

Exel Composites

Laaja raportti

28.9.2022 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvumahdollisuuksia globaalilla tuotantoverkostolla

Exel on kuluvan vuoden aikana onnistunut varsin hyvin operatiivisissa toimissaan, mutta merkittävästi heikentyneen makrokuvan ja liiketoiminnan lyhyen näkyvyyden myötä yhtiön lyhyen aikavälin kehitykseen liittyvä kuitenkin huomattava epävarmuutta. Exelin asema pultruusiomarkkinan aidosti globaalina pelurina tarjoaa arviomme mukaan yhtiölle kuitenkin hyvät lähtökohdat pidemmän aikavälin kasvun osalta, mikä puoltaa osakkeen kyydissä pysymistä. Lyhyen aikavälin laskeneita ennusteitamme ja nousutta tuottovaatimustamme heijastellen toistamme osakkeen lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 6,00 euroon (aik. 7,00 euroa).

Gloaali korkean räätälöintiasteen komposiittivalmistaja

Exel on erikoistunut vaativien teollisuuden loppukäyttöihin soveltuvien komposiittituotteiden suunnitteluun ja valmistamiseen. Tuotannossaan Exel keskittyy pääosin pultruusioteknologiaan ja käsittääksemme sillä on tässä komposiittimarkkinan niche-segmentissä johtava markkina-asema. Valtaosa Exelin tuotteista on yksityiskohtaisiin asiakastarpeisiin suunniteltuja, minkä myötä sen tarjoaman räätälöintiaste on korkea. Mielestämme tämä tekee sen arvoketjuasemasta kohtuullisen hyvän ja luo asiakassuhteisiin jatkuvuutta. Korkean räätälöintiasteen haittapuoleksi voidaan katsoa tuotannon monimuotoisuus, mikä voi vaikeuttaa tehokkuustasojen optimointia. Yhtiön keskeisimpinä vahvuuksina näemme tuotantoverkoston globaalin rakenteen, useille toimialoille levittäytyvän asiakasportfolion sekä vastuullisuuden ja sääntelyn kasvun, jotka tukevat yhtiön suhteellista asemaa. Riskejä taas ovat kysynnän sykliisyys ja kroonisesti lyhyt tilauskanta etenkin nykyisessä epävarmassa taloustilanteessa, keskittynyt asiakasportfolio sekä USA:n yksikön verrattain lyhytaikaisen käänteen pitävyys.

Kohtuullisen hyvistä asemista heikkenevään markkinaympäristöön

Yhtiön kohdemarkkinoiden ennustetaan kasvavan lähivuosina 3-5 %. Merkittävästi heikentynyt makrokuva nostaa kuitenkin epävarmuutta yhtiön osin investointivetoiseen kysyntäkuvaan ja kroonisesti lyhyeen tilauskantaan liittyen, minkä myötä sen liiketoimintaedellytykset voivat heiketä nopeastikin talouskehityksen mukana. Epävarmuutta nostaa nähdäksemme etenkin Euroopan energiakriisi ja sen vaikutukset yhtiön suurimmalle maantieteelliselle kohdemarkkinalle. Yhtiön kysyntätilanne on käsittääksemme säilynyt toistaiseksi kohtuullisena ja sillä pitäisi olla myös edellytykset suoritusastonsa nostamiselle tehokkuusparannusten myötä (mm. Kiinan tehdassynergia). Globaalin peiton myötä yhtiö ei ole myöskään täysin Euroopan varassa ja monipuolinen asiakasportfolio antaa sille suhteellista etua epävarmassa ympäristössä. Tätä peilaten odotamme yhtiön yltävän lähivuosina keskimäärin noin 4 %:n kasvuun (2022e-2025e) ja operatiivisen kannattavuuden asettuvan 7,0-7,9 %:iin, mutta taloudellisiin tavoitteisiinsa emme odota yhtiön kuitenkaan yltävän (2x markkinakasvu, oik. EBIT > 10 %).

Liiketoiminnan lyhyt näkyvyys pitää ostohousut hyllyssä maltillisesta hintalapusta huolimatta

Ennusteillamme Exelin lähivuosien tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat hyvinkin maltilliset (oik. P/E 2022 ja 2023: 7x ja 11x sekä EV/EBITDA: 5x ja 6x) hyväksymäämme kerroinhaarukkaan peilattuna. Myös muut käyttämämme menetelmät tukevat näkemystämme osakkeen nousuvarasta ja voisi puoltaa osakkeessa vahvempaan positiivista näkemystä. Mielestämme seuraavan 12 kuukauden ajanjaksolla arvostuskertoimien oleelliseen nousuun varaan on kuitenkin vaikea nojata toimintaympäristön useista epävarmuuksista johtuen. Lisäksi Exelin liiketoiminnan lyhyen näkyvyyden takia kertoimet sisältävät myös huomattavaa ennusteriskiä. Epävarmuudesta huolimatta osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus nousee mielestämme selvästi positiiviseksi.

Suositus

Lisää

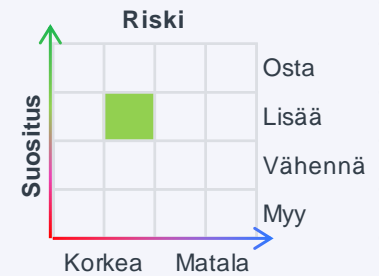
(aik. Lisää)

6,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

5,30 EUR



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	134	145	141	151
kasvu-%	24 %	8 %	-3 %	7 %
EBIT oik.	6,0	10,5	9,9	11,5
EBIT-% oik.	4,5 %	7,2 %	7,0 %	7,6 %
Nettotulos	1,7	11,3	6,0	7,2
EPS (oik.)	0,29	0,74	0,51	0,60

P/E (oik.)	24,1	7,1	10,5	8,8
P/B	2,8	1,7	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	2,8 %	4,2 %	4,5 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	20,5	9,2	9,5	7,9
EV/EBITDA	10,3	4,7	5,7	5,0
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

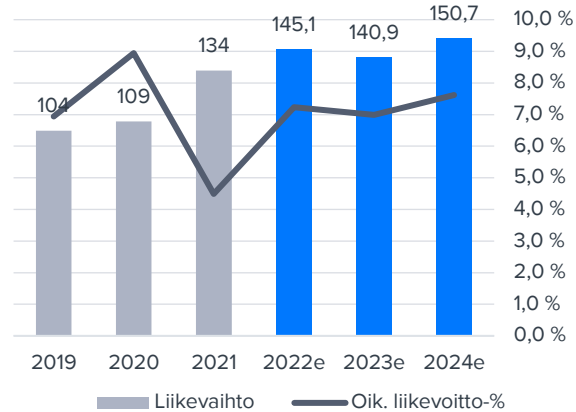
Exel Composites arvioi, että vuonna 2021 liikevaihto on edellisvuoden tasolla ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuodesta 2021.

Osakekurssi



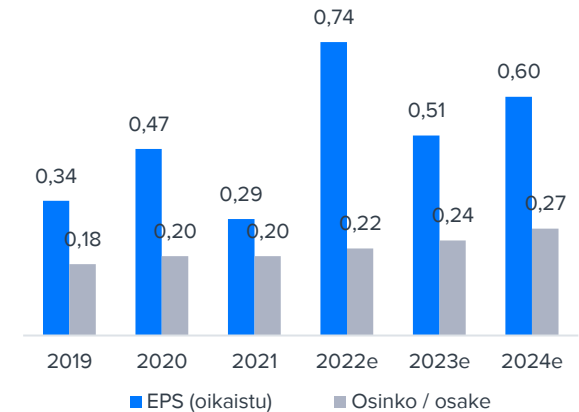
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan organisaation kasvulle
- Kannattavuudessa vielä parantamisen varaa suhteessa täyteen potentiaaliin
- Tuotannon globaali rakenne ja suhteelliset mittakaavaedut
- Keskipitkällä aikavälillä kasvun tehostaminen yrityskaupoilla



Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja volatiilista
- Kulurakenne on varsin kiinteä
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Taseen velkamäärä rajaa osittain liikkumatilaa
- Lyhyellä tähtäimellä toimitusketjuongelmien ja nousseiden materiaalikustannusten aiheuttamat marginaalipaineet
- Lyhyt tilauskanta talouden epävarmuuden keskellä
- Yhdysvaltain yksikön käänteen pitävyys
- Euroopan energiakriisi ja sen vaikutukset yhtiön merkittävimmän markkina-alueen kysynnälle

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,30	5,30	5,30
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	97	94	90
P/E (oik.)	7,1	10,5	8,8
P/E	5,6	10,5	8,8
P/Kassavirta	8,5	9,2	8,6
P/B	1,7	1,5	1,4
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	4,7	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	9,2	9,5	7,9
Osinko/tulos (%)	23,2 %	47,5 %	44,8 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,5 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Toimiala ja kilpailukenttä	11-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-26
Sijoitusprofiili	27-28
Arvonmääritys	29-32
Taulukot	33-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Exel lyhyesti

Exel on erilaisiin vaativiin teollisiin loppukäyttöihin soveltuviin komposiittituotteiden ja -ratkaisuiden suunnitteluun sekä valmistamiseen erikoistunut yhtiö

1960

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

13 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2016-2021

6,3 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoittomarginaali 2016-2021

142 MEUR

Liikevaihto 2022 (TTM)

6,4 MEUR (4,5 % liikevaihdesta)

Oikaistu liikevoitto 2022 (TTM)

739

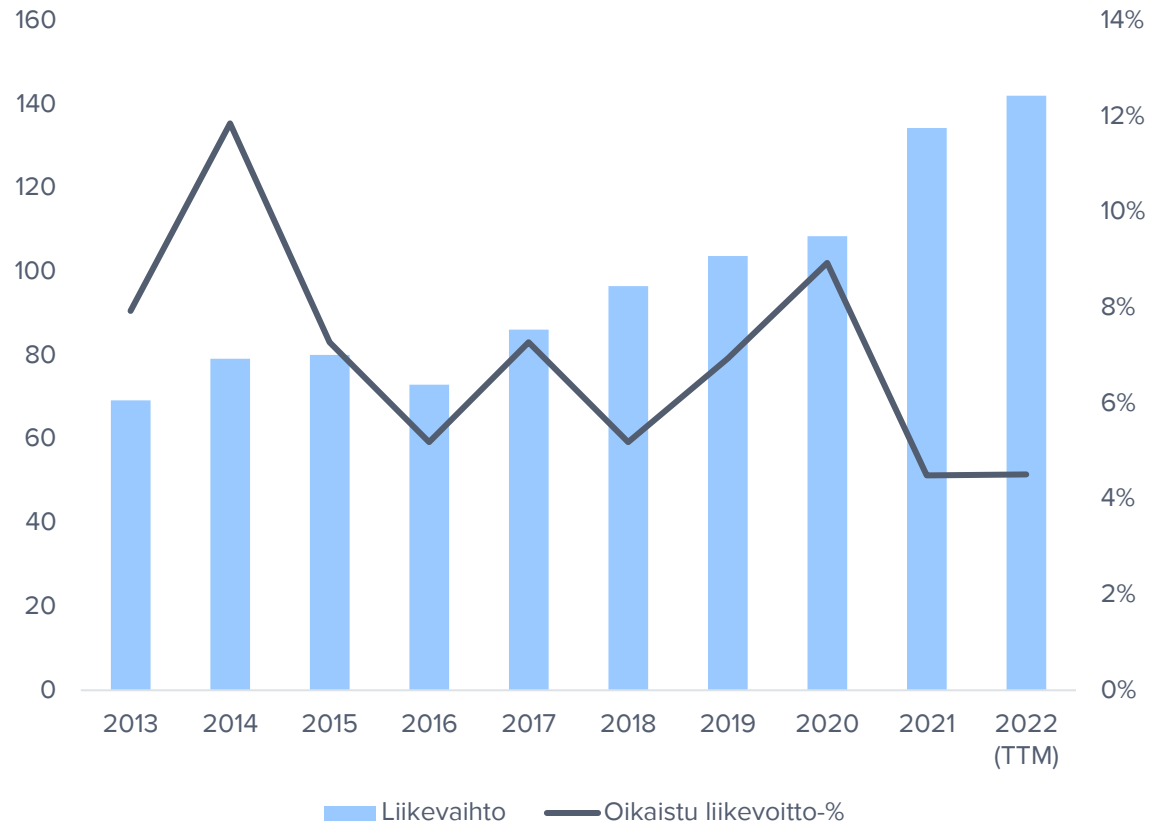
Henkilömäärä Q2'22:n lopussa

Vuodet 2012-2015

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

Vuodet 2016-2021

- Telekommunikaatiosektori kohtaa haasteita ja asiakasriskiä realisoituu
- Maantieteellistä jalansijaa laajennetaan strategian mukaisesti JHFRP:n (Kiina) ja DSC:n (USA) hankinnoilla sekä Intiaan perustettavan yhteisyrityksen kautta
- Yhdysvalloissa kohdatut ikävyödet nakertavat tulosta ja täyden potentiaalin saavuttaminen siirtyy ajassa eteenpäin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Räätälöityjen ratkaisuiden toimittaja

Exel on valmistavan teollisuuden 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 yhdisteitä. Niiden teknisenä logiikkana on saada yhdistetystä kokonaisuudesta enemmän irti — luoda ominaisuuksiltaan parempi materiaali — kuin alla olevista materiaaleista olisi erillisinä mahdollista saada. Exelin valmistamissa komposiiteissa painopiste on arviomme mukaan lasi- ja hiilikuitupohjaisissa ratkaisuissa niiden keveys- ja kestävyysominaisuuksia heijastellen. Tuotannossaan Exel on taas keskittynyt pääosin pultruusioteknologiaan ja käsityksemme mukaan yhtiöllä on myös tässä globaalien komposiittimarkkinan niche-segmentissä johtava markkina-asema. Valtaosa Exelin toimittamista tuotteista on yksityiskohtaisiin asiakastarpeisiin suunniteltuja, minkä myötä ratkaisutarjoaman räätälöintiastekin on korkea.

Exelin pääkonttori sijaitsee Vantaalla. Yhtiöllä on seitsemän omaa tuotantoyksikköä, jotka sijaitsevat Suomessa (2 kpl), Kiinassa, Isossa-Britanniassa, Belgiassa, Itävallassa ja Yhdysvalloissa. Lisäksi Exelillä on viime syksynä perustetun [yhteisyrityksen](#) myötä tuotannollinen asemapaikka myös Intiassa. H1'22:n lopussa yhtiö työllisti 739 henkilöä.

Eurooppa liiketoiminnan veturi

Vuonna 2022 (TTM) Exelin liikevaihto oli 142 MEUR ja oikaistu liikevoitto 6,4 MEUR. Yhtiön liiketoiminnalle Eurooppa on maantieteellisistä alueista tärkein, sillä sen osuus edellisen 12 kuukauden liikevaihdosta oli noin 54 %. Muista alueista merkityksellisiä ovat Pohjois-Amerikka noin 28 %:n ja Aasia noin 16 %:n kontribuutioillaan.

Vuonna 2021 Exelin suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 17 %. Arviomme mukaan asiakasportfoliossa on useita satoja toimijoita, mutta yli puolet liikevaihdosta on kuitenkin 10-15 suurimman asiakkaan tuomaa. Näin ollen enemmistö Exelin asiakkaista on kokoluokaltaan melko pieniä, mikä kääntäen katsottuna ja etenkin tuloksentekeä ajatellen tekee merkittävimpien asiakkaiden rooleista korostuneet. Tätä heijastellen avainasiakkaan menettäminen, asiakaskohtaisen markkinaosuuden oleellinen supistuminen tai asiakkaan itsensä kohtaamat vaikeudet voivat heikentää Exelinkin liiketoimintamahdollisuuksia. Käsityksemme mukaan avainasiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä ja hyviä, mikä yhdessä räätälöidyn tarjoaman (mm. asiakkaan kohtaamat vaihdon kustannukset) kanssa pitää asiakasriskin kokonaisuudessaan melko maltillisena.

