

# Exel Composites

Laaja raportti

12/2020

# Hyvät hyökkäyskuviot ja vakaat puolustuslinjat

Tarkistamme tavoitehintamme 7,00 euroon (aik. 6,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Exel on edennyt koronavuoden aikana määrätietoisella ja rauhallisella tavalla, eivätkä ulkoiset häiriötekijät ole myöskään yhtiön pidemmän aikavälin kasvukuvaa tai omaa suhteellista kilpailuasemaa heikentäneet. Tulokasvusta, kertoimien pienestä nousuvarasta sekä osingosta muodostuva seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotus on mielestämme riskeihin nähden riittävä. Tämä sekä pidemmän aikavälin potentiaali puoltavatkin osakkeen kydyissä pysymistä.

## Globaalilla skaalalla operoiva komposiittivalmistaja

Exel on vaativien ja useisiin teollisiin loppukäyttöihin soveltuvien komposiittituotteiden valmistaja. Tuotannossaan Exel hyödyntää pääosin pultruusioteknologiaa, ja arviomme mukaan yhtiöllä on tässä globaalien komposiittimarkkinan mittakaavaan suhteutetussa niche-segmentissä myös johtava markkina-asema. Exelin toimittamat tuotteet ovat tyypillisesti suoraan asiakaskohtaisiin tarpeisiin suunniteltuja, mikä tekee tarjoaman räätälöintiasteesta korkean. Tämä mahdollistaa yhtiölle arviomme mukaan hyvät edellytykset tukevan arvoketjuaseman kaappaamiselle ja luo myös tiettyä hinnoitteluvoimaa perinteiseen linjatavaraan verrattuna. Räätälöidyn tarjoaman varjopuolena on puolestaan monimuotoistuva tuotantoportfolio, mikä osaltaan vaikeuttaa tehokkuustason optimointia. Mielestämme Exelin keskeisimmät vahvuudet ovat tuotantoverkoston aidosti globaali rakenne, hyvä asema megatrendien ohjaamilla asiakastoimialoilla sekä kokonaisuudessaan laaja toimialaportfolio. Keskeisimpinä riskeinä pidämme puolestaan investointivetoisen kysynnän kehittymistä, riippuvuutta suurimmista asiakkaista sekä Yhdysvaltain yksikön tulokäänteen kestävää toteutumista.

## Kasvuyhtiö rakenteeltaan hajanaisella toimialalla

Exelin kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvuvauhdiksi on arvioitu noin 2-5 %. Kasvua ajavat etenkin globaalit megatrendit (mm. kestävä kehitys ja elintason nousu), jotka ohjaavat teollisia materiaalivalintoja kevytrakenteisempien ja käyttöikänsä pidempien ratkaisujen suuntaan. Alueellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Kiinassa, kun taas asiakasaloittain tuulivoima- ja elektroniikkateollisuuden on arvioitu etenevän reippaimmin. Exelin asema markkinan kasvuprofiiliin nähden on mielestämme mainio, kun huomioidaan yhtiön maantieteellinen jalansija sekä toimialaportfolion rakenne (mm. tuulivoiman suuri osuus). Rakenteeltaan toimiala on puolestaan hyvin hajanainen, mikä tarjoaa Exelille kiinnostavia pitkän aikavälin kannustumia myös epäorgaanisia liikkuja silmällä pitäen. Lähivuosina odotamme Exelin liikevaihdon pysyvän maltillisella kasvu-uralla tärkeimpien toimialojen kasvavien kysyntöjen sekä omien kyvykkyyksien tukemana. Skaalautuvan lisävolyymien sekä asteittain petraavan tehokkuustason odotamme näkyvän yläriiviä vauhdikkaampana tulokasvuna.

## Tuotto-odotus riittävä riskeihin nähden

Ennusteillamme Exelin oikaistut P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 14x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Hyväksymäämme kerroinhaarukkaan ja historiallisiin arvostustasoihin linjattuna nykyinen arvostuskuvaa ei mielestämme ole turhan vaativa, vaikka lyhyen tähtäimen kehitykseen yhä tavanomaista enemmän epävarmuutta liittyykin. Vuoden tähtäimellä tulokasvusta, 3-4 % osinkotuotosta ja kertoimien pienestä nousuvarasta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme oman pääoman tuottovaateen (ts. riskitason) ylittävällä tasolla. Tämä tekee tarjolla olevasta tuotto/riski-suhteesta oikeanlaisen.

## Analytiikot



**Joonas Korkiakoski**

+358 40 1828660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

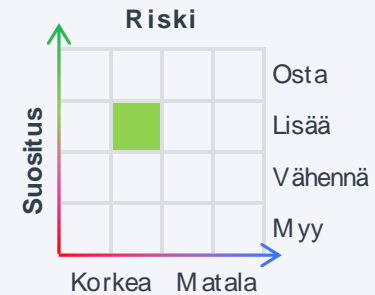


**Antti Viljakainen**

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

## Suositus



**Lisää**  
(aik. Lisää)

**7,00 EUR**  
(aik. 6,80 EUR)

**Osakekurssi:**  
6,46

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	104	107	110	112
<b>kasvu-%</b>	7 %	3 %	3 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	7,2	8,5	9,0	9,3
<b>EBIT-% oik.</b>	6,9 %	8,0 %	8,2 %	8,3 %
<b>Nettotulos</b>	2,4	5,2	6,1	6,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,34	0,46	0,51	0,53
<b>P/E (oik.)</b>	19,1	14,1	12,7	12,2
<b>P/B</b>	2,9	2,6	2,3	2,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,8 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,9	12,9	11,8	11,0
<b>EV/EBITDA</b>	10,0	8,3	7,4	6,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,0	1,0	0,9

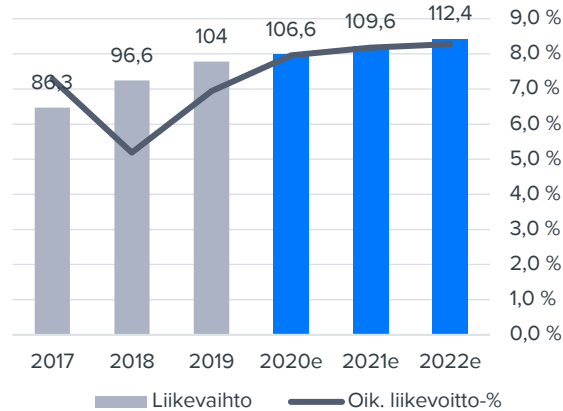
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



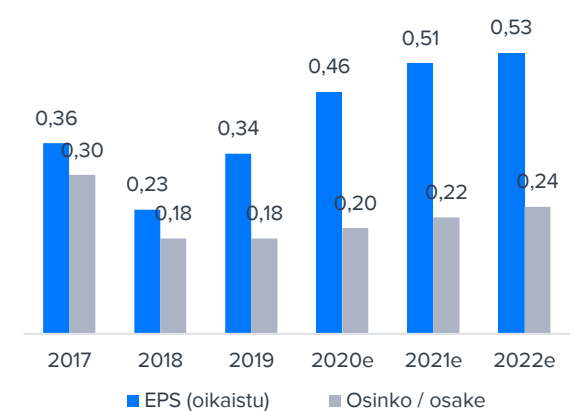
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan orgaaniselle kasvulle
- Kannattavuus lähestyy potentiaaliaan
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Arvostuskertoimissa pientä nousuvaraa

### Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja volatiilia
- Yhdysvaltain yksikön tuloskänteen jääminen väliaikaiseksi
- Kulurakenne on varsin kiinteä
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Velkamäärä taseessa on koholla
- Kasvun epäonnistuminen painaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Koronapandemian välilliset vaikutukset

### Arvostus

- Rullaavan 12 kuukauden tuloksella arvostus on neutraali
- Keskipitkän aikavälin tuloskasvun realisoituessa osake ei ole kallis
- Lähivuosien 3-4 % osinkotuotot antavat lievää tukea tuotto-odotukselle, mutta osingon kasvu vaatii taakseen myös tuloskasvua

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-9</b>
Sijoitusprofiili	<b>10-14</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>15-19</b>
Strategia	<b>20-23</b>
Taloudellinen tilanne	<b>24-26</b>
Ennusteet	<b>27-31</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>32-37</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>38</b>

# Exel lyhyesti

Exel on teollisuusyhtiö, joka suunnittelee sekä valmistaa komposiittituotteita ja -ratkaisuja eri teollisuudenalojen vaativiin loppukäyttöihin

**1960**

Perustamisvuosi

**1999**

Listautuminen

**8 %**

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2016-2020 (TTM)

**6 %**

Keskimääräinen oikaistu liikevoittomarginaali 2016-2020 (TTM)

**108 MEUR**

Liikevaihto 2020 (TTM)

**8,3 MEUR (7,7 % liikevaihdosta)**

Oikaistu liikevoitto 2020 (TTM)

**656**

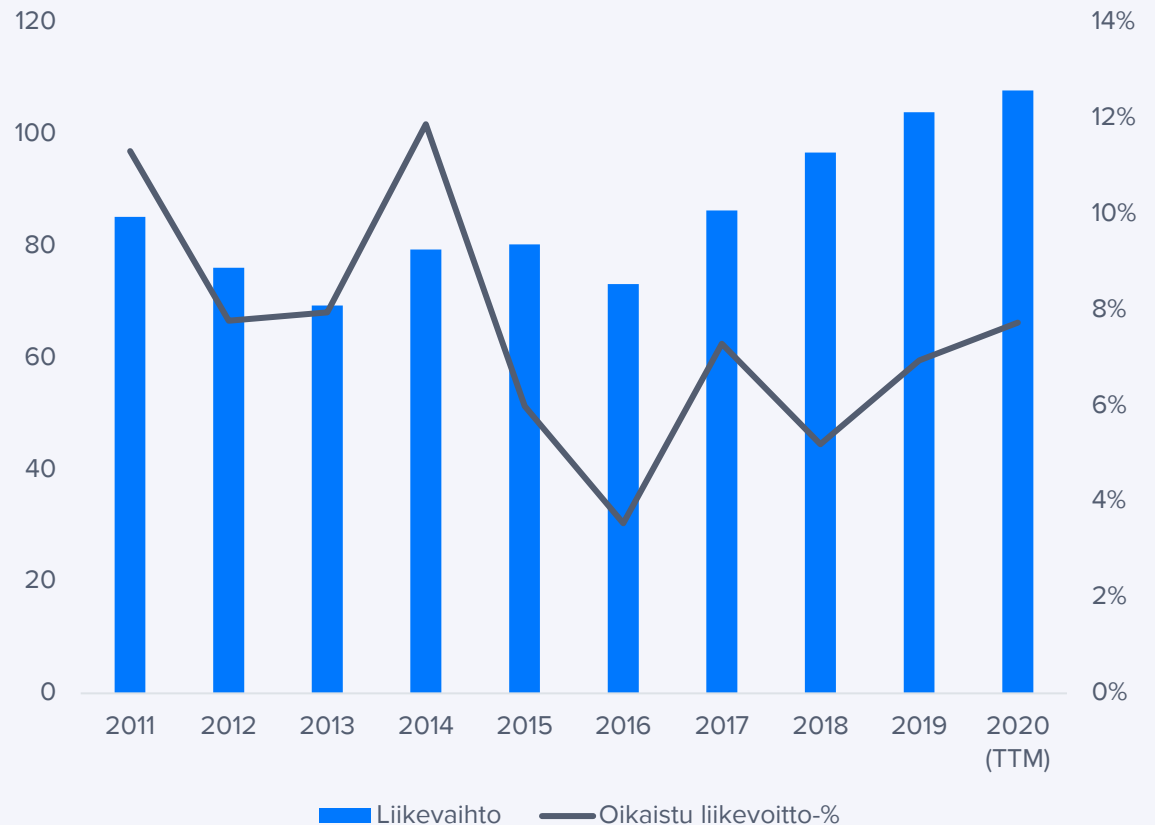
Henkilömäärä Q3'20:n lopussa

## Vuodet 2011-2014

- Eurokriisi hidastaa 2010-luvun ensimmäisiä vuosia
- Paluu kasvu-uralle vuonna 2014 telekommunikaatiosektorin asiakkaan vetämänä
- Myyntimix painottuu yläsegmenttiin ja takaa korkean marginaalitason

## Vuodet 2015-2020 (TTM)

- Telekommunikaatiosektorin haasteet ja asiakasriskin asteittainen realisoituminen
- Maantieteellisen jalansijan laajentaminen JHFRP:n ja DSC:n hankintojen kautta
- Kannattavuuskäänteen toteuttaminen ja onnistumiset tuulivoimasektorilla
- Eteneminen kohti täyttä kannattavuuspotentiaalia



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Johtava komposiittivalmistaja räätälöidyllä tarjoamalla

Exel on valmistavassa teollisuudessa operoiva yhtiö, joka on erikoistunut vaativien ja useisiin erilaisiin teollisuuden loppukäyttöihin soveltuvien komposiittituotteiden suunnitteluun, valmistamiseen sekä myyntiin ja markkinointiin. Komposiitit itsessään ovat kahden tai useamman materiaalin yhdistelmiä. Komposiittien teknisenä logiikkana on saada yhdistetystä kokonaisuudesta enemmän irti (ts. ominaisuuksiltaan parempi materiaali) kuin alla olevista materiaaleista olisi erillisinä mahdollista saada. Exelin valmistamat komposiitit painottuvat arviomme mukaan lasi- ja hiilikuitupohjaisiin ratkaisuihin niiden keveys- ja kestävyysominaisuuksia heijastellen. Tuotannossaan Exel on keskittynyt pääosin pultruusioteknologiaan ja arviomme mukaan yhtiöllä on tässä globaalimarkkinan mittakaavaan suhteutetussa niche-segmentissä myös johtava markkina-asema. Kokonaisuudessaan Exelin tuote- ja ratkaisutarjoama on hyvin räätälöity.

Exelin pääkonttori sijaitsee Vantaalla. Yhtiöllä on kahdeksan valmistavaa tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Suomessa (2 kpl), Kiinassa (2 kpl), Isossa-Britanniassa, Belgiassa, Itävallassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiö työllistää noin 660 henkilöä.

### Liikevaihto painottuu Eurooppaan

Vuonna 2020 (TTM) Exelin liikevaihto oli 108

MEUR ja oikaistu liikevoitto 8,3 MEUR. Exelin toiminta on hyvin Eurooppa-vetoista, sillä alueen osuus viimeisen vuoden tulovirroista oli lähes 60 %. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat Pohjois-Amerikka ja Aasia molempien noin 20 % liikevaihtokontribuutiota mukailen. Liikevaihdon maantieteellisestä jakaumasta on hyvä huomata, että se perustuu asiakkaan eikä yhtiön oman tuotantoyksikön sijaintiin.

Vuonna 2019 Exelin suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 19 %. Arviomme mukaan Exelillä on yhteensä satoja asiakkaita, mutta yli puolet liikevaihdosta kertyy kuitenkin 10-15 suurimman asiakkaan kautta. Näin ollen valtaosa Exelin asiakkaista on kokoluokaltaan melko pieniä, mikä korostaa merkittävimpien asiakkaiden roolia yhtiön tuloksenteossa. Tätä heijastellen avainasiakkaan menettäminen, asiakaskohtaisen markkinaosuuden supistuminen tai asiakkaan kohtaamat vaikeudet omissa operaatioissa voivat nakertaa myös Exelin liiketoimintamahdollisuuksia nopeallakin aikataululla. Käsityksemme mukaan yhtiön asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ovat kuitenkin pitkiä ja hyviä, mikä yhdessä räätälöidyn tarjoaman (ts. kynnys toimittajan vaihtamiselle kohtuullinen) kanssa pitää asiakasriskin kokonaisuudessaan maltillisena.

