

EXEL COMPOSITES

09.10.2026 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvuvaihe lähtenyt rivakasti liikkeelle

Toistamme Exel Compositesin lisää-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 17,5 €) heijastellen tekemiämme ennustetarkistuksia. Yhtiön strategian kasvuvaiheen toteutus on lähtenyt vauhdikkaasti käyntiin, ja viime vuosina tehdyt toimenpiteet kantavat hedelmää. Vahva tilauskanta, uudet monivuotiset puitesopimukset ja pääosin hyvä markkinatilanne luovat mielestämme hyvät edellytykset vauhdikkaan tuloskasvun jatkamiselle. Lähivuosien tuloskasvusta muodostuva osakkeen tuotto-odotus nouseekin mielestämme edelleen houkuttelevaksi.

Strategian toteutuksessa siirrytty kasvuvaiheeseen

Exel on erilaisiin vaativiin teollisiin sovelluksiin soveltuvien komposiittituotteiden suunnitteluun ja valmistamiseen erikoistunut toimija. Yhtiö sai kaksivaiheisen strategiansa vakautus- ja kannattavuusvaiheen onnistuneesti päätökseen suunnitelmien mukaisesti vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuonna 2026 yhtiö on puolestaan siirtynyt kasvuvaiheeseen, jonka puitteissa se pyrkii saavuttamaan vuoden 2028 loppuun asetetut kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteensa (liikevaihto 200 MEUR, oik. EBIT-% > 10 %). Vakautusvaiheessa yhtiö muun muassa karsi kiinteitä kuluja ja optimoi tehdasverkostoa. Nämä toimet yhdessä tehtaiden nousseiden käyttöasteiden kanssa ovat jo nostaneet kannattavuutta selvästi (H1'26: oik. EBIT-% 6,2 % vs. 2025: 3,5 %). Nousseiden käyttöasteiden taustalla ovat olleet tehdasverkoston kaventumisen lisäksi myynnilliset onnistumiset. Viimeaikaisista sopimuksista ylivoimaisesti suurin on Exelin Intian yhteisyrityksen Q3'26:lla solmima, historiallisen suuri hiilikuitulattojen toimitussopimus tuulivoima-alan asiakkaan Suzlon Energyn kanssa. Lisäksi merkittäviä kotiutuksia ovat olleet loppuvuodesta 2025 tiedotetut kaksi virtajohtimien komposiittiytimien puitesopimusta. Tuoreen Suzlon-sopimuksen myötä huomio siirtyykin nähdäksemme erityisesti Intian tehtaan toimituskyvyn ja kannattavuuden seurantaan, kun tuotantovolyymit kasvavat merkittävästi lähitulevaisuudessa.

Odotamme vauhdikasta kasvua lähivuosina

Yhtiön kohdemarkkinoiden kasvukuvan ennustetaan olevan terveellä pohjalla ja markkinoiden kasvavan lähteestä riippuen keskimäärin 5–7 % lähivuosina. Nähdäksemme valoisimmat näkymät ovat Energia-asiakastoimialalla, joka on Exelin tärkein kasvuajuri, sekä puolustussovelluksissa. Sektoreita tukevat sekä energiasiirtymä että puolustusinvestointien kasvu. Viimeaikaisia merkittäviä sopimuksia peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna peräti 30 %. Ennustamme kasvun jatkuvan lähivuosina myös voimakkaana (2027e–2028e: 12–23 % / vuosi), mutta emme silti odota yhtiön yltävän aivan tavoitteeseensa (liikevaihto 2028e: 184 MEUR). Odotamme myös yhtiön marginaalien nousevan liikevaihdon mukana, mutta jäävän vielä alle tavoitetason (2026e–28e oik. EBIT-%: 6,4–8,7 %), sillä arvioimme Intian tehtaan volyyminsovellusten olevan kateprofiililtaan räätälöityjä sovelluksia alhaisempia. Merkittävimmät ennusteriskit liittyvät nähdäksemme investointivetoisen kysynnän lisäksi Exelin Intian tehtaan volyymikasvun kulmakertoimeen ja kannattavuuteen sekä suurempien puitesopimusten toimitusten ajoituksiin.

Tuloskasvu nostaa tuotto-odotuksen houkuttelevaksi

Osakkeen arvostus on mielestämme tälle vuodelle korkea EV-pohjaisilla kertoimilla (EV/EBIT 16x) merkittävästä tuloskasvusta huolimatta. Tuoreen tilausjulkistuksen, vahvan tilauskannan ja suotuisan markkinatilanteen myötä katseet on kuitenkin näkemyksemme mukaan perusteltua kääntää jo ensi vuoteen. Reippailla tuloskasvuennusteillamme vuoden 2027 EV/EBIT-kerroin (vajaat 10x) painuu hienoisesti tällä hetkellä perusteltuna pitämämme haarukan (EV/EBIT 10x–12x) alapuolelle. Nykyiseen näkymään peilattuna osaketta voidaan mielestämme kuitenkin arvottaa lähemmäksi haarukan ylälaitaa, ja näemmekin riskikorjatun tuotto-odotuksen edelleen houkuttelevana. Positiivista näkemystä tukee myös tavoitehintamme tasolla oleva DCF-mallimme.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 17,50 EUR)

Osakekurssi:

15,65 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	103	134	165	184
kasvu-%	4 %	30 %	23 %	12 %
EBIT oik.	3,6	8,5	13,8	16,1
EBIT-% oik.	3,5 %	6,4 %	8,4 %	8,7 %
Nettotulos	-5,5	4,8	7,8	9,4
EPS (oik.)	-0,04	0,70	1,09	1,32
P/E (oik.)	neg.	22,5	14,4	11,8
P/B	1,7	3,4	2,7	2,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	19,5	15,9	9,6	7,8
EV/EBITDA	9,9	10,3	7,0	5,9
EV/Liikevaihto	0,7	1,0	0,8	0,7

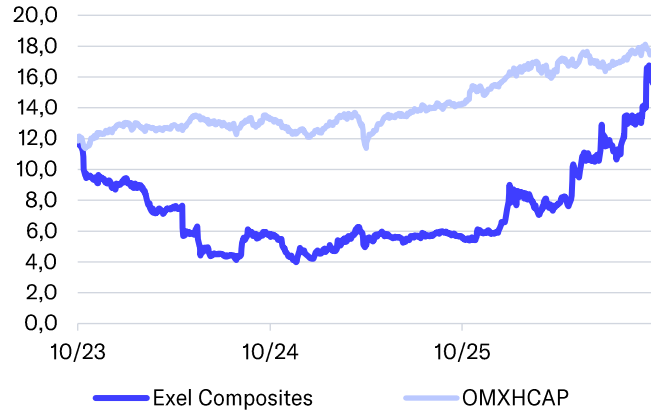
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

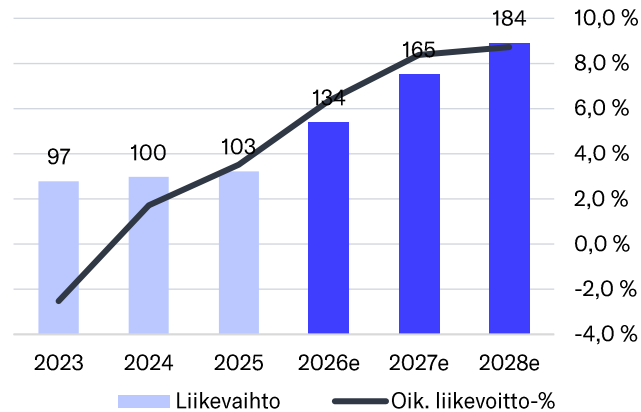
Exel Composites arvioi, että vuonna 2026 sen liikevaihto (2025: 103 MEUR) ja oikaistu liikevoitto (2025: 3,6 MEUR) kasvavat merkittävästi vuoteen 2025 verrattuna.

Osakekurssi



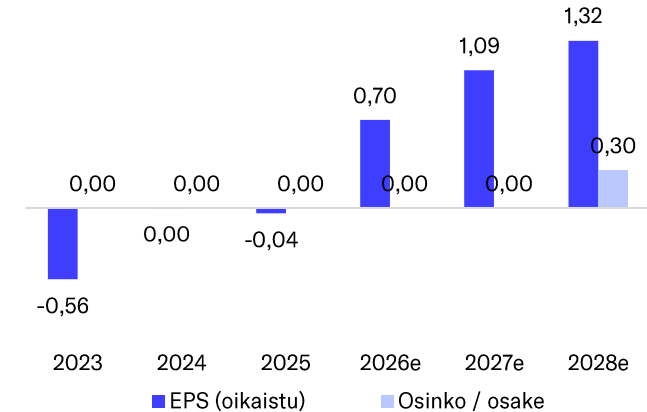
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan orgaaniselle kasvulle
- Uusien merkittävien puitesopimusten kotiuttaminen
- Käyttöasteiden nousu ja kiinteiden kulujen lasku tukevat kannattavuutta
- Tuotannon globaalin rakenteen ja suhteellisten mittakaavaetujen ulosmittaaminen uuden fokusoituneemman strategian puitteissa

Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja liiketoimintaedellytykset voivat heikentyä verrattain nopeasti, vaikka uudet puitesopimukset ovat pidentäneet tilauskannan rakennetta
- Kulurakenteen osin kiinteä perusluonne luo herkkyyttä kysynnän muutoksille
- Asiakasportfolio on suhteellisen keskittynyt
- Komposiittien suhteellisen kilpailukyvyyn heikkeneminen, vaikka niillä on selkeitä hyötyjä perinteisiin materiaaleihin verrattuna

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	135	132	126
P/E (oik.)	22,5	14,4	11,8
P/E	23,0	14,4	11,8
P/B	3,4	2,7	2,2
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	10,3	7,0	5,9
EV/EBIT (oik.)	15,9	9,6	7,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	22,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Toimiala ja kilpailu	14-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19-24
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-33
Sijoitusprofiili	34
Arvonmäärittäminen ja suositus	35-38
Taulukot	39-42
Vastuuvapauslauseke	43

Exel Composites lyhyesti

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

1960

Perustamisvuosi

1998

Listautuminen

118 MEUR

Liikevaihto H1'26 LTM

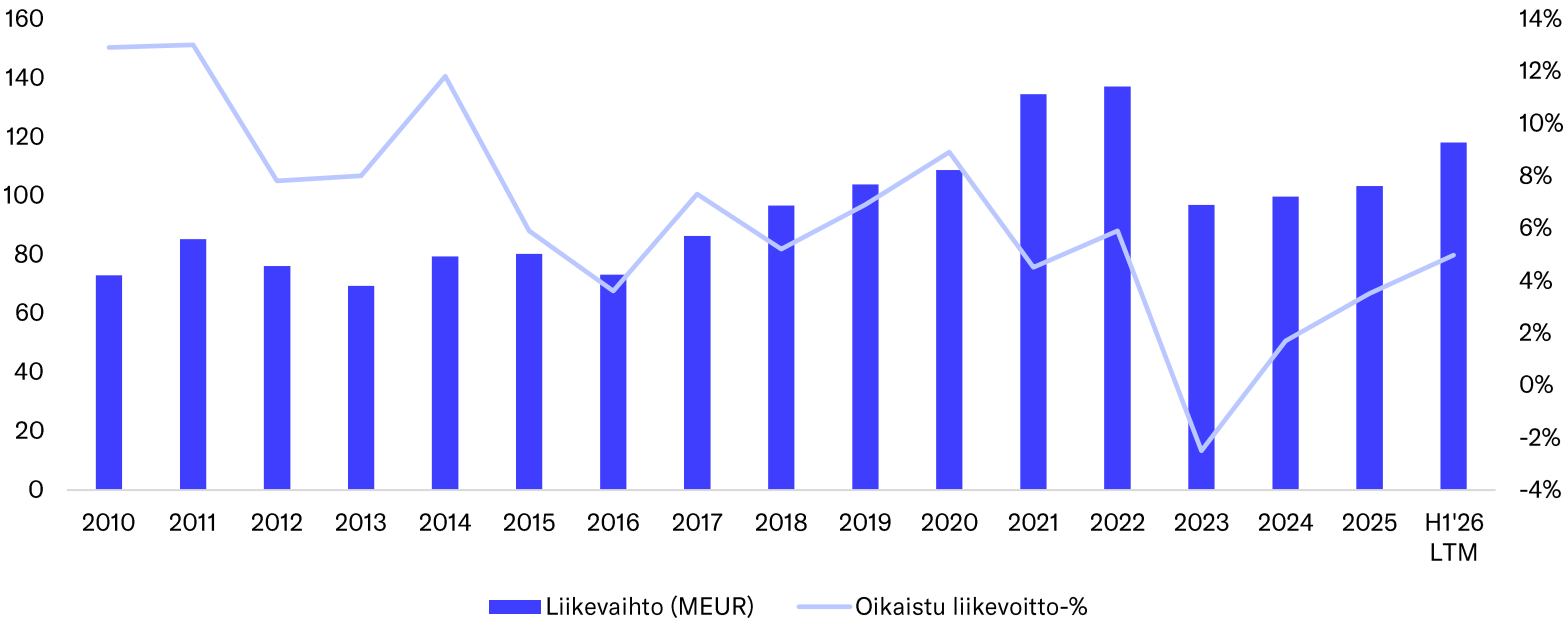
5,9 MEUR

Oikaistu liikevoitto H1'26 LTM

749

Henkilöstömäärä H1'26:n lopussa

-2015	2016-2022	2023-2025	2025-
2010-luvun alussa makrotalouden haasteet jarruttivat investointivetoista kysyntää	Telekommunikaatiosektori kohtaa haasteita, ja asiakasriskejä realisoituu	Tuulivoimasektori ja yleisesti investointivetonen kysyntä hiipuvat makrotaloudellisista tekijöistä johtuen	Intian tehdas otettiin käyttöön vuoden 2025 alussa, ja suurivolyyminen tuotanto on käynnistymässä Q4'26:lla
Telekommunikaatio vetää liikevaihdon kasvuun, mutta muodostaa samalla asiakasportfolioon riskikeskittymän	Maantieteellistä jalansijaa laajennetaan silloisen strategian mukaisesti JHFRP:n (Kiina) ja DSC:n (USA) hankinnoilla sekä Intiaan perustettavan yhteisyrityksen kautta	Exel julkistaa muutosstrategian, jonka tiimoilta se tavoittelee voimakasta kasvua ja kannattavuuden paranemista vuoden 2028 loppuun mennessä	Kaksiosaisen strategiakauden vakautusvaihe saatiin onnistuneesti valmiiksi, ja kasvuvaiheeseen siirryttiin vuoden 2026 alussa
Myyntimix painottuu korkean kateprofiilin yläsegmenttiin	Yhdysvaltojen haasteet painavat kannattavuuskehitystä	Yhtiö virtaviivaistaa tehdasverkostoaan globaalisti	Energia-alan suuret, monivuotiset putesopimukset vahvistavat tilauskantaa ja tarjoavat selkänöjää kasvuvaiheen toteuttamiselle
	Tuulivoimasektorin merkitys kasvaa huomattavasti		



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Räätälöityjen ratkaisujen toimittaja

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

Eurooppa suurin maantieteellinen markkina-alue

Maantieteellisesti katsottuna Exelin liiketoiminnalle tärkein alue on ollut Eurooppa varsin selvällä marginaalilla. Alueen osuus yhtiön liikevaihdosta oli vuosina 2021–2025 keskimäärin noin 62 % (2025: 65 %). Toiseksi suurimpana alueena yhtiöllä on puolestaan ollut edellisenä viitenä vuotena Pohjois-Amerikka 23 %:n osuudella (2025: 22 %) ja kolmantena Aasia-Tyynimeri 14 %:n osuudella (2025: 11 %). Muun maailman osuus on ollut vähäinen. Yhtiö raportoi maantieteellistä liikevaihdon kehitystä ainoastaan vuositasona, kun taas liiketoimintayksikkötasolla jatkuvasti.

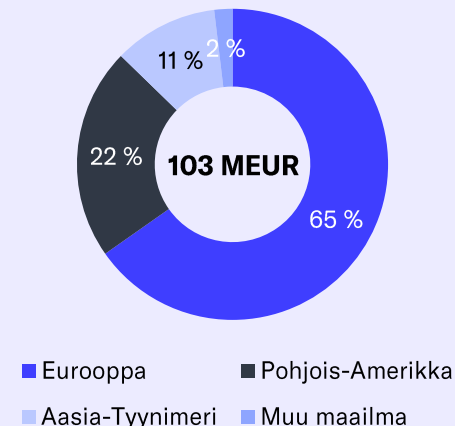
Asiakaskunta hajautuu useille teollisuudenaloille

Exelillä on kaksi liiketoimintayksikköä: Räätälöidyt Ratkaisut sekä Teolliset Ratkaisut. Näistä Räätälöidyt Ratkaisut keskittyy asiakkaille tilauksesta valmistettujen korkeamman räätälöintiasteen ja sitä kautta yleensä lyhyempien tuotantosarjojen ratkaisujen valmistamiseen. Teolliset Ratkaisut puolestaan keskittyy valikoitujen volyymisovellusten valmistamiseen. Yhtiö on raportoinut liiketoimintayksiköiden kehitystä vuodesta 2024 eteenpäin, joten pidemmän aikavälin suuntaviivojen vetäminen on vielä vaikeaa. H1'26:n lopussa edellisen 12 kuukauden (LTM) liikevaihdosta Räätälöidyt Ratkaisut vastasi noin 79 %.

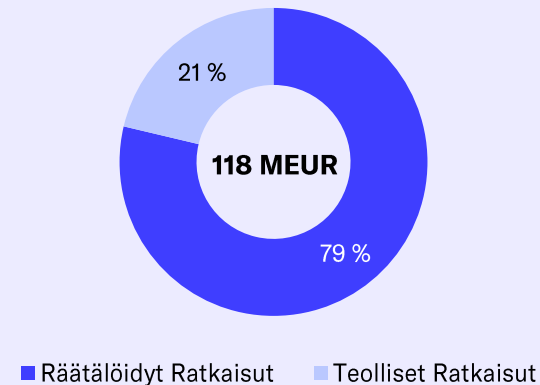
Yhtiö raportoi liikevaihdon kehitystä myös asiakastoimialakohtaisesti, kun taas tulostaan se raportoi vain konsernitasona. Sen nykyiset viisi asiakastoimialaa ovat: Energia, Muut, Rakennukset ja infrastruktuuri, Kuljetus sekä Teollisuus, joita olemme käyneet tällä ja seuraavalla sivulla tarkemmin läpi.