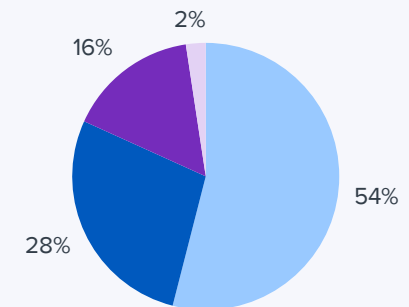
Liiketoiminnan rakenne

Exel raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla, mutta liikevaihto on jaettu seitsemään asiakastoimialaan. Nämä ovat:



- Yli 60 vuoden operatiivinen historia ja pultruusiomarkkinan johtava toimija
- Räätälöity tarjoama mahdollistaa korkeampien hintapisteiden ja paremman asiakaspidon saavuttamisen
- Aidosti globaali tuotantolaitosverkosto tukee suhteellista kilpailukykyä ja pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksia
- Asiakasportfolio ulottuu useisiin eri teollisuudenaloihin ja siten sekä erilaisiin että eriaikaisiin kysyntäajureihin

Liikevaihdon jakauma 2022 (TTM)



- Eurooppa
- Pohjois-Amerikka
- Aasia-Tyynimeri
- Muu maailma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

- Rakentaminen ja infrastruktuuri** on Exelin suurin asiakastoimiala ja se toi vuonna 2022 (TTM) liikevaihdosta noin 23 %. Tyypillisiä tuotesovelluksia ovat muun muassa ikkuna- ja oviprofiilit, rakenteelliset profiilit, kaapeliydintuotteet, kaapelikourut ja lentokenttätuotteet. Kysyntä on käsityksemme valtaosin jatkuvaa toimitusten virtaa paitsi kaapeliydin- ja lentokenttätuotteiden osalta, jotka ovat projektinomaisia ja siten syklisiä piirteitä omaavia.
- Välineet ja muu teollisuus** toi viimeisen vuoden jaksolta noin 18 % liikevaihdosta. Tämän asiakastoimialan loppukäyttöihin kuuluvat muun muassa erilaiset tuotteet puhtaanapito- ja kunnossapitosovelluksiin sekä tuotteet erilaisten kuluttajille myytävien tuotteiden osiksi (mm. telttoihin). Osa tämän asiakastoimialan tuotteista on varsin standardoituja (mm. siivousputket), mutta pääpaino on koko portfolion tapaan räätälöidyssä päässä. Standardoituja tuotteita mukailleen osa kysynnästä on kuluttajavetoista.
- Tuulivoima** on asiakastoimialoista toiseksi suurin ja vuonna 2022 (TTM) sen osuus tulovirroista oli noin 21 %. Myös suurin asiakas tulee tämän asiakasalan alta. Tuulivoiman yleisiä lopputuotteita ovat turbiinien siipien vahvikkeet ja jäykisteet sekä voimalan muut tukirakenteet, kuten kaiteet ja huoltotasanteet. Asiakastoimialan kasvupotentiaali on uusiutuvan energian ja sen taustalla olevien megatrendien tukemana hyvä. Valmistettavat sovellukset ovat kuitenkin volyymeiltään isoja ja räätälöintitarpeiltaan muuta portfoliota matalampia, mikä kutistaa hinnoitteluvoimaa ja

voi osaltaan kiristää myös kilpailutilannetta.

- Koneet ja sähkö** muodosti Exelin myynnistä viimeisen 12 kuukauden ajalta noin 14 % osan. Asiakasalan sovelluksia ovat esimerkiksi paperi- ja tekstiilikoneisiin toimitettavat komponentit, eristetangot ja robottiikkasovellusten osat. Arviomme mukaan sovelluskori painottuu yläsegmenttiin ja tuotteille asetetut laatuvaatimukset ovat hyvin korkeita. Käsityksemme mukaan asiakastoimialan kysyntä on jakaantunut vakaampiin (mm. erilaiset kuluttajavetoiset tuotteet) ja investointivetoisempiin loppukäyttöihin (mm. paperi- ja selluteollisuus).
- Kuljetus** vastasi vuoden 2022 (TTM) myynnistä liikevaihdosta noin 11 %. Asiakastoimialan sovelluksia ovat kuljetusväline-teollisuuteen toimitettavat profiilit. Keskeisimpiä kysyntäajureita taas ovat energiatehokkuus ja kestävä kehitys.
- Puolustus** toi Exelin liikevaihdosta vuonna 2022 (TTM) noin 6 % ja oli siten volyymiltaan pienin asiakastoimiala. Tuotesovelluksia ovat muun muassa naamioverkköjen tuki- ja ei-magneettiset työkaluvarret.
- Telekommunikaation** liikevaihto-osuus viimeisen vuoden jaksolta oli noin 7 % ja sen yleisimpiä lopputuotteita ovat antennien suojakuvut ja erilaiset mastot. Asiakastoimiala oli yhtiölle aikaisemmin merkittävän kokoluokan ja korkean katetason liiketoimintaa. Viimeisen parin vuoden Telekommunikaation sykliset volyymit ovat kehittyneet nousujohteisesti.

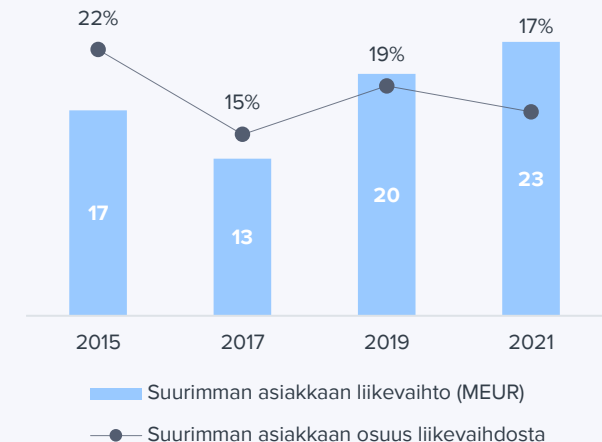


Potentiaaliset asiakkaat*



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

Vuosina 2015-2017 suurin asiakas tuli Telekommunikaation alta ja vuosina 2019-2021 Tuulivoimasta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kokonaisuutena liiketoiminnan rakenne on mielestämme tasapainoinen, eikä yhtiö ole erityisen riippuvainen yksittäisen asiakastoimialan kehityssuunasta tai -vauhdista. Lisäksi asiakasalat ovat pääosin kehittyneissä elinkaaren vaiheissa olevia lohkoja ja niiden kasvunäkymät ovat pidemmälle katsottaessa vähintäänkin kohtuulliset, mikä luo myös Exelille verrattain vakaan lähtötilanteen tulevia vuosia ajatellen. Toki Exelinkin toimitusvirroissa on automaattisesti mukana teollisille sektoreille tyypillistä heiluntaa, sillä asiakastoimialojen kysynät ovat luonteiltaan investointisidonnaisia. Exelin osalta tätä perustavanlaatuista dynamiikkaa kuitenkin tasaa asiakastoimialojen alla olevien kovien kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus.

Suunnittelu ja tuotanto kovaa ydintä

Exelin liiketoimintamalli on teolliselle toimijalle perinteinen, sillä yhtiö myy ja valmistaa itse suunnittelemaansa tuotteita. Exelin toimittamat komposiittituotteet ovat yksittäisiä osia asiakkaan sovelluksessa, kuten tuulivoimalan siivessä tai paperitehtaan tuotantokoneessa. Täten Exelin ratkaisut ovat yleensä asiakaskohtaisiin tarpeisiin suunniteltuja, mikä tekee kokonaistarjoaman räätälöintiasteesta korkean. Tämä taas näkemyksemme mukaan tekee yhtiön arvoketjuasemasta kohtuullisen hyvän. Lisäksi räätälöity portfolio kohottaa asiakkaan päässä toimittajan vaihtamisesta koituvia kustannuksia ja luo tätä kautta asiakassuhteisiin arvokasta jatkuvuutta. Käsitksemme mukaan Exelin toimittamien komponenttien osuus loppuasiakkaan investoinnin

kokonaiskustannuksista on yleensä suhteellisen matala, mikä puolestaan yhdessä edellä mainittujen tekijöiden tuo yhtiölle konkreettista hinnoitteluvoimaa. Asiakastoimialojen välillä räätälöintiasteet ja hankintalogiikat eivät kuitenkaan ole yhteismitallisia, mistä johtuen myös Exelin toimialakohtaisessa hinnoittelukyvyssä on luontaista vaihtelua. Räätälöidyn tarjoaman eräänlaiseksi haittapuoleksi voidaan mielestämme lukea tuotannon monimuotoistuminen, mikä voi aiheuttaa valmistusprosessiin tiettyjä kitkoja (mm. kiinteiden kulujen nousu) ja vaikeuttaa niiden seurauksena tehokkuustason optimointia.

Edellä esitettyä perusdynamiikkaa mukaillen Exelin ydintoiminnot ovat mielestämme suunnittelu (ml. materiaalikehitys) ja tuotanto. Ansaintamallin toimivuuden kannalta erityisesti suunnittelutyön rooli on olennainen, sillä siinä onnistuminen luo kriittistä perustaa kilpailukykyiselle tarjoamalle — tuotesovellusten määrä ja potentiaalisen markkinan koko — asiakashankinnassa ja -pidossa onnistumiselle sekä näiden seurauksena myös pidemmän aikavälin arvonluonnille. Varsinaisena prosessina suunnittelutyö on arviomme mukaan pitkäjänteistä ja aikaväli ensimmäisestä asiakaskontaktista valmiiseen tuotesovellukseen voi olla melko pitkäkin (1-3 vuotta). Laajat suunnitteluresurssit eivät kuitenkaan yksistään aja näissä operaatioissa onnistumista, vaan käsityksemme mukaan myös asiakkaan liiketoiminnan aito ymmärtäminen on tärkeä taito. Exelin pitkää operatiivista historiaa ja useille teollisuudenaloille levittyvää asiakasportfoliota mukaillen uskomme

yhtiön suunnitteluosaamisen olevan kokonaisvaltaista ja siten laadukasta.

Arviomme mukaan myös Exelin tuotantopuolen kyvykkyydet ovat hyviä. Tuotannossa yhtiö hyödyntää sekä pultruusio- ja pullwinding-teknologioita että jatkuvan laminoinnin tuotantomenetelmää. Näiden myötä Exelillä on kyky valmistaa niin yksinkertaisia tankoja ja putkia kuin myös muodoiltaan monimutkaisempiakin profileja. Täten yhtiön tuotantoresurssit taipuvat varsin monenlaisiin sovelluksiin, mikä yhdessä alla olevan suunnitteluosaamisen kanssa tukee kokonaiskilpailukykyä. Joitain mahdollisuuksia väistämättä näiden menetelmien ulkopuolelle kuitenkin jää, minkä myötä uusien teknologioiden kartoittaminen ja niihin laajentuminen onkin pidemmällä tähtäimellä oleellinen osa yhtiön strategista tekemistä.

Koska toimintamalli on varsin generinen, ei se mielestämme itsessään erota Exeliä muista toimijoista tai luo selkeitä kilpailuvaltteja. Toisaalta yhtiön keskeisimmät vahvuudet kumpuavatkin mielestämme toimintamallin vankosta ydinprosesseista, niiden linjakkaasta yhdistämisestä sekä rakenteellisista ominaisuuksista, kuten globaalista tehdasverkostosta ja laajasta toimialaportfoliosta.

Tilauskanta rakenteellisesti melko lyhyt

Exel saa asiakkailtaan alustavia kysyntäennusteita tyypillisesti aina seuraavan 6-12 kuukauden jaksolle. Nämä ennusteet muuttuvat kuitenkin pysyviksi tilauksiksi vasta joitain viikkoja ennen varsinaista toimitusta. Tämä tekeekin Exelin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

kovasta tilauskannasta rakenteellisesti lyhyen ja arviomme mukaan vain noin kvartaalin mittaisen. Täten tilauskanta ei myöskään ole erityisen hyvä pidemmän aikavälin mittari, vaikka se lyhyen aikavälin kuormasta hyvän ennakon antaakin. Täysin aukoton tilauskannan anatomia ja siihen liittyvä logiikka ei kuitenkaan ole, sillä käsityksemme mukaan eri asiakastoimialojen välisissä tilausdynamiikoissa voi olla selkeitäkin eroavaisuuksia ja luonnollisesti myös asiakaskohtaiset ominaisuudet kovien tilausten todellisiin määriin vaikuttavat. Tilaus/toimitusketjun hallitsemisen ohella tilauskannan lyhyt rakenne heijastuu jossain määrin myös kustannusten hallintaan, sillä ennusteiden pettäessä kapasiteetin ja kulurakenteen lyhyen aikavälin joustopisteet ovat rajallisia.

Kulurakenne skaalautuu

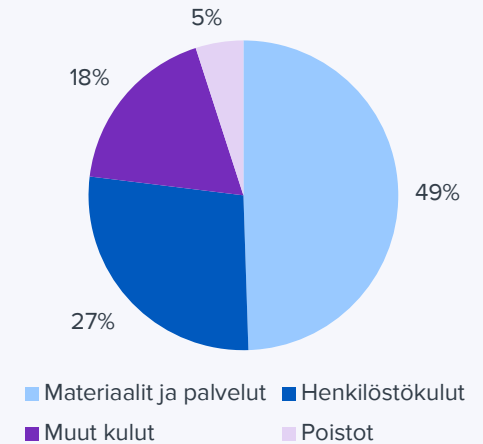
Exelin kulurakenne on verrattain jäykkä, sillä arviomme mukaan kiinteän kulumassan osuus kokonaiskustannuksista on noin 25-30 %. Kiinteää kulurakennetta selittää pitkälti liiketoimintamallin edellyttämät suunnitteluresurssit sekä globaali myynti- ja tuotantolaitosverkosto. Korkeahkot kiinteät kustannukset (yhdessä korkean myyntikatteen kanssa) luovat Exelin toimintaan kohtuullisen operatiivisen vivun ja vapaiden käyttöasteiden tilanteissa yhtiöllä on mahdollista skaalata kiinteitä kustannuksiaan volyymikasvun alle ja siten kasvattaa liikevoittoaan liikevaihdon kasvua rivakammin. Operatiivinen vipu toimii kuitenkin myös toiseen suuntaan ja volyymien laskiessa yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa lyhyen tähtäimen katetasojaan.

Pääomatarpeet eivät ole valtaisia

Exelin toiminta ei sido valtaisia määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa ja edellä mainitun tapaan jäykähköllä kustannusrakenteella toimiikin. Vuonna 2021 kiinteän omaisuuden osuus (ml. IFRS 16) liikevaihdosta oli noin 26 %, mikä on siedettävä taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli samaisella tasolla. Nettokäyttöpääomaa Exelin toiminta taas on tyypillisesti sitonut noin 15 %, mikä on selvästi kiinteää pääomatarvetta maltillisempi määrä. Yli ajan käyttöpääoma on myös ollut osin asiakkaiden rahoittamaa, sillä myyntisaamisten kiertoaika on pysynyt kestävästi ostovelkojen vastaavaa nopeampana. Tämä vahvistaakin näkemystämme Exelin hyvästä arvoketjuasemasta ja siten vähintäänkin riittävästä neuvotteluvoimasta sekä loppuasiakkaiden että materiaalitoimittajien suuntaan. Viime vuosina yhtiön käyttöpääomatarve on kuitenkin jonkin verran kohonnut. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut erityisesti myyntimixissä tapahtuneet muutokset vahvasti kehittyneitä Tuulivoima-asiakastoimialaa ja siten hyvin neuvotteluvoimaisten (ts. normaalia pidemmät maksupositit) asiakkaiden kasvanutta suhteellista osuutta heijastellen.

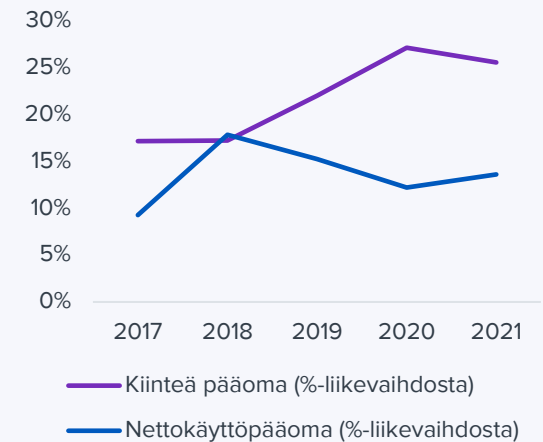
Kokonaisuutena tarkastellen pääoman kohtuullinen sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä pääoman rajallinen tarve ja sen tehokas käyttö luovat perustan hyvälle sijoitetun pääoman tuotolle ja täten omistaja-arvon luomiselle. Lisäksi rajallinen pääomatarve tukee voitonjakokykyä, koska yhtiöllä ei arviomme mukaan ole investointivelkaa.

