. Tämä on mielestämme 12 kuukauden tähtäimellä neutraali taso, sillä tuotto-odotukseen (tuloskasvu ja osinko) liittyvät riskit ovat mielestämme konkreettisia tuotto-odotuksen nojassa merkittävässä määrin keskipitkän aikavälin jatkuvaan tuloskasvuun. Ilman selkeää keskipitkän ajan tuloskasvua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa olisi mielestämme mieluummin painetta alaspäin, sillä ilman selkeää (tulos)kasvuprofiilia nykyisten perusteellisuusyhtiölle melko korkeiden arvostuskertoimien hyväksyminen Exelille olisi

haastavaa.

Vertailuryhmäarvostus

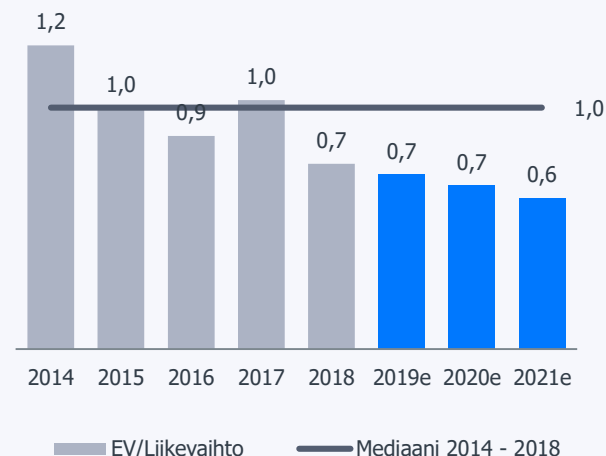
Suhteellisen arvostuksen käyttäminen on Exelin tapauksessa haastavaa listattujen verrokkien vähäisen määrän takia. Listatuista komposiittiyhtiöstä Hexagonin kertoimet ovat erittäin korkeita, mutta suhteessa Guritiin Exel on melko neutraalisti arvostettu sekä vuoden 2019 että vuoden 2020 kertoimilla. Gurit on myös teollisuussektorilla fokusoituneena pelurina mielestämme hieman Hexagonia parempi verrokki Exelille. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen melko neutraalista hinnoittelusta mittarin indikatiivisesta luonteesta huolimatta.

DCF-malli

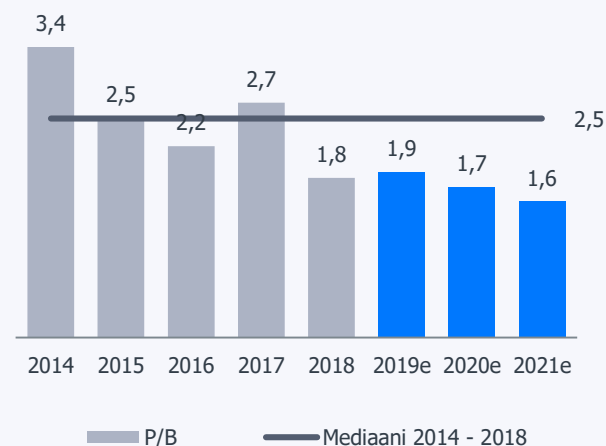
Annamme arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 5,00 euroa, joten kassavirtamallin osakkeelle indikoima arvo ei olennaisesti poikkea muiden käyttamiemme mallien indikoimista arvoista.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2,0-4,5 %:iin ja EBIT-marginaali 6,0-8,0 %:iin liikevaihdosta pitkän aikavälin ennusteitamme heijastellen. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman korkeahko 56 %, mikä kuvaa osaltaan merkittävilta osin melko kaukana (epävarmassa) tulevaisuudessa olevaa potentiaalia.

EV/Liikevaihto



P/B



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman tuottovaatimus (WACC) on 7,5 % ja oman pääoman kustannus 9,5 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,75 %, beta 1,2 ja tavoiteltu velka-aste 35 %.