Energian (H1'26 LTM liikevaihdosta 28 %) yleisiä lopputuotteita ovat esimerkiksi tuulivoimaturbiinien siipien vahvikkeet ja jäykisteet sekä voimalan muut tukirakenteet, kuten kaiteet ja huoltotasanteet. Lisäksi Energia pitää sisällään virtajohtimien komposiittiytimiä, kaapelikouruja sekä eristetankoja. Komposiittiytimet toimivat myös huomattavana tilausajurina yhtiölle viime vuonna kotiutetun kahden merkittävän [puitesopimuksen](#) tukemana. Arvioimme asiakastoimialan sovellusten jakaantuvan sekä Räätälöityihin että Teollisiin Ratkaisuihin.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2025



Liikevaihdon jakauma liiketoimintayksiköittäin H1'26 LTM



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Toistaiseksi tuulivoima-alan ratkaisut muodostavat käsityksemme mukaan suurimman osan Teollisista Ratkaisuista, sillä esimerkiksi uudet komposiittiytimiä koskevat puitesopimukset kuuluvat osaksi Räättälöityjä Ratkaisuja. Kokonaisuutena arvioimme asiakastoimialan kysynnän olevan investointivetoista. Puolestaan asiakastoimialan sisällä arvioimme kateprofiilien vaihtelevan Räättälöityjen ja Teollisten Ratkaisujen välillä ja volyymsovellusten edustavan matalampaa päättä.

Muut-asiakastoimialan (H1'26 LTM liikevaihdosta 25 %) sovelluksiin kuuluvat muun muassa erilaiset puolustus-, puhtaanapito- ja kunnossapitosovellukset. Tällaisia ovat muun muassa naamiointiverkon tukivarret ja ei-magneettiset työkaluvarret sekä muut teleskooppivarret. Käsityksemme mukaan puolustussovellukset vastasivat vuonna 2025 noin 10 % konsernin liikevaihdosta. Asiakastoimialan melko laajan portfolion myötä sen kysyntä on jakaantunut arviomme mukaan vakaampiin ja investointivetoisempiin loppukäyttöihin. Arvioimme tämän asiakastoimialan sovellusten kuuluvan Räättälöityihin Ratkaisuihin ja niiden marginaalien olevan keskimääräistä korkeampia.

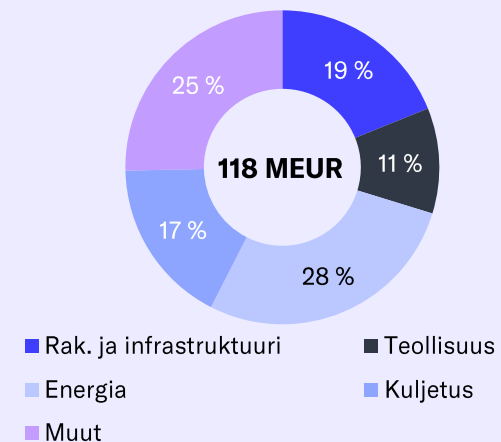
Rakennukset ja infrastruktuuri -asiakastoimialan (H1'26 LTM liikevaihdosta 19 %) tyypillisiä tuotesovelluksia ovat muun muassa ikkuna- ja oviprofiilit, muut erilaiset rakenteelliset profiilit sekä esimerkiksi hissiyhtiö KONEen kanssa yhteistyössä kehitetty UltraRope. Kysyntä on käsityksemme mukaan valtaosin jatkuvaa toimitusten virtaa. Arvioimme valmistettavien sovellusten kuuluvan pääosin Räättälöityihin Ratkaisuihin ja niiden tuotevariaatioiden olevan varsin laajoja.

Kuljetuksen (H1'26 LTM liikevaihdosta 17 %) tyypillisiä sovelluksia ovat kuljetusvälineiteollisuuteen toimitettavat profiilit (mm. junien ja bussien kylkipaneelit, ilmalaivojen runkorakenteet, rekkojen lattian vahvikeprofiilit). Käsityksemme mukaan asiakastoimialan kysyntä jakaantuu Räättälöityihin ja Teollisiin Ratkaisuihin, joista jälkimmäiseen kuuluu arviomme mukaan myös Foton Bus and Coach -yhtiön kanssa aiemmin julkistettu sopimus sähköbussien toimitettavien komposiittiprofiilien osalta.

Teollisuus-asiakastoimialan (H1'26 LTM liikevaihdosta 11 %) loppukäyttöihin kuuluvat puolestaan laajalti erilaiset ratkaisut eri teollisuudenaloille. Esimerkkejä tuotesovelluksista ovat muun muassa paperi- ja tekstiilikoneisiin toimitettavat komponentit sekä erilaiset mastot ja antennien suojakuvut. Arvioimme sovellusten kuuluvan räätälöidyimpään päähän.

Kokonaisuudessaan liiketoiminnan rakenne on asiakastoimialoittain katsottuna mielestämme melko tasapainoinen. Lisäksi toimialat ovat pääosin kehittyneissä vaiheissa ja niiden kasvunäkymät ovat vähintäänkin kohtuulliset. Yleistä teollisen sektorin kysyntädynamiikkaa peilaten heiluntaa Exelin toimitusvirroille aiheuttaa kuitenkin tietyin osin investointiveton kysyntä. Tätä heiluntaa vaimentavat eri asiakastoimialojen kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus sekä useiden sovellusten tasaisempi kysyntävirta. Nämä tekijät eivät kuitenkaan arviomme mukaan suojaa yhtiötä kysynnän mahdolliselta laajalaiselta heikentymiseltä, jollaista nähtiin koronapandemian jälkeisen inflaation ja korkojen nousun yhteydessä.

Liikevaihdon jakautuminen asiakastoimialoittain H1'26 LTM



Esimerkkejä potentiaalisista asiakkaista*



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Suunnittelu ja tuotanto ovat Exelin ydintä

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

Käsityksemme mukaan yhtiön toimittamien komponenttien osuus loppuasiakkaan investoinnin kokonaiskustannuksista on suhteellisen matala. Tämä yhdessä edellä mainittujen tekijöiden kanssa tuo yhtiölle hinnoitteluvoimaa etenkin korkeamman räätälöintiasteen tuotteissa. Asiakastoimialojen välillä räätälöintiasteet ja hankintalogiikat eivät kuitenkaan ole yhteismitallisia, mistä johtuen myös Exelin toimialakohtaisessa

hinnoittelukyvyssä on arviomme mukaan selkeää luontaista vaihtelua (vrt. tuulivoima- vs. puolustussovellukset). Tämän myötä arvioimme esimerkiksi tuulivoimasovellusten kannattavuuden osalta keskiöön nousevan tuotannon riittävän korkeiden volyymien sekä materiaalitehokkuuden (mm. raaka-aineiden hankinta, tuotannon hukan minimointi).

Räätälöidyn tarjoaman heikkoutena voidaan mielestämme nähdä tuotannon monimuotoistumista (ts. usein vaihtuvat lyhyet tuotantosarjat), mikä vaikeuttaa tehokkuustason optimointia. Käsityksemme mukaan yhtiö kärsi tästä myös historiallisesti. Tämän myötä yhtiö pyrkiikin uuden strategian puitteissa fokusoimaan tuotantolaitostensa tuotantoa sekä standardoida tuotesovelluksiaan aiempaa enemmän. Lisäksi yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan myös asiakkaiden suuntaan tekemässään myyntityössä kasvattamaan yksittäisiä tilauskokoja esimerkiksi lupaamalla nopeampia toimitusaikoja. Pidempien tuotantosarjojen, suurempien

tilauskokonaisuuksien ja paremman kapasiteetin suunnittelun tulisinakin nähdäksemme mahdollistaa tehokkaamman tuotantoprosessin sekä tukea toimitusvarmuutta.

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

Exelin tuotantolaitokset

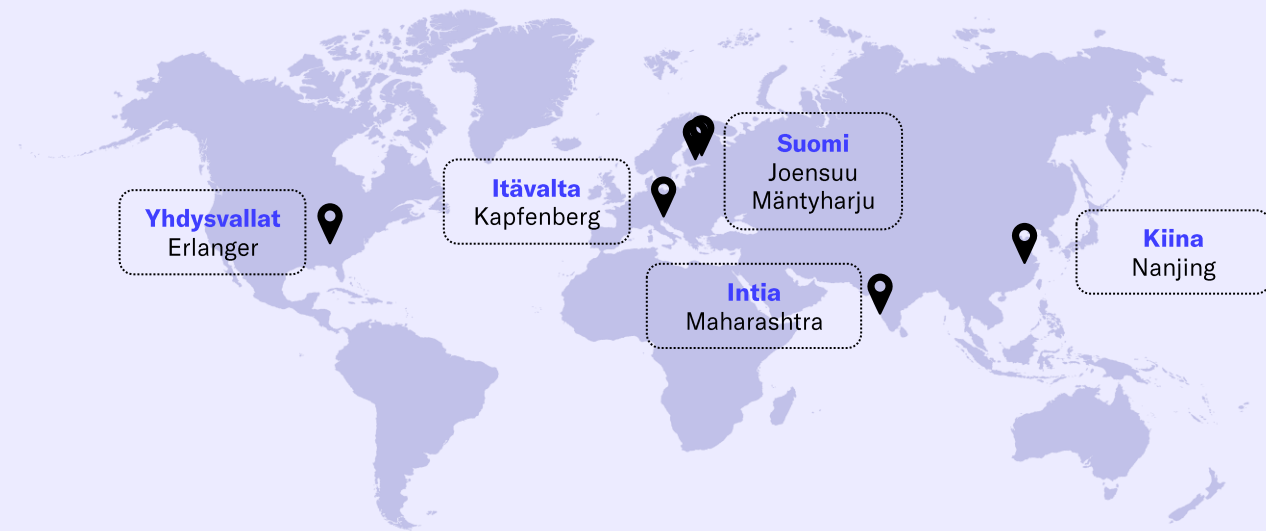
Suomi: Räätälöidyt Ratkaisut

Itävalta: Räätälöidyt Ratkaisut

Yhdysvallat: Räätälöidyt Ratkaisut

Kiina: Teolliset Ratkaisut

Intia: Teolliset Ratkaisut (erityisesti tuulivoima, omistusosuus 55 %)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Tuotanto nojaa jatkuvatoimisiin menetelmiin

Tuotannossaan yhtiö hyödyntää jatkuvatoimisia menetelmiä, etenkin pultruusioteknologiaa sekä myös pullwinding-teknologiaa ja jatkuvan laminoinnin tuotantomenetelmää. Näiden myötä yhtiöllä on kyky valmistaa yksinkertaisia tankoja ja putkia sekä muodoiltaan monimutkaisempia profiileja. Siten arvioimme yhtiön tuotantokyvykkyyksien olevan hyvät, mikä yhdessä suunnitteluosaamisen kanssa tukee sen kokonaiskilpailukykyä näillä komposiittivalmistuksen niche-segmenteillä.

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

Globaali tuotantoverkosto

Exelin pääkonttori sijaitsee Vantaalla. Tuotantoyksiköitä yhtiöllä on nykyisin kuusi, joista kaksi sijaitsee Suomessa. Muut tuotantoyksiköt sijaitsevat Kiinassa, Itävallassa, USA:ssa ja Intiassa (yhteisyritys Kineco Groupin kanssa, josta Exel omistaa 55 %). Siten yhtiön tuotantoverkosto on varsin globaali.

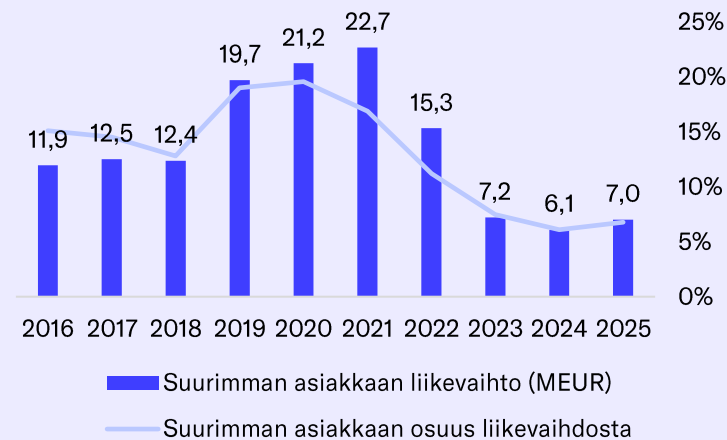
Nykyisin yhtiö on keskittänyt volyymisovellusten valmistamisen vahvasti Aasian tuotantolaitoksilleen, kun taas räätälöityjen sovellusten valmistamisen Eurooppaan ja USA:han. Nähdäksemme tämä on myös perusteltua liikevaihdon ja todennäköisten sovellusten loppukäyttökohteiden maantieteellistä jakoa sekä

paikallisia kustannustasoja mukaillen. Sen sijaan eri tuotantolaitosten tarkkoja rooleja esimerkiksi asiakastoimiala- tai sovellustasolla yhtiö ei ole avannut lukuun ottamatta Intian tehdasta, joka on optimoitu palvelemaan vahvasti tuulivoimateollisuuden asiakkaita sekä Intiassa että globaalisti.

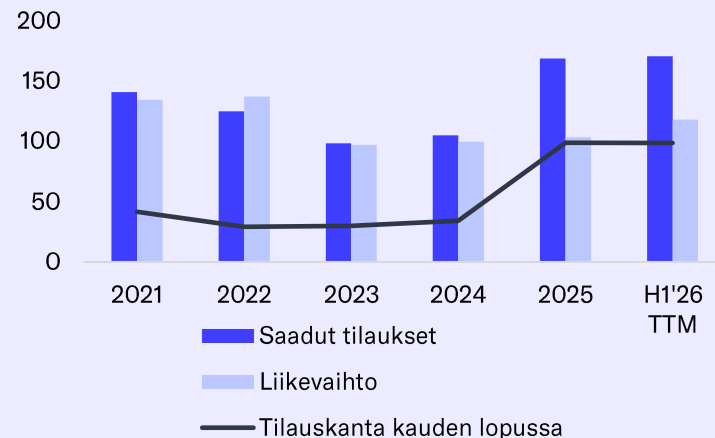
Asiakasportfolio on suhteellisen keskittynyt, vaikka onkin hajautunut viime vuosina

Arvioimme Exelin asiakasportfolion sisältävän kokonaisuutena useita satoja toimijoita. Vuonna 2025 Exelin suurimman asiakkaan (tuulivoima-alan asiakas) osuus sen liikevaihdosta oli vain noin 7 % (2024: 6 %). Huomionarvoista on kuitenkin, että suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli vuosina 2019–2021 vielä 17–20 %. Siten yksittäiseen asiakkaaseen liittyvä riskitaso on toteutuneita lukuja tarkasteltaessa ollut laskussa viime vuosina. Arviomme mukaan suurimman asiakkaan laskenutta osuutta selittävät etenkin inflaatio- ja korkotekijät sekä paikoin myös sähkön hintakehitys, jotka heijastuivat Exelin tuulivoima-asiakkaisiin negatiivisesti viime vuosina. Lisäksi Exelillä oli myös omia tuotantohaasteita USA:n tehtaalla liittyen suuriin tuulivoimatoimituksiin, mikä todennäköisesti vaikutti asiakkaiden seuraavien vuosien tilausmääriin. Toisaalta tuulivoimarakentaminen on globaalisti edelleen huomattava markkina, etenkin Exelille keskeisillä Aasian markkinoilla, joihin se pystyy vastaamaan myös selvästi aiempaa paremmin omalla paikallisella tuotannollaan Intian tehtaan ylösajon myötä. Tästä osoituksena on myös yhtiön Q3'26:lla julkaisema potentiaalisesti yli 100 MEUR:n toimitussopimus (kts. tarkemmin seuraava sivu). Sopimuksen rakennetta peilaten arvioimme suurimman asiakkaan osuuden kasvavan jälleen lähivuosina.

Suurimman asiakkaan merkitys Exelin liikevaihdolle



Saatujen tilausten, liikevaihdon ja tilauskannan kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Kokonaisuutena laajasta asiakasmäärästä huolimatta arvioimme asiakasportfolion olevan suhteellisen keskittynyt ja nykyisin noin 20–25 suurimman asiakkaan tuovan noin puolet Exelin liikevaihdosta. Tätä heijastellen suurin osa Exelin asiakkuuksista on kokoluokaltaan melko pieniä, mikä korostaa merkittävimpien asiakkaiden roolia. Siten myös avainasiakkaan menettäminen, asiakaskohtaisen markkinaosuuden oleellinen supistuminen tai asiakkaan omat vaikeudet (vrt. tuulivoima-alan investoinnit) voivat heikentää Exelin liiketoimintamahdollisuuksia. Käsityksemme mukaan avainasiakassuhteet ovat kuitenkin pitkiä, mikä yhdessä räätälöidyn tarjoaman kanssa rajaa asiakasmenetysten riskiä (asiakkaan kohonnut kynnys vaihtaa toimittajaa) toimitusaikataulujen ja -laadun vastatessa sovittua.

Merkittäviä uusia sopimuksia

Yhtiö on tiedottanut viime vuosina useammista asiakassopimuksista. Näistä osa on myös kokoluokaltaan merkittäviä, ja olemme listanneet mielestämme keskeisimmät sopimukset sivupalkkiin. Suuremmat sopimukset ovat arvioimme mukaan ainakin joiltain osin kasvattaneet merkittävien asiakkaiden lukumäärää ja sitä kautta vähentäneet aiempia yksittäisiä asiakasriskejä. Toisaalta [Suzlonin](#) rooli on korostumassa erityisesti Intian tehtaan osalta, mutta myös konsernin mittakaavassa. Samalla tiedotetut sopimukset ovat keskittyneet toistaiseksi kapealle sovellusrintamalle, mikä kasvattaa sekä näiden menestymiseen liittyviä mahdollisuuksia että toisaalta riskejä.