Kustannusrakenne* 2021



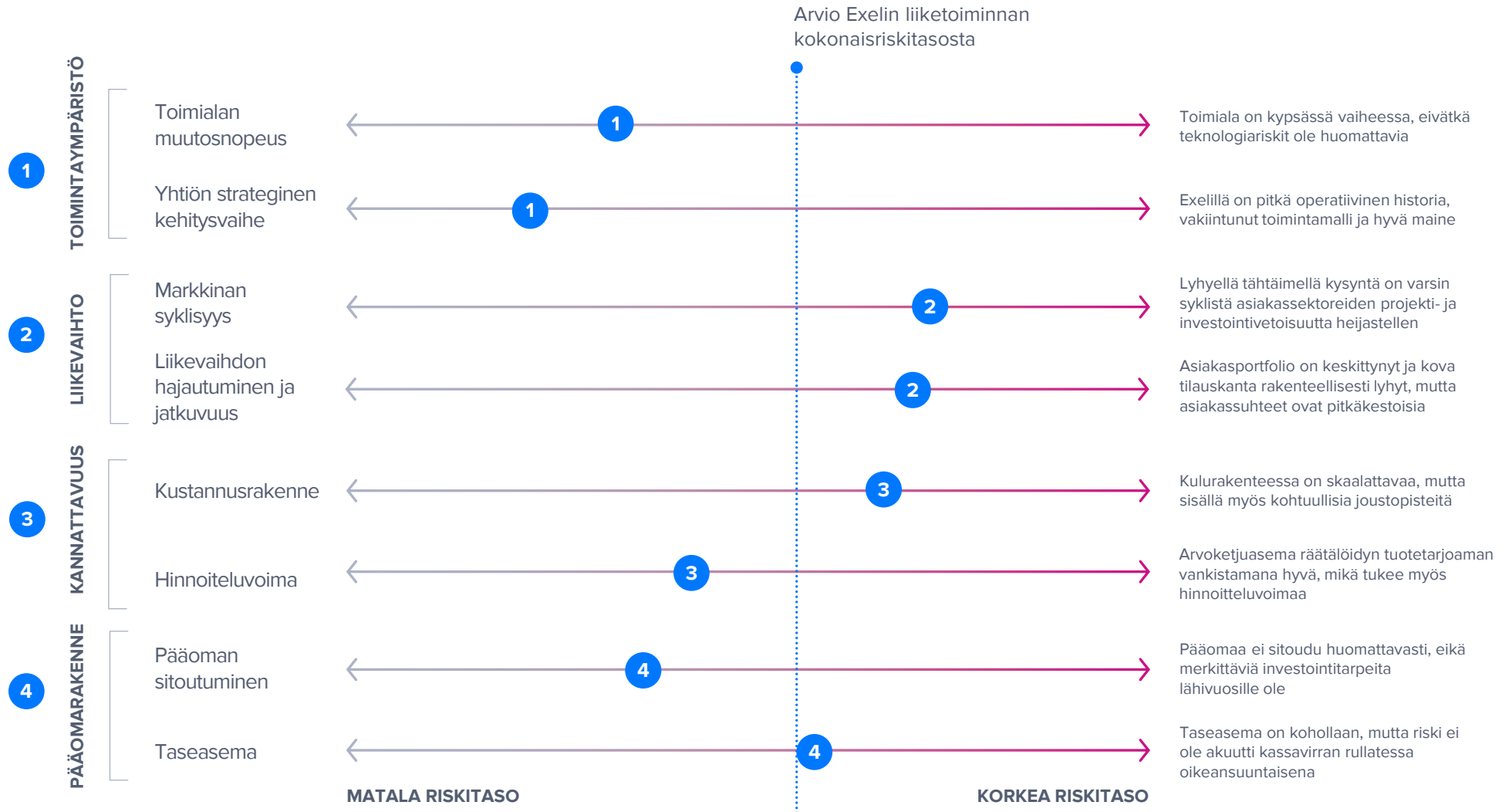
* Kertaeristä oikaistu

Pääoman sitoutumisen kehitys*



*2017-2018 luvut eivät sisällä IFRS 16 -standardin vaikutusta

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Komposiitit pieniä noroja materiaalivirroissa

Eri tutkimusyhtiöiden mukaan globaalien materiaalimarkkinan kokonaisarvo vuonna 2021 oli noin 6 000 miljardia dollaria. Kokonaismarkkinaa hallitsevat teräs ja muovi, joiden yhteenlasketut markkinaosuudet ovat historiallisesti olleet yli 90 %. Varsinaisen komposiittimarkkinan (sis. kaikki teknologiat ja materiaaliyhdistelmät) suhteellinen osuus koko materiaalimarkkinasta on melko pieni, mutta noin 80 miljardin dollarin absoluuttisella kooltaan komposiitit muodostavat silti valtavan kokoisen markkinan. Exelin tuotannossaan pääosin soveltama pultruusio on puolestaan koko komposiittimarkkinan mittakaavassa niche-teknologia yli kolmen miljardin dollarin osuudellaan. Näin ollen sekä varsinainen pultruusio- että koko komposiittilohko ovat Exelin kokoluokkaan linjattuna erittäin suuria, eikä alla olevien markkinoiden koot 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. Käsitteemme 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 markkinoille. Poikkeus tästä kehittyvien talouksien kehikosta on kuitenkin Kiina, jossa komposiittien kysyntä on ollut läpi historian vahvaa. Arviomme mukaan Kiinan suhteellisesti väkevää kehitystä selittää etenkin se, että maassa on paljon omaa valmistavaa komposiittituotantoa.

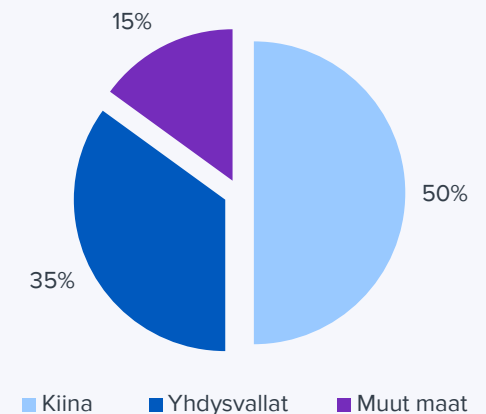
Markkinatutkimusyhtiöiden mukaan toimialan suurin alue on Aasia ja sen sisällä juuri Kiina, jonka on arvioitu peittävän noin 50 % kokonaismarkkinasta. Toiseksi suurin maantieteellinen alue on Pohjois-Amerikka, jonka sisältä Yhdysvaltojen on arvioitu vastaavan noin 35 % kokonaismarkkinasta. Euroopan ja 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 2/5

Erilaisia loppukäyttöjä ja hajanaisuutta

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 eroavaisuuksia muun muassa sovellusten räätälöintiasteiden ja siten skaalattavuuksien osalta. Esimerkiksi tuulivoimateollisuuden 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 päinvastainen. Matalan kustomointitarpeen ääripäitä lukuun ottamatta räätälöintiaste on kuitenkin loppukäyttökohteissa korkeahko, mikä monimuotoistaa valmistajien tuotanto-operaatioita ja vaikeuttaa prosessipohjaisten mittakaavaetujen saavuttamista. Tästä dynamiikasta johtuen toimialan rakenne on hajanainen, sillä mukana on paljon pieniä ja pelkästään yksittäisiin toimialoihin ja / tai tuotesovelluksiin keskittyneitä toimijoita

Exel on 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 järkevää myös riskienhallinnan kannalta alla olevien segmenttien erilaisia sekä




eriaikaisia kysyntäajureita ja näiden kysynnän vaihteluita tasaavia vaikutuksia heijastellen.

Hyviä kasvumahdollisuuksia

Exelille relevantin pultruusiomarkkinan kasvua ajavat etenkin globaalit megatrendit (mm. elintason nousu ja kestävä kehitys), jotka ohjaavat materiaalivalintoja kevytrakenteisempien ja käyttöikänsä pidempien ratkaisujen suuntaan. Tätä peilaten eri markkinatutkimusyhtiöt ovat arvioineet lähivuosien kasvuvauhdin olevan noin 3-5 % 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 huonossa skenaariossa keskipitkällä aikavälillä globaalin talouden epävarmuus ja toimitusketjuihin edelleen vaikuttavat haasteet voivatkin tiettyjä ajallista siirtymää / väliaikaisia lommoja tähän tilanteeseen aiheuttaa. Toimitusketjujen haasteisiin Exel on toki asemoitunut hyvin globaalilla kattavalla tuotantoverkostollaan (ml. paikalliset toimitusketjut), mikä myös parantaa sen suhteellista asemaa moniin kilpailijoihin nähden. Globaalin talouden viilentymiseltä tämä ei yhtiötä kuitenkaan kokonaan suojaisi investointitasojen laskiessa. Toisaalta globaalista peitosta on yhtiölle hyötyä, sillä tämän myötä se ei ole täysin tietyn maantieteellisen alueen varassa muun muassa Euroopan energiakriisi huomioiden.




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 3/5

Maantieteellisesti tarkasteltuna kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Kiinassa, jossa kasvun odotetaan olevan lähellä 3-5 % haarukan ylälaitaa Yhdysvalloissa ja Euroopassa kasvun odotetaan puolestaan jäävän maltillisemmaksi alueiden heikompaa BKT:n kasvupotentiaalia mukailien.

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

Kilpailukenttä painottuu pieneen päähän

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 asiakasportfoliolla operoivia toimijoita. Näiden yhtiöiden keskeisimpiä vahvuuksia ovat arviomme

mukaan päätöksenteon nopeus ja kevyempien operatiivisten rakenteiden tuoma ketteryys. Kilpailuhaittoina näemme puolestaan suurempia valmistajia kapeammat resurssit, mikä osin laimentaa edellä mainittujen vahvuuksien purevuutta ja sulkee kokonaan ovia tietyin kokoisista sovelluksista sekä asiakkuuksista. Lisäksi kilpailuhaittoina pienemmällä toimijoilla voidaan nähdä myös vastuullisuuden kasvava merkitys ja kiristytvä sääntely, jonka vaatimuksia heikommilla resursseilla ja prosesseilla toimivien toimijoiden on vaikeampaa täyttää.

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 (nykyisin osa Gurit-konsernia), ranskalainen Epsilon Composites sekä yhdysvaltalaiset Creative Composites, Strongwell ja Tecton Products. Suorien pultruusiovalmistajien ohella yhtiö kilpailee arviomme mukaan myös sellaisten suurten materiaalivalmistajien kanssa, jotka ovat vertikaalisesti integroituneita. Tällaisia toimijoita ovat käsityksemme perusteella muun muassa Avient Corporation, SGL Carbon ja Hexcel.

Arviomme mukaan kilpailukentän kannattavuusrakenne on varsin polarisoitunut sekä vahvaa kannattavuutta tekeviin yhtiöihin (liikevoittomarginaali > 10 %) että kroonisten kannattavuusvaikeuksien kanssa painiviin toimijoihin (liikevoittomarginaali < 5 %). Valmistavan teollisuuden perusluonteesta (ts. kohtuullisen kiinteät kustannusrakenteet) ja tuotantojen monimuotoisuudesta johtuen kestävien kustannus- tai mittakaavapohjaisten



Exelin valikoituja kilpailijoita



Kilpailevat samoilla teknologioilla ja teollisuudenaloilla (HUOM: Fiberline on nykyisin Gurit-konsernin alla)



Kapeisiin lohkoihin keskittyneet pienet ja paikalliset pelurit



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

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

kilpailualueiden rakentaminen on mielestämme hyvin haastavaa. Tätä mukaillen toimialalla keskeisimminkin omaa kannattavuutta ajava tekijä onkin näkemyksemme mukaan asemoituminen oikeisiin teollisuudenaloihin ja näiden sisällä sekä oikeisiin tuotesovelluksiin että asiakkuuksiin.

Exelillä on pultruusiomarkkinan johtavana toimijana riittävä resurssipankki kilpailla isojen volyymien ja skaalattavien tuotesovellusten rintamalla, mutta toisaalta myös riittävä 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 näkemyksemme 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

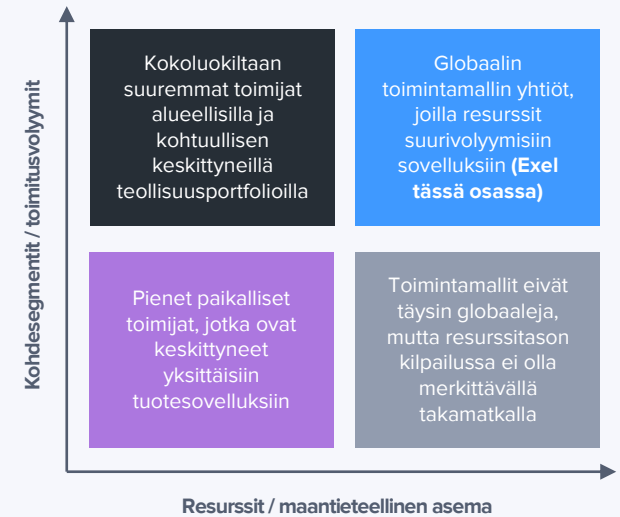
Toimialan hajanainen rakenne ja sen sisältämät konsolidaatioelementit tarjoavat arviomme mukaan Exelille enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia. Valmistajien runsaasta lukumäärästä johtuen Exelin kaltaiselle isommalle toimijalle on tarjolla varsin paljon vaihtoehtoja sekä asiakas- että teollisuusportfolion 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

tilaisuuksia myös 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 mukaillen.

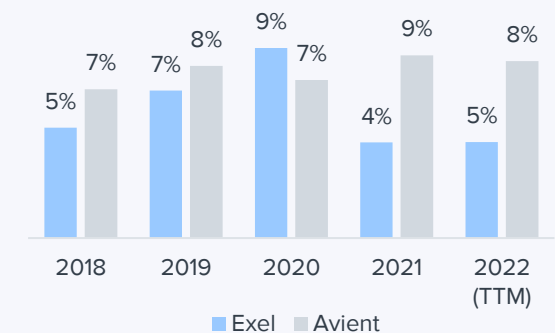
Toisaalta toimialan hajanaisen rakenteen ja edellä mainittujen mahdollisuuksien yhtenä varjopuolena on se, että pienten toimijoiden suuri lukumäärä voi jossain määrin nakertaa koko sektorin hinnoittelukykyä (ts. tarjontapuoli levällään, mikä rajaa kumulatiivista neuvotteluvoimaa). Lisäksi hajanainen rakenne voi myös hidastaa komposiittien lopullista läpilyöntiä suurivolyymisiin tuotesovelluksiin (mm. kuljetusvälineiteollisuus) etenkin globaaleissa markkinasegmenteissä, sillä riittävän suurien ja tarpeeksi uskottavien toimittajien lukumäärä on loppuasiakkaiden perspektiivistä katsottuna vähäinen. Hajanainen rakenne voi toisaalta toimia pienenä kannustimena eri arvoketjun osissa (esim. laite- tai raaka- ainevalmistajat) toimivien yhtiöiden suuntaan. 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 näkemyksemme 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 konsernitason, pultruusio toiminta muodostaa Avient-konsernin liikevaihdosta vain pienen osan (alle 5%)

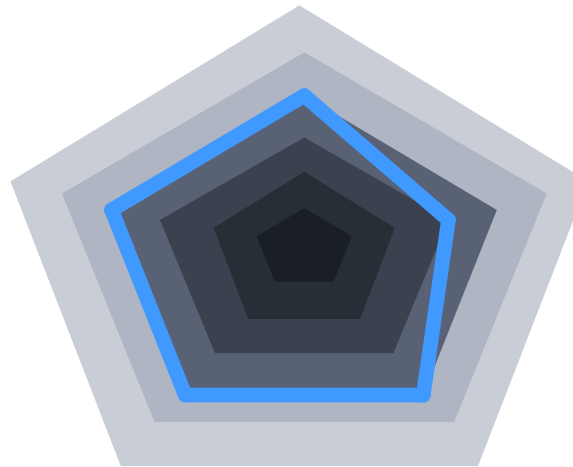
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Asiakkaiden hankintaketjut ovat yleensä varsin pitkiä, eikä riippuvuus yksittäisestä toimittajasta kohoa ylisuureksi
- Räätelöity tuotetarjoama (ts. korkea differentikyky) 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 ja taloudelliset tavoitteet 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 monivuotisia asiakassuhteita, hyvää mainetta sekä globaalin pultruusiomarkkinan johtavaa asemaa heijastellen.

Strategiaa toteutetaan kulmakiviin nojaten

Strategiallaan Exel pyrkii luonnollisesti hyödyntämään kohdemarkkinoiden tarjoamat mahdollisuudet ja kasvattamaan liiketoimintaansa arvoa luovalla tavalla. Tähän yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät sisäiset valmiudet, sillä Exelillä ei ole toiminnoissaan oleellisen kokoluokan pullonkauloja tai käynnissä strategian toteuttamista merkittävästi jarruttavia kehityshankkeita. Exelin kasvustrategian kulmakivet 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.

Kasvun etulinjassa avainasiakkaat ja menestyksekkäät tuotteet

Exelin asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat käsityksemme mukaan pitkäkestoisia ja yhtiön asema näissä asiakkuuksissa on vankka. Lisäksi keskeisimmät asiakkaat ovat arviomme mukaan omilla toimialoillaan riittävän 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) automaattisesti leventäisivät Exelin yleisesti varsin keskittynyttä asiakasportfoliota. Uusiasiakashankinnassa uskomme yhtiön mielenkiinnon olevan etenkin kasvupotentiaaliltaan houkuttelevissa taskuissa, kuten energia- ja kuljetusvälineiteollisuuden segmenteissä. Näiden keskisegmenttien (ts. yläsegmenttiä matalampi hintapiste, mutta korkeampi volyympotentiaali) sisällä fokus on arviomme mukaan suurivolyymisissä ja skaalattavissa sovelluksissa. Tätä pidämme myös operatiivisesti järkevänä valintana, sillä lähtökohtaisesti suuremman volyympotentiaalin 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 melko paljon 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 joissain suurivolyymisissä sovelluksissa laitevalmistajat voivat hallita riskejään ja ylösajaa uusia toimittajia rivakastikin, jolloin uudet volyymit voivat kohota nopeasti 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 kulmakivenä 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 hyvin hajanainen. Käsityksemme mukaan Exelin paikallinen kilpailuasema- ja kyky on jo tällä hetkellä kohtuullinen. Käsittääksemme yhtiöllä on paikallista liiketoimintaa etenkin kuljetuksen,

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

telekommunikaation ja tuulivoiman osalta asiakastoimialoittain tarkasteltuna. Siten markkina-aseman vankistamisen ja edellä mainittujen tekijöiden mahdollistamien kasvupolkujen realisoimisen ei tulisi vaatia taakseen merkittäviä operatiivisia muutostoimia. Suorien markkinaosuusvoittojen ohella strategian Kiina-kulmassa onnistuminen voi näkemyksemme mukaan tuoda Exelille myös pidemmälle ulottuvia liiketoimintamahdollisuuksia. Tällaisesta mahdollisuudesta paras esimerkki olisi mielestämme Kiinasta sellaisen asiakkaan saaminen, joka tarjoaisi Exelille myös Kiinan ulkopuolelle ulottuvia kansainvälisiä laajentumismahdollisuuksia.