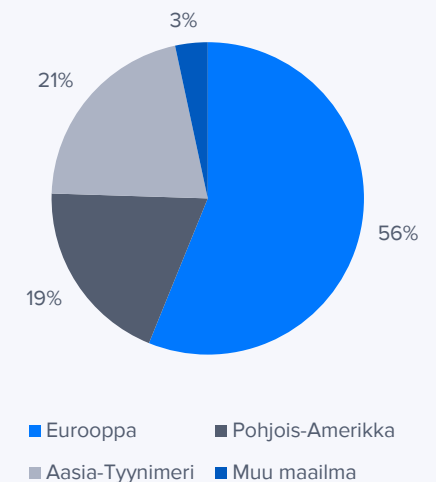
### Liiketoiminnan rakenne

Exel raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitason tasolla, mutta liikevaihdon seitsemän asiakastoimialan kautta. Nämä ovat:



- 60 vuoden operatiivinen historia ja vahva tuotantotekninen osaaminen
- Pultruusiomarkkinan johtava toimija
- Räätälöity tarjoama mahdollistaa korkeampien hintapisteiden saavuttamisen
- Globaali tuotantolaitosverkosto tukee kilpailukykyä ja kasvupolkuja
- Asiakasportfolio kattaa laajasti eri teollisuuden lohkoja

Liikevaihdon jakauma 2020 (TTM)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

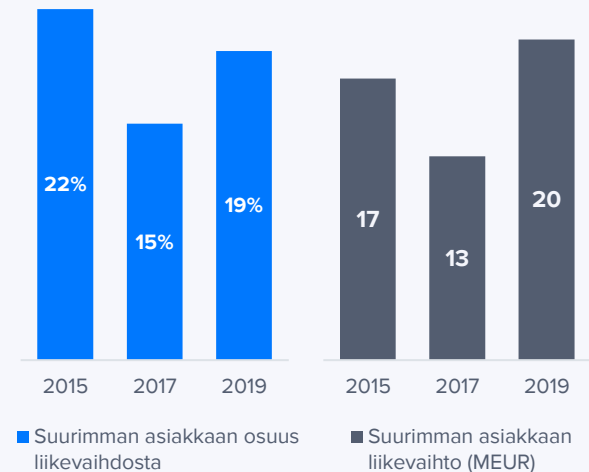
- Rakentaminen ja infrastruktuuri** on Exelin toiseksi suurin asiakassegmentti ja se toi vuonna 2020 (TTM) liikevaihdosta noin 21 %. Segmentin tyypillisiä tuotesovelluksia ovat ikkuna- ja oviprofiilit, rakenteelliset komposiitit sekä sillat. Kysyntä on projektinomaista ja sitä kautta syklistä, vaikka asiakkaiden projekteissa tiettyä jatkuvuutta onkin.
- Välineet ja muu teollisuus** toi viimeisen vuoden jaksolla noin 17 % liikevaihdosta. Asiakassegmentin tyypillisimpiä loppukäyttöjä ovat erilaiset puhdistus- ja ylläpitosovellukset sekä öljy- ja kaasuteollisuuden ratkaisut. Osa tämän segmentin tuotteista on standardoituja (mm. siivousputket), mutta pääpaino on koko portfolion tapaan räätälöidyissä tuotteissa. Standardoitujen tuotteiden vetämänä osa kysynnästä on kuluttajavetoista.
- Tuulivoima** on suurin yksittäinen asiakassegmentti ja se toi vuonna 2020 (TTM) noin 26 % liikevaihdosta. Myös Exelin suurin yksittäinen asiakas tulee tästä segmentistä. Lohkon tyypillisiä lopputuotteita ovat tuulivoimaturbiinien siipien vahvisteet ja jäykisteet sekä voimalan muut tukirakenteet, kuten kaiteet ja huoltotasanteet. Segmentin kasvupotentiaali on uusituvan energian taustalla olevien ajureiden tukemana hyvä ja myös Exelin suhteellinen kilpailukyky tässä lohkossa on käsityksemme mukaan tukeva. Tuulivoima-alan sovellukset ovat kuitenkin isovolyymisiä ja matalan räätälöintitarpeen tuotteita, mikä kutistaa Exelin omaa hinnoitteluvoimaa ja kiristää kilpailutilannetta.
- Koneet ja sähkö** toi vuonna 2020 (TTM) noin 15 % liikevaihdosta. Segmentin yleisiä tuotesovelluksia ovat esimerkiksi erilaiset paperi- ja tekstiilikoneisiin toimitettavat komponentit sekä johdin- ja robotiikkasovellusten osat. Arviomme mukaan tuotekori painottuu yläsegmenttiin ja tuotteiden laatuvaatimukset ovat hyvin korkeita. Loppukäyttöjä kuten paperi- ja selluteollisuutta heijastellen segmentin kysyntä on pääosin investointivetoista.
- Kuljetus** vastasi viimeisen vuoden jaksolla noin 11 % liikevaihdosta. Tämän segmentin tyypillisiä sovelluksia ovat puolestaan kuljetusvälineiteollisuuden toimitettavat profiilit. Kysyntää ajaa etenkin energiatehokkuuden (mm. polttoainekäyttö) vaaliminen ja kestävä kehitys.
- Puolustus** toi Exelin liikevaihdosta vuonna 2020 (TTM) noin 5 % ja se oli siten pienin asiakassegmentti. Segmentin tuotesovelluksia ovat muun muassa naamioverkkojen tukivarret ja ei-magneettiset työkaluvarret.
- Telekommunikaatio** vastasi viimeisen vuoden liikevaihdosta 6 %. Yleisimpiä lopputuotteita ovat antennien suojakuvut ja erilaiset mastot. Telekommunikaatio oli aikaisemmin yhtiölle hyvin merkittävän volyymin ja korkean marginaalitason asiakassegmentti, mutta alla olevan markkinan viime vuosien ongelmien ja kroonisen hintaeroosion takia segmentin rooli on laskenut merkittävästi. Lohkon kysyntä on luonteeltaan hyvin investointivetoista.

 **Potentiaaliset asiakkaat\***



\*Perustuu Inderesin arvioihin potentiaalisista asiakkaista. Exel ei itse julkaise asiakkaitaan.

Vuosina 2015-2017 suurin asiakas tuli telekommunikaatiosta, vuonna 2019 tuulivoimasta



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kokonaisuutena liiketoiminnan rakenne on mielestämme tasapainoinen, eikä yhtiö ole liian riippuvainen yksittäisen asiakastoimialan kehityskaaren suunnasta tai sen voimakkuudesta. Lisäksi asiakasalat ovat pääosin kehittyneissä elinkaaren vaiheissa olevia lohkoja ja niiden kasvunäkymät ovat pidemmälle katsottaessa vähintäänkin tyydyttävät, mikä luo myös Exelille vakaan ja terveen lähtötilanteen tuleville vuosille. Yleisluonteeltaan pohjakysyntä on kuitenkin investointi- tai projektivetoista, mitä mukaillen myös Exelin tilaus- ja toimitusvolyymeissa on automaattisesti mukana teollisuussektoreille tyypillistä epävakautta. Exelin osalta tätä kuitenkin tasaa asiakassegmenttien alla olevien kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus.

## Liiketoimintamalli

### Suunnittelu ja tuotanto avaintoimintoja

Exelin liiketoimintamalli on teolliselle toimijalle hyvin perinteinen, sillä yhtiö myy ja valmistaa itse suunnittelemaansa tuotteita. Exelin valmistamat komposiittituotteet ovat yksittäisiä osia asiakkaan sovelluksessa, kuten tuulivoimalan siivessä tai paperitehtaan tuotantokoneessa. Täten Exelin tuotteet ovat yleensä suoraan asiakaskohtaisiin tarpeisiin suunniteltuja, mikä tekee tarjoaman räätälöintiasteesta verrattain korkean. Tämä mahdollistaa yhtiölle arviomme mukaan hyvät edellytykset tukevan arvoketjuaseman kaappaamiselle ja sen vahvistamiselle, minkä lisäksi räätälöity portfolio kohottaa toimittajan vaihtamisesta koituvia kustannuksia ja luo asiakassuhteisiin tiettyä pysyvyyttä. Käsittelemme

mukaan Exelin toimittamien komponenttien osuus loppuasiakkaan investointihankkeen kokonaiskustannuksista on yleensä suhteellisen matala, mikä yhdessä edellä mainittujen kanssa tuo yhtiölle myös tietynasteista hinnoitteluvoimaa perinteiseen linjatavaraan verrattuna. Asiakastoimialojen välillä räätälöintiasteet ja hankintadynamiikat eivät kuitenkaan ole vakioita, mistä johtuen myös Exelin toimialakohtaisessa hinnoittelukyvyyssä on näistä eroista kumpuavaa vaihtelua. Räätälöidyn tarjoaman haittapuolena on puolestaan tuotannon monimuotoistuminen, mikä voi aiheuttaa valmistusprosessiin tiettyjä kitkoja (mm. kiinteiden kulujen nousu) ja vaikeuttaa sitä kautta tehokkuustason optimointia.

Tästä perusdynamikasta johtuen Exelin ydintoiminnot ovat mielestämme suunnittelu (ml. tuote- ja materiaalikehitys) ja tuotanto. Yhtiön ansaintamallin toimivuuden kannalta erityisesti suunnittelutyön rooli on olennainen, sillä siinä onnistuminen luo kriittistä perustaa kilpailukykyiselle tarjoamalle (mm. tuotesovellusten määrä ja potentiaalisen markkinan koko), asiakashankinnassa ja -pidossa onnistumiselle sekä näiden myötä myös pidemmän aikavälin arvonluonnille. Kaupallisena prosessina suunnittelutyö on arviomme mukaan hyvin pitkäjänteistä ja aikaikkuna ensimmäisestä asiakaskontaktista valmiiseen tuotesovellukseen voi olla hyvinkin pitkä (noin 1-3 vuotta). Laajat suunnitteluresurssit (ts. käsiparit) eivät kuitenkaan yksistään aja tämän toimintakulman purevuutta, vaan käsityksemme mukaan myös asiakkaan liiketoiminnan ymmärtäminen on tärkeä taito.

Exelin pitkää operatiivista historiaa ja useita teollisuudenaloja kattavaa asiakasportfoliota heijastellen uskommekin sekä yhtiön kovan suunnitteluosaamisen että asiakasalojen lukemisen olevan kiitettävällä tasolla.

Arviomme mukaan myös Exelin tuotantotekninen osaaminen on hyvä. Lattiatasolla yhtiö hyödyntää sekä pultruusio- ja pullwinding-teknologioita että jatkuvan laminoinnin tuotantomenetelmää. Näiden menetelmien myötä Exelillä on kyky valmistaa niin yksinkertaisia tankoja ja putkia kuin myös muodoltaan monimutkaisempia profiilejakin. Näin ollen yhtiön tuotantoresurssit taipuvat varsin monenlaiseen asentoon, mikä yhdessä vahvan suunnitteluosaamisen kanssa tukee kokonaiskilpailukykyä. Tiettyjä mahdollisuuksia jää kuitenkin näiden menetelmien ulkopuolelle ja uusien teknologioiden kartoittaminen sekä niihin laajentuminen onkin pidemmällä tähtäimellä keskeinen osa yhtiön strategista tiekarttaa.

Koska toimintamallin perusluonne on varsin geneerinen, ei se mielestämme itsessään erota yhtiötä muista toimijoista tai luo selkeitä kilpailuvaltteja. Näin ollen yhtiön keskeisimmät vahvuudet kumpuavatkin arviomme mukaan toimintamallin alla olevista ydinprosesseista, niiden linjakkaasta yhdistämisestä sekä rakenteellisista ominaisuuksista, kuten globaalista tehdasverkostosta ja laajasta toimialaportfoliosta.

### Tilaukskannan rakenne on lyhyt

Exel saa asiakkailtaan tyypillisesti kysyntäennusteita seuraavan 6 ja 12 kuukauden jaksoille. Nämä ennusteet muuttuvat kuitenkin



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

pysyviksi tilauksiksi vasta joitain viikkoja ennen varsinaista toimitusta, mikä tekee Exelin kovasta tilauskannasta rakenteellisesti lyhyen ja arviomme mukaan noin kvartaalin mittaisen. Tämän takia tilauskanta ei itsessään ole erityisen hyvä mittari pidemmälle katsottaessa, vaikka se lyhyen jätteen kuormasta hyvän ennakon antaakin. Aukoton tämä sapluuna ei kuitenkaan tällaisenaan ole, sillä käsityksemme mukaan eri asiakastoimialojen välisissä tilausdynamiikoissa voi olla selkeitäkin eroavaisuuksia ja luonnollisesti myös asiakaskohtaiset ominaisuudet voivat tätä peruskehikkoa liikuttaa. Lyhyt tilauskanta heijastuu tilaus/toimitus-ketjun ohella myös kustannusten hallintaan, sillä ennusteiden pettäessä kapasiteetin ja kulurakenteen joustopisteet ovat lyhyellä tähtäimellä rajallisia. Lisäksi tilauskannan lyhyt rakenne vaikeuttaa osin käyttöpääoman hallintaa.

## Kustannusrakenteessa on skaalattavaa

Exelin kustannusrakenne on vuosina 2018-2018 toteutetun 3 MEUR:n säästöohjelman kautta saavutetuista hyödyistä huolimatta yhä kohtuullisen jäykkä, sillä arviomme mukaan kokonaiskustannuksista noin 25-30 % on kiinteitä. Kiinteää kulurakennetta selittää toimintamallin edellyttämät suunnitteluresurssit sekä globaali tuotanto- ja myyntiverkosto. Korkeat kiinteät kustannukset (ja korkea myyntikate) luovat Exelin toimintaan operatiivisen tulosvivun ja yhtiöllä on vajaalla kapasiteetilla toimiessaan mahdollista skaalata kiinteitä kulujaan volyymikasvuun nähden ja kasvattaa liikevoittoaan liikevaihdon kasvua rivakammin. Vipu toimii kuitenkin myös toiseen suuntaan ja volyymien laskiessa yhtiöllä voi olla

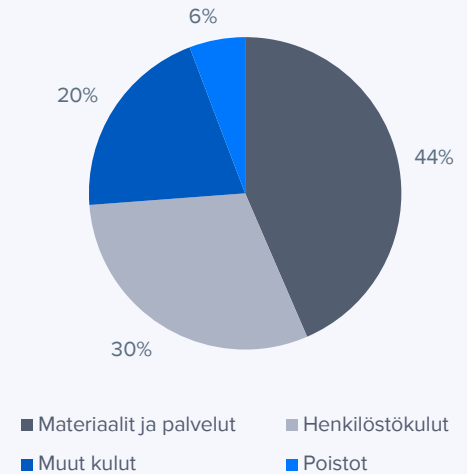
vaikeuksia puolustaa lyhyen tähtäimen kate- ja marginaalitasojaan.

## Pääomaa ei sitoudu ylimalkaisesti

Exelin toiminta ei sido poikkeuksellisia määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa ja melko jäykällä kustannusrakenteella operoikin. Vuonna 2020 (TTM) taseen kiinteän omaisuuden osuus (ml. IFRS 16) liikevaihdosta oli noin 23 %, mikä on vielä jokseenkin kohtuullinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan liki samalla tasolla. Nettokäyttöpääomaa yhtiön toimintaan on historiallisesti sitoutunut noin 14 %, mikä on selvästi kiinteän pääoman sitoutumista maltillisempi taso. Käyttöpääoma on historiallisesti ollut myös osin asiakkaiden rahoittamaa, sillä ostovelkojen kiertoaika on pysynyt kestävästi myyntisaamisten vastaavaa hitaampana. Tämä vahvistaa näkemystämme Exelin terveestä arvoketjuasemasta ja siten hyvästä neuvotteluraosta sekä loppuasiakkaiden että hankintaketjun suuntaan. Viime vuosina käyttöpääoman tarve on kuitenkin noussut, minkä taustalla on ollut etenkin myyntimixin muutos (ts. isompi osuus neuvotteluvoimaltaan vahvojen toimijoiden tuulivoimaa).

Kokonaisuudessaan pääoman sitoutuminen on mielestämme maltillista. Tämä on sijoittajien kannalta luonnollisesti positiivinen asia, sillä se luo yhdessä terveiden voittomarginaalien ja taseen tehokkaan käytön kanssa edellytykset hyvien pääoman tuottotasojen saavuttamiselle ja omistaja-arvon luomiselle.

Kustannusrakenne 2020 (TTM)



Pääoman sitoutuminen



# Sijoitusprofiili 1/2

## Exel on kasvuyhtiö

Kohdemarkkinoiden ja keskeisimpien toimintalojien terveiden pitkän aikavälin kasvunäkymien myötä Exel profiloituu mielestämme kasvuyhtiöksi. Näkemystämme tästä tukee myös se, että yhtiön strategia on hyvin kasvuvetoinen useammasta kulmasta tarkasteluna. Kasvuun panostaminen on pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta järkevä valinta, kun huomioidaan yhtiön kulurakenteessa piilevät skaalaedut sekä pitkässä juoksussa pelkkien tehostamistoimien varaan rakentuvan arvonluontipotentiaalin kapeus. Exelin kasvu ei nykyrakenteellaan sido poikkeuksellisia määriä pääomia, mitä peilaten yhtiöllä on mielestämme hyvät lähtökohdat myös tasaisesti kasvavan osingon maksamiseen. Kasvuyhtiöprofiilia mukaillen näemme osingon kuitenkin vain kokonaistuotto-odotusta tukevana osana, vaikka yhtiö historiallisesti tarkasteltuna onkin hyvin avokätinen osingonmaksaja ollut.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Arviomme mukaan Exelin pitkän aikavälin positiiviset arvoajurit ovat:

- **Orgaaninen kasvu:** Komposiittimateriaalien ja samalla Exelille relevanttien toiminta-alueiden kysyntää ajavat pitkälti globaalit trendit, kuten elintason nousu, kestävä kehitys, kaupungistuminen ja demografian muutos. Näitä ajureita heijastellen Exelillä tulisi arviomme mukaan olla edellytykset yltää vuosittain vähintään muutaman prosentin orgaaniseen kasvuun, minkä tulisi yhtiön kustannusrakenne ja toimintalogiikka

huomioiden myös skaalautua tulostasoon. Globaalin tehdasverkostonsa sekä ydinosaamisensa tukemana uskomme Exelillä olevan tarvittavat työkalut myös markkinaosuuksien nappaamiselle.

- **Kannattavuuden kestävä nostaminen:** Historiallisesti tarkasteltuna Exel on yltänyt nykytasoa korkeampiin marginaaleihin. Vaikka yhtiön liiketoiminnan rakenne onkin marginaalitason piikkivuosista muuttunut (ts. korkeakatteisen telekommunikaatiosektorin paino laskenut merkittävästi), on yhtiöllä mielestämme nykyisen myyntimixinsä puitteissa täydet mahdollisuudet yltää kestävästi viime vuosia korkeampiin marginaaleihin. Täyden potentiaalin ulosmittaaminen ja marginaalitason nostaminen kestävästi yli 10 %:n tavoitetason vaatii taakseen kuitenkin sekä saavutetuista tehokkuushyödyistä kiinni pitämisen, Yhdysvaltain yksikön tulostason pysyvän kääntymisen että vähintään kohtuullisen liiketoimintaympäristön ja sen mukanaan tuoman riittävän peruskuorman. Selkeitä rakenteellisia esteitä tai muita operatiivisia pullonkauloja kannattavuustason nostamiselle / tavoitetason saavuttamiselle emme näe.
- **Hajanaisen markkinan konsolidointi:** Komposiittimarkkinan rakenne on hyvin hajanainen ja uskomme toimialalla viime vuosina edenneen konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa. Tämän näemme puolestaan tarjoavan Exelin kaltaiselle vakiintuneella toimintamallilla ja kypsässä kehitysvaiheessa operoivalle toimijalle

mielenkiintoisia pidemmän tähtäimen epäorgaanisia tilaisuuksia uusiin maantieteellisiin lohkoihin, asiakkuuksiin ja tuotantoteknologioihin laajentumista ajatellen. Exelin viime vuosina toteuttamia yritysjärjestelyjä sekä niiden myötä kohonnuttua velkamäärää heijastellen emme kuitenkaan pidä todennäköisimpänä skenaariona sitä, että yhtiö hakisi lähivuosien kasvualkuja ensisijaisesti yritysostojen kautta.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Exelin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Kysynnän sykliisyys:** Exelin liikevaihdosta valtaosa tulee investointi- ja projektivetoisilta asiakassektoreilta, joiden kysynät ovat alttiita useille maailmantalouteen sidonnaisille tekijöille. Tästä johtuen kysyntäkuvan heikentyminen voi rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja tulosta nopeastikin etenkin kun huomioidaan se, että Exelin ansaintalogiikasta johtuen kova tilauskanta on rakenteellisesti varsin lyhyt. Kustannusrakenteen kiinteästä perusluonteesta huolimatta Exelillä on kuitenkin kohtuullisia lyhyen tähtäimen joustopisteitä, mistä osoituksena on se, ettei yhtiön liiketulos ole painunut tappiolle voimakkaidenkaan ulkoisten shokkien ympäristöissä (mm. finanssi- ja eurokriisi). Vastavoimaa kysynnän vaihteluille tuo myös useille teollisuudenaloille (ml. maantieteellinen hajauma) ja siten eriaikaisille syklin vaiheille levittyvä asiakasportfolio.