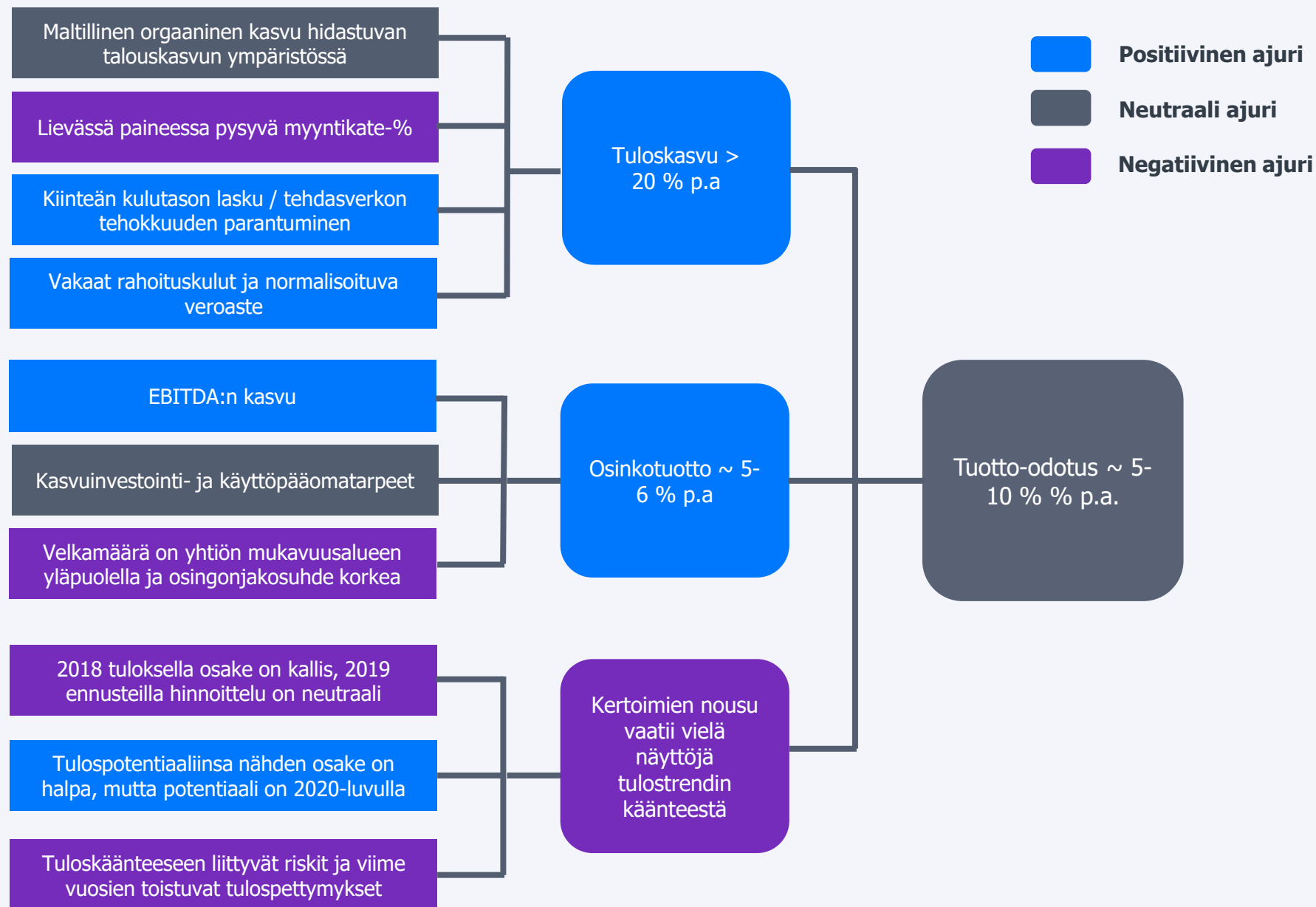
Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Exelin vähennä-suosituksemme ja 4,35 euron tavoitehintamme. Mielestämme yhtiön perusskenaarion mukainen tuotto-odotus seuraavalle 12 kuukaudelle on positiivinen, mutta taso ei kuitenkaan vielä riitä perustelemaan ostojen aloittamista, kun huomioidaan tulokäänteen kulmakertoimeen liittyvät sisäiset ja ulkoiset riskit. Mielestämme sijoittajien lyhyen ajan tuotto/riski-profiilia painaa tällä hetkellä osaltaan myös se, että yhtiöllä ei ole selkeitä laskuvaraa rajaavia tukitasoja, jotka rajaisivat osakkeen laskuvaraa, mikäli viime vuosien toistuvat tulospettymykset jatkuisivat (ts. kannattavuus ei paranisi oleellisesti yhtiön viiden vuoden keskiarvosta).