Kiinassa paikallisen aseman vahvistaminen leventäisi luonnollisesti myös globaalia jalansijaa ja tukisi edellytyksiä kokonaan uusillekin alueille murtautumista ajatellen. Täysin uusille palstoille laajentumisella olisi Exelin kokonaisriskitasoa laskeva vaikutus, sillä se pienentäisi riippuvuutta Euroopan talousalueesta. Toisaalta tällaisille 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. Tällä hetkellä uutena alueellisena jalansijana yhtiöllä on Intian vahvasti kasvava komposiittimarkkina yhteisyrityksen kautta. Mielestämme tämä tarjoaakin yhtiölle merkittävän pitkän aikavälin kasvuaikavaiheen uusasiakashankinnan onnistuessa ja, mikäli yhtiön olemassa olevat asiakkaat laajentavat toimintaansa vahvemmin Intian kasvavilla markkinoilla.

Uusia tuotantoteknologioita kartoitetaan

Exelin kasvustrategian kolmannessa aallossa on laajentuminen uusiin tuotantomenetelmiin. Yhtiön tuotanto on tällä hetkellä vahvasti pultruusiovetoinen ja teknologiapohjaa kasvattamalla Exelin onkin mahdollista sekä leventää potentiaalista asiakas- ja sovellusmassaansa että kohentaa kilpailukykyään puhtaasti yhdessä tuotantomenetelmässä kiinni oleviin toimijoihin nähden. Uusiin tuotantoteknologioihin laajentuminen on kuitenkin 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 integraatioasteensa 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 jatkoprosessointikyvykkyyttä ole.

Laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin sitoo strategian yhteen

Yhtiön kasvustrategian neljäs kulmakivi on



Strategian kulmakivet 1/2



Avainasiakkuuksien vahvistaminen ja niiden lukumäärän kasvattaminen

- Exelillä hyvä kilpailukyky ja edellytykset kokonaispalveluiden tarjoamiseen
- Fokus terveiden kasvuajureiden ja korkeiden volyympotentiaalien segmenteissä
- Uudet avainasiakkaat laskisivat kokonaisriskitasoa
- Keskiössä arvopohjainen ajattelu (ts. ei pyritä olemaan halvin tarjoaja)
- Uusasiakashankinta ei välttämättä tuo tuloksia vielä lyhyellä tähtämellä
- Yritysstotot 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 (yhteisyrityksen myötä asemapaikka myös Intiassa)
- Globaalin jalansijan leventäminen pienentää talosalueriskiä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

laajentuminen uusiin ja kasvaviin tuotesovelluksiin. Tämä sitoo kasvustrategian mielestämme linjakkaalla tavalla yhteen, sillä uskomme yhtiön pyrkivän löytämään uusia tuotesovelluksia 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) suhteutettuna järkeviä. 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 tervettä perustekemistä peilaten.

Yritysstot täydentävinä elementteinä

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 loput 30 %) ja yhdysvaltalaisen DSC:n (vuonna 2018) hankintoja (+ Intian yhteisyritys) heijastellen. Molemmat järjestelyt olivat mielestämme

strategisesti perusteltavissa olleita liikkeitä, vaikka pääoman arvoa luovan allokoinnin näkökulmasta katsottuna ja kohdattujen haasteiden takia Yhdysvaltain liiketoiminnan hankintaa ei ainakaan vielä voida onnistumiseksi laskea.

Vaikka tulevien yritysjärjestelyjen järkevyys on aina tapauskohtainen ja siihen vaikuttaa muun muassa maksettu hinta ja ostetun liiketoiminnan luonne, suhtaudumme epäorgaanisen kasvun harkitsemiseen myönteisesti. 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. staattinen ROIC > WACC) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mikä tekee myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentialista houkuttelevan
- 4. Toimialan rakenne on hajanainen**, mikä tarjoaa riittävästi potentialista massaa yritysstovetoisen strategian toteuttamiselle

Nämä asiat ja Exelin kasvuhakuisuus huomioiden pidämme yritysjärjestelyjen toteuttamista pidemmällä tähtäimellä melko todennäköisenä valintana. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä uskomme yhtiön ensisijaisen fokuksen olevan kuitenkin jo tehtyjen yritysjärjestelyjen myötä kohonneen velkamäärän sulattelussa, taloudellisen liikkumatilan kasvattamisessa sekä Yhdysvaltain yksikön käänteen varmistamisessa.



Strategian kulmakivet 2/2



Uusiin tuotantoteknologiaihin murtautuminen

- Uusiin tuotantoteknologiaihin laajentuminen leventää automaattisesti potentialista 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 volyympotentiaalın sovelluksissa
- Uusien sovellusten kautta mahdollista aukaista ovia myös kokonaan uusille asiakastoimialoille
- Yritysstot hyvin käyttökelpoinen väline uusiin tuotesovelluksiin laajentumisessa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Kasvutavoitteena kaksi kertaa markkinavauhti

Exelin kasvutavoitteena on kasvaa yli syklin vähintään kaksi kertaa markkinoita vauhdikkaammin. Paperilla tavoite on kunnianhimoinen, sillä eri markkinalähteisiin peilattuna tämä tarkoittaisi noin 7-8 % vuotuista kasvuvauhtia. Näkemystämme tavoitteen kunnianhimoisuudesta tukee se, että tällä kasvuvauhdilla Exelin absoluuttinen koko kaksinkertaistuisi noin 10 vuodessa ja myös suhteellinen markkinaosuus kasvaisi selvästi. Viimeisen viiden vuoden keskimääräinen kasvuvauhti on tavoitetason ylittänyt, mutta mukana on toki kaksi yritysostoa. Koska emme lähiaikoina tehtäviin yritysjärjestelyihin usko, vaatii kasvutavoitteeseen yltäminen yhtiöltä vahvaa onnistumista strategian orgaanisessa toteuttamisessa. Terveen pohjan kasvutavoitteen saavuttamiselle antaa kuitenkin yhtiön asemoituminen kasvuprofiileiltaan houkutteleviin asiakastoimialoihin sekä näiden sisällä käsityksemme mukaan vähintäänkin kelvollisen kilpailukyvyyn omaaviin asiakkuuksiin.

Kasvun kautta kannattavuus- ja tehokkuustavoitteisiin

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

yltäminen ja siinä kestävästi pysyminen vaatii kuitenkin taakseen aikaisemmin toteutettujen säästö- ja tehostustoimien hyödyistä kiinni pitämistä, orgaanista kasvua sekä Yhdysvaltain ongelmien kestävä selättämistä. Yhtiön pääomatarpeita mukaillen kannattavuustavoitteen täytyminen veisi myös sijoitetun pääoman tuoton hyvin lähelle tavoitteeksi asetettua 20 % tasoa.

Tasetavoitteeseen vielä joiain askelia

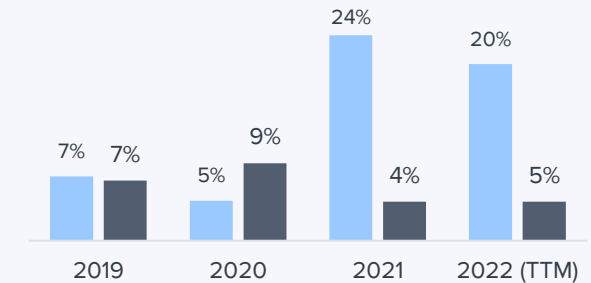
Taseen osalta Exel pyrkii pitämään nettovelkaantumisasteensa (ml. IFRS 16) noin 80 % tasolla tai sen alapuolella (Q2'22:n lopussa: 119 %). Komposiittien investointivetoinen kysyntä puoltaa mielestämme kohtuullisen vahvan taseaseman säilyttämistä, mutta toisaalta maltillinen pääomatarve ja kassavirtaprofiili tekevät rakenteellisesta velankantokyvystä hyvän. Tätä taustaa vasten yhtiön asettama tavoitetaso on mielestämme järkevällä pallokentällä etenkin kun huomioidaan se, että toistaiseksi lainarahan hinta on ollut yhtiölle matala.

Osingonjakopolitiikassaan Exel on puolestaan sitoutunut maksamaan vähintään 40 % nettotuloksesta, mikä on kasvumahdollisuuksiin ja pääoman rakenteelliseen tuottokykyyn peilattuna hyvinkin 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 allokoimien vaihtoehtoja. Tämä voi yhdessä nykyisen taseaseman kanssa rajoittaa joihinkin kasvumahdollisuuksiin tarttumista ja siten kassavirtojen allokoimista (ts. arvonluontia) takaisin operatiiviseen toimintaan.

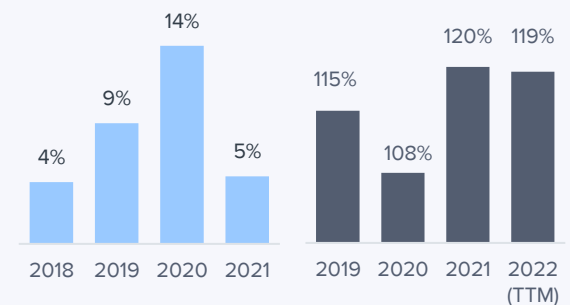


Taloudelliset tavoitteet

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



■ Liikevaihdon kasvu (v/v) ■ Oikaistu liikevoittomarginaali



■ ROIC-% ■ Nettovelkaantumisaste

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Myyntikate korkealla

Exelin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on materiaalit ja palvelut, joka on historiallisesti muodostanut noin 42-49 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat luoneeltaan lähes täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan viime vuosina liikkunut noin 39-47 % välissä. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoimasta konkretian antava myyntikate on säilynyt etenkin viimeisen vuoden olosuhteet huomioiden vakaana 53-61 % tasolla. Tämä on valmistavan teollisuuden yhtiölle hyvä suoritus ja se tukee näkemystämme sekä räätälöidyn tarjoaman tuomasta hinnoittelukyvyistä että mainiosta arvoketjuasemasta.

Tuottavuus on tärkeä mittari

Exelin kulurakenteen toiseksi suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä yhtiön toimintamalli on kohtuullisen henkilöntensiivinen omia suunnitteluja myyntiresursseja sekä tuotantoprosessin sitomia käsipareja heijastellen. Tämän kolmikron ensimmäisten komponenttien ajamana yhtiön henkilöstökulut pitävätkin arviomme mukaan sisällään varsin paljon kiinteitä osia. Näin ollen ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti hyvin, eikä orgaanisen kasvun tavoittelun tulisi käsityksemme mukaan tällä hetkellä vaatia taakseen merkittäviä lisäpanostuksia suunnittelu- tai myyntivoiman kasvattamiseen. Tuotantotasolla kuludynamiikka (ts. henkilöstökulut isoilta osin muuttuvia) on sen sijaan hieman erilainen ja kasvavaan kysyntään vastaaminen vaatii usein myös lisäkäsien palkkaamista. Koska uusien työntekijöiden tuottavuustason nostaminen vaatii aina oman

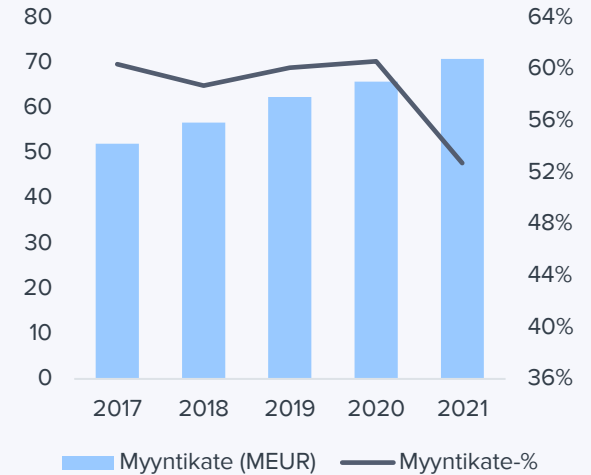
aikansa, voi poikkeuksellisen nopeasti kasvava kysyntä aiheuttaa väliaikaisia ylösajokustannusten muodossa tulevia tulospainaitakin (mm. Yhdysvaltain yksikön viime vuoden kehityskaari). Toisaalta henkilöstökulujen lyhyen tähtäimen joustavuus on tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuullinen, mikä tarjoaa yhtiölle joustavuutta kulujen volyymitason mukaiseen sopeuttamiseen.

Vuonna 2021 Exelin henkilöstökulut olivat 27 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 26 %. Yhtiön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut 162 TEUR, kun vuonna 2021 liikevaihto / työntekijä oli 179 TEUR. Toiminnan henkilötarvetta ja henkilökulujen skaalautuvuutta mukailen arvioimme tuottavuustason jatkuvan optimoinnin olevan oleellinen osa Exelin päivittäistä tekemistä. Varsinaisten tuottavuusparannusten on arviomme mukaan kuitenkin tultava pääosin orgaanisen kasvun ja tehostustoimien kautta (mm. materiaalihukan pienentäminen), sillä strategian suunnatessa yhtiötä vahvemmin kohti keskisegmentin myyntimixiä edellytykset tuotannon arvon eli myyntikatteen kestäväälle kasvattamiselle väistämättä pienenevät.

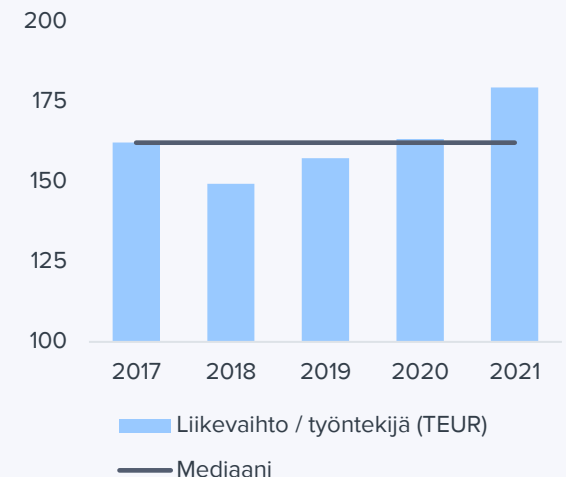
Muissakin kuluissa skaalautuvuutta

Exelin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on tyypillisesti ollut noin 19-22 %. Muut kulut ovat pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös jonkin verran muuttuviksi luokiteltavia kuluja. Muiden kustannusten osuus on yhä kohtuullisen korkea, vaikka yhtiö vuosina 2018-2020 aikana toteutetun säästöohjelman puitteissa kiinteää kulutasoaan onnistuikin pienentämään. Tätä taustaa vasten

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

muista kuluista tulisi arviomme mukaan löytyä vielä sekä pientä tehostamis- että selkeämpää skaalaamisvaraa. Uskommekin yhtiön kykenevän pitämään muiden kulujen kasvun jatkossa liikevaihdon vastaavaa maltillisempana.

Taseessa vipuvartta

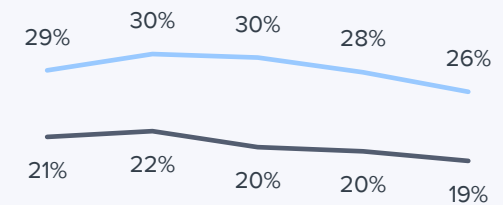
Exelillä on taseessaan reilusti vipuvartta, sillä vuoden Q2'22:n lopussa omavaraisuusaste oli 28 % ja nettovelkaantumisaste 119 %. Taseen absoluuttisesti korkeahkoa ja tavoitetasoa korkeampaa velkamäärää emme kuitenkaan aikaisemmin mainittuun tapaan pidä ongelmallisena mikäli rahoitusolosuhteissa ei tapahdu merkittävä kirstymistä ja yhtiön tulos ja kassavirta kehittyvät odotustemme mukaisesti. Oikeaan suuntaan kehittyvän kassavirran sekä toimivien rahoituskanavien (mm. vapaat luottolimiitit) myötä emme usko yhtiön kohtaavan ongelmia myöskään käyttöpääoman puolella. Näistä tekijöistä sekä Kiinan Nanjingin suljetun tehdaskiinteistön [myynnin](#) kautta paranevasta velankantokyvystä (2022e nettovelkaantumisaste: 85 %, nettovelka / oikaistu käyttökate: 2,0x) huolimatta nykyinen taseasema ei kuitenkaan yhtiölle täysinä vapausasteita etenkin kasvustrategian aggressiivisimpiä kulmia, kuten suurempia yritysjärjestelyjä ajatellen tarjoa ilman uusia rahoitusjärjestelyjä (oman pääoman ehtoisia) tai osakkeen käyttöä maksuvälineenä. Sinänsä rahoituksen saannin emme usko olevan yhtiölle haasteellista. Kaiken kaikkiaan oletamme taserakenteen hallinnan painopisteen olevan kuitenkin lyhyellä ja osin keskipitkälläkin aikavälillä velkamäärän sulattamisessa ja sitä kautta taloudellisen liikkumatilan kasvattamisessa.

Q2'22:n lopussa vastuiden suurin yksittäinen erä oli lyhytaikaiset korolliset velat, joita oli yhteensä 38 MEUR. Tästä valtaosa (31 MEUR) oli käyttöpääoman hallintaan käytettäviä lyhytaikaisia yritystodistuksia (ts. eivät pitkäaikaisten rahoituslainojen lyhennysosuuksia). Taseen loppusumma Q2'22:n lopussa oli 119 MEUR.