# Sijoitusprofiili 2/2

- **Komposiittien suhteellinen kilpailukyky:** Vaikka komposiittien pitkän aikavälin kysyntäajurit ovat arviomme mukaan kestäviä, eivät komposiittivalmistajat kuitenkaan operoi tyhjiössä. Näin ollen kilpailevien materiaalien (mm. alumiini ja teräs) tai niiden raaka-aineiden (esim. öljy) hintojen muutokset voivat vaikuttaa myös komposiittien suhteelliseen asemaan ja kilpailukykyyn heikentävästi. Tiettyä puskuria kilpailevien materiaalien hinnanmuutoksia vastaan tuo arviomme mukaan kuitenkin komposiittien rakenteelliset kilpailutekijät kuten alhaisemmat elinkaarikustannukset.
- **Asiakasriski:** Exelin suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on noin 19 %, minkä lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan muutamia yksittäisiä asiakkaita noin 5-10 % osuuksilla. Näin ollen Exelin asiakasportfolion yleisilme on melko keskittynyt ja merkittävän yksittäisen asiakkaan menettämällä olisi näkyviä vaikutuksia yhtiön volyymitasoon ja sen myötä myös kannattavuuteen. Asiakkaan varsinaisen menettämisen ohella Exel kantaa luonnollisesti riskiä myös siitä, että asiakkaan oma tai asiakkaan asiakkaan (ts. investointihyödykkeen ostajan, kuten metsäyhtiön) kilpailukyky heikkenee ja liiketoimintamahdollisuudet kutistuvat. Arviomme mukaan Exelin asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat pitkäikäisiä ja keskeisimmät asiakkaat omilla liiketoiminta-alueillaan hyvät asemat omaavia toimijoita. Käsityksemme mukaan yhtiö on onnistunut myös asiakaskohtaisia markkinaosuuksia läpi toimintasegmenttien kasvattamaan, mikä luo mielestämme hyvää

pohjaa myös tulevien vuosien asiakasriskin hallintaa ajatellen.

- **Taseasema:** Viime vuosina toteutettujen yritysostojen ja runsaan osingonmaksun seurauksena yhtiön velkamäärä on kohonnut ja se on vielä selvästi tavoitetason yläpuolella (Q3'20 nettovelkaantumisaste 118 % vs. tavoite < 80 %). Erityisen akuuttina riskinä kohollaan olevaa velkamäärää ei mielestämme kuitenkaan voida pitää, kunhan yhtiön operatiivinen kassavirta jatkaa oikeansuuntaista rullaamistaan ja sekä likvideettitilanne että lyhyen ajan käyttöpääomarahoituksen saatavuus pysyvät hyvinä. Näkemystämme tästä tukee myös se, että lainaraha on yhtiölle tällä hetkellä hyvin halpaa. Toisaalta nykyisen taseaseman puitteissa yhtiöllä ei arviomme mukaan ole täyttä taloudellista liikkumatilaa esimerkiksi suurempia yritysjärjestelyjä (EV > 15 MEUR) ajatellen, minkä takia näemme taseaseman kokonaisriskitasoa lievästi kohottavana elementtinä.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Exelin käyttämiä pääraaka-aineita ovat lasi- ja hiilikuidut sekä useat erilaiset hartsit. Nämä materiaalit yhtiö hankkii vallitsevaan markkinahintaan. Näin ollen raaka-aineiden hintojen muutokset voivat aiheuttaa kannattavuuspaineita, mikäli nousseita hintoja ei kyetä samassa suhteessa omien lopputuotteiden hintoihin siirtämään. Historiallisesti Exelin myyntikate on kuitenkin pysynyt hyvin vakaana, mikä kertoo mielestämme siitä, etteivät raaka-aineiden hintojen muutokset ole yhtiölle merkittävää päänvaivaa aiheuttaneet.



## SWOT-analyysi

### Vahvuudet

- Vahva suunnittelu- ja materiaaliosaaminen
- Kilpailukykyinen tuotantolaitosverkosto (globaali ja lokaali samaan aikaan)
- Räättälöity tarjoama tuo hinnoitteluvoimaa ja asiakaspitoa
- Pitkä operatiivinen historia ja luotettava maine

### Heikkoudet

- Tilauskanta ja näkyvyys rakenteellisesti lyhyitä
- Asiakasportfolio yhä kohtuullisen keskittynyt
- Riippuvuus yhdestä tuotantoteknologiasta on korkea
- Räättälöity tarjoama monimuotoistaa tuotantoa ja vaikeuttaa osin tehokkuustason optimointia

### Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin kasvuajurit ovat terveitä
- Uusiin teknologioihin / sovelluksiin laajentuminen
- Kasvualustan vahvistaminen yritysostojen kautta
- Täyden tulospotentiaalın ulosmittaus

### Uhat

- Merkittävän asiakkaan menettäminen / asiakkaiden haasteet
- Kilpailukykyisempien tuotantoteknologioiden esiinmarssi
- Kilpailevat materiaalit / komposiittien kilpailukykyyn heikkeneminen
- Yhdysvaltain käänteen epäonnistuminen

# Sijoitusprofiili

1.

**Kasvuorientoituneen strategian  
orgaaninen eteneminen**

2.

**Kannattavuuden nostaminen kestävästi  
tavoitetason tienoolle**

3.

**Hajanaisen markkinan tarjoamat  
konsolidointimahdollisuudet**

4.

**Kysynnän perusluonne on syklinen**

5.

**Keskittynyt asiakasportfolio, joskin  
mukana useita eri teollisuudenaloja**

## Potentiaali



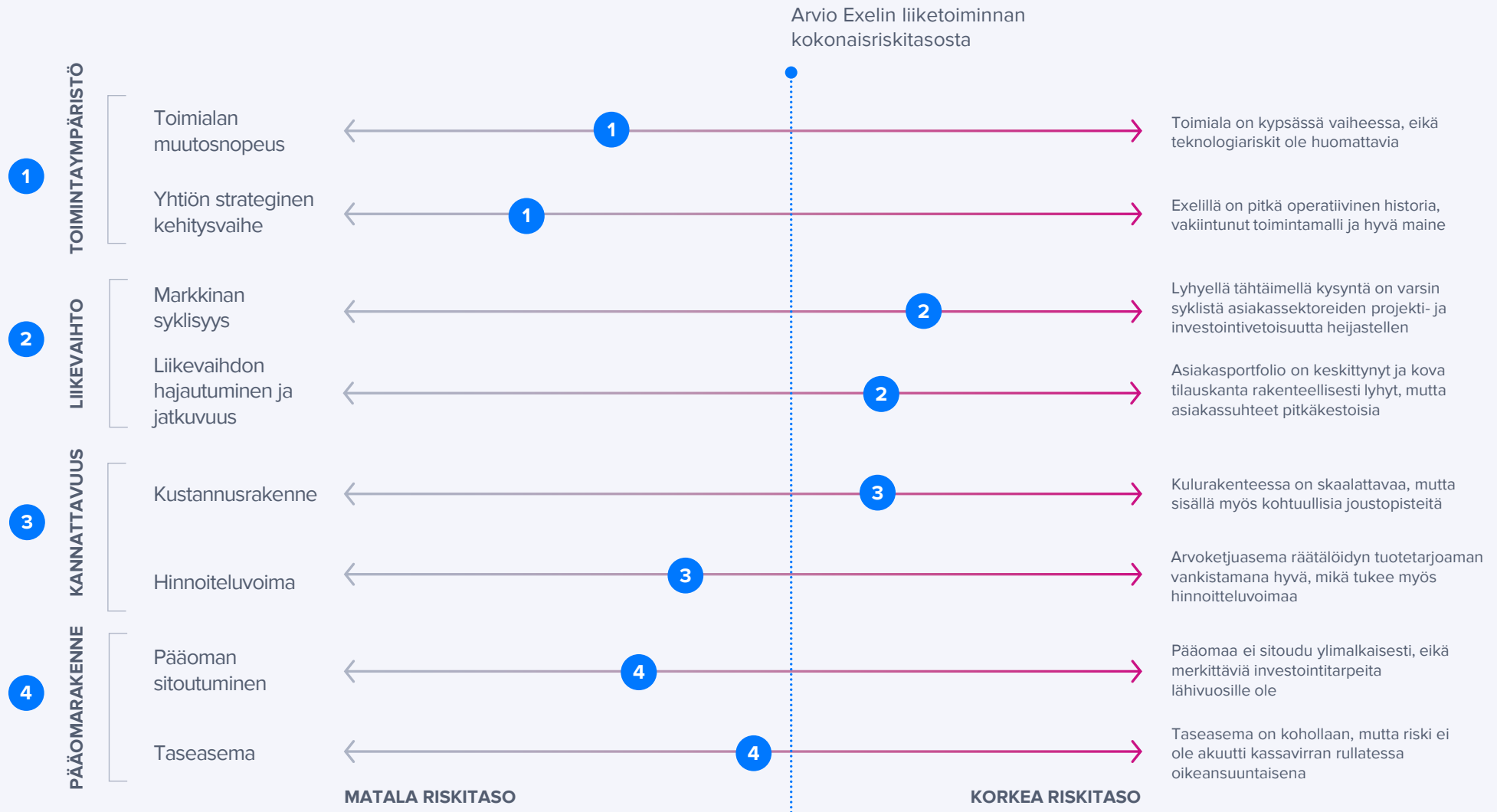
- Komposiittimarkkinan kasvuajureiden taustalla megatrendit (mm. elintason nousu ja kestävä kehityksen teesit)
- Kannattavuuspotentiaali on nykytasoa korkeampi, eikä rakenteellisia esteitä sen saavuttamiselle ole
- Markkinaosuutta mahdollista kasvattaa kannattavasti uusien tuotteiden ja asiakasalojen kautta
- Toimialan hajanainen rakenne tarjoaa useita konsolidaatiokulmia (mm. uudet tuotantoteknologiat)

## Riskit



- Kysyntäkuva on investointivetoinen ja liiketoiminnan pohjanäkyvyys rakenteellisesti lyhyt
- Asiakasportfolion yleisilme on keskittynyt
- Riippuvuus yhdestä tuotantoteknologiasta on suuri
- Muiden materiaalien hintojen muutokset voivat vaikuttaa komposiittien suhteelliseen kilpailukykyyn
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Koronapandemian mahdolliset jälkipoltot

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

## Komposiitit pieniä noroja materiaalivirroissa

Tutkimusyhtiöiden mukaan globaalin materiaalimarkkinan kokonaisarvo vuonna 2019 oli noin 6 000 miljardia dollaria. Kokonaismarkkinaa hallitsevat teräs ja muovi, joiden yhteenlasketut markkinaosuudet ovat historiallisesti olleet yli 90 %. Varsinaisen komposiittimarkkinan (sis. kaikki tuotantoteknologiat ja materiaaliyhdistelmät) suhteellinen osuus koko materiaalimarkkinasta on melko pieni, mutta noin 50-60 miljardin absoluuttisella koolla komposiitit muodostavat silti valtavan kokoisen markkinan. Exelin tuotannossaan pääosin soveltama pultruusio on puolestaan koko komposiittimarkkinan mittakaavassa niche-teknologia noin 3 miljardin dollarin osuudellaan. Näin ollen sekä varsinaisen pultruusio- että koko komposiittilohko ovat Exelin kokoluokkaan linjattuna erittäin suuria, eikä alla olevien markkinoiden koko aseta yhtiön tulevien vuosien kasvulle minkäänlaisia rajoitteita.

Komposiittimateriaalien keskeisimpiä hyötyjä ovat keveys, huoltovapaus, energiatehokkuus, pitkä taloudellinen käyttöikä sekä näiden summana perinteisempiä materiaaliratkaisuja matalammat elinkaarikustannukset. Vaakakupin toista puolta puolestaan painaa etenkin kilpailevia materiaaleja korkeampi hankintahinta. Korkeammasta hintapisteestä huolimatta komposiitit ovat arviomme mukaan onnistuneet markkinaosuuksia muilta materiaaleilta viime vuosina voittamaan. Käsityksemme mukaan nämä voitot ovat tulleet sekä jo vakiintuneista sovelluksista että kokonaan uusilta alueilta. Vaikka komposiittien kilpailuedut ovat varsin selkeitä ja etenkin pidemmän aikavälin

kysyntää ajavan elinkaariajattelun logiikka on pureva, ohjaa komposiittien lyhyen tähtäimen markkinakysyntää ja -asemaa kuitenkin varsin vahvasti kilpailevien materiaalien hinnat. Tästä johtuen komposiittien markkinaosuuden kehitys ei ole ollut eikä arviomme mukaan myöskään tule olemaan lineaarista.




## Markkina painottuu Kiinaan ja Yhdysvaltoihin

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

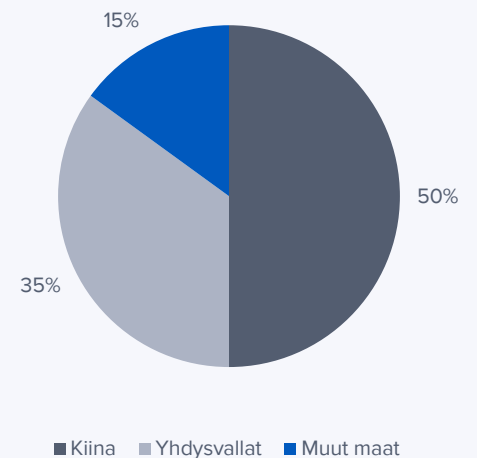
Markkinatutkimusyhtiöiden mukaan toimialan suurin alue on Aasia ja sen sisällä juuri Kiina, jonka on arvioitu peittävän noin 50 % kokonaismarkkinasta. Toiseksi suurin maantieteellinen alue on Pohjois-Amerikka, jonka sisältä Yhdysvaltojen on arvioitu vastaavan noin 35 % kokonaismarkkinasta. Euroopan ja muun maailman markkinaosuuden on puolestaan arvioitu olevan noin 15 % tasolla.



## Komposiittien kilpailutekijät

Vahvuudet	Heikkoudet
 Keveys	 Korkeampi hinta
 Huoltovapaus	
 Energiatehokkuus	
 Kestävyys	

## Komposiittimarkkinan jakautuminen



# Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

## Markkina jakautuu loppukäyttöihin ja on rakenteeltaan hajanainen

Pultruusiomarkkina voidaan jakaa sovellusten loppukäyttäjien perusteella yhdeksään segmenttiin, jotka ovat kuljetusväline-, meri-, tuulivoima, elektroniikka- ja ilmailuteollisuus (sis. puolustus) sekä putket ja tankit, rakentaminen, kuluttajatuotteet ja muut sovellukset. Loppukäyttäjien välillä on tiettyjä eroavuuksia muun muassa sovellusten skaalattavuuksien ja räätälöintiasteiden kannalta. Loppukäyttöistä esimerkiksi tuulivoimateollisuuteen menevät siipien vahvikkeet ovat arviomme mukaan korkean skaalattavuuden (ts. iso alla oleva markkina) ja matalien räätälöintitarpeiden sovelluksia, kun taas tietyillä niche-alueilla (mm. prosessiteollisuuden laitteet) tilanne on käsityksemme mukaan erisuuntainen. Matalan kustomointitarpeen ääripäitä lukuun ottamatta räätälöintiaste on kuitenkin eri loppukäytöissä korkeahko, mikä monimuotoistaa valmistajien tuotanto-operaatioita ja vaikeuttaa prosessipohjaisten mittakaavaetujen saavuttamista. Tästä dynamiikasta johtuen toimialan rakenne on hajanainen, sillä mukana on paljon pieniä ja pelkästään yksittäisiin segmentteihin ja / tai tuotesovelluksiin keskittyneitä toimijoita.

Exel on arviomme mukaan pultruusiomarkkinan suurimpia toimijoita ja mukana lähes kaikissa loppukäyttösegmenteissä. Useisiin teollisuussektoreihin asemoituminen on mielestämme perusteltua, sillä tätä kautta yhtiön on mahdollista saada muita toimijoita laajemmista suunnittelu- ja tuotantoresursseistaan enemmän irti kuin pelkästään yksittäisiin toimintalohkoihin

keskittymällä. Tämän operatiivisen kulman lisäksi asemoituminen on järkevä myös riskienhallinnan kannalta alla olevien segmenttien erilaisia sekä eriaikaisia kysyntäajureita ja näiden kysynnän vaihteluita tasaavia vaikutuksia heijastellen.

## Kasvukuva on terve

Exelille relevantin pultruusiomarkkinan kasvua ajavat etenkin globaalit megatrendit (mm. elintason nousu ja kestävä kehitys), jotka ohjaavat materiaalivalintoja kevytrakenteisempien ja käyttöältään pidempien ratkaisujen suuntaan. Tätä peilaten eri markkinatutkimusyhtiöt ovat arvioineet lähivuosien kasvuvauhdin olevan noin 2-5 % haarukassa. Tämä on hieman globaalia BKT:n kasvua korkeampi taso ja tähän yltääkseen komposiittien tulisikin kaapata markkinaosuutta muilta materiaaleilta, sillä emme usko koko materiaalimarkkinan kasvavan maailmantaloutta vauhdikkaammin. Komposiittien rakenteellisia etuja ja taustalla vaikuttavia megatrendejä myötäillen markkinaosuuden voittamiseen sen sijaan on mielestämme hyvät lähtökohdat. Näin ollen pidämme toimialan kasvuprofilia isossa kuvassa terveenä, vaikka lyhyellä ja osittain keskipitkälläkin tähtäimellä koronapandemian maailmantalouteen ja siitä investointitasoihin jättämät vaikutukset voivat tietynasteisia lommoja kokonaisuuteen aiheuttaa.