Tulospotentiaaliinsa nähden Exel arvostetaan mielestämme edullisesti ja mikäli potentiaali realisoituisi suurin piirtein täysimääräisesti (EPS yli 0,60 euroa), olisi yhtiön markkina-arvolla mielestämme tilaa kaksinkertaistua muutaman vuoden tähtäimellä. Näin ollen Exelissä on mielestämme ainesta nousta pörssin lähivuosien tähtikategoriaan, mutta toistaiseksi lähihistorian näytöt kannattavasta kasvusta puoltavat paikkaa vain tarkkailuluokalla. Näin ollen jäämmekin

odottamaan Exeliltä puhtaita kannattavan kasvun kvartaaleja tai vielä leveämpiä (ts. tuotto/riski-profiilia parantavia) turvamarginaaleja.

Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Gurit	1036,00	374	444	11,6	10,2	8,8	7,9	1,0	1,0	13,5	12,5	2,2	2,4	2,9
Hexagon	36,40	700	737	24,0	17,6	14,6	11,7	2,0	1,7	33,5	25,1	2,1	2,6	3,5
Exel Composites (Inderes)	4,23	50	74	12,3	9,5	8,2	6,2	0,7	0,7	14,6	10,0	4,7	5,9	1,9
Keskiarvo				17,8	13,9	11,7	9,8	1,5	1,3	23,5	18,8	2,1	2,5	3,2
Mediaani				17,8	13,9	11,7	9,8	1,5	1,3	23,5	18,8	2,1	2,5	3,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				-31 %	-31 %	-30 %	-36 %	-53 %	-50 %	-38 %	-47 %	121 %	136 %	-40 %