Exel on kommentoinut tähän mennessä varsin niukasti sopimusten tarkempia ehtoja. Tuulivoimasopimusten osalta on kuitenkin olennaista huomata, että niiden arvon kannalta keskiössä on Exelin suhteellinen toimittaja-

asema asiakkailleen (wallet share). Siten tuulivoiman merkitys Exelille voi erota suurestikin markkinakasvusta tai lyhyellä aikavälillä jopa asiakkaiden operatiivisesta kehityksestä, vaikka näemmekin sen olevan keskiössä pitkällä aikavälillä.

Sopimuksista ylivoimaisesti suurin on tuore Suzlon-sopimus. Käsityksemme mukaan sopimuksen lopullinen arvo muodostuu edellä mainitulla wallet share -periaatteella (Exelin saama sovittu osuus Suzlonin kokonaishankinnoista), minkä myötä Exelille lopulta realisoituva liikevaihto riippuu Suzlonin kehityksestä. Sopimus ei käsittääksemme sisällä minimivolyymejä, mikä puolestaan kasvattaa toimitusten vaihteluväliä. Tasaisesti jaettuna sopimuksen arvo vastaisi vuositasolla karkeasti 40 MEUR:n liikevaihtoa, mutta vaihteluväli huomioiden arvioimme volyymien olevan 30–50 MEUR vuodessa sopimusjakson aikana. Käsityksemme mukaan volyymien tulisi olla myös suhteellisen vakaita ylösajojakson jälkeen kvartaalitasolla. Tämä vaatii kuitenkin taakseen Suzlonin ja Intian tuulivoimarakentamisen myönteisen kehityksen jatkumista sekä KECI:n toimituskyvyn säilymistä volyymien kasvaessa. Sopimuksen myötä huomio siirtyy nähdäksemme erityisesti Intian tehtaan toimituskykyyn (mm. laatu) sekä kannattavuuskehitykseen volyymien kasvaessa lähitulevaisuudessa seuraavaan kokoluokkaan. On myös hyvä huomata, että sopimus on jatkoa aiemmalle yhteistyölle, ja siten uuden toimitussopimuksen yhteydessä Exel on arvioimme mukaan onnistunut ottamaan harppauksen myös suhteellisessa toimittaja-asemassaan.

Tuulivoimasopimusten tarkempia eroavaisuuksia on puolestaan vähäisten tietojen perusteella vaikea arvioida, kokoluokkien huomattavia eroja lukuun ottamatta.

Merkittävät uudet asiakassopimukset

Q3'26

- Kineco Exel Composites India (KECI) sopi Q1'29:n loppuun jatkuvasta hiilikuitulattojen toimittamisesta **Suzlon Energylle**. Osapuolet arvioivat toimitusten mahdollisen arvon ylittävän 100 MEUR sopimuskaudella.
 - Toimitukset käynnistyvät Q4'26:n aikana ja täysi toimituskyky KECI:llä pitäisi olla viimeistään Suzlonin uuden tilikauden alkaessa huhtikuussa 2027.
 - Sopimus on jatkoa vuonna 2024 alkaneelle yhteistyölle, joka johti helmikuussa 2025 julkistettuun noin 10 MEUR:n tilaukseen silloin vielä nimeämättömältä asiakkaalta.

Q4'25

- **De Angeli Prodottin** kanssa nelivuotinen vähintään 25 MEUR:n puitesopimus virtajohtimien komposiittiytimistä
 - Toimitukset alkoivat Q1'26:lla
- **Tratosin** kanssa nelivuotinen vähintään 22 MEUR:n puitesopimus virtajohtimien komposiittiytimistä
 - Toimitusten aloitusta ei ole kommentoitu, mutta arvioimme näiden alkaneen myös Q1'26:lla

Q3'24

- KECI voitti tarjouskilpailun hiilikuitulattojen toimittamisesta globaalisti **Vestasille**
 - Sopimuksen arvoa ei ole kommentoitu
 - Kaupallisten toimitusten oli määrä alkaa Q4'25:llä

Q1'24

- **Foton Bus and Coach Companyn** kanssa aloitettiin yhteistyö sähköbusseihin toimitettavista komposiittiprofiileista.
 - Sopimuksen arvoa tai kestoja ei ole avattu tarkemmin, mutta arvioimme tämän olevan liikevaihdoltaan vähäisempi edellä mainittuihin sopimuksiin verrattuna

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Tiettyinä erona on kuitenkin se, että Exelin ja Vestasin välinen yhteistyö on kestänyt Suzlonia huomattavasti pidempään, ja arviomme mukaan Vestas oli historiassa Exelin suurin tuulivoima-asiakas. Exel ei ole kuitenkaan kommentoinut tarkemmin nykyisen Vestas-sopimuksen arvoa tai kestoä, mutta pidämme todennäköisenä, että volyymit ovat alkaneet matalilta tasoilta (vrt. ei erillisiä tilausjulkistuksia). Yhteistyön potentiaalin arvioimme olevan huomattava positiivisessa skenaariossa (vrt. Suzlon). Arvioimme tähän kuitenkin vaikuttavan olennaisesti sen, saavuttaako yhtiö riittävän vahvan toimittaja-aseman Vestasin hankintaketjussa. Lisäksi on olennaista huomioida, että Suzlon-sopimus sitoo arviomme mukaan suuren osan Intian tehtaan kapasiteetista ainakin lyhyellä aikavälillä.

Virtajohtimien komposiittiytimiä koskevat puitesopimukset ovat sen sijaan käsityksemme mukaan sopimustasolla luonteeltaan pitkälti toisiaan vastaavia. Arvioimme, että niihin liittyvät toimitusmäärät vaihtelevat sopimusjaksojen aikana loppuasiakkaiden projektiaikataulujen mukaisesti. Tasaisesti vuositasolle jaettuna sopimukset toisivat Exelille kuitenkin yhteensä noin 11,8 MEUR liikevaihtoa. Sopimuksista on hyvä huomata, että kyseessä ovat vähimmäisarvot ja siten sopimusten kokonaisarvot voivat nousta vielä nykyistä korkeammaksikin. Tämän todennäköisyyttä on silti vaikea arvioida, eikä se ole myöskään nähdäksemme Exelin käsissä. Positiivista julkistetuissa komposiittiydintilauksissa on mielestämme lisäksi, että näiden perusteella pitkään yhtenä Exelin potentiaalisena kasvualueena toiminut markkina osoittaa realisoitumisen merkkejä yhtiölle, ja/tai Exel on onnistunut kaupallistamaan omat sovelluksensa aiempaa paremmin.

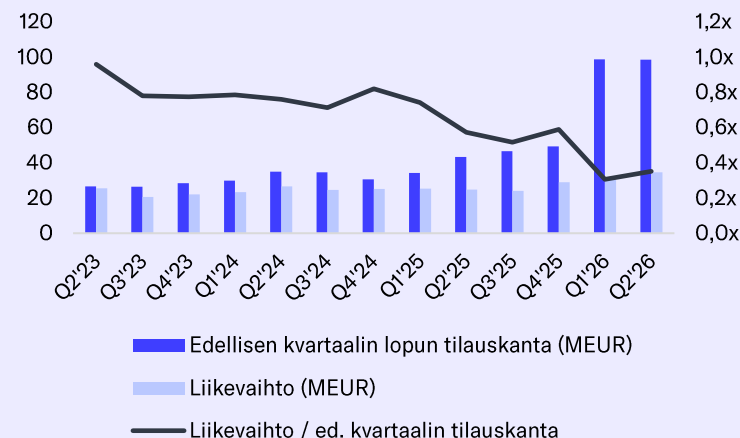
Etenkin Euroopan mutta myös globaaleja energiainfran investointeja peilaten näemme kyseisen markkinan tarjoavan edelleen lisämahdollisuuksia Exelille sekä muille alan toimijoille. Tässä vaiheessa teknologian suurimittainen läpilyönti antaa kuitenkin vielä odottaa lupaavista päänavauksista huolimatta.

Tilaukset ovat rakenteellisesti melko lyhyt, mutta pidentynyt huomattavasti viime aikoina

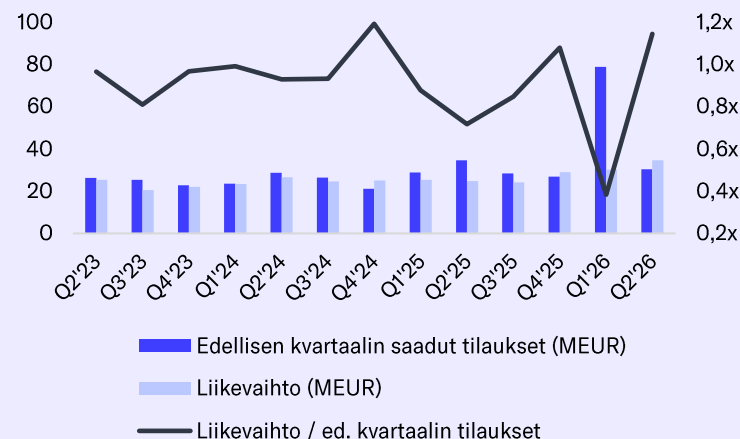
Exelin tilaukset rakennetta ovat muuttaneet viime vuosina solmitut useampivuotiset sopimukset. Näiden myötä arvioimme tilaukset rakenteen pidentyneen tietyiltä osin selvästi. Arviomme mukaan yhtiön tilaukset sisältääkin sekä historiallisesti tyyppillisiä, varsin nopeasti tuloutuvia että puitesopimusten myötä useamman vuoden päähän ulottuvia toimituksia.

Näistä perinteisille lyhyemmän tilaus-toimitusprosessin sopimuksille tyyppillistä on käsityksemme mukaan, että Exel saa asiakkailtaan alustavia kysyntäennusteita tyyppillisesti aina seuraavan 6–12 kuukauden jaksolle. Pysyviksi tilauksiksi nämä muuttuvat vasta joitain viikkoja ennen varsinaista toimitusta. Tämä tekikin Exelin kovasta tilaukset rakenteesta rakenteellisesti lyhyen ja arvioimme mukaan keskimäärin vain reilun kvartaalin mittaisen. Huomautamme silti, ettei tilaukset rakenne ole historiassa ollut täysin aukoton, sillä käsityksemme mukaan eri asiakastoimialojen ja asiakkaiden toimintatavoissa voi olla selkeitä eroavaisuuksia. Puolestaan tilaus-toimitusketjun ohella tilaukset rakenteen lyhyt rakenne heijastui myös osaltaan kustannusten hallintaan, sillä tilaukset hankinnan ennusteiden pettäessä kapasiteetin ja kulurakenteen lyhyen aikavälin joustopisteet olivat varsin rajalliset.

Liikevaihto ja edellisen kvartaalin lopun tilaukset



Liikevaihto ja edellisen kvartaalin saadut tilaukset



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Sen sijaan komposiittiyhtiin liittyvien puitesopimusten myötä tilauskanta sisältää nyt myös vasta useamman vuoden päästä toimitettavia tilauksia. Tämä ei kuitenkaan ole nähdäksemme muuttanut tilauskannan dynamiikkaa kokonaan. Tätä korostaa myös uusi Suzlon-sopimus, joka käsityksemme mukaan kirjataan tilauskantaan asteittain sopimuskauden aikana erillisten tilausten yhteydessä. Exel on myös kommentoinut varsin niukkasanaisesti suurempien puitesopimusten toimitusten ajoituksia. Tulkitsemmekin, että myös yhtiön oma näkyvyys toimituspyyntöihin on jossain määrin rajallinen, sillä nämä ovat viime kädessä riippuvaisia asiakkaiden päätöksenteosta. Näemme tilauskannan rakenteen pidentymisen kuitenkin yhtiölle positiivisena asiana, sillä komposiittiyhtiin liittyvät puitesopimukset tuovat osaltaan jo näkyvyyttä tuleville vuosille vähimmäissitoumusten kautta. Arvioimamme kvartaalikohtaiset vaihtelut asettavat kuitenkin edelleen tiettyä haastetta tuotannonsuunnittelulle. Historiaan verrattuna lisäjoustoa kulupuolelle tuo kuitenkin kaventunut tehdasverkosto (kts. [Strategia ja taloudelliset tavoitteet -kappale](#)).

Kulurakenne tarjoaa operatiivista vipua

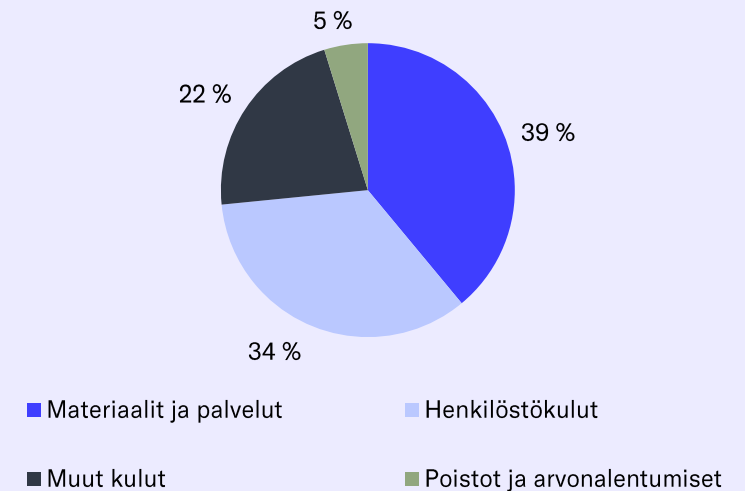
Exelin kulurakenne on kohtalaisen jäykkä, sillä arvioimme mukaan kiinteiksi määriteltävien kulujen osuus kokonaiskustannuksista on historiallisesti ollut noin 20–30 %. Kiinteää kulurakennetta selittävät pitkälti liiketoimintamallin edellyttämät suunnitteluresurssit sekä globaali myynti- ja tuotantolaitosverkosto. Kiinteät kustannukset (yhdessä korkean materiaalikatteen kanssa) luovat Exelin toimintaan kohtuullisen operatiivisen vivun. Siten yhtiöllä on vapaiden

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

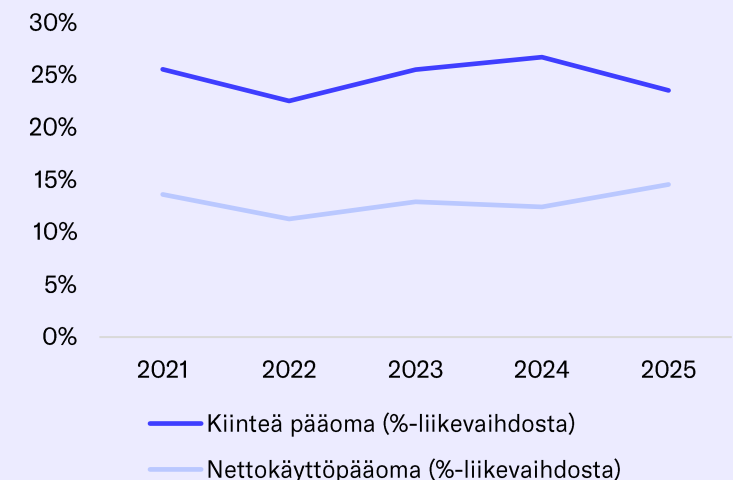
Pääomatarpeet eivät ole valtaisia

Exelin toiminta ei sido valtaisia määriä pääomia, vaikka yhtiö toimiikin valmistavassa teollisuudessa ja sillä on edellä mainitulla tavalla jäykähkö kustannusrakenne. Viimeisen viiden vuoden aikana kiinteän omaisuuden osuus (ml. IFRS 16) liikevaihdosta on vaihdellut 24–27 %:n välillä, mikä on mielestämme siedettävä taso. Näemme yhtiöllä kuitenkin selkeitä edellytyksiä laskea suhdelukua liikevaihdon kasvun myötä. Puolestaan nettokäyttöpääomaa Exelin toiminta on tyypillisesti sitonut 11–15 % liikevaihdosta, mikä on selvästi kiinteää pääomatarvetta maltillisempi määrä. Yli ajan käyttöpääoma on myös ollut osin asiakkaiden rahoittamaa, sillä myyntisaamisten kiertoaika on pysynyt kestävästi ostovelkojen vastaavaa nopeampana. Tämä mielestämme osaltaan vahvistaa näkemystämme Exelin vähintäänkin kohtuullisesta arvoketjuasemasta (ml. riittävä neuvotteluvoima asiakkaiden ja materiaalitoimittajien suuntaan). Kokonaisuutena tarkastellen pääoman kohtuullinen sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä rajalliset pääomatarpeet ja pääomien tehokas käyttö luovat edellytykset hyvälle pääoman tuotolle ja omistaja-arvon luomiselle.