Kassavirtapotentiaali on kelvollinen

Orgaanisen kasvun sitomien tavanomaisten käyttöpääomatarpeiden ja tuotantolaitosverkoston tarvitsemien ylläpitoinvestointien jälkeen Exelillä on arviomme mukaan potentiaalia tehdä yli 40 % kassavirtasuhdetta (vapaa kassavirta / käyttökate). Valmistavan teollisuuden ympäristössä tällaista voitaisiin pitää varsin hyvänä tasona. Viimeisen reilun viiden vuoden aikana Exel on toteuttanut kokoluokkaansa nähden reilun kokoisia investointeja (mm. Itävallan uusi tehdas ja kaksi yritysostoa). Näiden investointien ja Intian yhteisyrityksen myötä yhtiöllä tulisikin arviomme mukaan olla kapasiteettia valmistaa nykyistä suurempia tuotantomääriä ilman merkittäviä kiinteitä lisäpanostuksia. Tämän ja paranevan tuloskunnan tulisi puolestaan taata yhtiölle tukeva lähtökohta absoluuttisesti hyvän vapaan kassavirran tekemiselle ja samalla myös arvioimamme kassavirtapotentiaalin asteittaiselle saavuttamiselle. Pidemmälle katsottaessa edellä mainitut asiat taas mahdollistavat taseaseman kohtuullisen nopean kohenemisen, mikä kasvattaa taloudellista liikkumatilaa, rahoitusvaihtoehtoja sekä resursseja niin kasvustrategian toteutukseen kuin pääoman omistaja-arvoa luovaan allokointiinkin. Myös osingonjakopotentiaalia vahvistuva vapaa kassavirta luonnollisestikin parantaa.

Henkilöstö- ja muut kulut



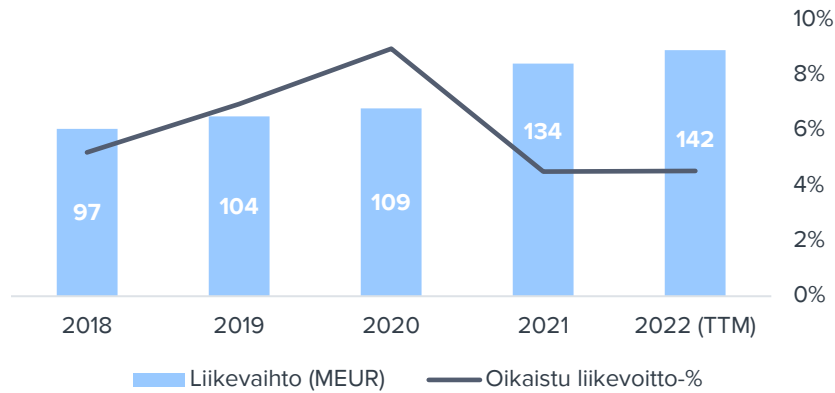
2017 2018 2019 2020 2021

— Henkilöstökulut (%-liikevaihdosta)

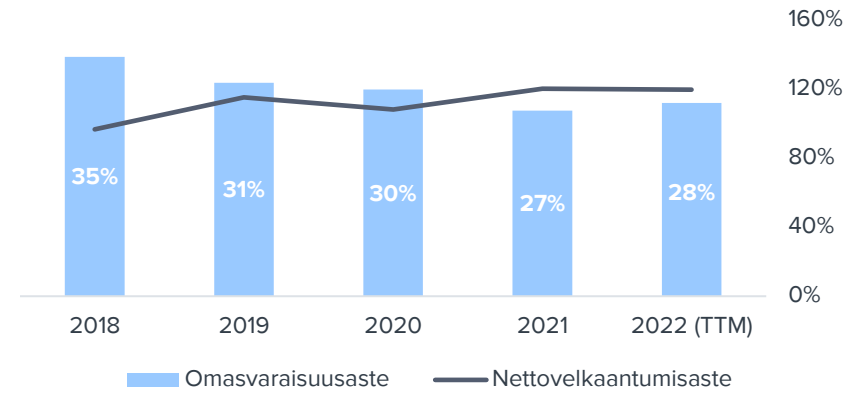
— Muut kulut (%-liikevaihdosta)

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

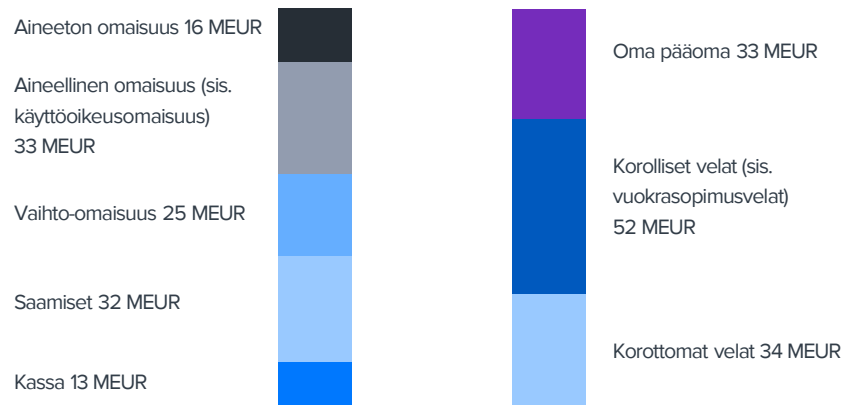
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



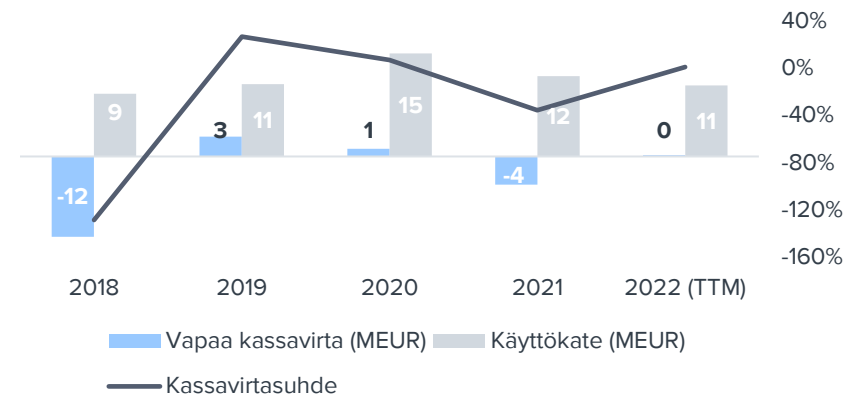
Taseeseman kehitys



Taserakenne vuoden H1'22:n lopussa



Kassavirran kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Exelin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiallisesti saatujen tilausten, tilauskannan koon, alla olevien asiakastoimialojen arvioitujen kehitysten sekä oman suhteellisen kilpailukyvyn ja -aseman kautta. Tällä hetkellä lyhyen aikaväliin kehitykseen vaikuttaa kuitenkin huomattavasti myös globaalin talouden epävarmuus (mm. inflaatio, materiaalien saatavuus, Euroopan energiakriisi). Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan perustuvat pitkälti komposiittien kysyntään vaikuttavien vahvojen makrotason ajureiden sekä yhtiön rakenteellisten ominaisuuksien muodostamaan kokonaisuuteen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun, sen tuomien hyötyjen (ml. viime vuonna kohdattujen haasteiden helpottaminen), tehokkuustasojen sekä kiinteiden kulujen nelikkoon. Pidemmällä aikavälillä taas arvioimme kannattavuutta Exelin historiallisia kannattavuustasoja ja yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia. Emme ole ennusteissamme huomioineet pidemmällä aikavälillä mahdollisia yritysjärjestelyjä, sillä näiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

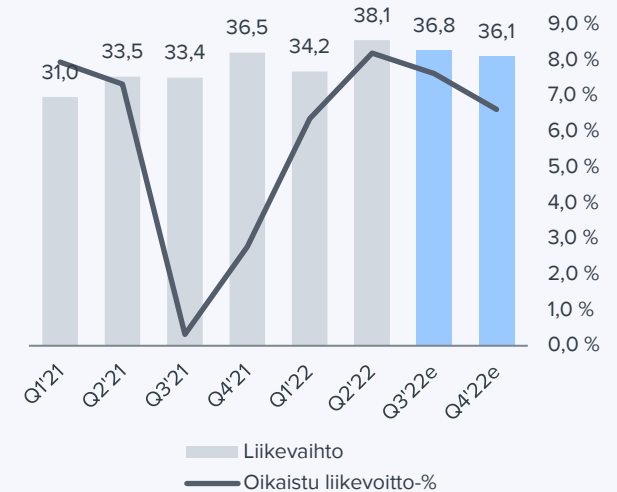
Tasonnosto vuonna 2022

Kuluvan vuoden osalta Exel on ohjeistanut, että sen liikevaihto on edellisvuoden tasolla (2021: 134 MEUR) ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuodesta 2021 (2021: 6,0 MEUR). Yhtiöllä on puolestaan H1'22:n jälkeen kasassa 72 MEUR liikevaihtoa (vrt. H1'21: 64 MEUR) ja 5,3 MEUR oikaistua liikevoittoa (vrt. H1'21: 4,9 MEUR). Yhtiö pääsi loppuvuoteen myös hyvistä asemista, sillä Exelin tilauskanta oli Q2:n lopussa tukevalla tasolla 44 MEUR:ssa. Yhtiö

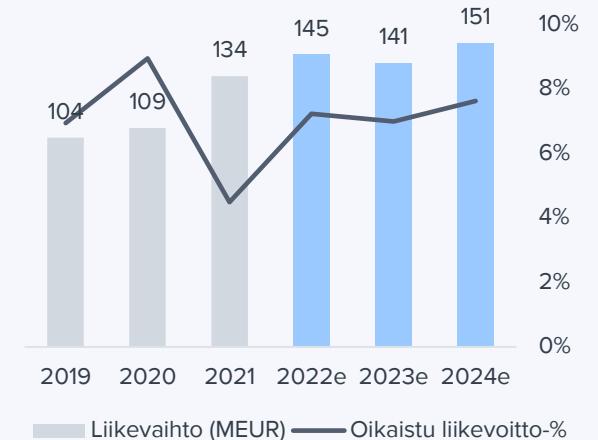
viittasi Q2:n yhteydessä olevansa hyvässä vauhdissa sekä liikevaihdon että tuloksen osalta, eivätkä kommentit senhetkisestä kysyntätilanteesta aiheuttaneet suurempia huolenaiheita. Siten yhtiöllä pitäisi mielestämme olla hyvät edellytykset päästä nostamaan ohjeistustaan loppuvuoden aikana, mikäli kysyntätilanteessa tai USA:n yksikön käänteeseen osalta ei tapahdu merkittäviä taka-askelia (vrt. H2'21), vaikka makrotalouden kehitys onkin viime kuukausina ollut odotuksia heikompaa. Näemme tämän kuitenkin enemmän vuotta 2023 koskevana riskinä.

Koska Exelin tilauskannan rakenne on kroonisesti lyhyt (~3 kuukautta) ja loppukysynät luonteiltaan investointivetoisia, voivat lyhyen aikavälin liiketoimintamahdollisuudet heikentyä verrattain nopeasti maailmantalouden epävarmuuden kasvaessa ja / tai sen horjumisen vanavedessä. Tällä hetkellä epävarmuutta ja riskejä kysyntäympäristön heikkenemisestä aiheuttavat etenkin korkealla jylläävä inflaatio, materiaalien saatavuushaasteet, korkotason nousu sekä Euroopan energiakriisi, joka aiheuttaa epävarmuutta etenkin yhtiön suurimmalle maantieteelliselle kohdemarkkinalle. Lisäksi kysymysmerkkejä ja siten riskejä kohdistuu myös operatiivisen suoritustason oikenemisen kestävyyyteen, vaikka Yhdysvaltain yksikköön viime vuoden lopussa ja tämän vuoden alkupuolella tehdyt toimet (mm. tuotantomäärän hallinta) mieltä rauhoittavia onnistumisia ovatkin olleet. Pidämme kuitenkin edellä mainitut tekijät sekä omat rakenteelliset ominaisuudet ja erilaisille teollisuudenaloille ja kysyntäajureille levittyvä sovellusportfolio huomioiden yhtiön tilannetta loppuvuotta ajatellen vähintäänkin kelvollisena.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Emme ole tehneet vuoden 2022 operatiivisiin ennusteisiimme hienosäätöä suurempia muutoksia viimeisimmän päivityksemme jälkeen. Tätä mukaillen odotamme Exelin koko vuoden liikevaihdon kohoavan tänä vuonna 8 % 145 MEUR:oon. Keskeisimpinä liikevaihdon ajureina pidämme suurimpien asiakastoimialojen suuntaan vakaasti kehittyviä toimituksia, omia onnistuneita hinnankorotuksia sekä pandemiavuosista selvemmin kärsineiden alueiden vaiheittaisen palautumisen jatkumista (mm. Kuljetustoimiala ja siellä Q2:lla Pohjois-Amerikan markkinoille tuotu uusi ilmailualan sovellus).

Operatiivisen tuloksen ennakoimme puolestaan kohoavan 10,5 MEUR:oon tähän mennessä hyvin toimineiden omien hinnoittelutoimien, terveen volyymitason, Yhdysvaltain yksikön käänteen jatkumisen sekä vuoden loppua kohti paranevan kokonaistehokkuuden (ml. Kiinan tehdassynergioista hyötyminen) ajamana. Vaikka arvioimamme tuloskehitys onkin absoluuttisesti ja suhteellisesti hurjalta näyttävä, ei se mielestämme kuitenkaan ole kysynnän pitäessä ja Yhdysvaltain käänteen kestäessä tolkkuttoman vaativa, mitä myös ennustamme 7,2 %:n oikaistu liikevoittomarginaali alleviivaa. Tätä konkretisoi myös se, että vuonna 2020 yhtiö teki liki 10 MEUR:n operatiivisen tuloksen lähes 30 MEUR tälle vuodelle arvioimaamme liikevaihtoa pienemmällä kuormalla ja käsityksemme mukaan jokseenkin nykyisenkaltaisella tuotantomixilla (ts. asiakastoimialojen suhteellisissa osuuksissa ei huomattavia eroavaisuuksia). Raportoitu liikevoitto puolestaan nostaa arviomme mukaan Kiinan Nanjingin suljetun tehtaan [myynti](#). Arvioimme yhtiön kirjaavan myynnistä noin 5,2 MEUR:n myyntivoiton Q4:lle ja siten tehtaan

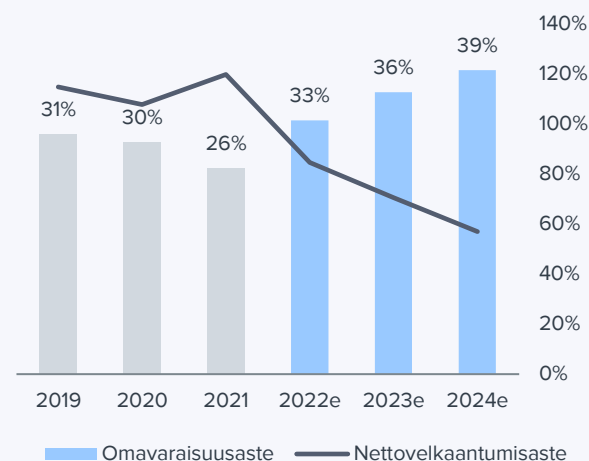
sulkemisesta aiheutuvan nettopositiivisen vaikutuksen liikevoittoon olevan koko vuodelta 2,9 MEUR.

Tuloslaskelman alariveillä odotamme nettoraahoituskulujen tukevan kuluvan vuoden tulosta mm. Q2:lla kirjattujen konsernin sisäisten lainojen ei-kassavirtavaikutteisten valuuttakurssimuutosten tukemana. Verojen odotamme puolestaan olevan noin normaalilla tasoillaan. Tätä peilaten odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,74 euroon (vs. raportoitu EPS 0,95 euroa). Tehdaskiinteistön myynnin tukemasta tuloksen kasvusta huolimatta odotamme yhtiön jakavan osinkoa 0,22 euroa osakkeelta (voitonjakosuhte 23 %) ja käyttävänsä varat taseaseman vahvistamiseen. Vapaata kassavirtaa odotamme yhtiön puolestaan tekevän 7,4 MEUR. Tätä peilaten ennakoimme yhtiön taseaseman myös vahvistuvan selvästi, mutta jäävän vielä hieman asetetun tavoitteen yläpuolelle (2022e: nettovelkaantumisasaste 85 %).