Maantieteellisesti tarkasteltuna kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Kiinassa, jossa kasvun odotetaan olevan lähellä 2-5 % haarukan ylälaitaa Yhdysvalloissa ja Euroopassa kasvun odotetaan puolestaan jäävän maltillisemmaksi alueiden heikompa BKT:n kasvupotentiaalia mukaillen.



## Pultruusiomarkkinan kasvukuva

Segmentti	Kasvukuva
 Kuljetusvälineet	
 Meriteollisuus	
 Tuulivoima	
 Elektroniikkateollisuus	
 Ilmailu	
 Putket ja tankit	
 Rakentaminen	
 Muut sovellukset	

 **Heikko**  
Kasvu < 0 % p.a.

 **Neutraali**  
Kasvu 1-3 % p.a.

 **Hyvä**  
Kasvu > 3 % p.a.

# Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Loppukäyttöittäin kasvun arvioidaan olevan väkevintä tuulivoima-, kuljetusväline- ja elektroniikkateollisuudessa sekä rakentamisen sovelluksissa. Arviomme mukaan näiden segmenttien korkeamman kasvupotentiaalin taustalla on lopputuotteiden vahvat ja kestävät ajurit (mm. uusiutuvan energian ja kestävä kehityksen kombinaatio) sekä komposiittien tarjoamien hyötyjen suoraviivaiset ulosmittausmahdollisuudet (mm. rakenteelliset ominaisuudet kuten keveys). Exelin asemoituminen on mielestämme hyvä myös loppukäyttökohtaiseen ja maantieteelliseen kasvuprofiiliin nähden, kun huomioidaan yhtiön suurimmat asiakassegmentit ja keskeisimmät maantieteelliset lohkot peittävä tuotantoverkosto.

## Kilpailukenttä painottuu pieniin toimijoihin

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukentästä on muodostunut varsin pirstaleinen. Näin ollen Exelin kilpailijat eivät arviomme mukaan löydy suoraan markkinan ylätasoilta, vaan käsityksemme mukaan yhtiön kilpailukenttä vaihtelee teollisuudenalojen, tuotesovellusten, maantieteellisten alueiden ja asiakkaiden kokoluokkien mukaan. Tätä taustaa vasten suurin osa Exelin kilpailijoista on arviomme mukaan selvästi yhtiötä itseään pienempiä, liikevaihdoltaan noin 5-10 MEUR:n tasolle yltäviä, pääosin paikallisia sekä melko kapeilla toimiala- ja asiakasportfolioilla operoivia toimijoita. Näiden yhtiöiden keskeisimpiä vahvuuksia ovat arviomme mukaan päätöksenteon nopeus ja kevyempien operatiivisten rakenteiden tuoma ketteryys. Kilpailuhaittina näemme puolestaan suurempia

valmistajia kapeammat resurssit, mikä osin laimentaa edellä mainittujen vahvuuksien purevuutta ja sulkee ovia tietyin kokoisista sovelluksista sekä asiakkuuksista.

Exelin kanssa pääasiallisesti kilpailevat pultruusiovalmistajat ovat listaamattomia yhtiöitä, eikä suorien kilpailijoiden kannattavuuksista ole saatavilla täysin läpinäkyvää tietoa. Näkemyksemme mukaan Exelin keskeisimpiä listaamattomia kilpailijoita ovat tanskalainen Fiberline, ranskalainen Epsilon Composites sekä yhdysvaltalaiset Creative Pultrusions, Strongwell ja Tecton Products. Suorien pultruusiovalmistajien ohella yhtiö kilpailee arviomme mukaan myös sellaisten suurten materiaalivalmistajien kanssa, jotka ovat vertikaalisesti integroituneita. Tällaisista toimijoita ovat arviomme mukaan muun muassa Avient Corporation, SGL Carbon ja Hexcel.

Arviomme mukaan kilpailukentän kannattavuusrakenne on varsin polarisoitunut sekä vahvaa kannattavuutta tekeviin yhtiöihin (liikevoittomarginaali > 10 %) että kroonisten kannattavuusvaikeuksien kanssa painiviin toimijoihin (liikevoittomarginaali < 5 %). Valmistavan teollisuuden perusluonteesta (ts. kohtuullisen kiinteät kustannusrakenteet) ja tuotantojen monimuotoisuudesta johtuen kestävien kustannus- tai mittakaavapohjaisten kilpailualueiden rakentaminen on arviomme mukaan hyvin haastavaa. Tätä mukailien toimialalla keskeisimmin omaa kannattavuutta ajava tekijä onkin näkemyksemme mukaan asemoituminen oikeisiin teollisuuden lohkoihin ja näiden sisällä sekä oikeisiin tuotesovelluksiin että asiakkuuksiin.



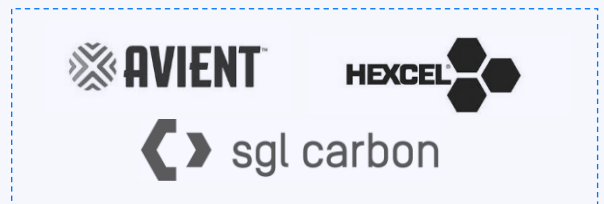
## Exelin valikoituja kilpailijoita



Kilpailevat samoilla teknologioilla ja teollisuudenaloilla



Kapeisiin lohkoihin keskittyneet pienet ja paikalliset pelurit



Vertikaalisesti integroituneet suuret toimijat (Avientin alla Exelille relevantteimmat pultruusio-osat)



# Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Exelillä on pultruusiomarkkinan johtavana toimijana riittävä resurssipankki kilpailla isojen volyymien ja skaalattavien tuotesovellusten rintamalla, mutta toisaalta myös riittävää joustokykyä ja ketteryyttä kamppailla tehokkaasti pienempien asiakaslohkojen ja loppukäyttäjien alueilla. Kun tähän yhdistetään viime vuosina toteutetut tehostamistoimet ja niiden myötä vahvistunut operatiivinen alusta, on Exelin kokonaiskilpailukyky mielestämme hyvä. Yhtiöllä ei näkemysksemme mukaan ole rakenteissaan myöskään sellaisia suhteellisia heikkouksia tai puutteita, jotka vaarantaisivat pidemmällä tähtäimellä yhtiön nykyasemaa ja nakertaisivat siten edellytyksiä omistaja-arvon luomiselle.

## Toimialan rakenne tuo enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia

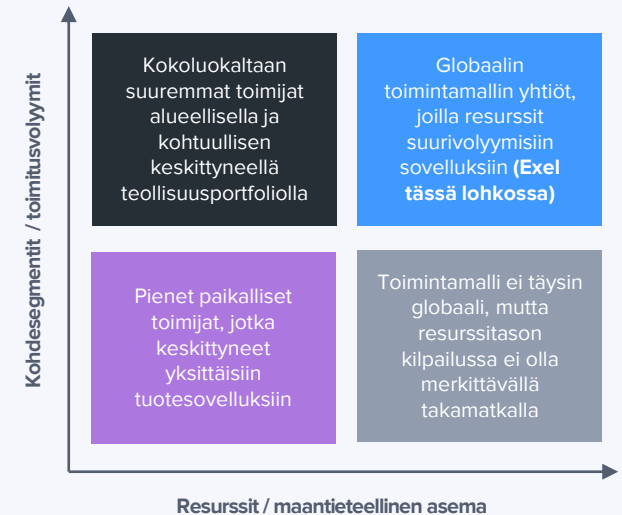
Toimialan hajanainen rakenne ja sen sisältämät konsolidaatioelementit tarjoavat arviomme mukaan Exelille enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia. Valmistajien runsaasta lukumäärästä johtuen Exelin kaltaiselle isommalle toimijalle on tarjolla varsin paljon raaka-ainetta sekä asiakas-että teollisuusportfolioiden epäorgaanista laajentamista ajatellen. Pienempiä, tiettyihin toimintataskuihin (ml. maantieteelliset alueet) keskittyneitä toimijoita hankkimalla Exelin onkin mahdollista laajentua kokonaan uusille alueille ja / tai vahvistaa jalansijaansa nykyisillä palstoilla. Samaa kaavaa noudattaen hajanainen rakenne luo myös tilaisuuksia oman teknologiaosaamisen laajentamiselle ja sitä kautta pelkkää pultruusiota pidemmälle vievien kasvupolkujen avaamiselle. Näiden kasvumotiivien ohella konsolidaatio

voidaan mielestämme nähdä myös riskienhallinnallisena välineenä kauttaaltaan leventyvää operatiivista pohjaa ja sen kokonaisriskitasoa laskevia vaikutuksia mukailen.

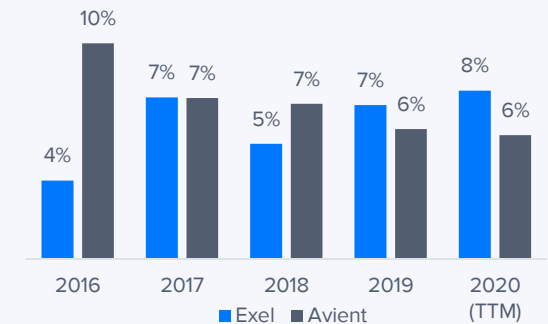
Toisaalta toimialan hajanaisen rakenteen ja edellä mainittujen mahdollisuuksien yhtenä varjopuolena on se, että pienten toimijoiden suuri lukumäärä voi jossain määrin nakertaa koko sektorin hinnoittelukykyä (ts. tarjontapuoli levällään, mikä rajaa kumulatiivista neuvotteluvoimaa). Lisäksi hajanainen rakenne voi myös hidastaa komposiittien lopullista läpilyöntiä suurivolyymiin tuotesovelluksiin (mm. kuljetusväli-teollisuus) etenkin globaaleissa markkinasegmenteissä, sillä riittävän suurien ja tarpeeksi uskottavien toimittajien lukumäärä on loppuasiakkaiden perspektiivistä katsottuna vähäinen. Hajanainen rakenne voi toisaalta toimia myös pienenä kannustimena eri arvoketjun osissa (esim. laite- tai raaka-ainevalmistajat) toimivien yhtiöiden suuntaan. Tällainen vertikaalisen integraation toimintakaari voisi muuttaa kilpailukentän rakennetta oleellisestikin ja luoda sitä kautta paineita toimijoiden omiin suhteellisiin kilpailuasemiin. Koko toimialan tasolla vertikaalisen integraation uhka on näkemysksemme mukaan kuitenkin melko pieni, kun taas suurivolyymisten ja matalampaa teknistä osaamista vaativien sovellusten alueilla (mm. tuulivoima) tämä uhka on konkreettisempi. Käsityksemme mukaan tätä on viime vuosina myös jossain määrin realisoitunut pultruusioon aikaisempaa voimakkaammin laajentuneiden hiilikuituvalmistajien toimesta.



## Kilpailukentän rakenne



## Oik. EBIT-%:n kehitys vs. Avient\*



\* Luvut konsernitasona

# Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

## Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen\*)

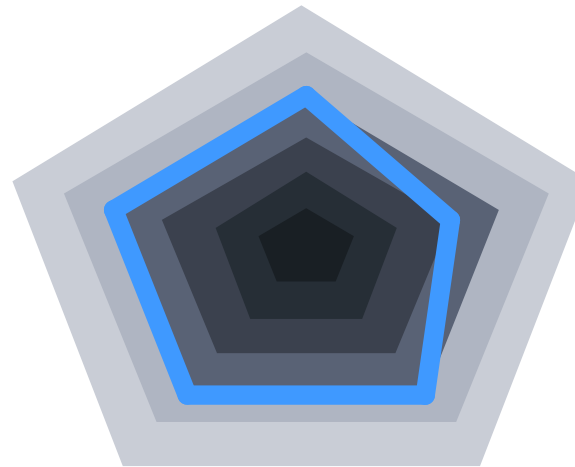
- Valmistajien lukumäärä on globaalilla tasolla suuri, mutta arvoketjuasemat eivät ole erityisen tukalia
- Omien kustannusrakenteiden jäykkyydet lisäävät hintapaineita ja kiristävät tämän myötä kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva kilpailupoltetta lievittävä tekijä

## Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen\*)

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

## Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen\*)

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



## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala\*)

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

## Ostajien neuvotteluvoima (kohtuullinen\*)

- Asiakkaiden hankintaketjut yleensä varsin pitkiä, eikä riippuvuus yksittäisestä toimittajasta kohoa ylisuureksi
- Räätelöity tuotetarjoama (ts. korkea differointikyky) nostaa vaihdon kustannuksia ja heikentää ostajien neuvotteluvoimaa
- Laittevalmistajien vertikaalisen integroitumisen uhka on matala eikä se olennaisesti vivuta asiakasportaan neuvotteluvoimaa
- Komposiittikomponenttien osuus loppusovelluksen kokonaiskustannuksista on kohtuullinen, eikä laittevalmistajien päätöksenteko ole ensisijaisesti hintavetoista

# Strategia 1/4

## Arvolupauksena ratkaisukeskeinen, räätälöity ja toimitusvarma kokonaistarjoama

Arviomme mukaan Exelin asiakaskenttään suuntaama arvolupaus rakentuu ratkaisukeskeisen, räätälöidyn ja toimitusvarman (ml. lyhyet vasteajat) kokonaistarjoaman varaan. Tämän kautta Exel pyrkii avaamaan asiakkaidensa arvoketjuista itselleen optimaalisimmat lohkot, vakiinnuttamaan oman paikkansa näissä ja luomaan siten molemminpuolisesti jatkuvaa lisäarvoa. Arviomme mukaan Exel on tässä myös tyydyttävästi onnistunut yhtiön pitkää operatiivista historiaa ja pitkäkestoisia asiakassuhteita, hyvää mainetta sekä pultruusiomarkkinan johtavaa asemaa heijastellen.

## Strategian toteuttaminen tähtää kasvuun ydinpilareiden kautta

Strategiallaan Exel pyrkii luonnollisesti hyödyntämään kohdemarkkinoiden tarjoamat mahdollisuudet ja kasvattamaan liiketoimintaansa kannattavasti. Tähän yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät sisäiset valmiudet, sillä arviomme mukaan Exelillä ei ole toiminnoissaan oikaisuja huutavia pullonkauloja tai käynnissä strategian toteuttamista olennaisesti jarruttavia kehityshankkeita. Exelin kasvustrategian ydinpilariit ovat seuraavat:

1. Avainasiakkuuksien vahvistaminen ja niiden lukumäärän kasvattaminen (ml. historiallisesti menestyksekkäät tuotteet)
2. Johtavan aseman saavuttaminen Kiinassa ja aidosti globaalin jalansijan vahvistaminen
3. Uusiin tuotantoteknologioihin murtautuminen

4. Laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin.

## Kasvu avainasiakkaiden ja menestyksekkäiden tuotteiden kanssa etulinjassa

Exelin asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat käsityksemme mukaan pitkäkestoisia ja Exelin asema näissä asiakkuuksissa on hyvä. Lisäksi keskeisimmät asiakkaat ovat arviomme mukaan omilla toimialoillaan varsin vahvoja ja kilpailukykyisiä toimijoita, mikä tekee kasvun näiden asiakkaiden mukana varsin houkuttelevaksi. Exelin omia kyvykkyyksiä sekä globaalin palvelutarjoaman tuomia mahdollisuuksia (mm. ristiinmyyntipolut ja historiallisesti menestyksekkäät tuotteet) heijastellen yhtiöllä on mielestämme terveet edellytykset myös asiakas- ja toimialakohtaisten markkinaosuusvoittojen nappaamiselle.

Avainasiakkuuksien lukumäärän kasvattaminen on kasvupolkujen ohella perusteltua myös riskienhallinnallisesti ajateltuna, sillä uudet ja kokoluokaltaan merkittävän kokoiset asiakkuudet (> 2 MEUR vuotuinen liikevaihto) leventäisivät Exelin yleisilmeeltään varsin keskittyntä asiakasportfoliota automaattisesti. Uusiasiakashankinnassa uskomme yhtiön mielenkiinnon olevan etenkin kasvupotentiaaliltaan houkuttelevissa taskuissa, kuten energia- ja kuljetusvälineiteollisuuden segmenteissä. Näiden keskisegmenttien (ts. yläsegmenttiä matalampi hintapiste, mutta korkeampi volyymipotentiali) sisällä fokus on arviomme mukaan suurivolyymisissä ja skaalattavissa sovelluksissa. Tätä pidämme myös

operatiivisesti järkevänä valintana, sillä lähtökohtaisesti suuremman volyymipotentialin kautta yhtiön on mahdollista kasvattaa tuotantoportfolionsa peruskuormaa sekä saavuttaa tiettyjä valmistuksen mittakaavaetuja pienempien ja monimuotoisempien tuotantoerien portfolioon verrattuna.

Uusista avainasiakkuuksista on kuitenkin hyvä huomata se, että tarjoaman yleisesti ottaen korkeasta räätälöintiasteesta johtuen eteneminen ensimmäisestä asiakaskontaktista suunnitteluun ja varsinaiseen tuotantovaiheeseen on tyypillisesti varsin aikaa vievä, minkä takia kasvua näkyvästi tukeviin tilausvirtoihin pääseminen ei tapahdu hetkessä. Lisäksi uusien asiakkaiden hankintaa voi vakiintuneissa loppukäytöissä jarruttaa se, että laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset voivat nousta korkeiksi. Toisaalta jossain suurivolyymisissä sovelluksissa laitevalmistajat voivat hallita riskejään ja ylösajaa uusia toimittajia rivakastikin, jolloin uudet volyymit voivat kohota nopeastikin Exelin kannalta merkittävään kokoluokkaan. Selkeimmin asiakashankinnan onnistumiset tulevat kuitenkin läpi vasta hieman pidemmällä jännteellä.