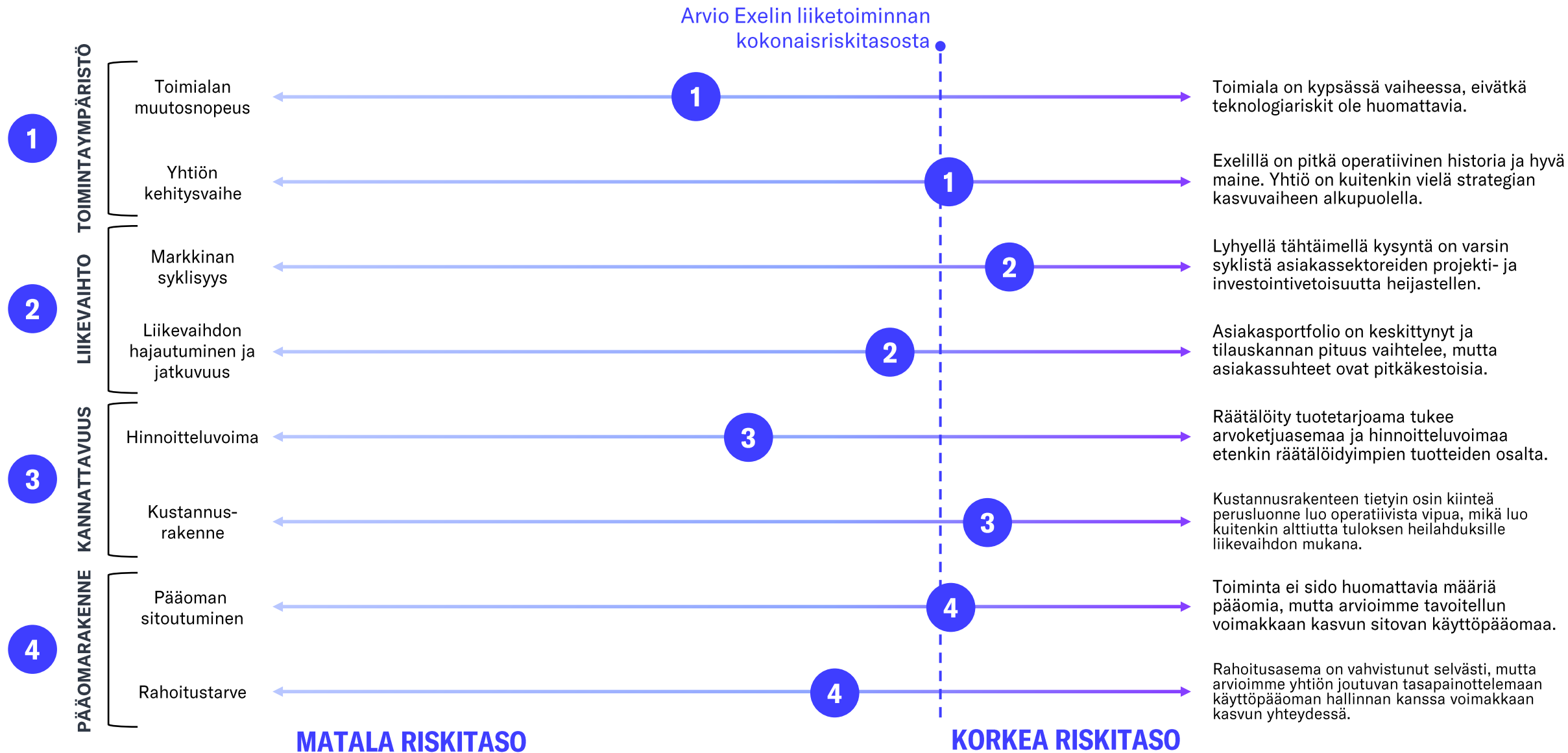
Kustannusrakenne 2025



Pääomien sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/5

Komposiitit ovat pieni osa materiaalityömarkkinaa

Komposiittimarkkinoiden koko vaihtelee luokittelusta ja lähteestä riippuen. Exel esitteli vuoden 2023 pääomamarkkinapäivällään markkinatutkimuksen, jonka mukaan globaalin komposiittimarkkinan kokonaisarvo (sis. kaikki teknologiat ja materiaaliyhdistelmät) oli vuonna 2022 arviolta noin 85 miljardia dollaria. Vuoden 2025 vuosikertomuksessaan yhtiö arvioi teollisuusjärjestöjen arvioihin perustuen markkinan koon olleen ennallaan vuonna 2024. Komposiittimarkkinoiden koko vastaa silti arviolta vain noin prosenttia materiaalityömarkkinasta, jota hallitsevat teräs, muovi ja alumiini.

Exelin pääosin soveltama pultrusioteknologia on koko komposiittimarkkinan mittakaavassa niche-teknologiaa. Tämän myötä markkinan kehityksen osalta dataa on melko niukasti saatavilla. Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan pultrusiomarkkinan koko oli noin 4 miljardia dollaria vuonna 2022. Yhtiö toisti saman arvion vuoden 2024 osalta vuoden 2025 vuosikertomuksessaan. Puolestaan Lucintelin viimeisimmän arvion mukaan markkinoiden koko oli vuonna 2023 noin 3 miljardia dollaria, mikä myös tukee Exelin teettämän markkinatutkimuksen suuruusluokkaa. Pultrusiomarkkina jakaantuu saman tutkimuksen mukaan noin 70/30 ulkoistettuihin itsenäisiin toimijoihin (ml. Exel) sekä sisäisesti tuottaviin toimijoihin. Kokonaisuutena pultrusio- sekä komposiittimarkkinat ovat Exelin kokoluokkaan verrattuna erittäin suuria, eikä markkinoiden koko mielestämme rajoita sen kasvumahdollisuuksia millään tavoin.

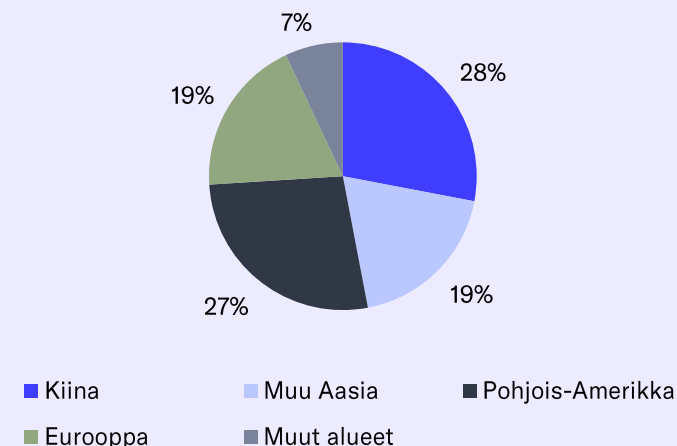
Markkina painottuu länsimarkkinoille ja Kiinaan

Komposiittimateriaalien keskeisimpinä hyötyinä perinteisiin materiaaleihin nähden voidaan pitää keveyttä, kestävyyttä, energiatehokkuutta, pitkää taloudellista käyttöikää sekä näiden yhdistelmänä yleisellä tasolla matalampia elinkaarikustannuksia. Toisaalta vaakakupin toista puolta painavat etenkin kilpailevia materiaaleja korkeampi hankintahinta sekä kasvavista panostuksista huolimatta vielä osin rajalliset kierrätysmahdollisuudet komposiittisovellusten elinkaaren loppupäässä.

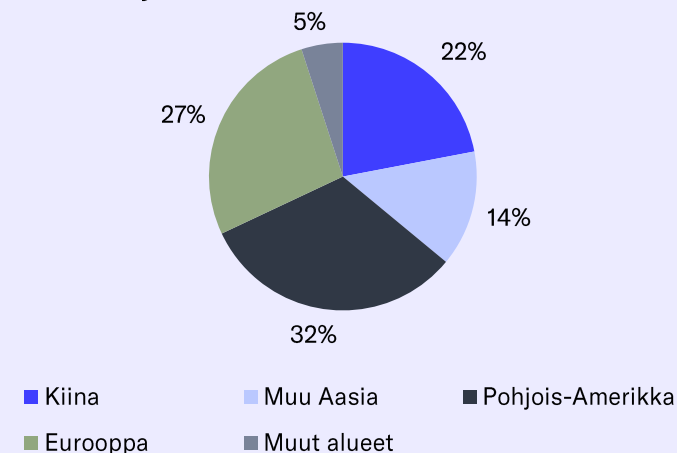
Maantieteellisesti katsottuna komposiitti- ja pultrusiomarkkinat painottuvatkin alueille, joissa niiden hyödyt ovat riittäneet kompensoimaan korkeampia hankintakustannuksia. Sen sijaan arvioimme, ettei kokonaishyöty- ja elinkaariajattelun jalansija ole ollut yhtä vahva hintasensitiivisemmällä ja korkeampien rahoituskustannusten alueilla (ts. kehittyvät taloudet). Tämän arvioimme ohjanneen kysyntää kilpailevien materiaalien suuntaan ja hidastaneen komposiittien murtautumista näille markkinoille. Poikkeus tästä on Kiina, jossa komposiittien kysyntä on ollut läpi historian vahvaa. Arvioimme mukaan Kiinan suhteellisesti väkevää kehitystä selittää etenkin se, että maassa on paljon omaa valmistavaa komposiittituotantoa.

Komposiittimateriaalien etujärjestö JEC:n mukaan suurin maantieteellinen alue vuonna 2022 volyymiltään oli Aasia (ml. Australia) vastaten vajaata puolta komposiittien kokonaismarkkinasta. Aasian markkinasta Kiina vastasi puolestaan noin 60 %. Toiseksi suurin alue oli Amerikka (noin 29 % kokonaisvolyymistä), mutta volyymi keskittyy tällä alueella kuitenkin käytännössä täysin Pohjois-Amerikkaan. Loppuosa markkinasta (24 %) muodostui Euroopasta, Lähi-idästä ja Afrikasta (EMEA), missä volyymi keskittyy Eurooppaan.

Globaalin komposiittimarkkinan jakautuminen, 2022 (volyymi)



Globaalin komposiittimarkkinan jakautuminen, 2022 (arvo)



Toimiala ja kilpailu 2/5

On kuitenkin hyvä huomata, että korkeamman lisäarvon komposiittisovellusten markkinat keskittyivät tällöin pitkälti Pohjois-Amerikkaan ja Eurooppaan. Näiden alueiden osuus olikin arvolla tarkasteltuna noin 60 % kokonaismarkkinasta. Emme oleta maantieteellisessä jakautumisessa tapahtuneen huomattavia muutoksia, vaikka pidämme todennäköisenä, että komposiittien jalansija on vahvistunut kehittyvillä markkinoilla (etenkin Intiassa) sekä volyymilla että arvolla mitattuna muun muassa kasvaneen tuulivoimatuotannon myötä.

Markkinan kasvunäkymät ovat hyvät

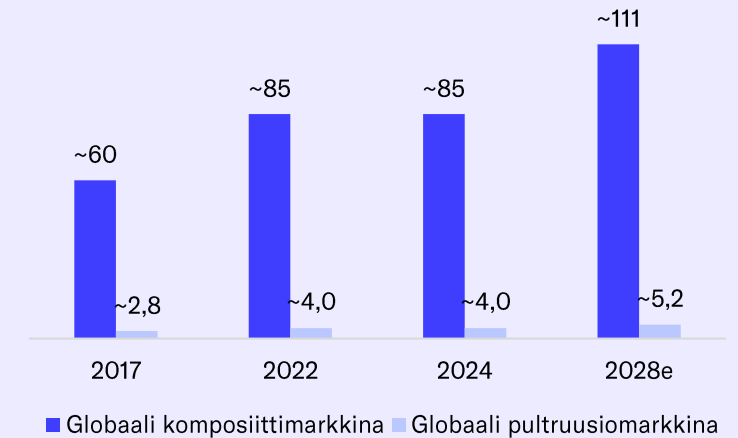
Exelille relevantin pultruusiomarkkinan kasvua ajavat globaalit megatrendit (mm. vastuullisuus, kaupungistuminen, vihreä siirtymä), jotka ohjaavat materiaalivalintoja kevytrakenteisempien ja käyttöiältään pidempien ratkaisujen suuntaan. Tätä peilaten esimerkiksi Exelin teettämässä markkinatutkimuksessa arvioitiin kansainvälisten komposiittimarkkinoiden kasvavan 2022–2027 noin 7 %:n kasvuvauhdilla ja kasvun olevan vauhdikkainta maantieteellisesti Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Vuoden 2025 vuosikertomuksessa Exel oli ulottanut vuotuisen kasvuennustearvion vuoden 2028 loppuun, mutta samalla on hyvä huomata, että edellä kuvatusti lähtötaso oli pysynyt ennallaan vuoteen 2022 verrattuna. Arvioimme, että tämän taustalla on markkinakäänteen viivästyminen alkuperäisistä odotuksista. Vastaavasti Lucintel on arvioinut globaalien pultruusiomarkkinoiden kasvavan noin 5 %:n vauhdilla vuosikymmenen loppuun ja kasvun olevan varsin laaja-alaista sovellussegmenteittäin (kts. seuraava sivu).

Tasot ovat selvästi globaalia BKT-kasvua korkeammat, ja tämän realisoitumiseksi komposiittien tulisi vallata markkinaosuutta muilta materiaaleilta, sillä emme oleta

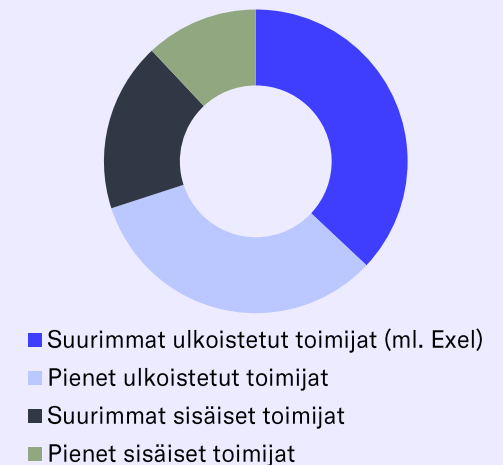
koko materiaaliomarkkinan kasvavan maailmantaloutta vauhdikkaammin. Komposiittien rakenteellisia etuja sekä taustalla vaikuttavia megatrendejä peilaten näemme tälle kohtuullisen hyvät lähtökohdat, mitä myös historia osaltaan tukee (vrt. Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan komposiittimarkkina kasvoi 7 % p.a. vuosina 2017–2022).

Tähän liittyen Exelille tällä hetkellä merkittävimpänä kasvuajurina toimivan Energia-asiakastoimialan sekä puolustussovellusten osalta näkymät ovat valoisat energiasiirtymää sekä puolustusinvestointien kasvua heijastellen. Esimerkiksi IEA:n Electricity 2026 -raportin mukaan ennustetun sähkönkulutuksen kasvun myötä sähköverkkoinvestointien tulisi kasvaa globaalisti nykyisestä 400 mrd. USD:n tasosta noin 50 %:lla vuoteen 2030 mennessä. Tästä markkinasta luonnollisesti vain pieni osa liittyy Exelin kannalta relevantteihin virtajohtimien komposiittiytimiin, mutta nähdäksemme markkinan kokoluokan osalta puhutaan silti useista miljardeista dollareista. Toistaiseksi komposiittiratkaisut ovat näissä sovelluksissa haastajan asemassa, mikä rajoittaa nykyistä markkinakokoa, mutta toisaalta tarjoaa komposiiteille mahdollisuuden kasvattaa markkinaosuutta teknisten ominaisuuksien (mm. keveys ja vahvuus, joiden myötä kapasiteetti kasvaa) ansiosta. Puolestaan esimerkiksi tuulivoimajärjestö GWECin vuonna 2025 julkaistun arvion mukaan Intian tuulivoimakapasiteetti voisi yli kaksinkertaistua ja ylittää 100 GW:n rajan vuoteen 2030 mennessä. Vaikka Exelin Intian tehdas palveleekin tuulivoima-asiakkaita globaalisti, kuvastaa tämä mielestämme pelkän kotimarkkinan mahdollisuuksia. Tämä on myös varsin keskeistä, sillä käsityksemme mukaan esimerkiksi Suzlon palvelee erityisesti Intian markkinoita.

Lähivuosien arvioitu markkinakehitys (mrd. euroa)



Pultruusiomarkkinan jakautuminen



Toimiala ja kilpailu 3/5

Tästä kokonaiskuvasta huolimatta näemme komposiittien keskipitkän aikavälin markkinakysyntään ja -asemaan vaikuttavan talouden suhdanteiden sekä kilpailevien materiaalien hintakehityksen. Tästä johtuen komposiittien markkinaosuuden kehitys ei ole ollut eikä arviomme mukaan tule olemaan lineaarista. Pidämme silti toimialan kasvuprofiilia varsin terveenä. On kuitenkin mielestämme pidettävä mielessä, että pelkän komposiittien markkinakehityksen lisäksi Exelin kannalta keskeistä on yhtiön oma markkinaosuus komposiittitoimittajien sisällä, mikä taas on riippuvainen asiakkaiden kasvusta ja suhteellisesta toimittaja-asemasta.

Suhteellisesti näemme Exelin asemoituneen eri skenaarioihin pienempiä toimijoita paremmin globaalilla läsnäolollaan sekä useille teollisuudenaloille ulottuvalla sovellusportfoliolla. Yhtiön liikevaihdon rakennetta heijastellen arvioimme sen kehityksen olevan kuitenkin toistaiseksi paljon sidoksissa Euroopan talouskehitykseen sekä vihreän siirtymän ja sähköistymisen edistymiseen.

Erilaisia loppukäyttöjä ja hajanaisuutta

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

Loppukäyttöjen välillä on eroavaisuuksia muun muassa sovellusten räätälöintiasteiden ja siten myös volyymien osalta. Esimerkiksi tuulivoimateollisuuteen menevät siipien vahvikkeet ovat arviomme mukaan korkeiden

volyymien ja matalien räätälöintitarpeiden sovelluksia, kun taas tietyillä niche-alueilla (esim. prosessiteollisuuden laitteet) tilanne on käsityksemme mukaan päinvastainen. Matalan kustomointitarpeen ääripäitä lukuun ottamatta räätälöintiaste on silti korkeahko, mikä monimuotoistaa valmistajien tuotanto-operaatioita ja vaikeuttaa prosessipohjaisten mittakaavaetujen saavuttamista. Tästä dynamiikasta johtuen toimialan rakenne on hajanainen, sillä mukana on paljon pieniä ja pelkästään yksittäisiin toimialoihin ja/tai tuotesovelluksiin keskittyneitä toimijoita.

Exel on yhtiön teettämän markkinatutkimuksen sekä arviomme mukaan pultruusiomarkkinan suurimpia toimijoita ja mukana lähes kaikissa loppukäyttösegmenteissä. Lisäksi se on ainoa pultruusioyhtiö, jolla on merkittävä läsnäolo Euroopassa, Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Asemoituminen useisiin teollisuussektoreihin ja markkina-alueille on mielestämme perusteltua. Se mahdollistaa yhtiön laajojen suunnittelu- ja tuotantoresurssien tehokkaamman hyödyntämisen verrattuna siihen, että yhtiö keskittyisi vain yksittäisiin toimintalohkoihin. Samalla se pystyy palvelemaan asiakkaitaan globaalisti. Lisäksi näemme tämän myös järkevänä riskienhallinnan kannalta alla olevien segmenttien erilaisia kysyntäajureita sekä näiden kysynnän vaihteluita tasaavia vaikutuksia heijastellen.