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

Kassavirtamalli

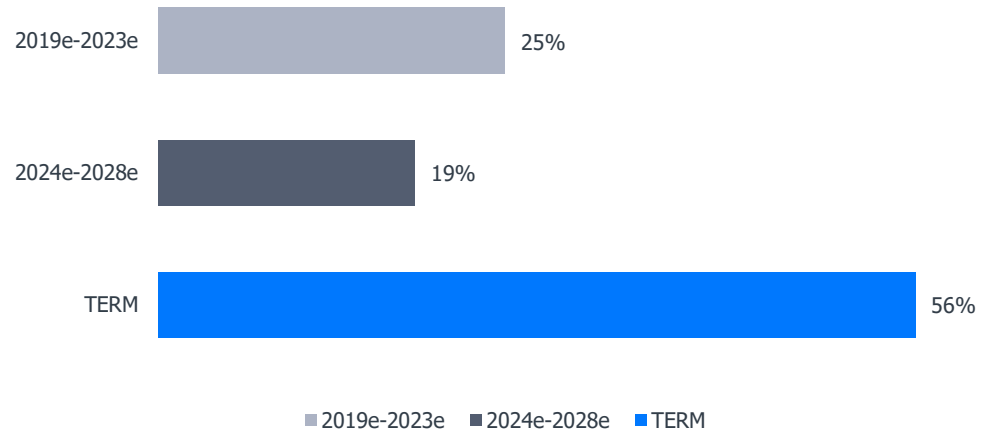
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,2	4,8	7,6	8,9	9,5	9,2	9,0	8,6	8,5	8,4	8,6	
+ Kokonaispoistot	7,1	4,2	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	
- Maksetut verot	-1,7	-1,0	-1,6	-2,0	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,8	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,5	-0,6	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	-1,3	7,8	10,0	10,4	11,0	10,9	10,8	10,2	10,3	10,2	10,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,9	-3,7	-5,8	-4,1	-4,6	-4,6	-4,7	-4,6	-4,6	-4,6	-5,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-12,3	4,1	4,2	6,3	6,4	6,3	6,1	5,7	5,7	5,6	5,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-12,3	4,1	4,2	6,3	6,4	6,3	6,1	5,7	5,7	5,6	5,2	97,1
Diskontattu vapaa kassavirta		3,9	3,7	5,2	4,9	4,5	4,0	3,5	3,3	3,0	2,6	48,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		86,8	82,9	79,2	74,0	69,1	64,6	60,6	57,1	53,9	50,8	48,3
Velaton arvo DCF		86,8										
- Korolliset velat		-29,6										
+ Rahavarat		4,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,1										
Oman pääoman arvo DCF		59,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	86,3	21,2	25,6	23,1	26,7	96,6	25,8	27,8	24,0	27,0	105	110	114	118
Konserni	86,3	21,2	25,6	23,1	26,7	96,6	25,8	27,8	24,0	27,0	105	110	114	118
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,4	2,5	2,3	1,7	2,8	9,3	1,0	2,5	2,6	2,8	9,0	11,6	12,9	13,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-0,9	-1,0	-1,3	-4,0	-7,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	1,8	2,0	0,5	0,8	5,0	1,1	1,5	1,6	1,8	6,0	7,6	8,9	9,5
Liikevoitto	6,1	1,6	1,3	0,5	-1,2	2,2	-0,1	1,5	1,6	1,8	4,8	7,6	8,9	9,5
Konserni	6,3	1,8	2,0	0,5	0,8	5,0	1,1	1,5	1,6	1,8	6,0	7,6	8,9	9,5
Oikaisuerät	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	-1,9	-2,8	-1,2	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	5,4	1,2	1,5	0,4	-1,5	1,7	-0,3	1,3	1,4	1,6	4,0	6,8	8,1	8,7
Verot	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,8	-2,0	-2,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,2	0,9	1,0	0,0	-1,6	0,4	-0,5	1,0	1,0	1,2	2,7	5,0	6,1	6,5
EPS (oikaistu)	0,36	0,09	0,13	0,02	0,00	0,23	0,02	0,08	0,09	0,10	0,29	0,42	0,51	0,55
EPS (raportoitu)	0,36	0,08	0,09	0,00	-0,13	0,03	-0,04	0,08	0,09	0,10	0,23	0,42	0,51	0,55

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	4,3 %	10,7 %	13,3 %	19,2 %	12,0 %	22,0 %	8,5 %	4,0 %	1,0 %	8,3 %	5,0 %	4,0 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	142,7 %	7,9 %	16,9 %	-68,4 %	-44,7 %	-20,1 %	-36,4 %	-24,6 %	226,2 %	131,4 %	19,6 %	26,8 %	16,7 %	7,0 %
Käyttökate-%	10,9 %	11,8 %	8,8 %	7,4 %	10,6 %	9,6 %	3,8 %	9,1 %	11,0 %	10,5 %	8,6 %	10,6 %	11,3 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,3 %	8,4 %	7,7 %	2,1 %	2,9 %	5,2 %	4,4 %	5,4 %	6,7 %	6,6 %	5,7 %	6,9 %	7,8 %	8,0 %
Nettotulos-%	4,9 %	4,3 %	4,0 %	0,0 %	-5,9 %	0,4 %	-1,8 %	3,4 %	4,3 %	4,3 %	2,6 %	4,6 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	30,3	34,4	33,7	35,3	35,4
Liikearvo	13,5	12,8	12,8	12,8	12,8
Aineettomat hyödykkeet	1,5	4,2	4,3	6,3	6,3
Käyttöomaisuus	14,8	16,6	16,1	15,9	16,0
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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,7	0,5	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	34,1	40,1	42,4	45,2	47,6
Vaihto-omaisuus	11,7	15,2	16,2	16,8	17,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,8	20,1	20,9	21,8	22,4
Likvidit varat	7,6	4,8	5,2	6,6	8,0
Taseen loppusumma	64,4	74,6	76,1	80,5	83,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	28,8	25,8	26,3	29,0	32,0
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	17,9	18,6	19,1	21,8	24,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,8	5,0	5,0	5,0	5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,3	12,0	22,5	22,6	21,6
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,6	11,4	21,8	21,9	20,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	30,2	36,7	27,3	28,9	29,5
Lainat rahoituslaitoksilta	11,7	18,2	6,9	7,0	6,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,5	18,5	20,4	22,0	22,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	64,4	74,6	76,1	80,5	83,1