## Kiinaan panostaminen voi tuoda tuloksia myös laajemmassa mittakaavassa

Exelin kasvustrategian toisena ydinpilarina on johtavan markkina-aseman saavuttaminen Kiinassa ja aidosti globaalin jalansijan vahvistaminen. Kiinan pultruusiomarkkina on absoluuttiselta kooltaan massiivinen, sen kasvupotentiaali on hyvä ja rakenne arviomme mukaan toimialan globaalin sapluunan tapaan

# Strategia 2/4

hyvin hajanainen. Käsityksemme mukaan Exelin paikallinen kilpailuasema- ja kyky on jo tällä hetkellä melko hyvä, eikä markkina-aseman vankistamisen ja edellä mainittujen tekijöiden mahdollistamien kasvupolkujen realisoimisen tulisi vaatia taakseen merkittäviä operatiivisia muutostoimia. Suorien markkinaosuusvoittojen ohella strategian Kiina-kulmassa onnistuminen voi näkemyksemme mukaan tuoda Exelille myös pidemmälle ulottuvia liiketoimintamahdollisuuksia. Tällaisesta mahdollisuudesta oppikirjaesimerkki olisi arviomme mukaan Kiinasta voitettu paikallinen toimija, joka kykenisi tarjoamaan Exelille myös Kiinaan ulkopuolelle ulottuvia kasvupolkuja.

Kiinassa paikallisen aseman vahvistaminen leventäisi luonnollisesti myös globaalia jalansijaa ja tukisi edellytyksiä myös kokonaan uusille alueille murtautumista ajatellen. Täysin uusille palstoille laajentumisella olisi Exelin kokonaisriskitasoa laskeva vaikutus, sillä se pienentäisi riippuvuutta Euroopan talousalueesta. Toisaalta täysin uusille alueille eteneminen ei ole riskivapaata ja se voi joillain lohkoilla osoittautua toimintadynamiikkoihin sidonnaisista eroista (mm. kilpailukentän rakenne) johtuen haastavaksi. Tätä mukaillen epäonnistuneet aluevaltausyritykset voisivat lyhyellä tähtämellä aiheuttaa iskuja tulosriveille.

## Kolmannessa aallossa uudet tuotantoteknologiat

Exelin kasvustrategian kolmannessa aallossa on laajentuminen uusiin tuotantomenetelmiin. Yhtiön tuotanto on tällä hetkellä vahvasti pultruusiovetoinen ja teknologiapohjaa kasvattamalla Exelin on mahdollistaa sekä

leventää potentiaalista asiakas- ja sovellusmassaa että kohentaa kilpailukykyään puhtaasti yhdessä tuotantomenetelmässä kiinni oleviin toimijoihin nähden. Uusiin tuotantoteknologioihin laajentuminen on kuitenkin arviomme mukaan asteittainen ja kohtuullisesti aikaa taakseen vaativa prosessi (mm. osaamis- ja volyymitason kerryttäminen), mistä johtuen orgaaniset tulokset tulevat läpi aikaisintaan keskipitkällä aikavälillä.

Varsinaisten uusien tuotantomenetelmien ohella uskomme Exelin etsivän mahdollisuuksia myös vertikaalisen integraatioasteen nostamiselle. Arviomme mukaan yhtiön nykyisessä kokoluokassa tällaiset mahdollisuudet kumpuavat etenkin tuotesovellusten jatkoprosessoinnin suunnalta, sillä emme usko yhtiön olevan millään muotoa kiinnostunut laajentumaan lähtökohtaisesti matalamman lisäarvon ja selvemmin suuruuden ekonomian hallitsemaan raaka-ainelohkoon. Jatkoprosessointikyvyn vahvistamisen kaupallinen motiivi on hyvin järkevä, sillä sen myötä Exelin on mahdollista toimittaa valmiimpia (esim. koneistettuja tai päällystettyjä) tuoteratkaisuja. Tämä puolestaan luo erottautumis- ja hinnoitteluvoimaa verrattuna toimijoihin, joilla ei vastaavaa jatkoprosessointikykyä ole.

## Laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin sitoo strategian yhteen

Yhtiön kasvustrategian neljäs ydinpilari on laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin. Tämä sitoo yhtiön kasvustrategian mielestämme linjakkaalla tavalla yhteen, sillä uskomme yhtiön pyrkivän löytämään uusia tuotesovelluksia



## Strategian kulmakivet 1/2



### Avainasiakkuuksien vahvistaminen ja niiden lukumäärän kasvattaminen

- Exelillä hyvä kilpailukyky ja edellytykset kokonaispalveluiden tarjoamiseen
- Fokus terveiden kasvuajureiden ja korkean volyympotentiaalin segmenteissä
- Uudet avainasiakkaat laskisivat kokonaisriskitasoa
- Keskiössä arvopohjainen ajattelu (ts. ei pyritä olemaan halvin tarjoaja)
- Uusiasiakashankinta ei välttämättä tuo tuloksia vielä lyhyellä tähtämellä
- Yrityssostot yksi toteuttamisen väline



### Johtavan aseman saavuttaminen Kiinassa ja aidosti globaalin jalansijan vahvistaminen

- Kiinassa jo nyt hyvä asema ja markkinassa tarjolla paljon kasvumahdollisuuksia
- Fokus paikallisissa asiakkuuksissa, joilla myös globaalia potentiaalia
- Kiinan tuotantolaitosten yhdistäminen vahvistaa kilpailukykyä
- Exel ainoa pultruusiovalmistaja, joka toimii aidosti globaalilla säteellä
- Globaalin jalansijan leventäminen pienentää talousalueriskiä

# Strategia 3/4

nykyisten avainasiakkaiden ja uusien asiakkaiden liiketoiminnoista, keskeisimmiltä maantieteellisiltä alueilta ja kokonaan uusilta lohkoilta sekä nykyisten tuotantomenetelmien, teknologiapohjan laajentamisen ja / tai vertikaalisen integraatioasteen nousun kautta. Kokonaisuutena Exelin kasvustrategian painopistealueet ovat mielestämme sekä omiin kyvykkyyksiin että toimialan rakenteelliseen viitekehikkoon (mm. kilpailukenttä ja segmenttien kasvuprofiilit) linjattuna oikeita. Painopistealueiden keskinäisestä harmoniasta huolimatta strategian perusluonne on varsin kunnianhimoinen ja se ohjaa yhtiötä osin yhtä aikaa sekä uusille markkina- ja sovellusalueille että uusien teknologioiden pariin. Tämä voi huonossa skenaariossa johtaa liian aggressiivisiin liiketoimintapäätöksiin ja sitä kautta omien ydinosaamisalueiden ulkopuolelle ajautumiseen. Tällaisen strategisen / taktisen riskin realisoitumisen uhkaa emme kuitenkaan kokonaiskuvassa pidä erityisen merkittävänä yhtiön pitkää operatiivista historiaa, vakiintunutta toimintamallia ja hyvässä kunnossa olevaa perustekemistä mukailen.

## Yritysstot tukevat kokonaisuutta

Exel pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan myös yritysstojen kautta. Tällä saralla yhtiö on viime vuosina ollut myös kohtuullisen aktiivinen kiinalaisen JHFRP:n (vuonna 2017 70 % ja 2020 30 %) ja yhdysvaltalaisen DSC:n (vuonna 2018) hankintoja heijastellen. Molemmat järjestelyt olivat mielestämme strategisesti oikeita toimenpiteitä, vaikka DSC:n krooniset kannattavuushaasteet ja niiden alkuperäistä aikataulua pidemmäksi venynyt taklaaminen lyhyen tähtäimen kannattavuustasoon

onkin kupruja aiheuttanut. Vaikka tulevien yritysjärjestelyjen järjestyks on aina tapauskohtainen ja siihen vaikuttaa muun muassa maksettu hinta ja ostetun liiketoiminnan luonne, on suhtautumisemme Exelin epäorgaaniseen kasvuhaluukkuuteen lähtökohtaisesti positiivinen. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

- 1. Yritysston kassavirtaprofiili** on useimmiten heti positiivinen ja se tuo kauttaaltaan orgaanisia panostuksia nopeampia tuloksia
- 2. Yrityssto laajentaa asiakas- / teknologiapohjaa** automaattisesti ja avaa myös uusia markkina-alueita ja / tai teollisuudenaloja
- 3. Edulliset yritysstot** (ts. ostettavan yhtiön kertoimet omia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mikä tekee myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaalista houkuttelevan
- 4. Toimialan rakenne on hajanainen**, mikä tarjoaa riittävästi potentiaalista massaa yritysstovetoisen strategian toteuttamiselle

Tämä kehikko ja Exelin kasvuhakuisuus huomioiden pidämme yritysjärjestelyjen toteuttamista etenkin pidemmällä tähtäimellä melko todennäköisenä ja myös järkevänä valintana. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä uskomme yhtiön ensisijaisen fokuksen olevan kuitenkin aikaisempien yritysjärjestelyjen myötä kohonneen velkamäärän sulattelussa, taloudellisen liikkumatilan kasvattamisessa sekä Yhdysvaltain yksikön (DSC) tulostakäänteen kestävässä toteuttamisessa.



## Strategian kulmakivet 2/2



### Uusiin tuotantoteknologiaihin murtautuminen

- Uusiin tuotantoteknologiaihin laajentuminen leventää automaattisesti potentiaalista asiakaskuntaa
- Teknologiapohjan laajentamisella kilpailukykyä kohentava vaikutus
- Vertikaalista integraatioastetta mahdollista nostaa asteittain (ts. lisätä jatkoprosessointikykyä ja -kapasiteettia)
- Riskinä ajautuminen liikaa oman osaamispiiriin ulkopuolelle



### Laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin

- Kasvustrategian yhteen sitova elementti
- Fokus keskisegmentin skaalattavissa ja korkean volyymipotentiaalin sovelluksissa
- Uusien sovellusten kautta mahdollista aukaista ovia myös kokonaan uusille asiakastoimialoille
- Yritysstot hyvin käyttökelpoinen väline uusiin tuotesovelluksiin laajentumisessa

# Strategia 4/4

## Kasvutavoitteena tuplavauhti markkinaan nähden

Exelin kasvutavoitteena on kasvaa yli syklin vähintään kaksi kertaa markkinoita vauhdikkaammin. Paperilla tavoite on kunnianhimoinen, sillä eri markkinalähteisiin peilattuna tämä tarkoittaisi noin 7-8 %:n vuotuista kasvuvauhtia. Näkemystämme tavoitteen kunnianhimoisuudesta tukee se, että tällä kasvuvauhdilla Exelin absoluuttinen koko ja markkinaosuus kaksinkertaistuisivat noin 10 vuodessa sekä se, että yhtiön viimeisen viiden vuoden keskimääräinen kasvuvauhti ei ole kahdesta yritysostosta huolimatta tätä haarukkaa ylittänyt. Kasvutavoitteeseen yltääkseen yhtiön onkin onnistuttava strategiansa toteuttamisessa ja etenkin orgaanisen kasvun tavoittelussa mainiosti, sillä väliaikaisesti penkitettyinä olevien yritysjärjestelyjen emme odota tulitukea kasvulle tarjoavan. Tervettä vetoapua kasvutavoitteen saavuttamiselle antaa kuitenkin yhtiön asemoituminen kasvuprofiileiltaan houkutteleviin loppusegmentteihin sekä näiden sisällä käsityksemme mukaan vahvan kilpailukyvyn omaaviin asiakkuuksiin.

## Kasvusta eväät kannattavuuteen ja tehokkuuteen

Kannattavuuden osalta Exel tavoittelee yli 10 % oikaistua liikevoittomarginaalia. Historiallisesti tarkasteltuna yhtiö on yltänyt selvästi tätä korkeampiin tasoihin ja vaikka liiketoiminnan rakenne onkin marginaalitason piikkivuosista muuttunut (ts. riippuvuus korkeakatteisesta telekommunikaatiosta laskenut), ei yhtiöllä näkemyksemme mukaan ole rakenteellisia esteitä

tavoitetason saavuttamiselle. Tavoitteeseen yltäminen ja siinä kestävästi pysyminen vaatii kuitenkin taakseen sekä jo toteutettujen säästö- ja tehostustoimien hyödyistä kiinni pitämistä että orgaanisessa kasvussa onnistumista. Kannattavuustavoitteen täyttymisen myötä myös sijoitetun pääoman tuotto kiipeäisi hyvin lähelle yhtiön tavoittelemaa 20 % tasoa.

## Tasetavoitteeseen vielä matkaa, osinkopolitiikka on antelias

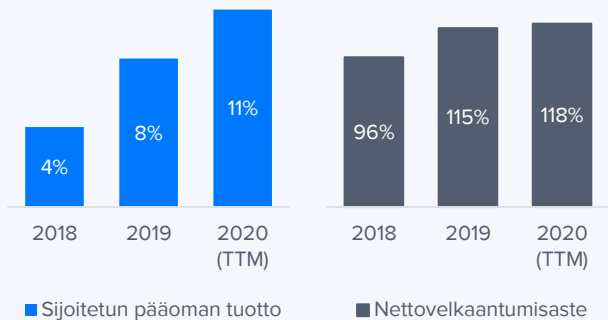
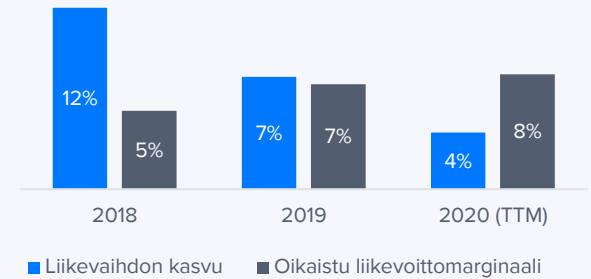
Taseen osalta Exel pyrkii pitämään nettovelkaantumisasasteensa (ml. IFRS 16) noin 80 %:n tasolla tai sen alapuolella (Q3'20: 118 %). Komposiittien investointivetonen kysyntä puoltaa mielestämme kohtuullisen vahvan taseaseman säilyttämistä, mutta toisaalta valmistavassa teollisuudessa oman pääoman tuoton optimointi edellyttää myös velkavapua. Tätä taustaa vasten yhtiön asettama tavoitetaso on mielestämme järkevällä pallokentällä etenkin kun huomioidaan se, että yhtiö saa lainarahaa hyvin edullisesti.

Osingonjakopolitiikassaan Exel on puolestaan sitoutunut maksamaan vähintään 40 % nettotuloksesta, mikä on kasvuyhtiölle mielestämme hyvin antelias taso. Toteutuneet jakosuhteet ovat lisäksi olleet vielä jokseenkin selvästi tätä alarajaa korkeammalla. Avokätinen jakopolitiikka ei ole mielestämme pelkästään positiivinen asia, sillä se kutistaa pääoman allokoinnin vaihtoehtoja. Tämä voi yhdessä taseaseman kanssa rajoittaa tiettyihin kasvumahdollisuuksiin tarttumista ja siten kassavirtojen investoimista takaisin operatiiviseen toimintaan.



## Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** liikevaihdon kasvu vähintään kaksi kertaa markkinakasvu
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoitto-% yli 10 %
- **Pääoman käytön tehokkuus:** sijoitetun pääoman tuotto yli 20 %
- **Rahoitusasema:** nettovelkaantumisasaste noin 80 % tai alle
- **Osingonjakopolitiikka:** pyritään maksamaan vähintään 40 % nettotuloksesta



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikate vakaa ja korkea

Exelin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on materiaalit ja palvelut, joka on historiallisesti muodostanut 40-43 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat luonteeltaan lähes täysin muuttuvia kustannuksia ja siten ei-skaalautuvia. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on viime vuosina liikkunut noin 40-41 % maastossa. Näin ollen hyvän kuvan yhtiön hinnoitteluvoimasta antava myyntikate on säilynyt vakaalla 59-60 % tasolla. Tämä on valmistavan teollisuuden viitekehikossa erittäin hyvä suoritus ja tukee näkemystämme sekä räätälöidyn tarjoaman tuomasta hinnoittelukyvyvystä ja sen kestävydestä että kauttaaltaan hyvästä arvoketjuasemasta.

## Valmistavassa teollisuudessa tuottavuus on tärkeä mittari

Exelin kulurakenteen toiseksi suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä yhtiön toimintamalli on kohtuullisen henkilöntensiivinen omia suunnittelu- ja myyntiresursseja sekä tuotantoprosessin käsipareja vaativia vaiheita heijastellen. Tämän kolmikannan ensimmäisten komponenttien ajamana yhtiön henkilöstökulut pitävät arviomme mukaan sisällään kohtuullisesti kiinteitä elementtejä. Näin ollen ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti varsin hyvin, eikä orgaanisen kasvun tavoittelun tulisi käsityksemme mukaan vaatia taakseen merkittäviä panostuksia suunnittelu- tai myyntivoiman kasvattamiseen. Tuotantotasolla kustannusdynamikka (ts. henkilökulut pääosin muuttuvia) on sen sijaan hieman erilainen ja kasvavaan kysyntään

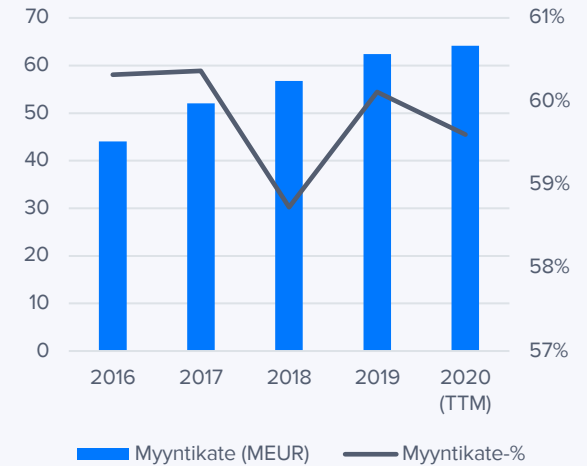
vastaaminen vaatikin usein myös lisäkäsien palkkaamista. Näiden kulujen lyhyen tähtäimen joustavuus on kuitenkin tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuullinen, mikä tarjoaa yhtiölle joustopisteitä kustannusten sopeuttamiseen laskevien volyymitasojen ympäristöissä.

Vuonna 2020 (TTM) Exelin henkilöstökulut olivat 31 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 28 %. Exelin tuottavuutta verrattain hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 157 TEUR, kun vuonna 2020 (TTM) liikevaihto / työntekijä oli 164 TEUR. Toiminnan sitomaa henkilötarvetta ja henkilökulujen skaalautuvuutta peilaten uskomme tuottavuustason ylläpitämisellä ja jatkuvalla optimoimisella olevan keskeinen rooli Exelin operatiivisessa tekemisessä. Tuottavuusloikkien on arviomme mukaan kuitenkin tultava pääosin orgaanisen kasvun ja tehostamistoimien kautta (mm. Kiinan tehdassynergioiden realisointi ja materiaalihukan pienentäminen), sillä keskisegmenttiin myyntimixiä ohjaava strategia ei mielestämme merkittävää vetoapua tuotannon arvon kestäväälle kasvattamiselle (ts. myyntikatteen nousulle) tarjoa.