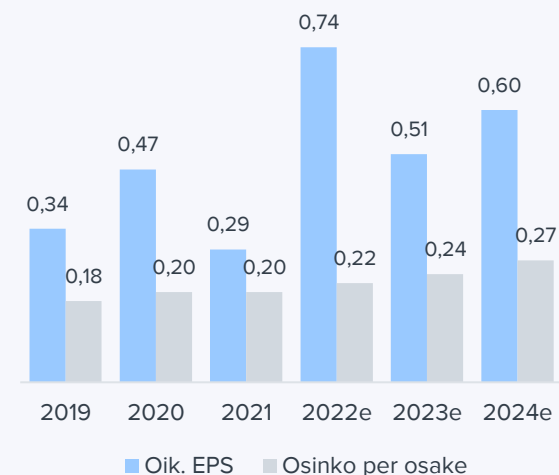
Vuosien 2023-2024 ennusteet

Arviomme mukaan Exelin ensi vuoden kasvun yllä on tällä hetkellä huomattavaa epävarmuutta globaaliin talouskehitykseen liittyen. Etenkin Euroopan energiakriisi ja sen mahdolliset vaikutukset yhtiön suurimmalle maantieteelliselle markkina-alueelle ja Keski-Euroopan teollisuudelle voivat olla heikoimmassa skenaariossa merkittäviä. Toisaalta odotamme yhtiöllä olevan hyvät eväät oman suoritustasonsa nostamiselle (sis. Itävallan tehdasinvestoinnin tuomien hyötyjen parempi ulosmittaaminen, Intian yhteisyrityksen eteenpäin meneminen, Kiinan tehdassynergia, perustekemisen terävöittäminen

Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

mm. Yhdysvaltain yksikön kannattavuuden säilyttämisen ja tuotannon saannon parantamisen osalta). Globaalin rakenteen myötä yhtiö ei ole myöskään pelkästään Euroopan varassa. Intian yhteisyrityksen myötä Exelin maantieteellinen ulottuvuus on myös laajentunut, mikä tekee sen tuotantorakenteesta entistä globaalimman sekä vahvistaa näkemyksemme mukaan jo sen ennestään hyvää suhteellista asemaa.

Tätä varsin epävarmaa ja moniulotteista kokonaiskuvaa peilaten ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan ensi vuonna 3 % 141 MEUR:oon. Odotamme epävarmuuden heijastuvan asiakkaiden päätöksentekoon etenkin alkuvuoden aikana (erityisesti eurooppalaisten asiakkaiden keskuudessa) ja tilanteen jälleen normalisoituvan loppuvuotta kohden. Oletamme yhtiön jatkavan onnistuneita näyttöjä omissa hinnoittelutoimissaan, mutta toisaalta volyyimikehityksen tuovan vastatuulta kehitykseen. Sen sijaan vuonna 2024 odotamme yhtiön kysyntätilanteen jälleen vahvistuvan ja tarjoavan yhtiölle houkuttelevia mahdollisuuksia suurimpien asiakkaiden mukana kasvamiseen sekä uusien asiakaslähtöjen voittamiseen. Ennustammekin yhtiön liikevaihdon palaavan kasvu-uralle vuonna 2024 ja nousevan 7 % 151 MEUR:oon. Lähivuosien kasvukehitystä voisi myös kiihdyttää Intian yhteisyrityksen reippaanlainen edistyminen, mutta nykyisillä tiedoilla emme oleta sen kontribuution olevan kuitenkaan huomattava.

Ensi vuoteen liittyvien epävarmuuksien (ml. kysynnän ja tuotannon vaihtelut) ja ennustamamme laskevan liikevaihtotason myötä odotamme operatiivisen tuloksen laskevan 9,9 MEUR:oon. Tämä puolestaan vastaa melko

maltillista 7,0 %:n marginaalitasoa yhtiön kannattavuuspotentiaaliin ja taloudellisiin tavoitteisiin nähden. Puolestaan vuonna 2024 normalisoituvan markkinaympäristön ja yhtiön tehokkuusparannusten myötä odotamme liikevoittomarginaalin nousevan 7,6 %:iin. Siten emme tässä kohtaa ennusta yhtiön yltävän omana taloudelliseen tavoitteeseensa vielä lähivuosina.

Alemmilla riveillä odotamme rahoituskulujen olevan hieman normaalitasoa korkeammalla (vrt. vuoden 2022 positiiviset nettorahoituskulut) ja veroasteen pysyttelevän noin nykyisillä tasoillaan. Tätä peilaten ennustamme osakekohtaisen tuloksen asettuvan vuosina 2023-2024 0,51-0,60 euroon osakkeelta. Tuloskehitystä heijastellen odotamme yhtiön maksamien osinkojen kohoavan 0,24-0,27 euroon sen osinkopolitiikkansa mukaisesti (2023e-2024e osingonjakosuhte: 45-47 %).

Arviomme mukaan ennusteidemme mukainen tuloskehitys ja hyvälle tasolle asettuva operatiivinen kassavirta vahvistavat yhtiön tasetta ja laskee myös nettovelkaantumistaseen tavoitetason alapuolelle (nettovelkaantumistaso 2024e: 57 %). Tämä puolestaan toisi Exelille taloudellista liikkumatilaa myös strategian mukaisiin suurempiinkin yritysjärjestelyihin. Sen sijaan sijoitetun pääoman tuoton osalta emme odota yhtiön yltävän tavoitteeseensa keskipitkällä aikavälillä (ROIC 2022e-2024e: 10-14 %), mikä johtuu ensisijaisesti ennustamastamme yhtiön tavoitetasoa matalammasta kannattavuudesta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteessamme arvioimme Exelin jatkavan kasvuaan komposiittien kysyntää

tukevien trendien sekä oman suhteellisen kilpailukyvyyn ja sen säilyvyyden ajamana. Tätä taustaa vasten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2-4 %, mikä on linjassa sekä maailmantalouden että pultruusiomarkkinan arvioidun kasvun kanssa. Tämä on kuitenkin verrattain konservatiivinen taso, kun huomioidaan yhtiön laaja sovellusportfolio ja kattava globaali läsnäolo sekä etenkin Pohjois-Amerikan ja Kiinan vielä suhteellisen maltilliset volyymitasot. Lisäksi yhtiöllä on pidemmällä aikavälillä mielestämme mahdollisuus kiihdyttää kasvua strategian puitteissa kartoitettavien yritysostojen kautta.

Liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä aikavälillä asettuvan 7-8 %:iin, mikä jää vielä yhtiön tavoittelemasta yli 10 % marginaalitasosta. Näkemyksemme mukaan liiketoiminnan nykyinen rakenne ei selkeitä esteitä asetetun kannattavuustavoitteen saavuttamiselle aseta, mutta toisaalta keskisegmenttiä kohti liikkuva tuotantomix ei osaltaan myöskään merkittävää vetoapua myyntikatteen nostamisen kautta tulevalle marginaalinostolle tarjoa. Täten kannattavuustavoitteen saavuttaminen nojaa etenkin riittävän suuren volyymitason säilyttämiseen sekä tehokkuusnostoissa onnistumiseen (arviomme mukaan 10 % marginaaliin yltäminen pitäisi kuitenkin olla mahdollista nykyisenkaltaisella liikevaihtotasolla). Jälkimmäinen komponentti on liki täysin yhtiön omissa käsissä, kun taas kysynnän kulloinenkin tilanne ja siinä tapahtuvat muutokset (sis. tuotemix) ovat luonnollisestikin Exelin oman vaikutusvallan ulkopuolella olevia asioita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	109	31,0	33,5	33,4	36,5	134	34,2	38,1	36,8	36,1	145	141	151	157
Konserni	109	31,0	33,5	33,4	36,5	134	34,2	38,1	36,8	36,1	145	141	151	157
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	15,3	4,0	3,9	1,7	2,3	11,9	1,8	4,8	4,5	9,3	20,4	16,3	18,1	19,2
Poistot ja arvonalennukset	-5,9	-1,6	-1,6	-3,3	-1,7	-8,2	-1,7	-1,8	-1,7	-1,7	-6,9	-6,5	-6,6	-6,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,7	2,5	2,5	0,1	1,0	6,0	2,2	3,1	2,8	2,4	10,5	9,9	11,5	12,5
Liikevoitto	9,4	2,4	2,4	-1,7	0,6	3,7	0,0	3,0	2,8	7,6	13,4	9,9	11,5	12,5
Oikaisuerät	-0,3	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
Nettorahoituskulut	-2,3	0,5	-0,5	0,3	0,1	0,4	0,5	1,9	-0,4	-0,4	1,7	-1,5	-1,4	-1,2
Tulos ennen veroja	7,1	2,9	1,9	-1,4	0,7	4,2	0,5	4,9	2,5	7,2	15,1	8,4	10,1	11,3
Verot	-1,8	-1,0	-0,4	-0,8	-0,3	-2,5	-0,6	-0,9	-0,6	-1,8	-4,0	-2,3	-2,7	-3,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Nettotulos	5,4	2,0	1,5	-2,2	0,4	1,7	0,0	4,0	1,8	5,4	11,3	6,0	7,2	7,9
EPS (oikaistu)	0,47	0,17	0,13	-0,06	0,06	0,29	0,13	0,35	0,15	0,11	0,74	0,51	0,60	0,67
EPS (raportoitu)	0,45	0,17	0,12	-0,19	0,04	0,14	0,00	0,34	0,15	0,46	0,95	0,51	0,60	0,67

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	11,3 %	23,1 %	28,2 %	32,7 %	23,7 %	10,3 %	13,5 %	10,1 %	-1,1 %	8,0 %	-2,9 %	7,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	34,9 %	17,0 %	-15,0 %	-94,6 %	-62,9 %	-37,8 %	-11,7 %	27,1 %	2497,7 %	136,2 %	73,8 %	-6,1 %	16,6 %	8,4 %
Käyttökate-%	14,1 %	12,9 %	11,7 %	5,0 %	6,4 %	8,9 %	5,2 %	12,5 %	12,3 %	25,7 %	14,0 %	11,6 %	12,0 %	12,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,9 %	7,9 %	7,3 %	0,3 %	2,8 %	4,5 %	6,4 %	8,2 %	7,6 %	6,6 %	7,2 %	7,0 %	7,6 %	7,9 %
Nettotulos-%	4,9 %	6,4 %	4,4 %	-6,6 %	1,2 %	1,2 %	-0,1 %	10,6 %	5,0 %	15,0 %	7,8 %	4,3 %	4,8 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	143	145	1 %	146	141	-4 %	154	151	-2 %
Käyttökate	16,3	20,4	25 %	17,1	16,3	-4 %	18,9	18,1	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	10,5	1 %	10,7	9,9	-8 %	12,3	11,5	-7 %
Liikevoitto	10,5	13,4	28 %	10,7	9,9	-8 %	12,3	11,5	-7 %
Tulos ennen veroja	12,2	15,1	24 %	9,4	8,4	-11 %	11,1	10,1	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,74	0,74	0 %	0,58	0,51	-13 %	0,68	0,60	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %	0,27	0,27	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Exel on kasvuyhtiö

Oman asemoitumisensa sekä kohdemarkkinoiden ja keskeisimpien asiakastoimialojen terveiden pitkän aikavälin kasvunäkymien myötä Exel profiloituu mielestämme varsin selvästi kasvuyhtiöksi. Näkemystämme tästä tukee lisäksi se, että yhtiön strategia on kasvua painottava useammastakin kulmasta tarkasteltuna. Pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta kasvuun panostaminen on järkevä valinta, kun huomioidaan kulurakenteen skaalautuvuus, pääoman rakenteellinen tuotto kyky sekä pelkistä tehostustoimista tulevan arvonluontipotentialin kapeus. Lähtökohtaisesti nykyrakenteisen Exelin kasvu ei sido valtaisia määriä pääomia, mitä peilaten yhtiöllä on mielestämme hyvät lähtökohdat myös tasaisesti kasvavan osingon maksamiselle. Olemassa olevia kasvumahdollisuuksia, yhtiön täyttää potentiaalia ja arvonluonnin lainalaisuuksia (RONIC > WACC) mukailten näemme osingon kuitenkin vain kokonaistuotto-odotusta tukevana sivuvirtana, vaikka yhtiö onkin historiallisesti katsottuna ollut erittäin avokätinen osingonmaksaja.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemysme mukaan Exelin keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Orgaaninen kasvu: Komposiittimateriaalien ja samalla Exelille relevanttien toiminta-alueiden kysyntää ajavat pitkälti vahvoiksi luokiteltavat globaalit trendit, kuten elintason nousu, kestävä kehitys, tietoisuus elinkaarikustannuksista ja kaupungistuminen. Näitä ajureita mukailten Exelillä tulisi arviomme mukaan olla edellytykset yltää keskimääriin vuositasolla vähintään muutaman

prosentin orgaaniseen kasvuun, minkä tulisi yhtiön kulurakenne ja toimintalogiikka huomioiden skaalautua tulostasoon. Exelin tuotantolaitosverkosto on globaali ja yhtiöllä on pultruusioteknologian johtavana toimijana mielestämme myös suhteellisia mittakaavaetuja. Yhdessä nämä asiat tekevät yhtiön suhteellisesta kilpailukyvyistä näkemysme mukaan terävän ja tuovat tarvittavat työkalut myös (asiakaskohtaisille) markkinaosuusvoitoille.

Tulospotentialin saavuttaminen: Historiallisesti tarkasteltuna Exel on yltänyt selvästi viime vuotta ja edellisvuosia korkeampaan marginaaliin. Vaikka yhtiön liiketoiminnan rakenne onkin kannattavuuden huippuvuosista hieman muuttunut, on yhtiöllä mielestämme nykyisen myyntimixinsä puitteissa ja Yhdysvalloissa kohdattujen oletettavasti väliaikaisten haasteiden jälkeisessä maailmassa täydet mahdollisuudet yltää kestävästi viime vuosia korkeampiin marginaaleihin. Täyden potentialin ulosmittaaminen ja operatiivisen tuloksen nostaminen yli 10 % tavoitetason vaatii taakseen kuitenkin hyviä tehokkuustasoja ja niiden ylläpitämistä, Yhdysvaltain yksikön aidosti kestävä kääntämistä sekä vähintään kohtuullisen toimintaympäristön ja sen mukanaan tuoman riittävän peruskuorman. Varsinaisia rakenteellisia esteitä / suhteellisia kilpailuhaittoja emme kannattavuustason nostamiselle ja / tai asetetun tavoitetason saavuttamiselle näe.

Epäorgaaniset mahdollisuudet:

Komposiittimarkkina on rakenteeltaan 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 epäorgaanisia mahdollisuuksia niin uusiin maantieteellisiin lohkoihin, asiakkuuksiin kuin tuotantoteknologioihinkin laajentumista ajatellen. Exelin viimeisen viiden vuoden aikana toteuttamia yritysjärjestelyjä ja hieman tasetavoitetta korkeampaa velkamäärää heijastellen emme pidä todennäköisimpänä valintana sitä, että yhtiö pyrki lyhyellä aikavälillä luomaan arvoa ensisijaisesti epäorgaanisia teitä pitkin ellei markkinatilanne tarjoa erittäin houkuttelevia mahdollisuuksia.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemysme mukaan Exelin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

Kysynnän vaihtelu: Exelin liikevaihdosta leijonanosaa tulee investointi- ja projektivetoisilta teollisuussektoreilta, joiden kysynät ovat alttiita suhdannevaihteluille. Näin ollen kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja operatiivista tulosta. Tätä korostaa osaltaan kovan tilauskannan rakenteellinen lyhyys. Kustannusrakenteensa kiinteästä perusluonteesta huolimatta Exelillä on kuitenkin kelvollisia lyhyen tähtäimen joustopisteitä, joista konkreettisenä osoituksena on se, ettei yhtiön operatiivinen tulos ole painunut tappiolle toimintaympäristöön osuneiden voimakkaiden ulkoisten häiriöiden (mm. finanssi- ja eurokriisi sekä koronapandemia) aikana. Arvokasta vastavoimaa kysynnän vaihteluille tuo myös useille teollisuudenaloille ja siten sekä erilaisille kysyntäajureille että eriaikaisille syklin vaiheille osuva asiakasportfolio,

Sijoitusprofiili 2/2

vaikka se ei kokonaan syklistä profiilia poista.

Komposiittien suhteellinen kilpailukyky: Vaikka komposiittimateriaalien pitkän aikavälin kysyntäajurit ovat näkemyksemme mukaan kestäviä, eivät komposiittien valmistajat kuitenkaan operoi tyhjiössä. Näin ollen kilpailevien / korvaavien materiaalien (mm. alumiini ja teräs) tai niiden raaka-aineiden hintojen muutokset voivat vaikuttaa myös komposiittien suhteelliseen asemaan ja kilpailukykyyn heikentävästi. Perusteltua puskuria suhteellisen kilpailukykyyn heikentymistä vastaan tuo mielestämme kuitenkin komposiittien rakenteelliset kilpailuedut, kuten keveys ja alhaisemmat elinkaarikustannukset. Pitkällä aikavälillä alati etenevä materiaalikehitys voi tuoda kilpailukenttään myös kokonaan uusia ja teollisiin loppukäyttöihin soveltuvia materiaaleja.

Keskeisen asiakkaan menettäminen: Vuonna 2021 Exelin suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 17 %, minkä lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan muutamia yksittäisiä asiakkaita noin 5-10 % osuuksilla. Tätä heijastellen yksittäisen merkittävän asiakkaan kokonaisella menettämisellä olisi näkyviä vaikutuksia yhtiön volyymitasoon ja sitä pitkin kannattavuuteenkin. Asiakkaan menettämisen ohella Exel kantaa luonnollisesti riskiä myös siitä, että asiakkaan oma tai asiakkaan asiakkaan (ts. investointihyödykkeen ostaja) kilpailukyky heikkenee tai liiketoimintamahdollisuudet kutistuvat. Arviomme mukaan asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat pitkäkestoisia ja nämä asiakkaat ovat omissa liiketoimintoissaan hyvät asemat omaavia toimijoita. Käsityksemme mukaan yhtiö on onnistunut myös pieniä asiakaskohtaisia

markkinaosuusvoittoja haalimaan luoden perustaa asiakasriskin kokonaisvaltaista hallintaa ajatellen.