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	73,1	86,3	96,6	104,6	109,9
Käyttökate	3,9	9,4	9,3	9,0	11,6
Liikevoitto	0,7	6,1	2,2	4,8	7,6
Voitto ennen veroja	0,7	5,4	1,7	4,0	6,8
Nettovoitto	0,2	4,2	0,4	2,7	5,0
Kertaluontoiset erät	-1,9	-0,1	-2,8	-1,2	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	53,1	64,4	74,6	76,1	80,5
Oma pääoma	27,0	28,8	25,8	26,3	29,0
Liikearvo	9,8	13,5	12,8	12,8	12,8
Nettovelat	3,3	8,7	24,8	23,5	22,3

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	3,9	9,4	9,3	9,0	11,6
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	-1,3	-8,8	0,1	0,2
Operatiivinen kassavirta	4,2	6,5	-1,3	7,8	10,0
Investoinnit	-2,9	-8,8	-10,9	-3,7	-5,8
Vapaa kassavirta	1,2	-2,4	-12,3	4,1	4,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
SEB (hallintarekisteri)	19,6 %
Nordea Pankki Ab (hallintarekisteri)	16,3 %
Nordea Fennia Fund	5,1 %
OP Suomi Small Cap rahasto	4,2 %
Danske Invest Small Cap rahasto	3,2 %

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,02	0,36	0,03	0,23	0,42
EPS (oikaistu)	0,15	0,36	0,23	0,29	0,42
Operat. kassavirta / osake	0,35	0,55	-0,11	0,66	0,84
Vapaa kassavirta / osake	0,10	-0,20	-1,03	0,34	0,35
Omapääoma / osake	2,27	2,42	2,17	2,21	2,43
Osinko / osake	0,10	0,30	0,18	0,20	0,25

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	18 %	12 %	8 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-46 %	138 %	-1 %	-3 %	29 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-46 %	143 %	-20 %	20 %	27 %
EPS oik. kasvu-%	-38 %	140 %	-35 %	24 %	46 %
Käyttökate-%	5,4 %	10,9 %	9,6 %	8,6 %	10,6 %
Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	7,3 %	5,2 %	5,7 %	6,9 %
Liikevoitto-%	0,9 %	7,1 %	2,3 %	4,6 %	6,9 %
ROE-%	0,8 %	15,2 %	1,4 %	10,3 %	18,3 %
ROI-%	1,8 %	14,9 %	4,4 %	8,7 %	13,5 %
Omavaraisuusaste	50,9 %	44,7 %	34,6 %	34,5 %	36,0 %
Nettovelkaantumisaste	12,2 %	30,3 %	96,3 %	89,3 %	76,9 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	16,0	9,3	7,8	8,2	6,2
EV/EBIT (oik.)	24,3	13,8	14,4	12,3	9,5
P/E (oik.)	33,4	18,2	17,1	14,6	10,0
P/B	2,2	2,7	1,8	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	2,0 %	4,6 %	4,5 %	4,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.3.2017	Lisää	5,40 €	4,93 €
5.5.2017	Lisää	6,30 €	5,84 €
21.7.2017	Vähennä	6,75 €	6,85 €
7.9.2017	Vähennä	7,00 €	6,80 €
26.10.2017	Vähennä	7,50 €	7,60 €
7.12.2017	Lisää	7,50 €	6,77 €
19.2.2018	Lisää	7,50 €	6,80 €
21.3.2018	Lisää	7,50 €	6,60 €
11.5.2018	Lisää	6,70 €	6,10 €
25.7.2018	Lisää	6,70 €	6,04 €
1.11.2018	Vähennä	4,70 €	4,58 €
9.1.2019	Vähennä	4,35 €	4,17 €
18.2.2019	Vähennä	4,35 €	4,15 €
5.3.2019	Vähennä	4,35 €	4,19 €
15.4.2019	Vähennä	4,35 €	4,23 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**