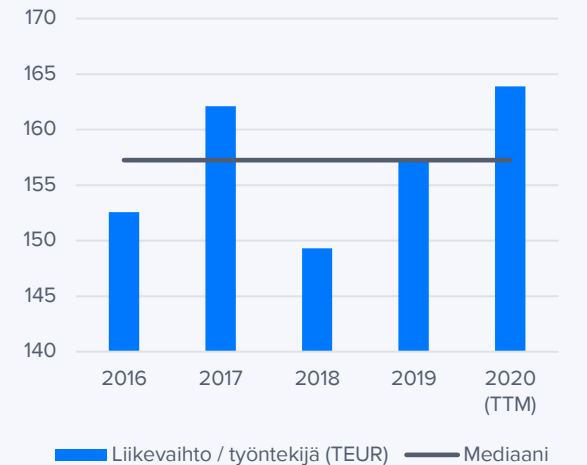
## Myös muista kuluista löytyy skaalattavaa

Exelin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on historiallisesti ollut noin 19-24 %. Muut kulut ovat pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös luonteeltaan joitain muuttuvia kustannuksia. Muiden kustannusten suhteellinen osuus on varsin korkea huolimatta siitä, että yhtiö on vuonna

## Myyntikatteen kehitys



## Tuottavuuden kehitys



# Taloudellinen tilanne 2/2

2018 käynnistetyn 3 MEUR:n säästöohjelman puitteissa (mm. Voerden tuotantolaitoksen sulkeminen) onnistunutkin muiden kulujen kiinteitä palasia viilaamaan. Tätä taustaa vasten muissa kuluissa tulisi arviomme mukaan olla vielä sekä pientä tehostamis- että selvempää skaalautumisvaraa ja uskommekin yhtiön kykenevän pitämään muiden kulujen kasvun jatkossa liikevaihdon kasvua maltillisempana.

## Taseesta löytyy vipua

Exelin taseessa on nykyisellään riittävästi vipua, sillä Q3'20:n lopussa omavaraisuusaste oli 29 % ja nettovelkaantumisaste 118 %. Vivutettua ja taloudellisiin tavoitteisiin nähden koholla olevaa taseasemaa emme kuitenkaan näe ongelmana tuloksen ja kassavirran pysyessä viimeaikaisella kurssilla. Oikeansuuntaisesti rullaavan liiketoiminnan rahavirran sekä toimivien rahoituskanavien (mm. käyttämättömät luottolimiitit) myötä emme usko yhtiön kohtaavan ongelmia myöskään käyttöpääoman puolella. Näistä elementeistä sekä vielä järkevällä tasolla olevasta velankantokyvystä (2020e: nettovelka/käyttökate 2,5x) huolimatta nykyinen taseasema ei yhtiölle täysiä vapausasteita etenkin kasvustrategian aggressiivisimpia askeleita (esim. yritysjärjestelyt) ajatellen tarjoa. Täten uskommekin yhtiön lyhyen ja osin keskipitkänkin tähtäimen fokuksen painottuvan velkamäärän sulattamiseen ja sitä kautta taloudellisen liikkumatilan kasvattamiseen.

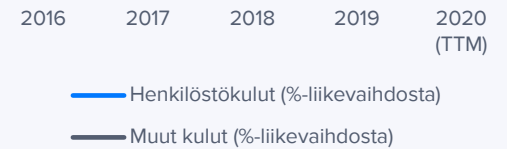
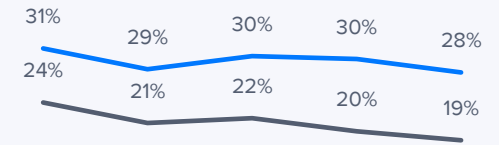
H1'20:n lopussa (yhtiö ei avaa tasettaan riviakohtaisesti Q1- ja Q3-liiketoimintakatsauksissaan) Exelin vastuiden

suurin yksittäinen erä oli lyhytaikaiset korolliset velat, joita oli yhteensä 34 MEUR. Tästä suurin osa on arviomme mukaan lyhytaikaisia yritystodistuksia (ts. eivät pitkien rahoituslainojen lyhennysosuuksia), joiden kautta yhtiö on viime vuosina pyörittänyt käyttöpääomaansa. Taseen loppusumma H1'20:n lopussa oli 96 MEUR.

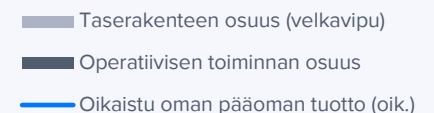
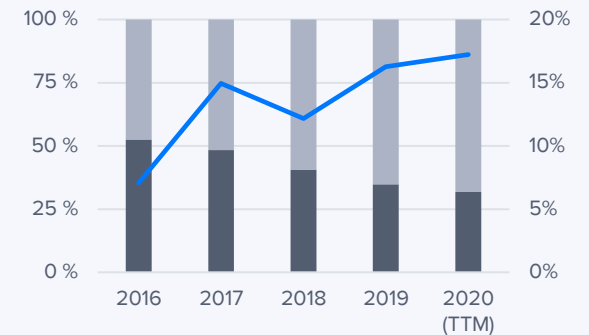
## Kassavirtapotentiaali on hyvä

Orgaanisen kasvun sitoman käyttöpääomatarpeen sekä tuotantolaitosverkoston hörppäämien ylläpitoinvestointien jälkeen vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen on ollut normaaleiden investointien vuosina noin 30-40 % haarukassa. Tätä voidaan valmistavan teollisuuden kontekstiin nähden pitää hyvänä tasona. Exel on viimeisen viiden vuoden aikana toteuttanut kokoluokkaansa nähden reilun kokoisia investointeja (mm. kaksi yritysostoa ja Itävallan tehtaan rakentaminen). Näiden investointien myötä yhtiön tuotantorakenteissa tulisikin olla potkua kantaa nykyistä korkeampia valmistusmääriä ilman merkittäviä lisäpanostuksia kiinteään pääomaan. Tämän ja nykyisen tulokunnan duon tulisikin tarjota Exelille oivaa raaka-ainetta hyvän absoluuttisen kassavirran tekemiselle ja kassavirtasuhteen asteittaiselle kohottamiselle. Pidemmälle katsottaessa tämä yhtälö mahdollistaa taseaseman kohtuullisen nopean siirtymisen tavoitetason kupeeseen, mikä puolestaan kasvattaa taloudellista liikkumatilaa ja lisää resursseja kasvustrategian toteuttamiselle ja siten pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille. Tällainen kehityskaari on luonnollisesti positiivinen asia myös osingonjakopotentialin kannalta.

## Henkilöstö- ja muut kulut



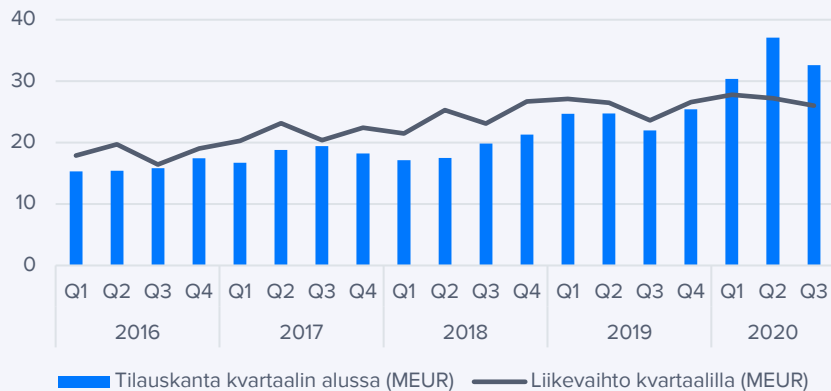
## Oman pääoman tuoton kehitys



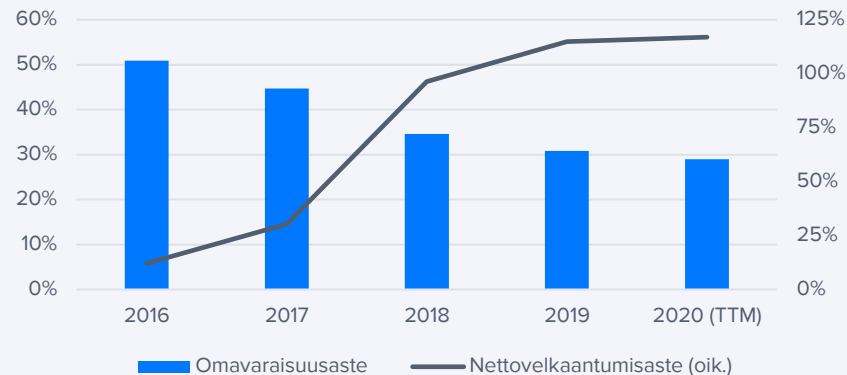


# Taloudellinen tilanne

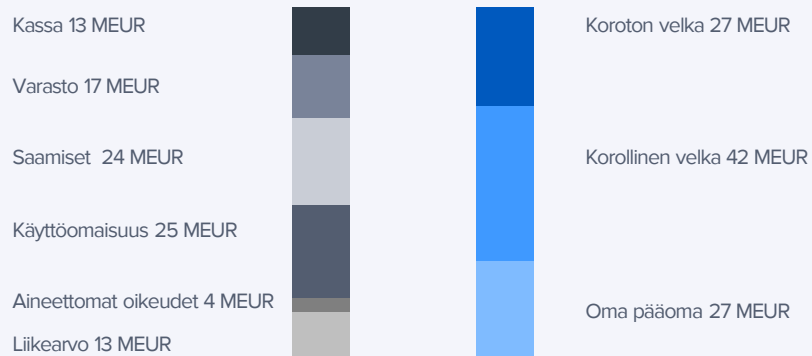
### Tilaukannan ja liikevaihdon kehitys



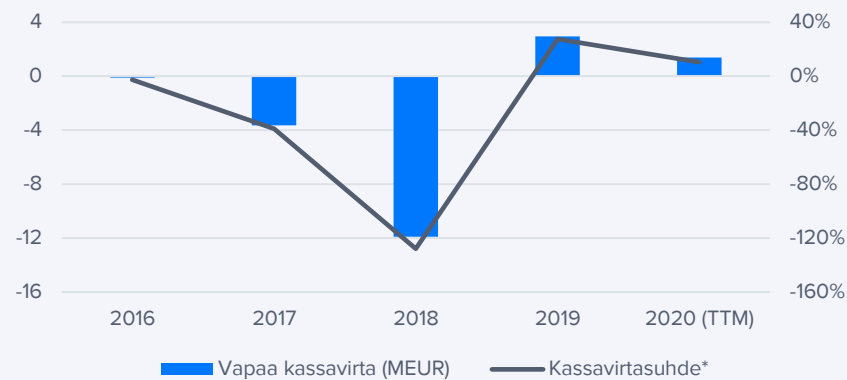
### Taseeseman kehitys



### Taserakenne H1'20:n lopussa



### Kassavirran kehitys



\* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Exelin liikevaihdon lyhyen aikavälin kehitystä pääasiallisesti saatujen tilausten sekä tilauskannan perusteella, kun taas keskipitkällä aikavälillä mallimme pohjautuu markkinakasvun ja arvioimimme markkinaosuusvoittojen yhtälöön. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kulurakenteen kehitystä vuositasolla. Pidemmän aikavälin ennusteemme nojautuu puolestaan kasvun osalta kohdesegmenttien sekä ydinmarkkinoiden BKT:n kehitykseen ja kannattavuuden osalta Exelille arvioimiimme kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei huomioida mahdollisia yritysjärjestelyjä, sillä niiden arviointi etukäteen on mahdotonta.

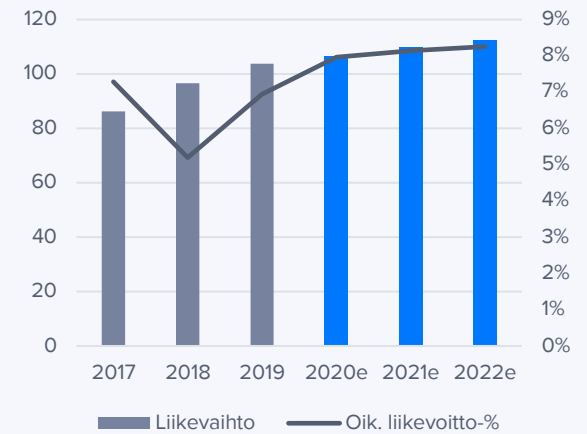
## Koronavuosi kotiutetaan kunniakkaalla tavalla

Exel pääsi lähtemään vuoteen 2020 rakenteellisesti tukevista lähtökohdista, sillä yhtiön tilauskanta oli vuoden alussa vahva ja myös saatujen tilausten kehityskaari osoitti organisen volyymikasvun tavoittelun kannalta oikeaan suuntaan. Lisäksi Exel vei vuoden 2019 aikana onnistuneesti läpi 3 MEUR:n säästöohjelman suunniteltuja toimenpiteitä, joiden myötä yhtiön rakenteet tehostuivat ja kannattavuuskäänne eteni mainiolla tavalla (oikaistu liikevoittomarginaali 2018 5,2 % vs. 2019 6,9 %). Viime vuoden aikana yhtiö myös käynnisti toiminnan Kiinan tuotantolaitosverkoston konsolidoinnin ja siten säästöohjelman viimeisten elementtien kannalta tärkeässä Nanjingin uudessa yksikössä sekä vahvisti organista alustansa aloittamalla Itävallan uuden tuotantolaitoksen rakentamistyöt.

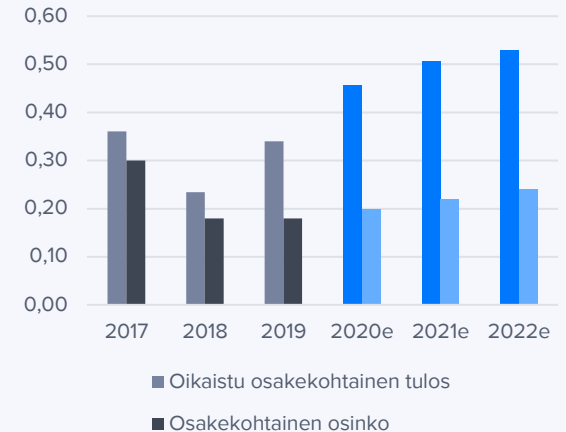
Tyydyttävässä asennossa olleen kysyntäkuvan sekä osin myös oman suorituskyvyn ylle lankesi miltei heti vuoden alussa tummia pilviä, kun koronaviruksen laajeneminen globaalisti pandemiaksi kolhi maailmantaloutta sekä kohotti investointivetoisissa teollisuussektoreissa päätöksentekoon liittyvää epävarmuutta merkittävästi. Exelin omaan toimintaan pandemia ei suuria jälkiä jättänyt, sillä suurimmat vaikutukset osuivat Q1:lle Kiinan tuotantolaitosten noin kuukaudella venyneitä ja kiinalaisesta uudesta vuodesta alkaneita tuotantokatkoja ja tästä omaan toimituskykyyn heijastuneita pieniä rasitteita mukailien. Myöskään kysyntäpuolta horjunut maailmantalous ja sen lieveilmiöt eivät ole vielä oleellisesti pehmentäneet, joskin teollisuusvetoisissa arvoketjuissa aikaviiveet voivat olla kohtuullisen pitkiä ja pandemian myötä asiakaskentän heikentyneet mahdollisuudet näkyä Exelin omassa volyymitasossa vasta myöhemmin.

Exel palautti kuluvan vuoden ohjeistuksensa Q3-raportin yhteydessä ja odottaa liikevaihdon kasvavan tai pysyvän edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden aikana saavutettua volyymi- ja tulosmassaa (Q1-Q3'20 oik. liikevoitto 7,0 MEUR vs. FY2019 7,2 MEUR), Q3:n lopussa hyvällä tasolla ollutta tilauskantaa, neutraalilta vaikuttavaa kysyntäympäristöä sekä jäljellä olevia kalenteriviikkoja heijastellen odotamme Exelin yltävän koko vuoden ohjeistukseensa ongelmitta. Tätä peilaten emme ole tehneet kuluvan vuoden ennusteisiimme muutoksia viimeisimmän yhtiöpäivityksemme jälkeen ja odotamme Exelin liikevaihdon kasvavan

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



## Ennusteet 2/3

tänä vuonna 3 % 107 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton kohoavan 18 % 8,5 MEUR:oon. Tulokasvun keskeisimmät ajurit ovat orgaaninen volyymikasvu sekä H1:n aikana edenneen Yhdysvaltain yksikön käänteeseen tuomat hyödyt.

Normaaleilla tasoillaan olevien rahoituskulujen ja verojen jälkeen odotamme nettotuloksen kohoavan tänä vuonna 5,2 MEUR:oon ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen 0,46 euroon. Tästä arvioimme yhtiön jakavan osinkopolitiikkaansa mukaillen 0,20 euron osakekohtaisen osingon. Operatiivisen kassavirran odotamme säilyvän vahvana hyvän tuloksen ja käyttöpääoman normaaleissa uomissa pysyvän hallinnan tukemana, joskin vapaata kassavirtaa rasittaa sekä kiinalaisen JHFRP:n 30 % vähemmistöosuuden lunastaminen että Itävallan tehdasinvestointi. Vuoden lopun taseaseman odotamme olevan edellisvuotta parempi (2020e: omavaraisuusaste 32 % ja nettovelkaantumisaste 113 %), mutta sen pysyttelevän vielä tavoitetasoa kireämpänä.