Taseasema: Viimeisen viiden vuoden aikana toteutettujen yritysostojen (ja Yhdysvaltain yksikön hikkojen), Itävallan tehdasinvestoinnin ja reilun osingonjaon seurauksena yhtiön velkamäärä on kohonnut ja se oli vielä selvästi tavoitetason yläpuolella (Q2'22:n lopun nettovelkaantumisaste 119 % vs. tavoite < 80 %). Erityisenä huolenaiheena emme tasetavoitteen yläpuolella olevaa velkamäärä pidä, kunhan operatiivinen kassavirta rullaa oikeansuuntaisena ja sekä likviditeettitilanne että käyttöpääomarahoituksen saatavuus pysyvät hyvinä. Ajatustamme tästä tukee myös se, että yhtiön saama lainaraha on ainakin toistaiseksi ollut halpaa, mutta rahoitusolojen tiukentuminen voi tätä toki muuttaa. Toisaalta nykyisen taseasemansa puitteissa yhtiöllä ei arviomme mukaan ole myöskään täyttä strategista liikkumatilaa esimerkiksi kooltaan suurempia yritysjärjestelyjä (EV > 15 MEUR) ajatellen ilman oman pääoman ehtoisia rahoitusjärjestelyjä (tai oman osakkeen käyttöä). Tämän takia näemme taseaseman lievästi riskitasoa nostavana asiana, vaikka rahoituksen saannin emme oleta yhtiölle olevan huomattavan haastavaa.

Raaka-aineiden hintariski: Exel hankkii tarvitsemansa pääraaka-aineet, kuten lasi- ja hiilikuidut sekä hartsit, vallitsevin markkinahinnoin. Näin ollen raaka-aineiden nopeat hintojen muutokset voivat aiheuttaa kannattavuuspaineita, sillä niitä ei ole mahdollista siirtää omiin hintoihin samalla nopeudella. Historiallisesti Exelin vuositaso myyntikate on kuitenkin oman hinnoittelukykyyn turvin pysynyt varsin vakaana.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

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

Heikkoudet

- Tilauskanta ja liiketoiminnan näkyvyys rakenteellisesti lyhyitä
- Asiakasportfolio on varsin keskittynyt
- Riippuvuus yhdestä tuotantoteknologiasta on korkea
- Räättälöity tarjoama monimuotoistaa tuotantoa ja vaikeuttaa teho-optimoitunteja

Mahdollisuudet

- Liiketoiminnan pitkän aikavälin kasvuajurit ovat terveitä
- Uusiin teknologioihin / sovelluksiin laajentuminen
- Kasvuedellytysten vahvistaminen yritysostojen kautta
- Täyden tulospotentiaalın ulosmittaus

Uhat

- Merkittävän asiakkaan menettäminen / asiakkaan itsensä kohtaamat haasteet
- Epäsuotuisat tuotantoteknologiset muutokset
- Kilpailevat materiaalit / komposiittien suhteellisen kilpailukykyyn heikkeneminen
- Yhdysvaltain suunnanmuutoksen epäonnistuminen

Arvonmääritys 1/4

Katsomme hinnoittelua tulos pohjaisesti

Suosimme Exelin hinnoittelun tarkastelussa tulos pohjaisia kertoimia. Mielestämme yhtiölle käyttökelpoisimmat hintakertoimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä taserakenteen huomioon ottavat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. Absoluuttisina tasoina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön kasvu-, kannattavuus- (ml. pääoman käytön tehokkuus) ja riskiprofiilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä. Sovellamme neutraalin kerroinhaarukan määrittämisessä jossain määrin myös Exelin historiallisia hinnoittelutasoja. Sen sijaan emme käytä suhteellista arvostusta hyväksyttävän arvostuksen määrittämiseen, koska yhtiölle ei ole muodostettavissa riittävän kokoista ja tarpeeksi laadukasta verrokkiryhmää.

Hinnoittelun painopiste on etenkin kuluva ja seuraavan vuoden kertoimissa, sillä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on rakenteellisesti varsin lyhyt. Tämän myötä useamman vuoden päähän katsovat ennusteet sisältävät oleellista epävarmuutta, mikä puolestaan rajaa näihin pohjautuvien hintakertoimien käyttökelpoisuutta. Samaisesta syystä myös lähivuosien kokonaistuotto-odotus ja pitkän aikavälin ennusteisiimme perustuva DCF-malli ovat arvonnäilyksessä pääosin tukea antavassa asemassa.

Tulos kertomien lisäksi Exelin kaltaisen valmistavassa teollisuudessa operoivan yhtiön hinnoittelua voidaan tarkastella tase pohjaisen P/B-luvun ja osinkotuoton kautta, vaikka Exelin liiketoiminta onkin toki selvästi pääomakeveämpää kuin perinteisemmässä prosessiteollisuudessa

toimivilla ja siten tase pohjaiseen hinnoittelumaailmaan paremmin sopivilla yhtiöillä. Tase arvostuksen ja osinkotuoton paria voidaan kuitenkin käyttää tietynlaisena turvaverkkona, sillä tyypillisesti matala tase arvostus ja tuottovaatimukseen nähden korkea osinkotuotto ovat muodostaneet osakkeelle kohtuullisen tukitason operatiivisia pettymyksiä ja / tai pääomamarkkinoiden sentimenttimuutoksia vastaan. Toisin päin katsottuna edellä mainittu logiikka taas tarjoaa signaaleja korkeista tulos odotuksista, kohonneesta arvostuksesta sekä riskien realisoiduessa myös selvemmästä kurssin laskun vaarasta.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Exelin hinnoitteluun:

- **Lähivuosien operatiivinen tulos kasvupotentiaali** on liikevaihdon maltillisen kasvun ja läpi tulevien tehokkuusparannusten myötä kohtuullinen. Täyteen kannattavuus potentiaaliinsa tai - tavoitteeseensa emme odota yhtiön kuitenkaan vielä lähivuosina pääsevän.
- **Liiketoiminnan kassavirtaprofiili** on varsin hyvä, eikä kiinteä vuotuinen investointitarve ole suunnattoman iso. Tämä kokonaisuus luo vakaat edellytykset sekä riskitason laskemiselle (ts. pienempi velkamäärä) että pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.
- **Räätälöidyn tarjoaman ja asiakkaiden kohtaamien vaihdon kustannusten** johdosta Exelin arvoketjuasema on hyvä. Samaiset tekijät luovat yhtiölle myös hinnoittelukykyä ja sitä kautta suojaa materiaali-inflaatiota vastaan.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,30	5,30	5,30
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	97	94	90
P/E (oik.)	7,1	10,5	8,8
P/E	5,6	10,5	8,8
P/Kassavirta	8,5	9,2	8,6
P/B	1,7	1,5	1,4
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	4,7	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	9,2	9,5	7,9
Osinko/tulos (%)	23,2 %	47,5 %	44,8 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,5 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

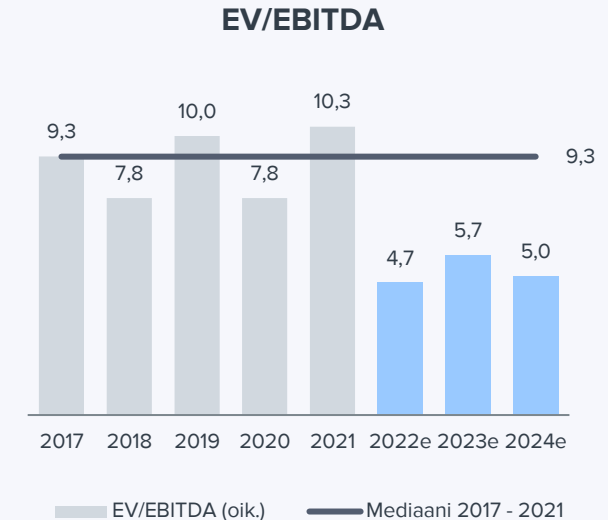
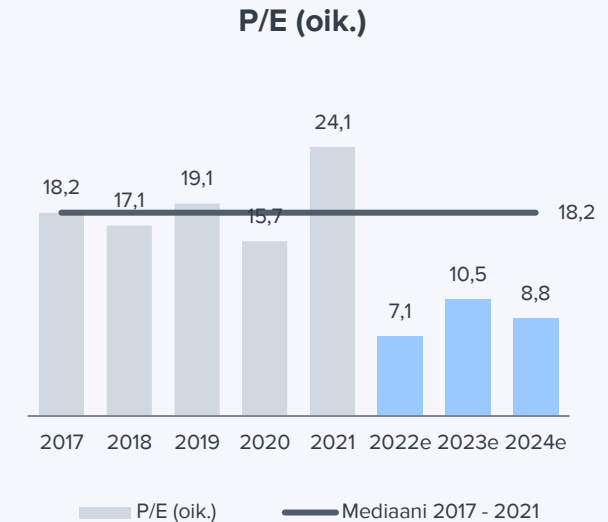
- **Pidemmällä tähtäimellä** ja taseaseman kohentuessa yritysostot ovat todennäköisiä välineitä. Onnistuessaan (ts. RONIC > WACC) yritysostot ovat hyviä keinoja sekä arvonluontiin että kokonaisriskitason laskemiseen.
- **Liiketoiminnan kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Exeliä talouden suhdannevaihteluille. Asiakasportfoliossa on kuitenkin useissa eri teollisuudenaloissa toimivia yhtiöitä. Tämä tuo toimitusvirtoihin automaattisesti tiettyä vakautta ja samalla myös syklinkestävyyttä, vaikka se ei syklistä profiilia kokonaan poista.
- **Historialliset tulospettymykset** ja ajoittain poukkoillut suoritustaso ovat olleet ikäviä takaiskuja. Hinnoittelussa nämä tekijät ovat arviomme mukaan näkyneet siten, että painopiste on siirtynyt pidemmän aikavälin rakenteellisesta potentiaalista ja mahdollisuuksista lyhyen tähtäimen asioihin.

Näiden tekijöiden pohjalta Exelille voidaan mielestämme hyväksyä normaalin tuloskunnan viitekehikossa P/E-luku 12x-16x (aik. 13x-16x) ja vastaavasti EV/EBITDA-kerroin 6x-9x (aik. 7x-9x), joiden alalaitaa olemme laskeneet aavistuksen nousseiden korkotasojen ja -odotusten myötä. Tasot pohjautuvat sekä markkinoiden yhtiölle viime vuosina hyväksymiin arvostustasoihin, omiin operatiivisiin fundamentteihin (mm. pääoman tuottokyky) sekä nykyiseen riskiprofiiliin. Absoluuttisesti tarkasteltuna tasot ovat linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanien kanssa (P/E 14x-15x ja EV/EBITDA 9x-10x). Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti peilaa Exelin hinnoittelua suhteessa markkinoiden vastaavaan.

Exelin kahden viimeisen vuoden kulku on ollut kaksijakoista, sillä reipas liikevaihdon kasvu ei ole konvertoitunut operatiiviseksi tulokseksi lainkaan toivotulla tavalla. Mielestämme väliaikaisiksi luokiteltavat haasteet eivät ole kuitenkaan yhtiön rakenteellisia ominaisuuksia ja siten suhteellista kilpailukykyä tuovia elementtejä heikentäneet. Siten pidemmän aikavälin absoluuttinen arvonluontipotentiaali ei näkemyksemme mukaan ole oleellisesti muuttunut. Tuloslaskun aiheuttaneiden ongelmien lopullinen selittäminen, kannattavien vuosipuoliskojoen johdonmukainen toimittaminen ja kannattavuuspotentiaalin (ml. pääoman tuotto) lähestyminen johtaisi mielestämme siihen, että Exeliä voitaisiin hinnoitella lähemmäksi hyväksyttävän kerroinhaarukan ylä- kuin alalaitaa. Lyhyellä aikavälillä emme sen sijaan tällaista liikkumaa pidä perusteltuna suoritustason palautumiseen liittyvien muuttujien ja huomattavasti nousseiden korkotasojen ja -odotusten takia.

Absoluuttiset kertoimet

Ennusteillamme Exelin P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 7x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 5x ja 6x. Kuluvaan vuoteen P/E-kertoimen osalta on hyvä huomata, että sitä laskee ennusteissamme Q2:n ei-kassavirtavaikutteiset rahoitustuotot. Kertoimet painottuvat kuitenkin sekä historiallisten tasojen että yhtiölle aikaisemmin arvioimiemme neutraalien haarukoiden alapuolelle tai alalaitaan. Vaikka Exelin investointivetoiseen kysyntäkuvaan, volyyminkehitykseen, kuluinflaatioon sekä Yhdysvaltain yksikön käänteen kestävyyskautta koko konsernin tuloksentelemiseen liittyvä epävarmuutta, ei tuloslaskun pohjainen hinnoittelu ole



Arvonmääritys 3/4

mielestämme nykyisellään vaativa. Isoa kuvaa ajatellen Exel on mielestämme USA:ssa vuonna 2021 kohdatuista haasteista huolimatta, muutaman vuoden takaista tilannetta parempi yhtiö ja monipuolisen myyntimixin / sovellusportfolion sekä Intiassa käynnistetyn yhteisyrityksen myötä ja myös pidemmän aikavälin kasvumahdollisuudet näyttävät aiempaa mielenkiintoisemmilta. Tätä vasten nykyinen tulos pohjainen arvostus onkin mielestämme maltillinen.

Näkemystämme tulos pohjaisten kertoimien järkevyydestä tukee se, että vuoden 2020 toteutuneella ja mielestämme Exelin potentiaalisesta suorituskunnosta käyttökelpoisen kuvan antavalla tuloksella P/E-luku 11x on hyväksymämme haarukan alapuolella. Toisaalta mikäli USA:n yksikön käänne ottaisi merkittäviä takapakkeja ja H2'22:n tulokset kääntyisivät noltaan (vrt. H2'21), olisi vuoden 2022 P/E-luku tässä tapauksessa niin ikään 11x. Vastaavasti viimeisen viiden vuoden keskimääräisellä toteutuneella tuloksella P/E-kerroin on osakkeen nykyhinnalla noin 16x. Arvostuksen kokonaiskuva indikoikin hyvin osakkeen arvostustasossa olevaa nousuvaraa operatiivisen kehityskulun jatkuessa odottamallamme polulla. Sen sijaan tulosodotusten pettäessä ja palautuessa keskipitkän aikavälin keskiarvoon olisi arvostuksessa nykyisessä markkinaympäristössä lievää laskuvaraa, vaikka tässäkin skenaariossa kertoimet eivät olisi tolkkuttomia. Mielestämme osakkeen nykyisessä hinnassa onkin jo osittain sisällä aikaisemmin nostamiamme lyhyen aikavälin kehitykseen liittyviä riskitekijöitä.

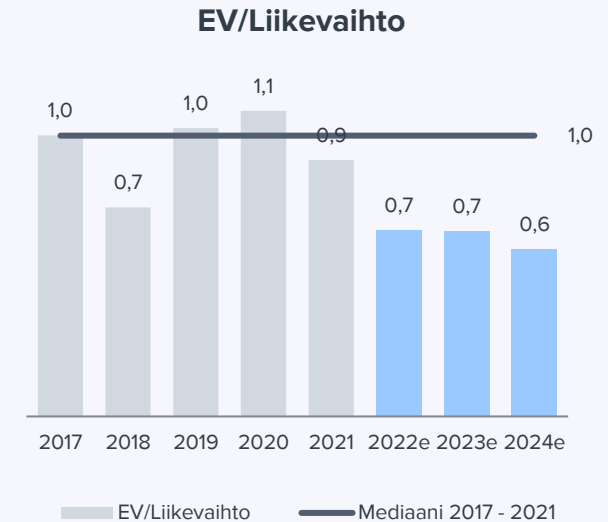
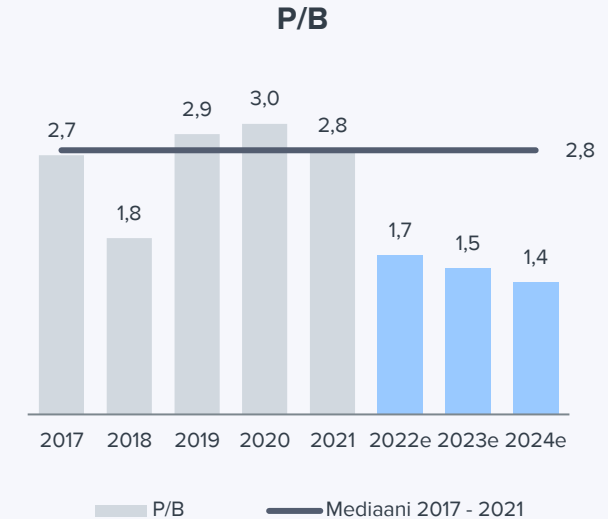
Osakkeen lähivuosisien kokonaistuotto-odotus

Tarkastelemalla sijoittajan tuotto-odotusta

yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen (P/E-kerroin 14x vuoden 2024 lopussa) ja vuoden 2024 tulosennusteidemme kautta saamme osakkeen tuotto-odotukseksi nykyisellä 5,3 euron kurssitasolla noin 23 % vuositasolla. Tämän päälle odotamme sijoittajan saavan tähän päälle 4-5 %:n osinkotuottoa. Siten vuosittainen kokonaistuotto-odotus nouseekin erittäin houkuttelevalle noin 27-28 %:iin, mikä ylittää selvällä marginaalilla käyttämämme 9,7 %:n oman pääoman kustannuksen. Aikaisemmin esiin nostamamme Exelin liiketoimintaan rakenteellisesti liittyvän lyhyen näkyvyyden takia, emme kuitenkaan nojaa näkemyksessämme vahvasti lähivuosisien kokonaistuotto-odotukseen. Mielestämme se kuitenkin kuvastaa osakkeen tuottopotentialia ennusteidemme toteutuessa. Ennusteemme eivät mielestämme ole myöskään kohtuuttoman vaativat markkinaympäristön normalisoituessa ja yhtiön operatiivisen tulostason vakiintuessa (vrt. yhtiön kannattavuuden tavoitetaso).