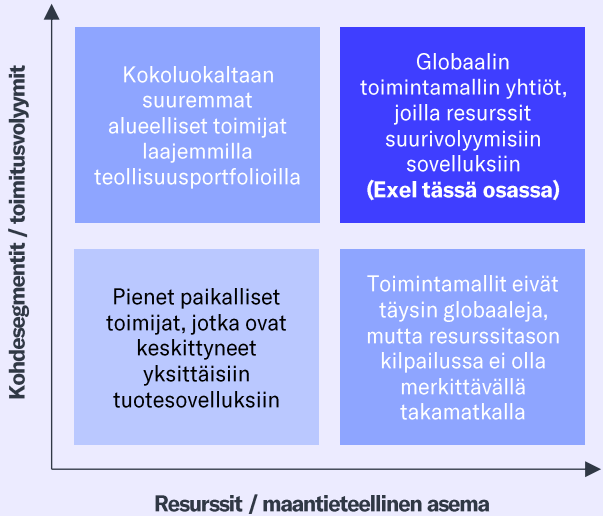
Kilpailukenttä varsin hajanainen

Hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukentästä on muodostunut varsin pirstaleinen. Näin ollen se vaihtelee käsityksemme mukaan teollisuudenalojen, tuotesovellusten, maantieteellisten alueiden ja asiakkaiden kokoluokkien mukaan.

Pultruusiomarkkinan kasvukuva



Kilpailukentän rakenne



Lähde: JEC, Lucintel, Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/5

Tätä taustaa vasten suurin osa kilpailijoista on Exelin teettämän markkinatutkimuksen mukaan selvästi sitä pienempiä (liikevaihtoarvionne 5–10 MEUR), pääosin paikallisia sekä melko kapeilla toimiala- ja asiakasportfolioilla operoivia toimijoita.

Exelin kanssa pääasiallisesti kilpailevat pultrusiovalmistajat ovat listaamattomia yhtiöitä, eikä suorien kilpailijoiden vertailukelpoisista luvuista ole saatavilla tarkkaa tietoa. Näkemyksemme mukaan Exelin keskeisimpiä länsimaisia kilpailijoita ovat ranskalainen Epsilon Composites (komposiittiytimet) sekä yhdysvaltalaiset Creative Composites Group, Strongwell ja Marvin Composites (USA:n markkinoilla erilaiset lasikuitusovellukset). Tämän lisäksi arvioimme markkinoilla olevan useampia merkittäviä kiinalaisia toimijoita (mm. Aosheng Hi-Tech, Jiuding New Material, Weihai Guangwei Composites), jotka kilpailevat Exelin kanssa etenkin tuulivoimassa sekä myös muissa sovelluksissa Aasian markkinoilla. Lisäksi kilpailijana arvioimme toimivan muun muassa turkkilaisen Aksa Carbonin. Merkittävimpänä viime vuosien muutoksena kilpailukentässä on ollut sveitsiläisen Guritin vetäytyminen pultrusioteknologiasta (tuulivoima).

Suorien pultrusiovalmistajien ohella yhtiö kilpailee arviomme mukaan myös suurten materiaalivalmistajien kanssa, jotka ovat vertikaalisesti integroituneita. Tällaisia toimijoita ovat käsittääksemme esimerkiksi Avient Corporation, SGL Carbon ja Hexcel. Keskeistä on mielestämme myös huomioda, että monissa sovelluksissa varsinainen kilpailu käydään materiaalivalinnasta terästä, alumiinia, muoveja tai muita komposiittiteknologioita vastaan.

Arviomme mukaan pultrusiovalmistuksen kilpailukentän kannattavuusrakenne on polarisoitunut sekä vahvaa kannattavuutta tekeviin (liikevoittomarginaali ~10 %) että kroonisten kannattavuusvaikeuksien kanssa painiviin toimijoihin (liikevoittomarginaali < 5 %). Luonnollisesti kannattavuustasoihin vaikuttavat huomattavasti yhtiöiden asiakkaiden/toimialojen sykliset elementit. Valmistavan teollisuuden perusluonteesta (ts. kohtuullisen kiinteät kustannusrakenteet) ja tuotannon monimuotoisuudesta johtuen kestävien kustannus- tai mittakaavapohjaisten kilpailuetujen rakentaminen on mielestämme hyvin haastavaa. Tätä mukaillen toimialalla keskeisimmät kannattavuutta ajavat tekijät ovat näkemyksemme mukaan asemoituminen oikeisiin teollisuudenaloihin, tuotesovelluksiin ja asiakkuuksiin sekä omien tuotantolaitosten kapasiteetin hallinta.

Näemme Exelillä pultrusiomarkkinan johtavana toimijana olevan kyvykkyyksiä kilpailla sekä volyymituotteiden että korkeamman räätälöintiasteen tuotteiden rintamalla tehdyn tuotantolaitosten fokusoinnin kautta. Emme näe yhtiöllä olevan myöskään sellaisia rakenteellisia heikkouksia tai puutteita, jotka estäisivät sitä nousemasta toimialan vahvaa kannattavuutta tekeviin yhtiöihin strategian toteutuksen onnistuessa.

Toimialalla mahdollisuuksia isommalle toimijalle

Toimialan hajanainen rakenne tarjoaa arviomme mukaan Exelin kaltaiselle isommalle toimijalle enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia. Orgaanisella puolella arvioimme asiakkaiden näkevän sen uskottavampana

toimijana (ml. riskienhallinta). Teoriassa markkinalla pitäisi olla myös mahdollisuuksia asiakas- ja teollisuusportfolion epäorgaaniselle laajentamiselle. Emme näe tätä silti Exelin kannalta relevanttina tällä hetkellä yhtiön keskittyessä orgaanisen kasvustrategian toteutukseen. Lisäksi Exelin historiaakin peilaten näihin liittyy myös selkeitä riskejä. Yleisesti toimialalla on käsityksemme mukaan nähty viime vuosina konsolidoitumista etenkin pienemmässä päässä haastavampien vuosien yhteydessä sekä muun muassa yritysostovetoisen Creative Compositesin kautta. Edelleen hajanaisena säilyneen rakenteen myötä tämän voidaan olettaa jatkuvan myös tulevaisuudessa.

Hajanaisen rakenteen varjopuolena on nähdäksemme se, että pienten toimijoiden suuri lukumäärä voi heikentää koko sektorin hinnoittelukykyä (ts. laaja tarjontapuoli rajaa kumulatiivista neuvotteluvoimaa). Lisäksi hajanainen rakenne voi hidastaa pultrusion 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. Tällaisen vertikaalisen integraation kasvu voisi muuttaa kilpailukentän rakennetta ja luoda sitä kautta paineita toimijoiden omiin suhteellisiin kilpailuasemiin. Käsityksemme mukaan tätä tapahtuikin jossain määrin viime vuosina, mutta monet toimijat ovat sittemmin perääntyneet tästä.

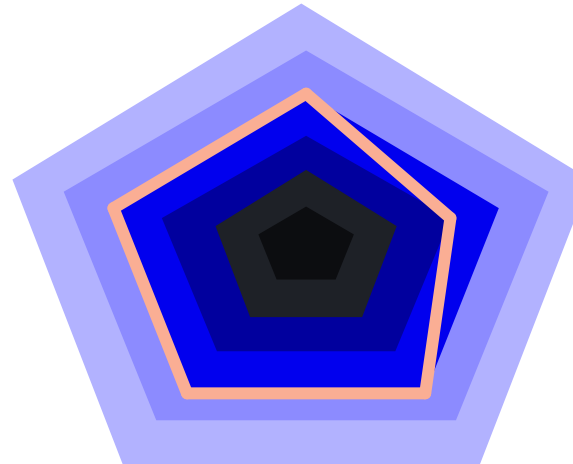
Toimiala ja kilpailu 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen*)

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



Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

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

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/6

Muutosstrategian painopistealueet

Exel julkisti syksyllä 2023 muutosstrategiansa, jonka kautta se tavoittelee tulevaisuutta entistä integroidummaksi jatkuvatoimisilla menetelmillä valmistettujen komposiittiratkaisujen suunnittelijaksi ja valmistajaksi sekä volyymiratkaisuihin että asiakkaille räätälöityihin sovelluksiin. Strategian painopistealueina toimivat:

- Kannattavan orgaanisen kasvun saavuttaminen suurissa ja nopeasti kasvavissa, vastuullisuuden ohjaamissa energiaan ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen liittyvissä sovelluksissa. Yhtiö keskittyykin lisääntyvissä määrin vahvan kasvupotentiaalin toimialoille, joiden tuotetarpeet ovat vakioidumpia ja volyymit suurempia. Tällaisia toimialoja ovat esimerkiksi tuulivoima, rakentaminen ja infrastruktuuri sekä kuljetus.
- Asiakasarvon kasvattaminen auttamalla asiakkaita valitsemaan komposiitin sovellustensa osaksi. Tämä tapahtuu tarjoamalla asiakkaille teknistä tukea, tuotteistamisosaamista ja jälkiprosessointia.
- Uuden operatiivisen toimintamallin hyödyntäminen. Tämän ja yleisesti muutosstrategian keskeinen ajatus on saada olemassa olevasta rakenteesta enemmän irti mm. keskittämällä toiminta suurempiin tehtaisiin, parantamalla kapasiteetin käyttöasteita sekä tehostamalla myyntiä ja kaupallisia kyvykkyyskäytäntöjä.
- Kunnianhimoisten tavoitteiden asettaminen ja keskittyminen niiden määrätietoiseen toimeenpanoon.

Siirtyminen kahteen liiketoimintayksikköön

Osana strategiaansa Exel otti vuonna 2024 käyttöön

uuden operatiivisen toimintamallin ja siirtyi tämän myötä aiemmin mainittuihin kahteen asiakaskeskeiseen liiketoimintayksikköön: 1) Teollisiin Ratkaisuihin sekä 2) Räätälöityihin Ratkaisuihin. Yhtiön mukaan muutos mahdollisti kasvavan asiakasyhteistyön ja tehokkaamman toiminnan. Käsityksemme mukaan keskeisimmät tekijät tehokkaamman toiminnan mahdollistamisen taustalla olivat vastuiden selkiyttäminen ja liiketoimintayksiköiden vastuiden kasvattaminen sekä ennustettavuuden parantaminen konsernitasolla.

Volyymituoteasiakkaitaan yhtiö palvelee nykyisin niille kohdistetuilla asiakaspalvelutiimeillä ja tehtailla, jotka on suunniteltu tehokkaan jatkuvan tuotannon ajamiseen. Vastaavasti räätälöityjen ja erikoistuotteiden asiakkaita Exel palvelee paikallisella myyntiverkostolla ja räätälöityyn tuotantoon erikoistuneella globaalilla tehdasverkostolla.

Tehdasverkostoa uudelleenjärjestelty

Strategian osana yhtiö on toteuttanut tehdasverkoston uudelleenjärjestelyä liiketoimintayksiköiden tarpeiden mukaisesti. Yhtiö on kertonut suorittavansa strategisen tarkastelun kolmella tehtaallaan määrittääkseen niiden roolin jatkoa varten. Näistä yhtiö on saanut tähän mennessä valmiiksi USA:n ja Belgian tehtaita koskevat tarkastelut. Ennen näitä se toteutti myös jo muita uudelleenjärjestelytoimenpiteitä keskittämällä Kiinan tuotantonsa sekä sulkemalla Iso-Britannian tehtaansa. Toimenpiteiden kautta yhtiö siirtyykin suurempiin tuotantoyksiköihin, jotka ovat skaalautuvia, tehokkaampia ja paremmin resursoituja. Samalla se pyrkii nostamaan tehtaiden käyttöasteita ja tätä kautta kannattavuuttaan.

Strategian painopistealueet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/6

Uskomme, että keskeisiä keinoja näiden saavuttamiseksi ovat tuotannon standardointi ja pidemmät tuotantosarjat. Ne mahdollistavat samalla tehdas- ja sovelluskohtaisen optimoinnin sekä jatkuvan parantamisen.

Ensimmäisen strategisen tarkastelun yhtiö sai päätökseen syksyllä 2023. Tällöin Exel päätti muuttaa USA:n tehtaan roolia keskittymällä räätälöityihin tuotteisiin ja siirtämällä aiemman tuulivoimatuotannon muille tehtaalle. Uudelleenjärjestelyn se odotti johtavan noin 3,0 MEUR:n vuosittaisiin kustannussäästöihin pidemmällä aikavälillä. Näiden vastapainona yhtiö kuitenkin kirjasi 4,3 MEUR:n kertaluontoiset kulut.

Toisen tarkastelun yhtiö sai valmiiksi syksyllä 2024, kun se päätyi lopettamaan Belgian tehtaan tuotannon kannattamattomana ja siirtämään profiilien tuotannon muille tehtaalleen. Asiakkaiden profiilien siirrot toteutettiin vuoden 2025 aikana, ja niistä aiheutui alkuvaiheessa lisäkuluja haastavampien profiilien ylösajohaasteiden myötä. Exel sai kuitenkin profiilien valmistuksen hyvälle tasolle vuoden 2025 loppuun mennessä. Yhtiö arvioi sulkemisen johtavan H2’25:ltä eteenpäin noin 1,8 MEUR:n vuosittaisiin kulusäästöihin. Vastaavasti se kirjasi sulkemiseen liittyen noin 4,2 MEUR:n kertaluontoisen kulun.

Yhtiö ei ole vielä julkistanut viimeistä strategisen tarkastelun kohteena olevaa tehdasta. Käsityksemme mukaan tämän osalta yhtiöllä ei ole edelleenkaan huomattavaa kiirettä. Odotamme yhtiön ryhtyvän kuitenkin toimenpiteisiin vielä lähivuosina.

Intian tehtaan volyymit tulevat nousemaan selvästi lähitulevaisuudessa

Puolestaan KECI-yhteisyrityksen uusi tehdas valmistui

aiemmin todetusti tavoiteaikataulussa vuoden 2024 loppuun mennessä, minkä lisäksi yhtiö on tiedottanut aiemmin mainituista tuulivoimasopimuksista tehtaalle. Tehdas on myös siirtynyt kaupalliseen tuotantoon, mutta suurivolyymisen tuotannon ylösajo alkaa arviomme mukaan Q4’26:lla Suzlon-sopimuksen myötä. Tässä kohtaa tehtaan liikevaihto- ja etenkin tulokontribuutio ovat mielestämme vielä jossain määrin epäselviä. Odotamme tämän selkiytyvän selvästi seuraavan 12–18 kuukauden aikana, kun Suzlon-sopimukseen liittyvä kapasiteetin ylösajo on toteutettu ja volyymit vakautettu. Nähdäksemme tuore sopimus on kuitenkin jo tässä kohtaa strategisesti merkittävä onnistuminen, sillä Intian tehtaan ylösajo ja volyymien kasvattaminen tuulivoimasektorilla ovat olleet Exelin muutosstrategian keskeisimpiä kulmakiviä. Tehtaan käyttöasteiden kasvu tarjoaa nähdäksemme myös lähtökohtaisesti tukea kannattavuudelle.

Kokonaisuutena tehdasverkostoon tehdyt toimet ovat mielestämme olleet loogisia ja mahdollistavat yhtiölle selkeitä tehokkuushyötyjä (mm. fokusoituneempi tehdaskohtainen tuotanto, pidemmät tuotantosarjat). Tämän taustalla on se, että käsittääksemme Exelin keskimääräisen tehtaan käyttöasteet olivat historiallisesti kaukana optimista. Näemmekin tehdasverkoston supistamisen ja tehtaiden fokusoinnin kautta yhtiöllä olevan mahdollisuuksia repiä selvästi enemmän irti olemassa olevista omaisuuseristä. Mielestämme yhtiön operatiivinen suorituskkyky on osoittanut jo selkeitä parantumisen merkkejä, ja tehdyt tehdasverkostoa koskevat toimet ovat lisänneet myös liiketoiminnan joustavuutta. Tehtyjen toimenpiteiden onnistumista voidaan arvioida kunnolla vasta lähivuosina liikevaihdon kasvun jatkuessa.

Strategian toteutukseen liittyneet toimenpiteet

Toimenpide	Vaihe
Päätös Intian tehtaan rakentamisesta	Valmis
USA:n tehtaan strateginen arviointi	Valmis
Uusi operatiivinen toimintamalli	Valmis
Resurssien järjestäminen liiketoimintayksiköittäin	Valmis
Belgian tehtaan strateginen arviointi	Valmis
Intian tehtaan tuotannon aloitus	Valmis
Iso-Britannian kiinteistön myynti	Valmis
3. tehtaan strateginen arviointi	Aloittamatta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/6

Vakautus- ja kannattavuusvaihe saatu maaliin

Strategiajaksonsa yhtiö jakoi alun perin kahteen vaiheeseen: 1) vakautus- ja kannattavuusvaiheeseen sekä 2) kasvuvaiheeseen. Vakautus- ja kannattavuusvaihe ajoittui vuosille 2024–2025, ja yhtiö sai vaiheen näkemyksemme mukaan onnistuneesti päätökseen aikataulun mukaisesti. Esimerkkejä ensimmäisen vaiheen toimenpiteistä olivat muun muassa uuden yksinkertaistetun kahden liiketoimintayksikön käyttöönotto, tehdasverkoston optimointi, toimintojen tehokkuuden kasvattaminen sekä vakiodumman tarjonnan kehittäminen valikoituihin sovelluksiin. Näistä toimintojen tehokkuuden kasvattaminen sekä vakiodumman tarjonnan kehittäminen ovat mielestämme kuitenkin pitkäkestoisia ja jatkuvan parantamisen prosesseja.

Strategiassa siirrytty kasvuvaiheeseen

Vuonna 2026 yhtiö on siirtynyt kasvuvaiheeseen, jonka puitteissa se pyrkii saavuttamaan vuoden 2028 loppuun asetetut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa (kts. seuraava sivu). Toisessa vaiheessa Exel tavoittelee voimakasta orgaanista kasvua ja kannattavuuden nostoa hyödyntämällä täysin tuotantolaitoksiaan ja uutta myyntimalliaan sekä osaamistaan räätälöidyissä ja volyymisovelluksissa. Orgaanista kasvua se hakee strategiansa painopistealuetta mukaillen suurissa ja nopeasti kasvavissa energiaan ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen liittyvissä sovelluksissa.