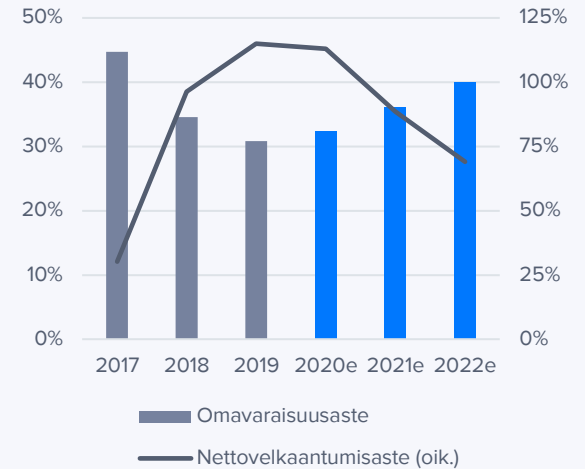
### Vuonna 2021 odotamme tuloskasvun jatkuvan

Exelin loppukysyntä on investointiaktiiviteetin ja yleistalouden tilan ohjaama. Viime aikoina globaali pandemiatilanne on heikentynyt ja vaikka tuoreet lisätiedot koronarokotteiden suoja-asteista ja kehitysvaiheista ovat olleet hyvin huojentavia, liittyy sekä yleistalouden että eri teollisuussektoreiden kehitykseen yhä normaalia korkeampaa epävarmuutta. Lisäksi kun huomioidaan vielä teollisissa arvoketjuissa piilevät aikaviiveet, ei kiintopisteiden lukumäärä Exelin ensi vuoden suoritusasoa ajatellen ole oleellisesti lisääntynyt. Lähtökohtaisesti uskomme

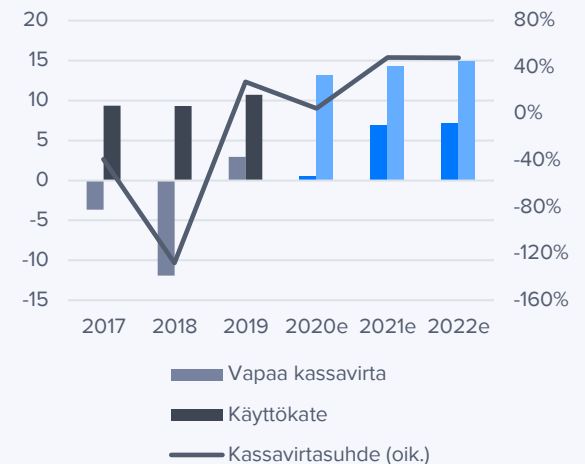
talouskasvun kuitenkin kääntyvän ensi vuonna selvästi positiiviseksi valtio- ja keskuspankkitason voimakkaita elvytystoimia sekä matalaksi jääviä vertailulukuja heijastellen. Tämän tulisi ruokkia myös Exelille tärkeiden teollisuussegmenttien menoa, vaikka pöydällä on yhä myös jonkinlainen riski siitä, että elvytystoimet eivät odotetulla tavalla pure, rokotteen markkinoille tulo venyy ja pandemia jättää jälkeensä pysyvämpiä vaurioita.

Exelille tärkeimmistä asiakassegmenteistä erityisesti tuulivoiman vire on ollut jo pitkään äärimmäisen vahvaa, eikä pandemiatilanne ole lähivuosien näkymiä heikentänyt käytännössä lainkaan. Arviomme mukaan Exel on globaalin tuotantolaitosverkostonsa ja riittävän toimintaskaalansa turvin myös hyvin kilpailukykyinen toimija (ts. edellytykset markkinaosuusvoitoille) tässä markkinassa. Vaikka asiakastoimialan osuus yhtiön tulovirroista on vain noin neljänneksen, uskomme sen tarjoamien kasvupolkujen olevan riittävän leveitä kompensoimaan epävarmasta taloustilanteesta enemmän kärsivien teollisuussegmenttien (mm. kuljetusvälinenteollisuus) vaimeampia loppukysyntöjä. Näin ollen vuonna 2021 odotamme Exelin liikevaihdon kasvavan 3 % 110 MEUR:oon. Ennustemme on vallitsevat epävarmuustekijät ja yhtiön kroonisesti lyhyt näkyvyys huomioiden maltillinen. Tätä taustaa vasten yhtiöllä voi olla rahkeita selvästi parempaan suoritukseen, jos asiakasalojen juoksu osoittautuu odotuksiamme pirteämmäksi ja / tai asiakkaiden omat liiketoiminnot arvioitamme laadukkaimmiksi (mm. asiakkaiden omat markkinaosuusvoitot).

### Taseaseman kehitys



### Kassavirran kehitys



# Ennusteet 3/3

Liikevoiton odotamme kohoavan vuonna 2021 volyymikasvun, Yhdysvaltain yksikön koko vuoden ajalta tulevan tulostuen, Kiinasta realisoituvien synergioiden sekä pykälän verran petraavan kokonaistehokkuuden tukemana 6 % 9,0 MEUR:oon. Liikevoittomarginaalin odotamme näin ollen olevan viime vuosien kannattavuustasoihin peilattuna kohtuullisen hyvällä 8,2 %:n tasolla, mutta jäävän vielä taloudellisista tavoitteista. Tämä tukee näkemystämme etenkin siitä, että täyden kannattavuuspotentiaalin ulosmittaaminen vaatii taakseen kohtuullisen reipasta orgaanista kasvua. Tuloslaskelman alarivien odotamme olevan normaaleilla tasoillaan ja nettotuloksen kohoavan 6,1 MEUR:oon, mikä vastaa 0,51 euron osakekohtaista tulosta. Tästä odotamme yhtiön jakavan 0,22 euron osakekohtaisen osingon.

Vapaan kassavirran odotamme vahvistuvan tuloskasvun ja selvästi maltillisemmän investointivirran tukemana merkittävästi. Tämän myötä odotamme myös taseaseman kohenevan ja vuoden lopun omavaraisuusasteen nousevan 36 %:iin sekä nettovelkaantumistasoa laskevan 89 %:iin. Tällöin taseasema olisi jo lähellä tavoitetasoa, mikä puolestaan toisi liikkumatilaa myös pieniä yritysjärjestelyjä ajatellen.

## Kasvua myös vuoden 2021 jälkeen

Odotamme Exelin pysyvän kasvupolulla myös vuoden 2021 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme Exelin jatkavan kasvuaan komposiittien kysyntää tukevien megatrendien ja oman suhteellisen kilpailuaseman sekä sen säilyvyyden tukemana. Ennustamme

Exelin liikevaihdon kasvavan pitkällä tähtäimellä noin 3 %, mikä on linjassa sekä globaalinen BKT:n että pultruusiomarkkinan pidemmän aikavälin kasvun kanssa. Tämä on varsin konservatiivinen taso etenkin kun huomioidaan se, että strategiassaan yhtiö tavoittelee kasvua myös yritysjärjestelyjen kautta.

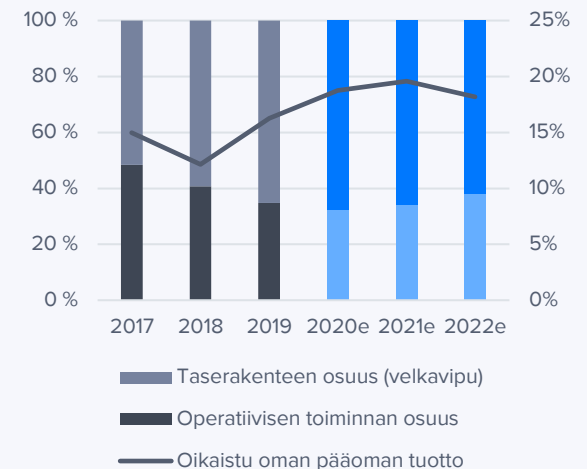
Liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä aikavälillä asettuvan 8-9 %:iin, mikä jää hieman yhtiön tavoittelemasta yli 10 % marginaalitasosta. Näkemyksemme mukaan yhtiön liiketoiminnan nykyinen rakenne ei selkeitä esteitä kannattavuustavoitteen saavuttamiselle aseta, mutta toisaalta kohti keskisegmenttiä liukuva myyntimix ei myöskään merkittävää tulitukea myyntikatteen kohottamisen kautta tulevalle kannattavuusvluvulle tarjoa. Täten kannattavuustavoitteen saavuttaminen nojaa etenkin orgaaniseen kasvuun (vaatii arviomme mukaan 120 MEUR:n liikevaihtotason) sekä saavutetuista tehokkuushyödyistä kiinni pitämiseen. Jälkimmäinen komponentti on täysin yhtiön omassa käsissä, kun taas investointi- ja projektivetoisen kysyntäkuvan kehityskaari on luonnollisesti Exelin oman vaikutusvallan ulkopuolella.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on kuitenkin rajallinen, minkä takia ennusteet pitävät sisällään merkittävää epävarmuutta etenkin vallitseva pandemiatilanne huomioiden. Tämän takia pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodostuksen kannalta on mielestämme rajallinen ja niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-laskelmassa.

### Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



### Oman pääoman tuoton kehitys



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>96,6</b>	<b>27,1</b>	<b>26,5</b>	<b>23,6</b>	<b>26,6</b>	<b>103,8</b>	<b>27,8</b>	<b>27,2</b>	<b>26,0</b>	<b>25,5</b>	<b>106,6</b>	<b>109,6</b>	<b>112,4</b>	<b>115,3</b>
Konserni	96,6	27,1	26,5	23,6	26,6	104	27,8	27,2	26,0	25,5	106,6	109,6	112,4	115,3
<b>Käyttökate</b>	<b>9,3</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>10,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-7,1	-1,1	-1,7	-1,1	-1,8	-5,6	-1,3	-1,0	-1,4	-1,4	-5,0	-5,3	-5,6	-5,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>7,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>5,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>
Oikaisuerät	-2,8	-1,6	-0,1	-0,2	-0,2	-2,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	0,2	-0,6	-0,3	-1,3	-0,9	-0,9	-0,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>
Verot	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,2	-1,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,7	-2,0	-2,1	-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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,23</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,34</b>	<b>0,07</b>	<b>0,22</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,46</b>	<b>0,51</b>	<b>0,53</b>	<b>0,55</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,06</b>	<b>0,21</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,44</b>	<b>0,51</b>	<b>0,53</b>	<b>0,55</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	12,0 %	28,0 %	3,3 %	2,3 %	-0,5 %	7,4 %	2,6 %	2,9 %	10,2 %	-4,0 %	2,7 %	2,8 %	2,6 %	2,5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-20,1 %	9,7 %	13,4 %	239,4 %	74,6 %	43,5 %	7,4 %	29,2 %	19,4 %	12,4 %	17,9 %	5,6 %	3,8 %	3,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	9,6 %	5,4 %	14,4 %	10,6 %	11,0 %	10,3 %	11,5 %	13,9 %	12,8 %	11,2 %	12,4 %	13,0 %	13,3 %	13,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,2 %	7,2 %	8,5 %	7,0 %	5,0 %	6,9 %	7,6 %	10,6 %	7,6 %	5,9 %	8,0 %	8,2 %	8,3 %	8,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,4 %	-1,7 %	6,2 %	3,6 %	1,4 %	2,3 %	2,5 %	9,3 %	4,1 %	3,5 %	4,9 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	107	107	0 %	110	110	0 %	112	112	0 %
<b>Käyttökate</b>	13,2	13,2	0 %	14,2	14,3	0 %	14,9	14,9	0 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	8,5	8,5	0 %	8,9	9,0	0 %	9,3	9,3	0 %
<b>Liikevoitto</b>	8,2	8,2	0 %	8,9	9,0	0 %	9,3	9,3	0 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	6,9	6,9	0 %	8,0	8,1	1 %	8,4	8,4	0 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,46	0,46	0 %	0,51	0,51	1 %	0,53	0,53	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>34,4</b>	<b>41,6</b>	<b>48,5</b>	<b>48,2</b>	<b>47,6</b>
Liikearvo	12,8	13,0	13,0	13,0	13,0
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,3	6,3	6,4	6,4
Käyttöomaisuus	16,6	22,8	28,8	28,5	27,9
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	0,7	1,4	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>40,1</b>	<b>43,8</b>	<b>41,6</b>	<b>42,7</b>	<b>43,9</b>
Vaihto-omaisuus	15,2	16,9	14,9	15,3	15,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,1	20,0	19,2	19,7	20,2
Likvidit varat	4,8	6,9	7,5	7,7	7,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>74,6</b>	<b>85,4</b>	<b>90,1</b>	<b>90,9</b>	<b>91,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>25,8</b>	<b>26,3</b>	<b>29,2</b>	<b>32,9</b>	<b>36,6</b>
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	18,6	19,0	22,0	25,7	29,4
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	5,0	5,2	5,0	5,0	5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>12,0</b>	<b>15,6</b>	<b>22,4</b>	<b>20,6</b>	<b>18,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	11,4	14,8	21,7	19,9	18,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>36,7</b>	<b>43,4</b>	<b>38,4</b>	<b>37,4</b>	<b>36,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	18,2	22,4	18,7	16,9	15,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,5	21,0	19,7	20,5	21,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>74,6</b>	<b>85,4</b>	<b>90,1</b>	<b>90,9</b>	<b>91,5</b>

# Arvonmääritys ja suositus 1/4

## Suosimme tulos pohjaista hinnoittelua

Suosimme yhtiön arvonmäärityksessä tulos pohjaisia hintakertoimia. Mielestämme Exelille käyttökelpoisimmat kertoimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. Absoluuttisina tasoina hyödynnämme yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä. Sovellamme hyväksyttävän kerroinhaarukan arvioinnissa myös Exelin historiallisia arvostustasoja. Koska Exelille ei ole muodostettavissa riittävän kokoista ja laadukasta verokkiryhmää, jää suhteellisten hintakertoimien rooli arvonmäärityksessämme olemattomaksi.

Arvonmäärityksemme painopiste on etenkin kuluvan ja seuraavan vuoden kertoimissa, sillä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on rakenteellisesti varsin lyhyt. Tämän myötä pidemmälle katsovat ennusteet sisältävät jo huomattavaa epävarmuutta, mikä puolestaan rajaa näihin pohjautuvien hintakertoimien käyttökelpoisuutta. Samasta syystä myös pitkän aikavälin ennusteisiimme nojautuvan DCF-mallin rooli jää arvonmäärityksessämme pääosin tukea antavaksi.

Tulos kertomien lisäksi Exelin kaltaisia valmistavassa teollisuudessa operoivia yhtiöitä voidaan tarkastella myös tase pohjaisen P/B-luvun ja osinkotuoton kautta, vaikka Exel ei itse täysin pääomaintensiivisten ja suoraviivaisesti

tase pohjaiseen hinnoitteluun taipuvien yhtiöiden lokeroon sovikaan. Tase pohjaisen arvostuksen ja osinkotuoton tandem voidaan kuitenkin mielestämme nähdä tietynlaisena riskipatjana, sillä matala tase arvostus ja korkea osinkotuotto muodostavat tyypillisesti kohtuullisen pitävän tukitason osakkeelle mahdollisia tulos pettymyksiä ja / tai osakemarkkinan lyhyen tähtäimen riskisimentin muutoksia vastaan. Toisin päin pyöräytettynä (ts. korkea tase pohjainen arvostus ja matala osinkotuotto) tämä logiikkaa tarjoaa puolestaan merkkejä korkeista tulos odotuksista ja / tai kohollaan olevasta arvostustasosta.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Exelin hyväksyttävään arvostustasoon:

- **Lähivuosien tulos kasvupotentiaali** on orgaanisen kasvun ja sen skaalautumisen tukemana hyvä, vaikka tulos potentiaalin täyteen ulosmittaamiseen onkin vielä matkaa.
- **Liiketoiminnan kassavirtaprofiili on melko hyvä** ja investointitarve on maltillinen, mikä luo hyvää raaka-ainetta riskitason laskemiselle (ts. velkamäärän lasku) ja pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.
- **Yhtiön arvoketju asema on hyvä** eikä hintakomponentin kautta tuleva marginaalipaine ole merkittävä uhka.
- **Pidemmällä tähtäimellä** kasvun kiihdyttäminen yritysostoin on positiivinen optio järjestelyjen tuomia kasvu- ja riskienhallintakulmia mukailien.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,46	6,46	6,46
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	77	77	77
Yritysarvo (EV)	110	106	102
P/E (oik.)	14,1	12,7	12,2
P/E	14,8	12,7	12,2
P/Kassavirta	>100	11,1	10,7
P/B	2,6	2,3	2,1
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,4	6,8
EV/EBIT (oik.)	12,9	11,8	11,0
Osinko/tulos (%)	45,7 %	43,1 %	45,2 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,4 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Lähde: Exel, Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 2/4

- **Kysynnän investointiveton luonne ja keskittynyt asiakasportfolio** heikentävät lyhyen aikavälin näkyvyyttä ja nostavat riskiprofiilia, mikä edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimiin
- **Historialliset tulospettymykset** ja poukkoilevan suoritusasteen taakka on naarmuttanut sijoittajatarinaa, mikä on siirtänyt hinnoittelun painopistettä pidemmän tähtäimen potentiaalista kohti lyhyempää jännettä.

Näiden tekijöiden pohjalta Exelille voidaan mielestämme hyväksyä normaalin tuloskunnan viitekehikossa P/E-luku 13x-16x ja vastaavasti EV/EBITDA-kerroin 7x-9x. Tasot pohjautuvat sekä osakemarkkinoiden yhtiölle viime vuosina hyväksymiin arvostustasoihin (P/E-luku noin 14x ja EV/EBITDA noin 8x), omiin operatiivisiin fundamentteihin (mm. kannattavuus- ja pääoman tuottopotentiaali) sekä yhtiön kokonaisriskiprofiiliin. Absoluuttisesti tarkasteltuna nämä tasot ovat linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaaneihin (P/E 14x-15x ja EV/EBITDA 9x-10x), vaikka emme lähtökohtaisesti Exelin arvostusta suhteessa osakemarkkinoiden yleiseen tasoon peilaakaan.