Tase- ja volyympohjaisesta arvostuksesta saadaan tukea ennusteiden toteutuessa

Exelin tase pohjainen P/B-luku (2022e: 1,7x) on historiallisen tason alapuolella. Erityisen matalana tase pohjaista arvostusta ei kuitenkaan perusteellisuudessa operoivalle Exelille voida pitää liiketoiminnan verrattain pääomakevyydestä luonteesta ja pääoman (ROIC) hyvästä tuottopotentialista huolimatta. Mieli pidettämme tästä tukee se, että staattisen tulostuoton perspektiivistä tarkasteltuna yhtiön tulisi yltää kestävästi noin 16 %:n oman pääoman tuottoon, jotta nykyinen tase pohjainen arvostus vastaisi oman pääoman normaalien olosuhteiden kustannusta. Tällaisen tuottotason saavuttaminen



Arvonmääritys 4/4

pitäisi yhtiön liiketoimintaprofiililla, tavoitellulla taseen käytöllä (ts. mukavuusalueella oleva velkavipu) olla mahdollista ja odotammekin oman pääoman tuottojen olevan tällä tasolla lähivuosina (2023e-2025e keskimääräinen ROE: 16,1 %).

Ennusteidemme mukainen Exelin EV/S-kerroin on puolestaan lähivuosille noin 0,7x ja niin ikään historiallisia tasoja matalampi. Lähivuosille arvioimamme noin 4-5 %:n osinkotuotot taas ovat oman pääoman tuottovaateeseen nähden kohtuullisen kokoisia. Arviomme mukaan osakkeen konkreettiset tukitasot jäisivät kuitenkin tase- ja volyympohjaisen arvostuksen näkökulmasta lyhyellä aikavälillä ohkaisiksi, mikäli tulosodotuksemme osoittautuvat liian vaativiksi. Tämä luonnollisesti nostaa kokonaisriskitasoa, sillä huonon skenaarion realisoituessa (tuloskasvun tökkiminen tai suorituskyvyn heikkeneminen) olisi osakkeessa näistä tekijöistä johtuen laskuvaraa.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme myös osittaista painoarvoa kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa mielestämme riittävän konservatiivisia arvioita, mitä mukailten näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin potentiaalin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,1 euroa, mikä vahvistaa muiden menetelmien indikoimaa osakkeen potentiaalia. Mallissamme yhtiön kasvu tasaantuu aiemmin todetusti pitkällä aikavälillä 2-4 %:iin globaalia talouskasvua ja

pultruusiomarkkinan arvioitua vauhtia mukailten, kun taas oikaistun liikevoiton odotamme vakiintuvan 7-8 %:n. Terminaalijakson painoarvo on DCF:ssä mielestämme järkevällä tasolla 54 %:ssa. Nostimme käyttämämme keskimääräisen pääoman kustannuksen (WACC) 8,4 %:iin (aik. 7,9 %) ja oman pääoman kustannuksen 9,7 %:iin (aik. 9,3 %) yleistä korkotason ja -odotusten nousua sekä rahapolitiikan kiristymistä peilaten.

Suositus ja tavoitehinta

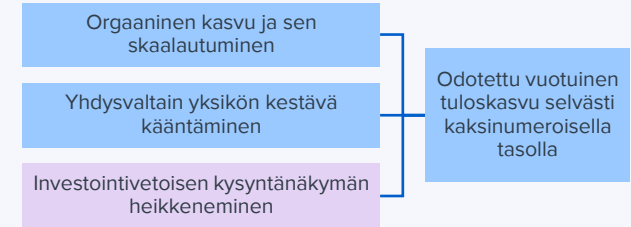
Määrittämäämme hyväksyttävään arvostukseen peilattuna osakkeen tulospohjainen arvostustaso on mielestämme maltillinen vuosille 2022 ja 2023. Myös muut käyttämämme menetelmät tukevat näkemystämme osakkeen maltillisesta hinnoittelusta ja useampi mittari voisi tukea vahvempaankin positiivista näkemystä. Mielestämme seuraavan 12 kuukauden ajanjaksolla arvostuskertoimien oleelliseen nousun varaan on kuitenkin vaikea nojata toimintaympäristön epävarmuuksista (mm. inflaatio, korkotasojen nousu, Euroopan energiakriisi ja näiden vaikutukset kysyntään ja kannattavuuteen sekä USA:n yksikön käänteen pitävyys) johtuen. Exelin liiketoiminnan kroonisesti lyhyestä näkyvyydestä johtuen kertoimet sisältävät myös merkittävää ennusteriskiä.

Näistä tekijöistä huolimatta osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus nousee mielestämme houkuttelevalle tasolle seuraavalle 12 kuukaudelle noin 4 %:n osinkotuoton tukemana. Siten toistamme osakkeen lisää-suosituksen, mutta tarkistamme tavoitehintamme 6,00 euron laskeneita ennusteita ja noussutta tuottovaatimusta peilaten.

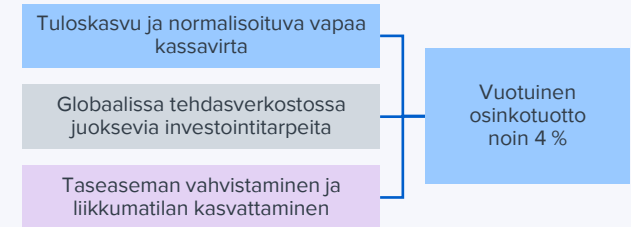
Osaketuoton ajurit 2021-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

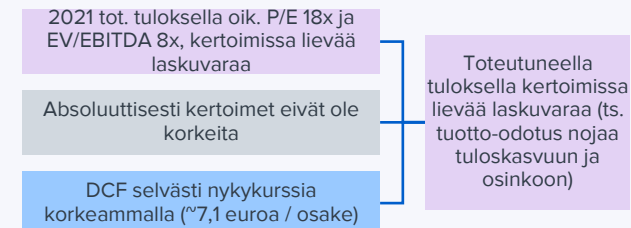
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

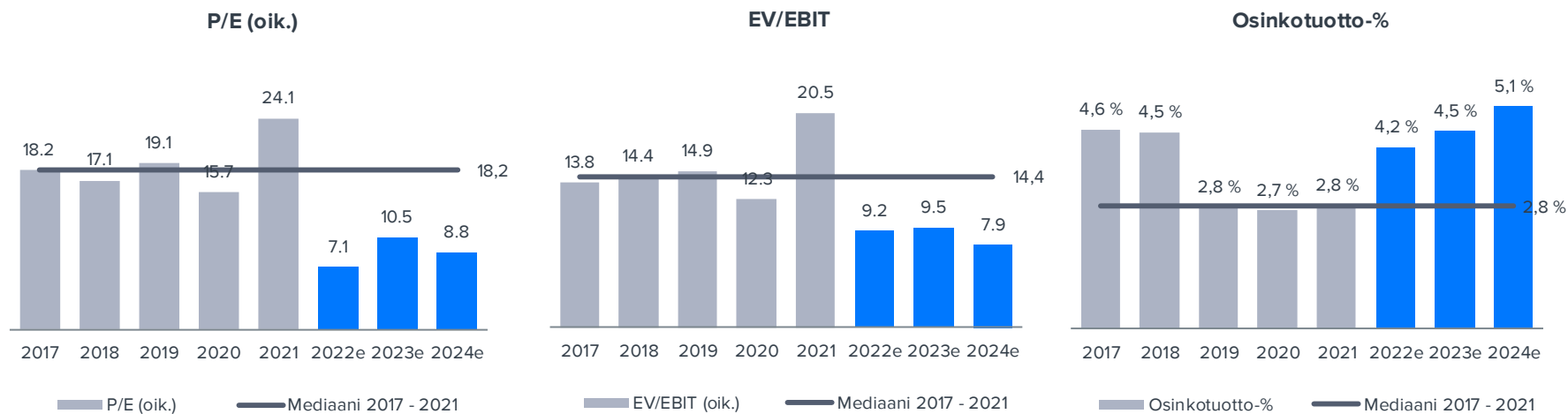


Vuotuinen kokonaistuotto-odotus (~15-25 %) ylittää tuottovaatimuksen lähivuosina

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,57	4,00	6,48	7,38	7,10	5,30	5,30	5,30	5,30
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	78	48	77	88	84	63	63	63	63
Yritysarvo (EV)	87	72	107	119	124	97	94	90	86
P/E (oik.)	18,2	17,1	19,1	15,7	24,1	7,1	10,5	8,8	8,0
P/E	18,4	>100	32,0	16,4	50,9	5,6	10,5	8,8	8,0
P/Kassavirta	neg.	neg.	20,1	24,2	neg.	8,5	9,2	8,6	7,5
P/B	2,7	1,8	2,9	3,0	2,8	1,7	1,5	1,4	1,3
P/S	0,9	0,5	0,7	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	9,3	7,8	10,0	7,8	10,3	4,7	5,7	5,0	4,5
EV/EBIT (oik.)	13,8	14,4	14,9	12,3	20,5	9,2	9,5	7,9	6,9
Osinko/tulos (%)	84,1%	554,7%	88,8%	44,3%	143,3%	23,2%	47,5%	44,8%	50,0%
Osinkotuotto-%	4,6%	4,5%	2,8%	2,7%	2,8%	4,2%	4,5%	5,1%	6,3%

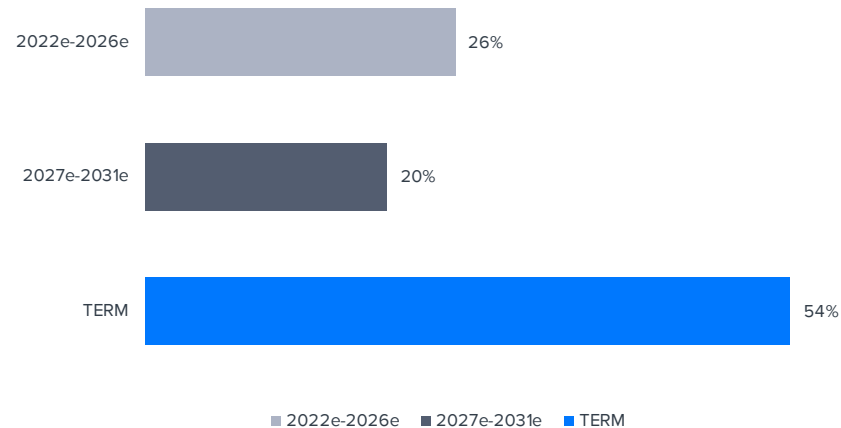
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,7 %	8,0 %	-2,9 %	7,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,8 %	9,3 %	7,0 %	7,6 %	7,9 %	8,0 %	7,8 %	7,5 %	7,2 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	3,7	13,4	9,9	11,5	12,5	13,0	13,0	12,8	12,6	12,5	12,8	
+ Kokonaispoistot	8,2	6,9	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
- Maksetut verot	-2,3	-4,0	-2,3	-2,7	-3,0	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-3,0	-3,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,8	-3,1	0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	4,8	13,8	14,3	14,3	15,4	16,0	16,3	16,1	16,1	15,8	16,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,2	-5,9	-7,5	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,2	-7,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	7,4	6,8	7,3	8,4	8,9	9,2	9,0	9,1	8,6	8,9	
+/- 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	-7,2	7,4	6,8	7,3	8,4	8,9	9,2	9,0	9,1	8,6	8,9	142
Diskontattu vapaa kassavirta		7,2	6,2	6,1	6,4	6,3	6,0	5,5	5,0	4,4	4,2	67,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		125	117	111	105	98,8	92,5	86,4	81,0	75,9	71,5	67,3
Velaton arvo DCF		125										
- Korolliset velat		-53,0										
+ Rahavarat		15,6										
-Vähemmistöosuus		-1,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,4										
Oman pääoman arvo DCF		83,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	47,8	51,9	50,8	51,8	52,2
Liikearvo	12,6	12,8	12,8	12,8	12,8
Aineettomat hyödykkeet	3,9	2,8	2,9	2,9	3,0
Käyttöomaisuus	29,4	34,3	33,2	34,1	34,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Vaihtuvat vastaavat	49,0	65,8	67,0	63,7	65,9
Vaihto-omaisuus	16,2	23,9	23,2	22,5	23,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,9	26,3	27,9	27,0	28,9
Likvidit varat	12,0	15,6	16,0	14,1	13,6
Taseen loppusumma	96,8	118	118	115	118

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	28,9	31,2	38,5	41,9	46,2
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	22,2	21,9	30,7	34,1	38,4
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	4,5	6,6	5,0	5,0	5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Pitkäaikaiset velat	14,1	17,1	18,1	14,5	15,5
Laskennalliset verovelat	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	12,9	15,6	17,1	13,5	14,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,9	1,0	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	53,9	69,4	61,3	59,1	56,4
Lainat rahoituslaitoksilta	30,3	37,4	31,5	30,2	25,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	23,6	32,0	29,7	28,9	30,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	96,8	118	118	115	118

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	103,8	108,6	134,4	145,1	140,9	EPS (raportoitu)	0,20	0,45	0,14	0,95	0,51
Käyttökate	10,7	15,3	11,9	20,4	16,3	EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,29	0,74	0,51
Liikevoitto	5,1	9,4	3,7	13,4	9,9	Operat. kassavirta / osake	0,83	1,26	0,41	1,16	1,20
Voitto ennen veroja	3,9	7,1	4,2	15,1	8,4	Vapaa kassavirta / osake	0,32	0,30	-0,61	0,62	0,57
Nettovoitto	2,4	5,4	1,7	11,3	6,0	Oma pääoma / osake	2,21	2,43	2,57	3,18	3,47
Kertaluontoiset erät	-2,1	-0,3	-2,3	2,9	0,0	Osinko / osake	0,18	0,20	0,20	0,22	0,24
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	85,4	96,8	117,7	117,8	115,5	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	5 %	24 %	8 %	-3 %
Oma pääoma	26,3	28,9	31,2	38,5	41,9	Käyttökateen kasvu-%	15 %	43 %	-22 %	71 %	-20 %
Liikearvo	13,0	12,6	12,8	12,8	12,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	44 %	35 %	-38 %	74 %	-6 %
Nettovelat	30,2	31,2	37,4	32,6	29,6	EPS oik. kasvu-%	45 %	38 %	-38 %	152 %	-32 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	10,3 %	14,1 %	8,9 %	14,0 %	11,6 %
Käyttökate	10,7	15,3	11,9	20,4	16,3	Oik. Liikevoitto-%	6,9 %	8,9 %	4,5 %	7,2 %	7,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,9	2,4	-4,8	-3,1	0,6	Liikevoitto-%	4,9 %	8,7 %	2,8 %	9,3 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	9,9	14,9	4,8	13,8	14,3	ROE-%	9,3 %	19,5 %	5,6 %	32,9 %	15,2 %
Investoinnit	-6,1	-11,7	-12,2	-5,9	-7,5	ROI-%	8,6 %	13,9 %	4,8 %	15,7 %	11,4 %
Vapaa kassavirta	3,8	3,6	-7,2	7,4	6,8	Omavaraisuusaste	30,8 %	29,8 %	26,5 %	32,7 %	36,3 %
						Nettovelkaantumisaste	114,9 %	107,9 %	119,9 %	84,8 %	70,7 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	10,0	7,8	10,3	4,7	5,7						
EV/EBIT (oik.)	14,9	12,3	20,5	9,2	9,5						
P/E (oik.)	19,1	15,7	24,1	7,1	10,5						
P/B	2,9	3,0	2,8	1,7	1,5						
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,7 %	2,8 %	4,2 %	4,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.11.2020	Lisää	6,80 €	6,40 €
8.12.2020	Lisää	7,00 €	6,50 €
19.2.2021	Lisää	9,20 €	8,76 €
2.5.2021	Lisää	11,50 €	10,88 €
21.7.2021	Lisää	11,50 €	10,32 €
2.9.2021	Lisää	11,50 €	9,95 €
17.9.2021	Lisää	9,50 €	8,59 €
5.11.2021	Lisää	8,40 €	7,52 €
16.2.2022	Vähennä	7,50 €	7,15 €
2.5.2022	Lisää	7,00 €	6,30 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
21.7.2022	Lisää	7,00 €	6,58 €
28.9.2022	Lisää	6,00 €	5,30 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**