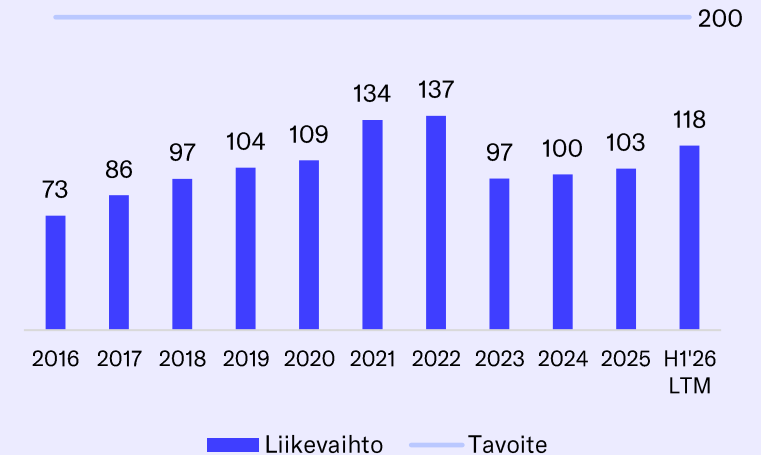
Räätälöidyissä Ratkaisuihin Exel on kertonut tunnistaneensa mahdollisuuksia etenkin rakennusten ja infrastruktuurin (mm. ovi- ja ikkunaprofiilit), kuljetusvälineprofiilien sekä muiden erikoissovellusten (mm. putket ja komposiittiytimet) osalta. Näiden osalta

yhtiön yhdeksi selkeimmäksi kasvumoottoriksi ovat nousseet virtajohtimien komposiittiytimet vuoden 2025 lopulla julkaistujen puitesopimusten myötä. Näemme näiden tarjoavan edelleen huomattavia mahdollisuuksia globaaliin energiasiirtymään liittyvien sähköverkkoinvestointien jatkuessa. Nähdäksemme komposiittiytimet olisivat myös liikevaihdoltaan jo melko helposti luettavissa volyymituotteiksi, mutta käsityksemme mukaan näiden valmistus tulee ainakin toistaiseksi nojaamaan Euroopan tehtaisiin. Siten arvioimme mahdollisen uudelleenluokittelun vaativan myös onnistuneita myyntiavauksia Euroopan ulkopuolisille markkinoille.

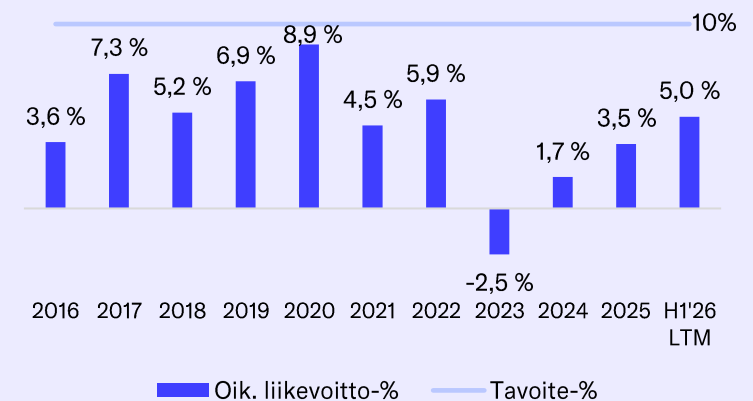
Vastaavasti Teollisissa Ratkaisuihin selkeimpinä alueina ovat tuulivoimaan liittyvät sovellukset ja etenkin Suzlon-yhteistyö. Tämän lisäksi Teollisiin Ratkaisuihin kuuluu erilaisia kuljetusvälineprofiileita (mm. Foton-sopimus). Yhtiöllä on tarkoitus kasvattaa uusia tuotesovellusalueita volyymisovelluksiksi, joiksi voisivat nähdäksemme soveltua komposiittiytimien lisäksi esimerkiksi ovi- ja ikkunaprofiilit, KONE UltraRope tai puolustussovellukset.

Nähdäksemme strategiakauden puitteissa tähän mennessä tehdyt toimet ovat olleet kokonaisuutena järkeviä ja menestyksekkäitä (mm. sopimusvoitot). Lisäksi näemme aiemmin Toimiala ja kilpailu -kappaleessa esiin nostettujen teemojen (mm. globaali rakenne sekä laaja suunnittelu- ja materiaaliosaaminen eri toimialoilla ja sovelluksissa) tukevan yhtiötä strategisesti pultruusiokilpailijoihin nähden. Arvioimmekin, että yhtiön onnistuessa myös kasvuvaiheen toteutuksessa sillä olisi mahdollista luoda merkittävästi omistaja-arvoa. Tässä vaiheessa yhtiöllä on kuitenkin vielä todistettavaa suurempaan kokoluokkaan siirtymisestä.

Liikevaihdon kehitys ja tavoite



Oikaistun liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso vuonna 2028



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/6

Pitkän aikavälin tavoitteet

Exelin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

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

Taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen keskiössä onnistunut myyntityö ja käyttöasteiden parantaminen

Vuoden 2023 CMD:n yhteydessä yhtiön tiekartta liikevaihdon kaksinkertaistamiseen (LTM Q3'23: 106 MEUR) sisälsi olemassa olevien asiakkaiden (etenkin tuulivoima) volyymien palautumisen (30 MEUR) sekä Teollisten että Räätelöityjen Ratkaisujen selvän kasvun (70 MEUR). Lisäksi yhtiö kertoi tarkastelevansa portfoliotaan matalamman kannattavuuden tuotteiden osalta, millä arvioitiin olevan lievä negatiivinen vaikutus.

Yhtiö on aiemmin kommentoinut, että liikevaihdon tavoitetasolla noin 60 % voisi muodostua Räätelöidyistä Ratkaisuista ja 40 % Teollisista Ratkaisuista. Emme kuitenkaan pidä tätä jakoa kiveen hakattuna. Yhtiö kommentoi alun perin pyrkivänsä tukemaan kasvua asiakasarvon kasvattamisella (neuvonta, tekninen tuki, tuotteistaminen, jälkiprosessointi), uusasiakashankinnalla, tuotekehitysinnovaatioilla, tuotteiden osittaisella standardoinnilla sekä organisaatiomallin muutoksella (ml. käyttöasteet). Nähdäksemme nämä tekijät ovat edelleen ennallaan. Mielestämme komposiittiydintuotteet ovat esimerkki sovelluksesta, joka yhdistelee useita edellä mainittuja

kohteita, vaikka kyseessä ei olekaan uusi tuotekehitysinnovaatio.

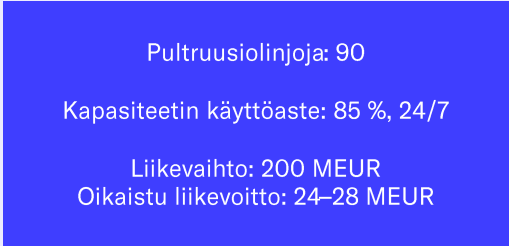
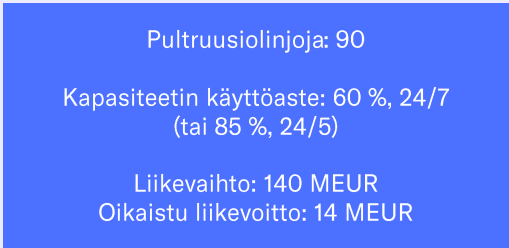
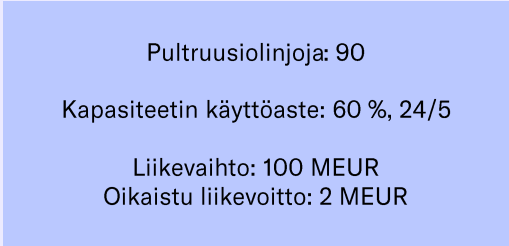
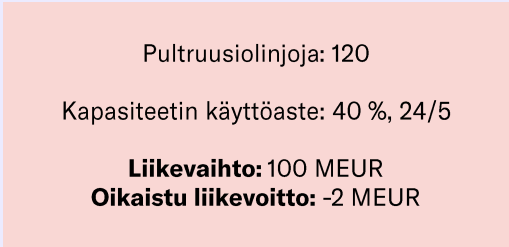
Vastaavasti kannattavuustavoitteen saavuttamisen taustalla on etenkin nykyisten tuotantolaitosten ja -linjojen käyttöasteiden nostaminen selvästi historiaa korkeammalle (kts. myös sivupalkin graafi). Yhtiö on arviomme mukaan edennyt tässä jo hyvää vauhtia fokusoituneempien tuotantolaitosten myötä. Tämän lisäksi se pyrkii parantamaan kannattavuutta osin samoilla teemoilla kuin liikevaihtoakin, eli asiakasarvon kasvattamisella (esim. koneistus, varustelu, pinnankäsittely, maalaus) sekä kiinteiden kustannusten karsimisella. Arvioimme toimien heijastuneen jo yhtiön kannattavuuteen, mutta vielä selkeämpien hyötyjen tulevan esille liikevaihdon kasvun kautta.

Tavoitteet ovat kunnianhimoisia, mutta realistisuus on kasvanut viime aikoina

Mielestämme kasvu- ja kannattavuustavoitteet ovat historiaan peilaten erittäin kunnianhimoiset. Esimerkiksi yhtiön edellisen 12 kuukauden liikevaihto oli H1'26:n lopussa 118 MEUR, ja Exelin ennätysliikevaihto on vuodelta 2022 (137 MEUR vs. 2021–2025: 97–137 MEUR). Puolestaan edellisen 12 kuukauden oikaistu liikevoittomarginaali yhtiöllä oli 5,0 %, kun taas vuosien 2021–2025 keskiarvo oli 2,6 %.

Nähdäksemme yhtiön tekemät toimet ja strategiakauden aikaiset myynnilliset onnistumiset ovat kuitenkin luoneet pohjaa voimakkaalle kasvulle ja tulosparannukselle. Tästä huolimatta näemme aikataulun erityisesti tavoitetason liikevaihdon saavuttamiselle vielä haastavana, mitä kuvastaa myös vaadittava keskimäärin 25 %:n vuosikasvu vuosien 2026–2028 aikana.

Havainnollistus käyttöasteiden vaikutuksesta pultruusiovalmistuksessa



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/6

Strategian kasvuvaihe on lähtenyt silti vauhdilla käyntiin, ja yhtiö ylitti vaaditun kasvuvauhdin H1'26:lla (kasvu 29 %). Lisäksi tuore Suzlon-sopimus tarjoaa merkittävää tukea kasvulle erityisesti vuodesta 2027 eteenpäin. Tavoitteen saavuttaminen vaatisi silti nähdäksemme vielä joitain merkittäviä uusia puitesopimuksia tuulivoiman ulkopuolelta tai esim. Vestas-yhteistyön laajentumista.

Liikevaihtotavoite on kunnianhimoinen

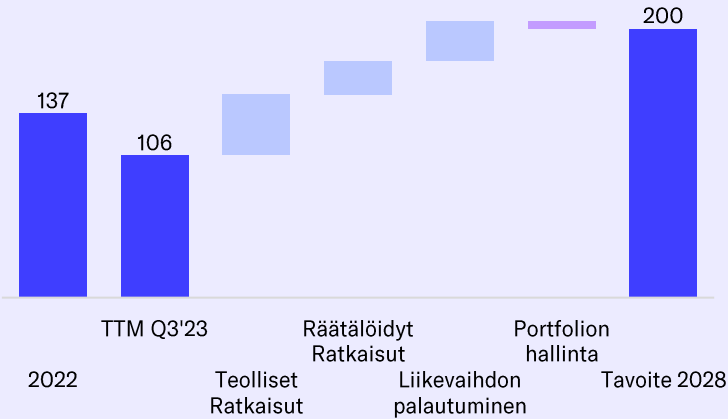
Käyttämällä yhtiön havainnollistavaa jakoa liikevaihdon jakautumisesta tämä tarkoittaisi Räättälöidyille Ratkaisuille 120 MEUR:n liikevaihtotasoa vuonna 2028 (vrt. 2025: 83,9 MEUR) ja Teollisille Ratkaisuille 80 MEUR:n liikevaihtoa (2025: 19,3 MEUR).

Uusilla puitesopimuksilla ei ollut vielä vaikutusta Räättälöityjen Ratkaisujen vuoden 2025 liikevaihtoon. Samalla näihin liittyvät vähimmäissitoumukset tuovat vasta vajaan 12 MEUR:n vuosittaisen positiivisen vaikutuksen lähivuosille. Siten yksikkökohtaisen 120 MEUR:n tason saavuttaminen edellyttäisi vuoden 2025 lopusta vielä reilun 20 MEUR:n lisäystä puitesopimukset huomioiden. Toisaalta vuoden 2022 ennätysliikevaihdon aikaan Exelin liikevaihdosta vajaan 27 MEUR muodostui silloiselta Tuulivoima-asiakastoimialalta, jonka arvioimme muodostaneen tällöin valtaosan volyymituotteiksi laskettavasta liikevaihdosta. Siten näemme 120 MEUR:n tason olevan vielä mahdollisuuksien rajoissa, kun huomioidaan H1'26:n myönteinen kehitys. Tämä vaatii nähdäksemme kuitenkin teollisuuden suotuisan markkinatilanteen jatkumista, nykyasiakkaiden volyymikasvua tai onnistunutta uusasiakashankintaa. Näistä kaikki eivät luonnollisesti ole yhtiön omassa käsissä. Uskottavuutta tavoitetason saavuttamiselle tavoiteaikataulussa toisivat nähdäksemme uudet

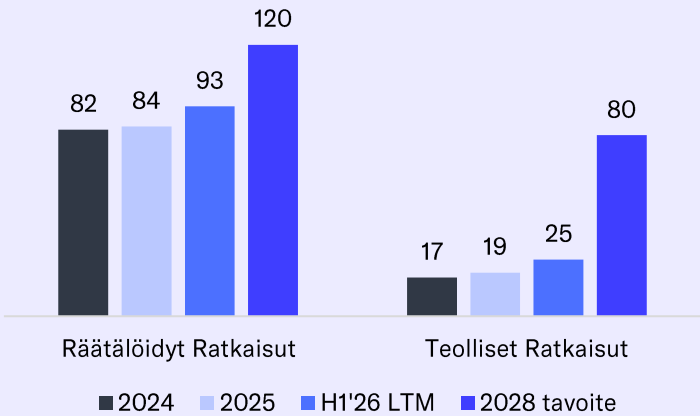
suuremmat puitesopimukset (vähintään kaksi aiemmin tiedotetun kaltaista) tai nykyisten selkeä laajeneminen. Vastaavasti Teollisten Ratkaisujen 80 MEUR:n tason saavuttaminen edellyttää liikevaihdon nelinkertaistamista vuodesta 2025 kolmessa vuodessa, mikä mielestämme itsessään kuvastaa tavoitteen haastavuutta. Samalla Q2'26:lla yksikön liikevaihto oli jo 8,4 MEUR ja tällä tahdilla tarvittavan suhteellisen kasvun osuus laskee huomattavasti. Absoluuttisesti tämä vaatii kuitenkin edelleen lähes 50 MEUR:n lisäystä. Olettamalla, että Suzlon-sopimuksesta realisoituva liikevaihto olisi noin 40 MEUR vuodessa, vastaisi tämä merkittävää osaa vaadittavasta lisäyksestä. On kuitenkin huomattava, että aiempaa yhteistyötä peilaten vuosilisäyksen voisi arvioida olevan noin 35 MEUR (aiempi sopimus 10 MEUR jakautuen vajaalle 2 vuodelle). Siten tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi näillä oletuksilla vielä 10–15 MEUR:n lisäystä vuositasona.

Huomioiden Teollisten Ratkaisujen nykyisen kapean toimialarakenteen on kasvutavoitteen saavuttaminen toistaiseksi sidoksissa tuulivoimasektoriin ja tätä kautta Intian tehtaan kontribuutioon. Käsityksemme mukaan Intian tehtaan osuus 80 MEUR:sta voisi olla noin 50 MEUR, mikä myös kuvastaa Suzlon-sopimuksen korostunutta roolia. Samalla tämä nähdäksemme rajaa ainakin lyhyellä aikavälillä Vestas-yhteistyön potentiaalia. Tätäkin heijastellen luottamusta 80 MEUR:n tavoitteen saavuttamiseen nostaisivat myös Kiinan tehtaan mahdolliset uudet sopimukset. Kokonaisuutena Suzlon-sopimus on mielestämme silti kiistaton osoitus Exelin kilpailukyvästä tuulivoimamarkkinalla, ja se myös osaltaan vahvistaa näkymää yhtiön kasvutavoitteen saavuttamiseen.

Exelin esittelemä tiekartta kasvutavoitteen saavuttamiseen (MEUR, CMD 2023)



Liiketoimintayksiköiden kehitys ja indikatiivinen tavoitetaso



Lähde: Exel, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 6/6

Tuulivoimamarkkinoiden syklisiä piirteitä heijastellen yhtiön tulisi nähdäksemme onnistua saamaan myös uusia volyymiasiakkaita muilta toimialoilta liikevaihdon stabiliteetin ja kestäväen kasvattamisen kannalta yksittäistä ajanhetkeä pidemmälle katsottaessa.

Suhteessa Exelin viimeaikaiseen tilaus- ja liikevaihtokehitykseen arvioimme yhtiön liikevaihtotason olevan tällä hetkellä nykyisten asiakkaiden ja sopimusraamien piirissä karkeasti 150–170 MEUR:n välimaastossa vuositasona. Siten yhtiöllä on vielä matkaa tavoitteeseen, mutta suunta on ollut selvästi ylöspäin ja tavoite on nähdäksemme saavutettavuuden rajoissa asioiden mennessä nappiin. Liikevaihtotavoitteen saavuttaminen ei vaadi käsityksemme mukaan tehdasinvestointeja. Arvioisimme tämän silti edellyttävän vielä lisää tuotantolinja-, laite- ja kyvykkyyssinvestointeja (mm. lisäpalveluihin vaadittavat tilat ja laitteet). Käsityksemme mukaan nämä investoinnit olisivat kokoluokaltaan kohtuullisia.