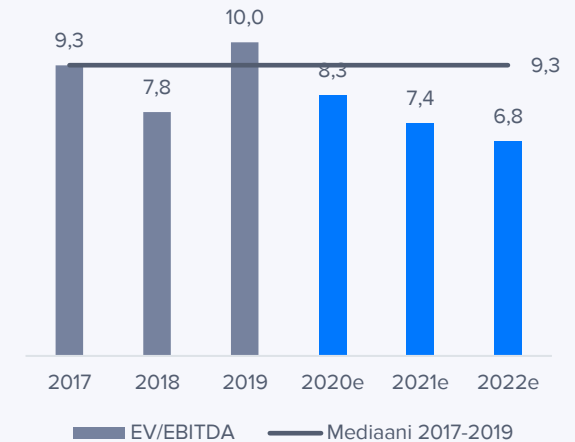
Exelin operatiivinen kulku on kahden viimeisimmän kalenterivuoden aikana on ollut vahvaa, sillä yhtiö on samaan aikaan onnistunut luovimaan kasvua strategiansa mukaisilla painopistealueilla, hilaamaan kannattavuutensa takaisin hyvälle perustasolle (etunenässä Yhdysvalloissa toteutetut toimenpiteet), tehostamaan rakenteitaan ja luomaan siten

tervettä pohjaa sekä kasvu- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamiselle että pidemmän aikavälin omistaja-arvon luomiselle. Näistä komponenteista erityisesti Yhdysvaltain yksikön H1'20:n aikana ottamat käänneaskeleet olivat selvästi odotuksiamme rivakampia, mikä on ollut konsernitason tulospotentiaalain realisoitumisen ja siihen liittyvän riskiprofiilin kannalta erittäin suotuisa kehityskaari, vaikka Q3:llä tämä kehitys pientä takapakkia ottikin. Kokonaisuudessaan uskomme edellä mainittujen tekijöiden summan vahvistaneen myös yhtiön suhteellista kilpailuasemaa viimeisen kahden vuoden aikana. Pidemmällä aikavälillä johdonmukaisesti kannattavan kasvun kvartaalien toimittaminen sekä täyden kannattavuuspotentiaalain asteittainen lähestyminen ja myöhemmin sen kestävä saavuttaminen johtaisi mielestämme siihen, että Exeliä voitaisiin hinnoitella lähemmäksi hyväksyttävän kerroinhaarukan ylä- kuin alalaitaa. Lyhyellä tähtäimellä kertoimien venyttämistä emme puolestaan näe perusteltuna toimintakuvan kehitykseen liittyvien muuttujien takia.

## Tuloskertoimien rima ei ole liian korkealla

Ennusteillamme Exelin kertaeristä oikaistut P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 14x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Näin ollen kertoimet painottuvat lähelle sekä historiallisten tasojen että yhtiölle määrittämiemme hyväksyttävien kerroinhaarukoiden alalaitoja. Vaikka Exelin investointivetoiseen kysyntäkuvaan ja sitä kautta yhtiön omaan tuloskehitykseen liittyy

## EV/EBITDA



## Eteenpäin katsova P/E-luku historiallisesti





# Arvonmääritys ja suositus 3/4

tavanomaista enemmän epävarmuutta (mm. Yhdysvaltain yksikön Q3:lla kohtaama takapakki), ei yhtiön tulospohjainen arvostuskuva ole mielestämme erityisen vaativa. Näin ollen pidämme tulospohjaisia kertoimia kokonaisuudessaan järkevinä ja mielestämme kertoimissa on nykytasoilta myös maltillista nousuvaraa.

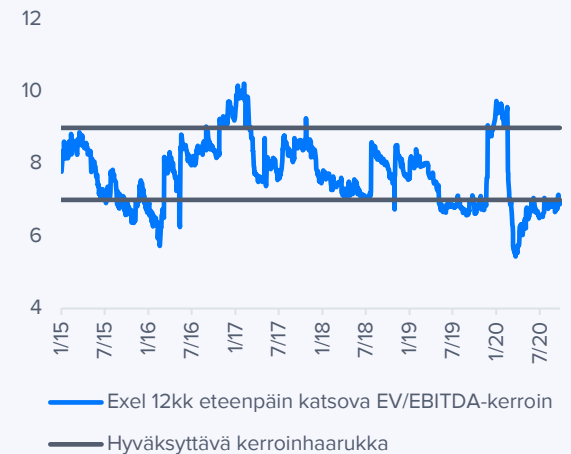
Näkemystämme tulospohjaisen arvostuskuvan järkevyydestä tukee se, että viimeisen 12 kuukauden rullaavalla tuloksella P/E-luku 15x jää vielä hyväksymämme haarukan sisään. Mikäli Exelin kuluvan vuoden tulos jäisi puolestaan Q4:llä nollaan, olisi P/E-luku tässä tapauksessa 17x. Vuoden 2019 toteutuneilla ja Yhdysvaltain yksikön operatiivisen tappion sisällään pitämällä tulostasoilla (ts. Q4'20:llä tulos painuisi tappiolle) P/E-luku on sen sijaan 19x ja EV/EBITDA-kerroin 10x. Myös molemmissa näissä skenaarioissa kertoimet olisivat poikkeustilanteeseen linjattuna vielä jokseenkin perusteltavissa olevilla tasoilla. Tätä taustaa vasten nykyhinnoittelu huomioi mielestämme riittävästi lyhyen tähtäimen tuloskehitykseen liittyviä riskejä. Mielestämme on hyvä korostaa myös sitä, että vaikka näkyvyys Exelin liiketoimintaan on normaaleissakin olosuhteissa lyhyt ja kysynnän vaihtelut voivat iskeä volyyminvirtoihin nopeastikin, on yhtiöllä kuitenkin kohtuullista joustovaraa tulosrivien puolustamista ajatellen. Tämä kokonaisuus tukeekin näkemystämme kertoimissa piilevästä pienestä nousuvarasta.

## Tase- ja volyympohjainen arvostus ei muodosta tiheää turverkkoa

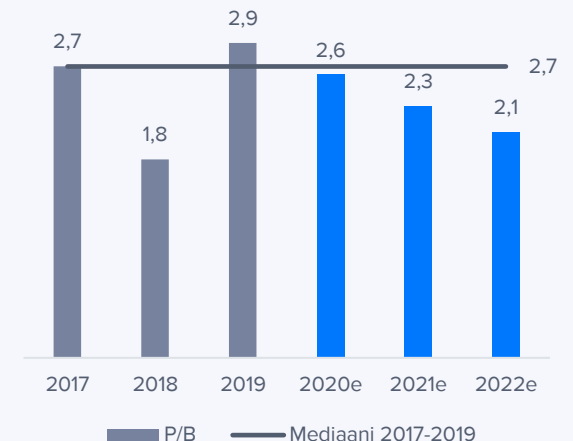
Exelin tasepohjainen P/B-luku 2,6x on linjassa historialliseen tasoon nähden. Erityisen matalana tasepohjaista arvostusta ei kuitenkaan perusteellisuudessa operoivalle Exelille voida pitää yhtiön hyvästä oman pääoman tuottopotentialista huolimatta. Näkemystämme tästä tukee etenkin se, että staattisen tulostuoton perspektiivistä tarkasteltuna yhtiön tulisi ylittää kestävästi noin 23 % oman pääoman tuottoon, jotta nykyinen tasepohjainen arvostus vastaisi oman pääoman normaalien olosuhteiden kustannusta (ts. noin 9 %) vakaalla tuloksella. Tällaisen tuottotason saavuttaminen ei mielestämme ole yhtiön liiketoimintaprofiililla ja pitkällä aikavälillä täysin mahdotonta, mutta se vaatii taakseen samat elementit kuin kannattavuustavoitekin (ts. orgaaninen kasvu ja tehokkuusruuvin nykyinen asento). Tällöin myös Exelin hinnoittelu selvästi yli 2x tasekertoimella olisi mielestämme täysin ansaittua. Lyhyellä tähtäimellä emme näe tasepohjaisen arvostuksen osakkeelle erityisen tiheää turverkkoa tarjoavan, mikä osaltaan nostaa tuloskasvuun ja täyden potentiaalin lähestymiseen liittyvää riskitasoa.

Exelin volyympohjainen EV/S-kerroin on puolestaan 1x, mikä on linjassa historiallisiin tasoihin nähden. Näin ollen selkeitä tukitasoja ei ole löydettävissä myöskään liikevaihtoperusteisesta kulmasta. Lisäksi kun huomioidaan, etteivät 3-4 % väliin jäävät lähivuosien osinkotuotot tarjoa pääoman

Eteenpäin katsova EV/EBITDA-kerroin historiallisesti



P/B



# Arvonmääritys ja suositus 4/4

tuottovaateeseen nähden erityisen leveää nojaa, jäävät osakkeen konkreettiset tukitasot mielestämme kokonaisuudessaan maltillisiksi. Tämä luonnollisesti nostaa kokonaisriskiprofiilia, sillä huonon skenaarion realisoituessa (tulokasvun tökkiminen tai -kurssin kääntyminen) olisi osakkeessa näistä tekijöistä johtuen myös laskuvaraa.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa varsin konservatiivisia arvioita, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentiaalin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,4 euroa, mikä tukee muiden käyttämiemme menetelmien indikoimaa arvoa osakkeen potentiaalista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-4 %:iin globaalia talouskasvua heijastellen ja liikevoittomarginaali 8-9 %:iin. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä varsin järkevällä 58 %:n tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on puolestaan 8 % ja oman pääoman kustannus 9 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2 % ja markkinan riskipreemiona 5 %.

## Hinta käyvän arvon haarukassa, mutta tuotto-odotus kattaa tuottovaateen

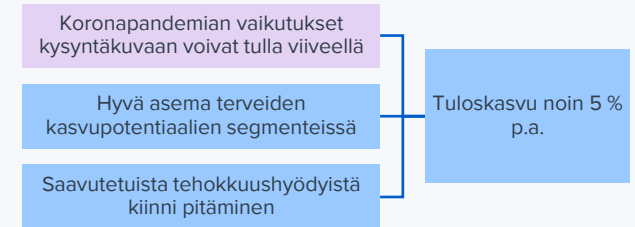
Kun huomioidaan Exelin tehostuneet rakenteet, positio terveiden liiketoimintamahdollisuuksien toimintasegmenteissä sekä kauttaaltaan hyvä arvoketjuasema, on yhtiöllä mielestämme edellytykset ylittää kestävästi 0,40-0,50 euron osakekohtaiseen tulokseen. Näin ollen neutraalilla 13x-14x tuloskertomilla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan mielestämme riittävän konservatiivisesti arvioida 5-7 euroa. Pidemmällä aikavälillä näemme käyvän arvon haarukassa luonnollisesti myös nousuvaraa, kunhan yhtiö onnistuu pysymään kannattavalla kasvupolulla ja lähestymään täyttä tulospotentiaaliaan (EPS yli 0,60 euroa). Operatiivisen kehityksen myötä myös soveltamamme tuloskerroimet liukuisivat lähemmäs hyväksymämme kerroinhaarukan ylälaitaa, millä olisi kohottava vaikutus käypään arvoon myös kerroinpelin kautta.

Käyttämiamme arvostusmenetelmiä peilaten yhtiö hinnoitellaan käyvän arvon haarukansa sisään, mutta turhan korkeaksi arvostuskuva ei mistään kulmasta tarkasteltuna ole kohonnut. Vuoden tähtäimellä tulokasvusta, 3-4 % osinkotuotosta ja kertoimien maltillisesta tasonkorjauksesta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme oman pääoman tuottovaatimuksen (ts. riskitason) ylittävällä tasolla. Näin ollen osakkeen tarjoama tuotto/riski-suhde on oikeanlainen, mikä tarjoaa lisäostojen jatkamiselle tarpeeksi kovat perusteet. Tarkistamme tavoitehintamme 7,00 euroon (aik. 6,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

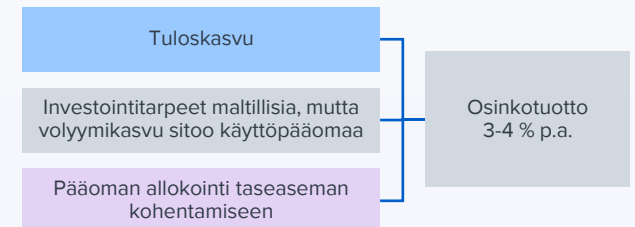
## Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

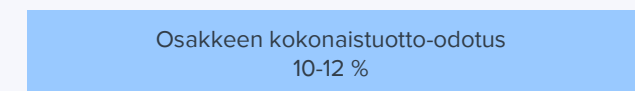
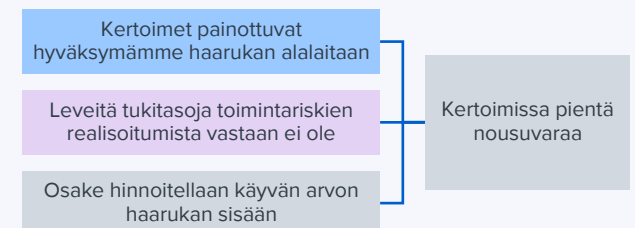
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Kassavirtamalli

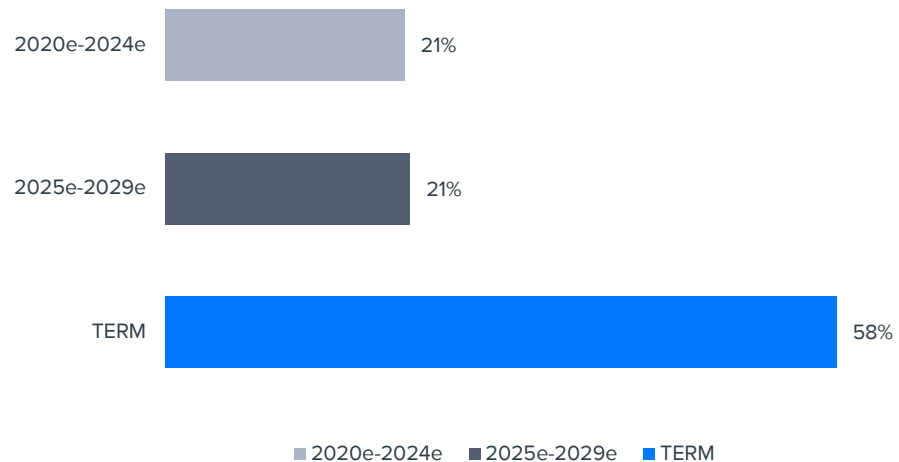
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,0	5,3	5,6	5,6	6,0	5,8	5,5	5,3	5,1	4,9	
- Maksetut verot	-2,4	-0,6	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,4	-2,6	-2,5	-2,6	-2,7	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,9	1,4	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,9</b>	<b>13,7</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,1	-13,0	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-4,6	-4,6	-4,6	-4,3	-5,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	
+/- 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	3,8	0,6	6,9	7,2	7,4	8,1	9,0	8,9	8,5	8,6	7,6	137
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>0,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>70,0</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		120	120	114	107	101	95,5	89,3	83,6	78,6	73,9	70,0
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>120</b>										
- Korolliset velat		-37,2										
+ Rahavarat		6,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>88,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,4</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	5,00 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,7 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	86,3	96,6	103,8	<b>106,6</b>	<b>109,6</b>	EPS (raportoitu)	0,36	0,03	0,20	<b>0,44</b>	<b>0,51</b>
Käyttökate	9,4	9,3	10,7	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	EPS (oikaistu)	0,36	0,23	0,34	<b>0,46</b>	<b>0,51</b>
Liikevoitto	6,1	2,2	5,1	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	Operat. kassavirta / osake	0,55	-0,11	0,83	<b>1,15</b>	<b>1,00</b>
Voitto ennen veroja	5,4	1,7	3,9	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,20	-1,03	0,32	<b>0,05</b>	<b>0,58</b>
Nettovoitto	4,2	0,4	2,4	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	Oma pääoma / osake	2,42	2,17	2,21	<b>2,45</b>	<b>2,76</b>
Kertaluontoiset erät	-0,1	-2,8	-2,1	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,30	0,18	0,18	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	64,4	74,6	85,4	<b>90,1</b>	<b>90,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	12 %	7 %	<b>3 %</b>	<b>3 %</b>
Oma pääoma	28,8	25,8	26,3	<b>29,2</b>	<b>32,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	138 %	-1 %	15 %	<b>23 %</b>	<b>8 %</b>
Liikearvo	13,5	12,8	13,0	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	143 %	-20 %	44 %	<b>18 %</b>	<b>6 %</b>
Nettovelat	8,7	24,8	30,2	<b>33,0</b>	<b>29,1</b>	EPS oik. kasvu-%	140 %	-35 %	45 %	<b>34 %</b>	<b>12 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	10,9 %	9,6 %	10,3 %	<b>12,4 %</b>	<b>13,0 %</b>
Käyttökate	9,4	9,3	10,7	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,3 %	5,2 %	6,9 %	<b>8,0 %</b>	<b>8,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-8,8	1,9	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	Liikevoitto-%	7,1 %	2,3 %	4,9 %	<b>7,7 %</b>	<b>8,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	6,5	-1,3	9,9	<b>13,7</b>	<b>11,9</b>	ROE-%	15,2 %	1,4 %	9,3 %	<b>18,8 %</b>	<b>19,6 %</b>
Investoinnit	-8,8	-10,9	-6,1	<b>-13,0</b>	<b>-5,1</b>	ROI-%	14,9 %	4,4 %	8,6 %	<b>12,3 %</b>	<b>12,9 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,4	-12,3	3,8	<b>0,6</b>	<b>6,9</b>	Omavaraisuusaste	44,7 %	34,6 %	30,8 %	<b>32,4 %</b>	<b>36,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	30,3 %	96,3 %	114,9 %	<b>113,0 %</b>	<b>88,6 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Handelsbanken Fonder						EV/Liikevaihto	1,0	0,7	1,0	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
OP Fonder						EV/EBITDA (oik.)	9,3	7,8	10,0	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>
Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy						EV/EBIT (oik.)	13,8	14,4	14,9	<b>12,9</b>	<b>11,8</b>
Swedbank Robur Fonder						P/E (oik.)	18,2	17,1	19,1	<b>14,1</b>	<b>12,7</b>
Lazard Freres Gestion						P/B	2,7	1,8	2,9	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
						Osinkotuotto-%	4,6 %	4,5 %	2,8 %	<b>3,1 %</b>	<b>3,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>  
Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €	4,14 €
6.5.2019	Lisää	4,60 €	4,25 €
24.7.2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
31.10.2019	Lisää	5,30 €	4,80 €
22.11.2019	Lisää	6,30 €	5,76 €
18.2.2020	Lisää	6,50 €	6,14 €
16.3.2020	Lisää	4,10 €	3,96 €
7.5.2020	Lisää	5,10 €	4,80 €
22.7.2020	Lisää	6,00 €	5,52 €
2.11.2020	Lisää	6,80 €	6,40 €
8.12.2020	Lisää	7,00 €	6,46 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**