Kannattavuustavoitteeseen vielä matkaa, mutta tavoitteen saavuttaminen on mahdollista

Nähdäksemme marginaalitavoitteen saavuttaminen edellyttää vielä selvää liikevaihdon kasvattamista toteutuneilta tasoilta sekä tuotannon tehokkuuden optimointia. Kannattavuuden osalta tiettyä haastetta tuovat arviomme mukaan volyymipohjaisten sovellusten pienemmät räätälöintiasteet ja matalampi kateprofiili, mikä taas edellyttää suhteellisen korkeita käyttöasteita läpi tuotantoverkoston ja erityisesti volyymisovellusten puolella. Toisaalta yhtiöllä olisi näkemyksemme mukaan edellytykset saavuttaa marginaalitavoite jo tavoitetasoa alhaisemmalla liikevaihdolla räätälöidymällä liikevaihdon rakenteella. Nähdäksemme historiaan

peilaten marginaalitavoitteen saavuttamista pitäisivät tukea myös tehdyt toimet kiinteiden kulujen supistamiseksi sekä tuotantoverkoston optimointi.

Rahoitusaseman osalta tavoite järkevällä tasolla

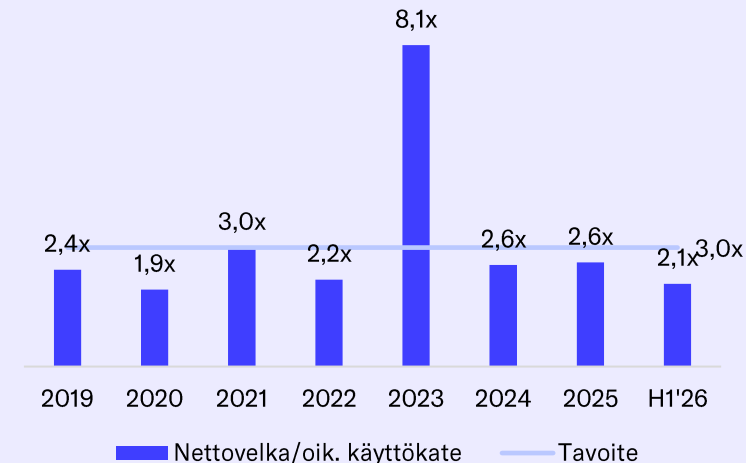
Sen sijaan rahoitusaseman osalta tavoite on mielestämme liiketoiminnan luonne huomioiden järkevällä tasolla, vaikka arvioimme mukavuusalueen olevan hieman tavoitetason alapuolella (noin 2,0x–2,5x). Nähdäksemme lähivuosien suurimmat riskit rahoituksen osalta kohdistuvat tavoitellun voimakkaan kasvun tuomaan todennäköiseen käyttöpääoman sitoutumiseen erityisesti suurempien toimitusten tai uusien sopimusten ylösajovaiheissa. Nähdäksemme nämä korostuvat myös volyymituotteissa asiakkaiden todennäköisesti korkeampaa neuvotteluvoimaa peilaten. Siten kannattavuuden positiivinen kehitys on keskiössä myös kasvun rahoittamisen varmistamiseksi.

Odotamme pääomia ohjattavan orgaaniseen kasvuun

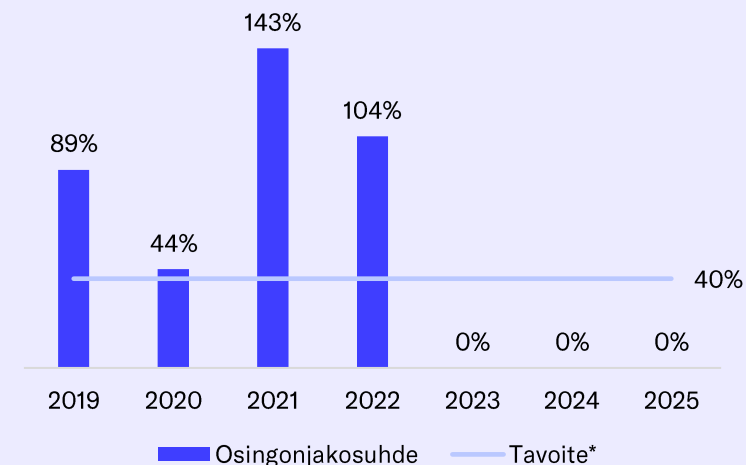
Voitonjaon osalta yhtiö ei ole päivittänyt politiikkaansa pidempään aikaan, ja se pyrkii jakamaan vuosittain osinkona vähintään 40 % nettotuloksesta sikäli kuin yhtiön kulloinenkin taloudellinen tilanne ja kasvumahdollisuudet sen sallivat. Strateginen kehitysvaihe huomioiden uskomme yhtiön ohjaavan pääomia toistaiseksi kasvuun.

Kokonaiskuvaa heijastellen emme odota Exelin olevan myöskään aktiivinen yritysostomarkkinoilla, vaan keskittyvän orgaanisen kasvun tavoitteluun lähivuosina. Pidemmällä aikavälillä näemme täydentävät yritysostot kuitenkin mahdollisina teknologiapaletin ja/tai asiakaskunnan kasvattamiseksi.

Rahoitusaseman kehitys ja tavoite



Voitonjakohistoria



* Yhtiön taloudellisen tilanteen ja kasvumahdollisuuksien salliessa

Lähde: Exel, Inderes

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/3

Materiaalikate hyvällä tasolla

Exelin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on materiaalit ja palvelut, jotka ovat viime vuosina muodostaneet 38–49 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat luonteeltaan lähes täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan vuosina 2021–2026 liikkunut 39–47 %:n välillä osin myyntimixin muutoksista johtuen. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoimasta tiettyä konkretiaa antava materiaalikate on vastaavasti ollut 53–61 %:n välimaastossa ja nousujohteinen viime vuosina. Mielestämme viime vuosina saavutettu materiaalikate on valmistavan teollisuuden yhtiölle hyvä suoritus ja kuvastaa Exelin tarjoaman hinnoittelukykyä sekä kohtuullisen hyvää arvoketjuasemaa. Sen sijaan katemarginaalin nostoa nykyistä korkeammalle emme pidä realistisena lähtökohtaisesti matalakatteisempien volyymisovellusten osuuden kasvaessa muun muassa Suzlon-sopimuksenkin myötä. Siten arvioimme materiaalikatemarginaaleissa olevan painetta alaspäin jo kohtuullisen lyhyellä aikavälillä volyymien kasvun tapahtuessa odotusten mukaisesti.

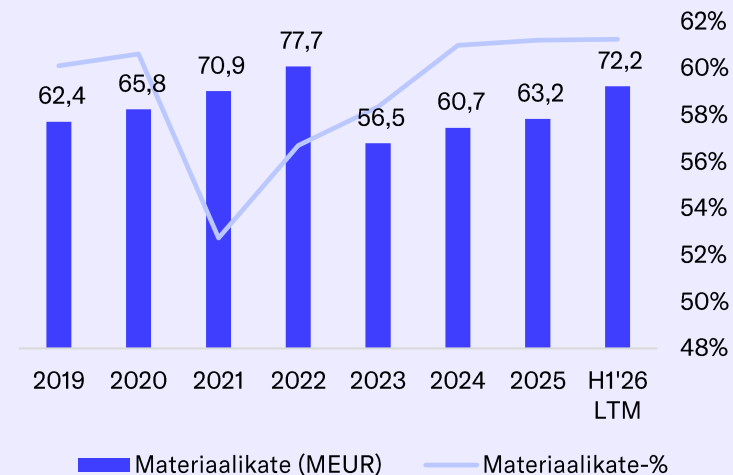
Arvioimme yhtiön hakevan tehostusta tuotantoresurssien käytöstä

Toiseksi suurimpana eränä kustannusrakenteessa ovat henkilöstökulut yhtiön kohtuullisen henkilöstöintensiivistä toimintamallia (ml. omat suunnittelu- ja myyntiresurssit sekä tuotanto) heijastellen. Henkilöstökuluille tyypilliseen tapaan kulut sisältävät lyhyellä aikavälillä varsin paljon kiinteitä osia,

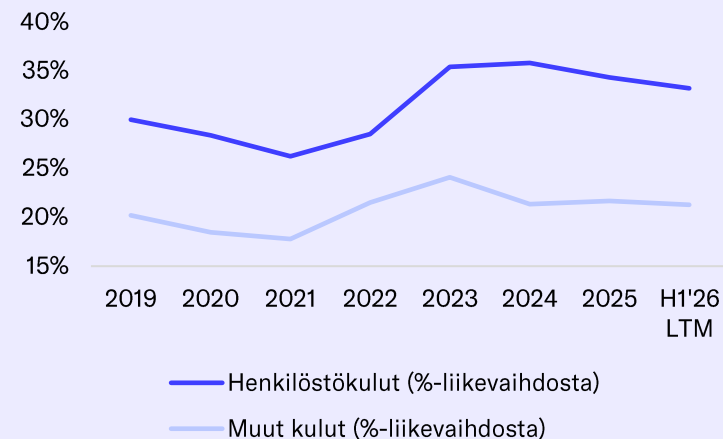
kun taas pidemmällä perspektiivillä muuttuvien osuus kasvaa. Samanaikaisesti arvioimme etenkin suunnittelukustannusten olevan myös pidemmällä aikavälillä varsin kiinteitä, ja ne tarjoavat skaalautuvia elementtejä tiettyyn pisteeseen asti. Pidämme yhtiön kasvustrategiaa peilaten kuitenkin mahdollisena, että se tulee kasvattamaan tuotekehitys- ja myyntipanostuksiaan (ml. henkilöstö) keskipitkällä aikavälillä. Arvioimme yhtiön silti pyrkivän hakemaan tehostusta etenkin tuotantoresurssien käytöstä strategian puitteissa (ml. henkilöstömäärä). Oletammekin sen pyrkivän laskemaan henkilöstökulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta lähemmäksi historiallisen haitarin alalaitaa (2021–H1'26 LTM: 26–36 %) kasvun kautta.

Exelin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on vastaavasti heilunut noin 18–24 %:n välillä. Muut kulut sisältävät sekä kiinteitä että osin muuttuvia kuluja, joista jälkimmäiset muodostuvat tuotannon muista muuttuvista kuluista (mm. valmistusmuotit ja -työkalut, energia ja pakkauskulut). Vastaavasti kiinteät kulut pitävät sisällään mm. huolto- ja korjauskustannuksia, matkakuluja sekä laki- ja asiantuntijapalveluita. Mielestämme muiden kulujen osuus on korkea, mitä selittävät nähdäksemme etenkin tuotannon muut muuttuvat kulut (osuus muista kuluista 2021–2025 38–54 %). Arvioimme tämän myös osaltaan rajaavan muiden kulujen tehostamis- ja skaalaamispotentiaalia, vaikkakin näemme täältä löytyvän nykyisellään vielä tehostamisvaraa strategianmukaisilla toimenpiteillä (mm. käyttöasteet). Toisaalta odotamme yhtiön kykenevän pitämään muiden kulujen kasvun pidemmällä aikavälillä liikevaihdon kasvua maltillisempana niiden kiinteitä osia heijastellen.

Materiaalikatteen kehitys



Henkilöstökulujen ja muiden kulujen kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/3

Taseen varoista suurempi osa lyhytaikaisia

Olemme tarkastelleet Exelin tasetta H1'26:n lopun lukujen perusteella. Arvioimme tämän antavan varsin ajantasaisen kuvan yhtiön rahoitusasemasta. H1'26:n lopussa Exelin taseen loppusumma oli 104 MEUR.

Taseen pitkäaikaisista varoista (40,8 MEUR) noin 2/3 koostui aineellisesta omaisuudesta (sis. käyttöoikeusomaisuus). Vastaavasti yhtiöllä oli liikearvoa taseessaan noin 12,0 MEUR aikaisempiin yrityskauppoihin liittyen. Exel raportoi IFRS-standardien mukaisesti eikä siten poista liikearvoa taseestaan. Loput pitkäaikaiset varat koostuivat mm. muista aineettomista hyödykkeistä, sijoituksista sekä laskennallisista verosaamisista. Emme näe pitkäaikaisiin varoihin liittyvän olennaisia alaskirjausriskejä ilman huomattavia operatiivisia vastoinkäymisiä.

Lyhytaikaiset varat muodostuivat myyntisaamisista ja muista saamisista (25,6 MEUR), vaihto-omaisuudesta (25,0 MEUR) sekä kassasta (12,6 MEUR).

Rahoitusasema on kokonaisuutena kohtuullinen

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 30,2 MEUR sisältäen myös marginaalisen vähemmistöosuuden (0,0 MEUR). Vastaavasti korollista velkaa (sis. vuokrasopimusvelat) yhtiöllä oli H1'26:n lopussa 34,5 MEUR, joka koostui pitkälti lyhytaikaisista veloista (26,4 MEUR). Puolestaan lyhytaikaisista veloista 10,0 MEUR oli käyttöpääoman hallintaan käytettäviä lyhytaikaisia yritystodistuksia (ts. eivät pitkäaikaisten rahoituslainojen lyhennysosuuksia), kun taas suurempi osa käsityksemme mukaan oli pitkäaikaisen

rahoitussopimuksen lyhytaikaisia instrumentteja.

Edellä mainittua kokonaiskuvaa peilaten yhtiön korollinen nettovelka oli H1'26:n lopussa 21,9 MEUR. Suhteutettuna edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökatteeseen nettovelan suhde oli 2,1x ja tavoitetason alapuolella. Vastaavasti sen omavaraisuusaste oli 31 % ja nettovelkaantumisaste 73 %. Siten yhtiön rahoitusasema oli mielestämme kokonaisuutena jo mukavuusalueella. Taseen tunnusluvut eivät kuitenkaan olleet vielä erityisen vahvoja, mutta näemme yhtiön liikkumatilan riittävänä ja odotamme tunnuslukujen paranevan asteittain etenevän tulostakäänteen myötä. Arvioimme yhtiön silti joutuvan vielä tasapainottelemaan esimerkiksi käyttöpääoman hallinnan kanssa.

Korottomia velkoja sillä oli puolestaan 39,4 MEUR, jotka muodostuivat pitkälti lyhytaikaisista ostoveloiden ja muista korottomista veloista (38,0 MEUR). Siten yhtiön nettokäyttöpääomatilanne oli myös poikkeuksellisen suosiollinen historiaan verrattuna. Jäämmekin seuraamaan käyttöpääoman kehitystä tulevana kvartaaleina ja etenkin volyymituotteiden toimitusten kasvaessa.

Kassavirtapotentiaalin pitäisi olla kelvollinen

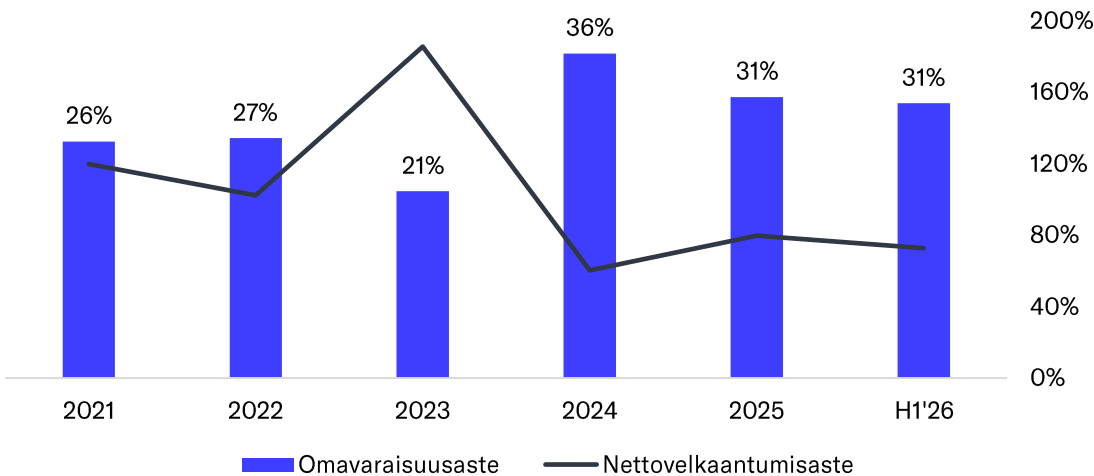
Orgaanisen kasvun sitomien tavanomaisten käyttöpääomatarpeiden ja tuotantolaitosverkoston tarvitsemien ylläpitoinvestointien jälkeen Exelillä pitäisi nähdäksemme olla potentiaalia tehdä kohtuullisen hyvää kassavirtaa tulostakäänteen onnistuessa ja kasvuvauhdin tasaantuessa pidemmällä aikavälillä.

Näkemyksemme mukaan yhtiön operatiivisen kassavirtaprofiiliin tulisivin olla suotuisa volyymien ja kannattavuuden ollessa hyvällä tasolla. Lähivuosina arvioimme operatiivista kassavirtaa kuitenkin painavan osittain käyttöpääoman sitoutumisen voimakkaan kasvun yhteydessä.

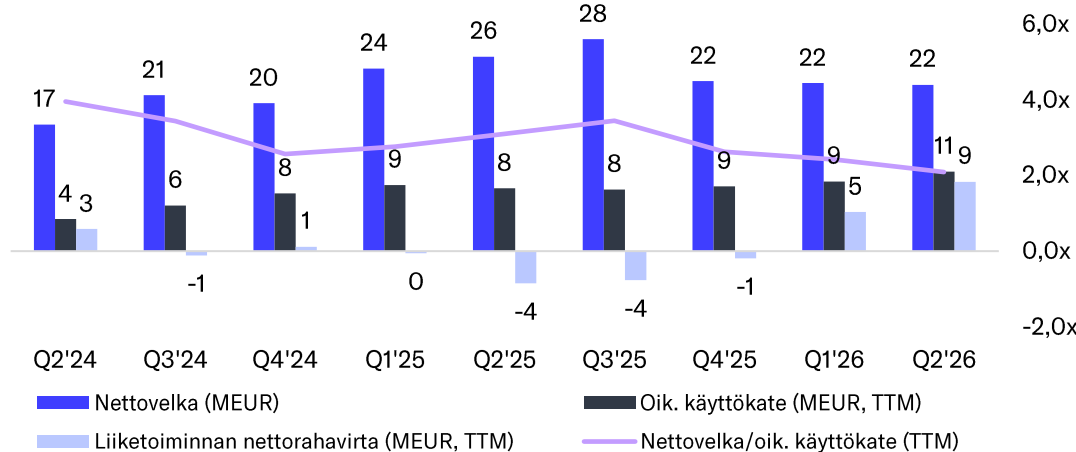
Vastaavasti 2020-luvun taitteessa ja sen jälkeen Exel on toteuttanut kokoluokkaansa nähden reilun kokoisia investointeja (Itävallan tehdas sekä Intian tehdas). Lisäksi sen operatiivinen tulostaso on heilahdellut voimakkaasti ja raportoitua tulosta sekä kassavirtaa ovat heiluttaneet myös strategisiin tarkasteluihin liittyneet toimenpiteet. Siten arviollemme kassavirtaprofiilista ja varsinkin sen tarkemmista piirteistä on vaikea hakea tukea lähihistoriasta, ja tämän osalta joudutaankin odottamaan toistaiseksi konkreettisempia näyttöjä. Arvioimme kuitenkin yhtiön tekemien strategisten toimenpiteiden (mm. tehdasverkoston karsinta) myös osaltaan tukevan arviotamme tulevasta kehityksestä.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 3/3

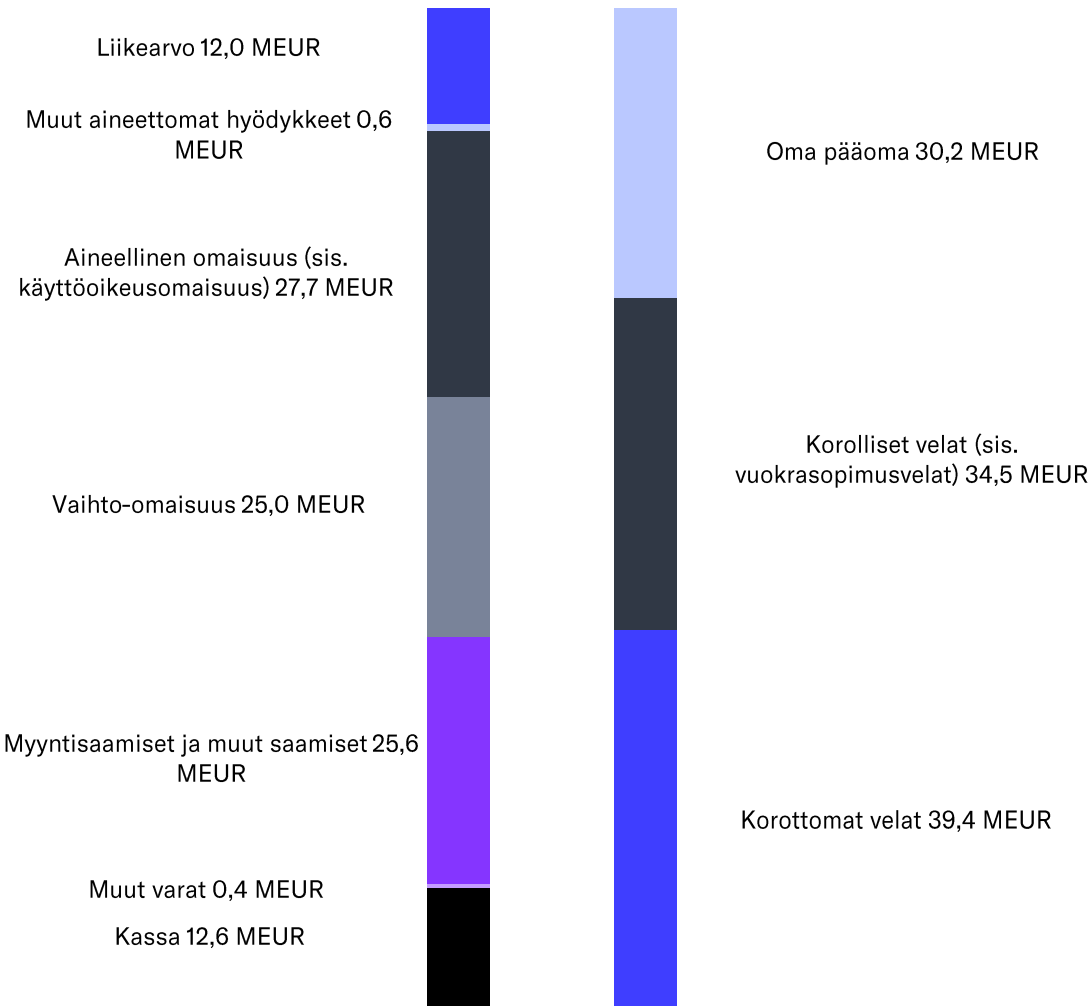
Taseen tunnuslukujen kehitys



Nettovelan, oik. käyttökatteen ja liiketoiminnan rahavirran kehitys



Tase H1'26:n lopussa (104 MEUR)



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

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

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme vuorostaan odottamamme kasvun sekä strategisten toimenpiteiden tuomien hyötyjen (mm. kiinteiden kulujen lasku, käyttöasteiden nousu) vaikutuksiin. Pidemmällä aikavälillä taas arvioimme kannattavuutta Exelin historiallisten tasojen ja yhtiölle arvioimamme kannattavuuspotentiaalin (ml. myyntimixin kehitys) kautta. Emme ole huomioineet ennusteissamme mahdollisia yritysjärjestelyjä, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Kuluvan vuoden ohjeistuksen pitäisi olla helposti saavutettavissa

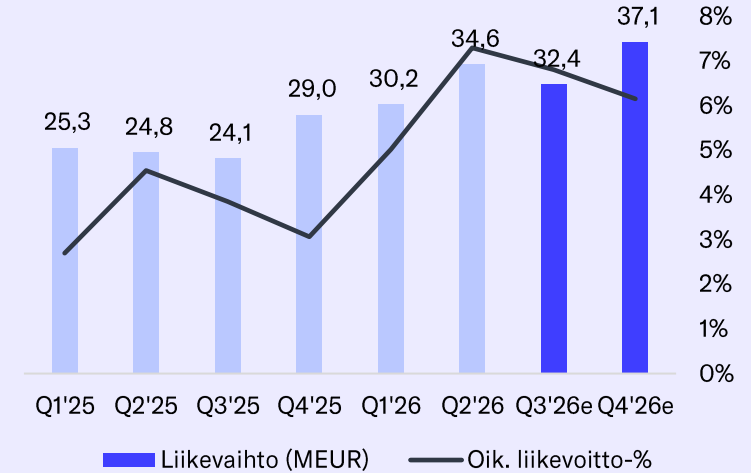
Exel on ohjeistanut kuluvan vuoden liikevaihtonsa (2025: 103 MEUR) ja oikaistun liikevoittonsa kasvavan merkittävästi viime vuodesta (2025: 3,6 MEUR). Sanallisen ohjeistuksen taustaoletuksiin liittyy epävarmuutta, mutta historiaan peilaten arvioimme liikevaihdon merkittävän kasvun indikoivan vähintään kaksinumeroista vuosikasvua (tarkka alaraja ei ole

tiedossa). Tulosohjeistuksen osalta historiassa merkittäväksi kasvuksi on laskettu ainakin yli 40 %:n tuloksen kasvu (2019: +43 %).

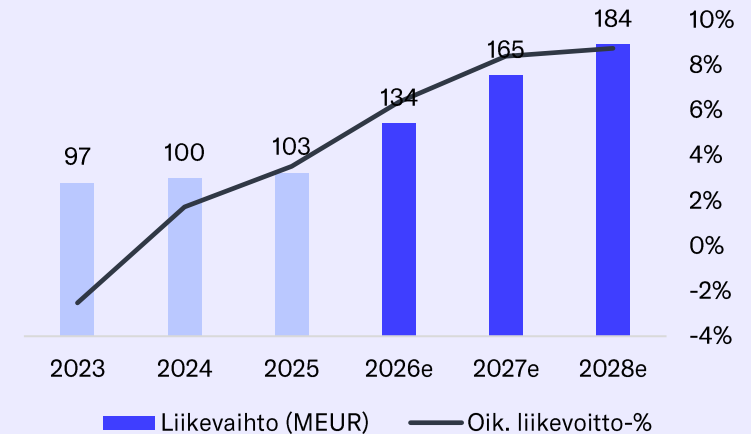
Yhtiön ensimmäinen vuosipuolisko lähti strategian kasvuvaiheen mukaisesti vauhdikkaasti liikkeelle vahvistuneen tilauskannan sekä Intian tehtaan kaupallisen tuotannon kasvaneiden volyymien tukemana. Lisäksi kehitystä tukivat myös aikaistuneet toimituspyynnöt virtajohtimien komposiittiytimiin liittyen yhdessä vahvan toimeenpanon kanssa. Esimerkiksi Q2:lla toimituspyyntöjen vaikutus oli noin 4 MEUR suhteessa yhtiön alkuperäiseen arvioon. Exelillä olikin H1:n jälkeen kasassa 64,8 MEUR liikevaihtoa (vrt. H1'25: 50,1 MEUR) ja oikaistua liikevoittoa 4,0 MEUR (vrt. H1'25: 1,8 MEUR). Aikaistuneita toimituspyyntöjä peilaten yhtiö myös poisti ohjeistuksestaan Q2-tuloksen yhteydessä alkuperäisen oletuksen kasvun painottumisesta vahvemmin H2:lle.

Yhtiö kommentoi Q2-tuloksen yhteydessä markkinatilanteen jatkuneen hyvänä, vaikka kysyntää saattoi tukea hieman asiakkaiden varastojen täydentäminen kevään epävakaa geopoliittisen tilanteen vuoksi. Tästä oli kuitenkin vaikea tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Vahvin markkinatilanne oli tulkintamme mukaan Energia-asiakastoimialalla sekä puolustusteollisuuteen liittyvissä sovelluksissa. Yhtiö vaikutti tuloksen yhteydessä myös luottavaiselta myyntiputkensa sekä Intian tehtaan asteittain kasvavien volyymien suhteen. Intian tehtaan osalta vahvistus saatiinkin syyskuussa solmitun huomattavan Suzlon-sopimuksen myötä. Yhtiö ei kommentoinut muita mahdollisia uusia puitesopimuksia muutoin kuin toteamalla, että se pyrkii edistämään uusia sopimushankkeita.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/4

Näkemyksemme mukaan muilta osin markkinaympäristössä ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia ja siten edellytykset positiivisen pohjavireen jatkumiselle ovat hyvät ilman globaalin talouden negatiivisia yllätyksiä. Tätä tukee myös esimerkiksi viimeaikainen teollisuuden talousdata (mm. ostopääällikköindeksit) Exelin kannalta keskeisimmiltä markkina-alueilta. Selkeimpinä lyhyen ja keskipitkän aikavälin riskeinä markkinakehityksen osalta säilyvät mielestämme geo- ja kauppapoliittiset jännitteet sekä näidenkin myötä nousseet inflaatio- ja korko-odotukset, jotka voivat vaikuttaa investointiaktiivisuuteen. Nähdäksemme myös tekoälyinvestointien mahdollinen vastatuuli voisi heijastua laajemminkin teollisuuteen, vaikka pidämme tätä lyhyellä aikavälillä epätodennäköisenä. Sen sijaan odotamme sähköistymisen, energiasiirtymän (sis. verkkoinfra) sekä geopolittisen tilanteen vauhdittamien puolustusinvestointien tukevan markkinakysynnän positiivista trendiä pitkällä aikavälillä.

Ohjeistuksen saavuttamisen pitäisi nähdäksemme olla helppoa, mikäli tilannekuvassa ei tapahdu äkillisiä muutoksia. Tätä tukevat alkuvuoden vahva kehitys, ennätystasolla oleva tilauskanta (99 MEUR, +111 % v/v), Suzlon-sopimus sekä H2:n osin matalat vertailuluvut.

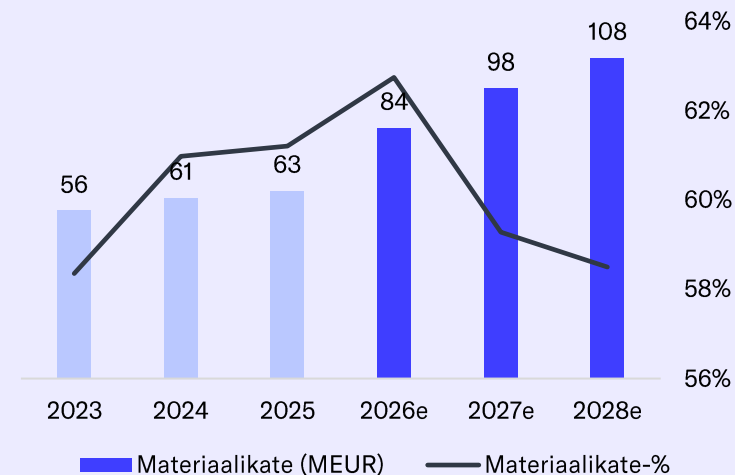
Vuoden 2026 ennusteet

Olemme tehneet raportin yhteydessä pieniä positiivisia ennustetarkistuksia lähivuosille, mutta näiden absoluuttiset vaikutukset jäivät maltillisiksi (kts. tarkemmat lähivuosien ennustemuutokset [s. 32](#)). Tarkistusten taustalla edelliseen päivitykseen nähden oli tekemämme hienosäätö liittyen Suzlon-sopimukseen.

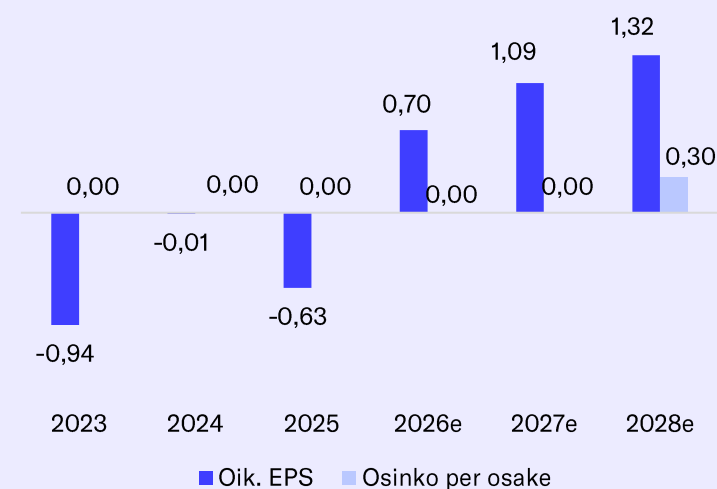
Kuluvan vuoden ennusteemme säilyivät kuitenkin ennallaan, ja odotamme Exelin liikevaihdon kasvavan 134 MEUR:oon. Oletamme liikevaihdon kasvun vauhdittuvan Q4:llä Suzlon-sopimuksen ylösajon myötä. Muilta osin odotamme H2:n liikevaihdon olevan pitkälti samankaltainen H1:n kanssa. Tämän taustalla ovat yhtiön tekemä ohjeistustarkennus sekä aikaistuneet komposiittiydintoimitukset, jotka vaikuttivat kommenttien perusteella siirtyneen loppuvuodelta aiemmaksi. Siten arvioimme kvartaalien välisen kehityksen olevan melko samankaltaista, vaikka historiallisesti Q3 on ollut kausiluontoisesti hiljaisin kvartaali. Arvioimme kuitenkin lopullisten toimituspyyntöjen voivan edelleen heiluttaa kehitystä. Suzlon-sopimusjulkistuksen ajankohtaa (syyskuu 2026) sekä vaadittavaa suurivolyymisen tuotannon ylösajoa peilaten arvioimme sen heijastuvan lukuihin selvemmin vasta ensi vuonna.

Oikaistun liikevoiton ennustamme sen sijaan nousevan 8,5 MEUR:oon, mikä vastaa 6,4 %:n marginaalitasoa. Arvioimme positiivisen kehityksen taustalla olevan etenkin liikevaihdon kasvun, joka parantaa tehtaiden käyttöasteita ja skaalaa kiinteitä kuluja. Odotamme materiaalikatteen säilyvän koko vuonna historiallista tasoa korkeampana. Arvioimme sen kuitenkin laskevan hieman Q4:llä, kun Intian tehtaan painoarvo kasvaa Suzlon-sopimuksen ylösajon myötä. Historiallista tasoa vahvemman materiaalikatteen taustalla on arvioimme mukaan suotuisa liikevaihdon rakenne sekä korkean kysynnän tuoma tavallista parempi hinnoitteluvoima. Raportoidun liikevoiton odotamme sen sijaan asettuvan 8,4 MEUR:oon alkuvuoden pieniä kertaeriä peilaten. Loppuvuoden ennusteemme eivät sisällä kertaluontoisia kuluja.

Materiaalikatteen kehitys



Oikaistu EPS ja osinko per osake*



* Vuosien 2023–2025 luvut laskettu nykyisellä osakemäärällä vertailukelpoisuuden parantamiseksi

Ennusteet 3/4

Tuloslaskelman alariveillä odotamme nettorahoituskulujen asettuvan -1,3 MEUR:oon, mutta Exelin kohdalla on hyvä huomata, että erää heiluttavat huomattavasti konsernin sisäisten lainojen ei-kassavirtavaikutteiset valuuttakurssimuutokset. Siten tuloslaskelman rahoituskulut eivät välttämättä vastaa kovin hyvin todellisia maksettavia rahoituskuluja (vrt. 2025 tuloslaskelman nettorahoituskulut -7,9 MEUR vs. rahoituslaskelman nettokorot ja muut rahoituserät -3,3 MEUR).

Verojen odotamme puolestaan asettuvan tänä vuonna noin 30 %:iin alkuvuoden kehitystä peilaten, mutta myös Exelin veroastetta heiluttavat muun muassa konsernin sisäiset erät. Intian tehtaaseen liittyvien vähemmistöosuusarvioimme jäävän tänä vuonna vielä vähäisiksi. Kokonaiskuvaa peilaten odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,70 euroon. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa tuloksestaan, vaan ohjaavan pääomia toistaiseksi strategian toteutukseen.

Yhtiön operatiivisen kassavirran arvioimme asettuvan 6,6 MEUR:oon, sillä arvioimme kasvun sitovan käyttöpääomaa vuoden jälkipuoliskolla. Muun muassa Intian tehtaalle tehtyjä investointeja (sis. vuokrasopimusten takaisinmaksu) peilaten arvioimme vapaan kassavirran painuvan vielä pakkaselle (-0,9 MEUR). Yhtiön rahoitusaseman odotamme silti olevan mukavuusalueella ennustamaamme tuloskehitystä heijastellen (2026e nettovelat/oik. käyttökate 1,7x).

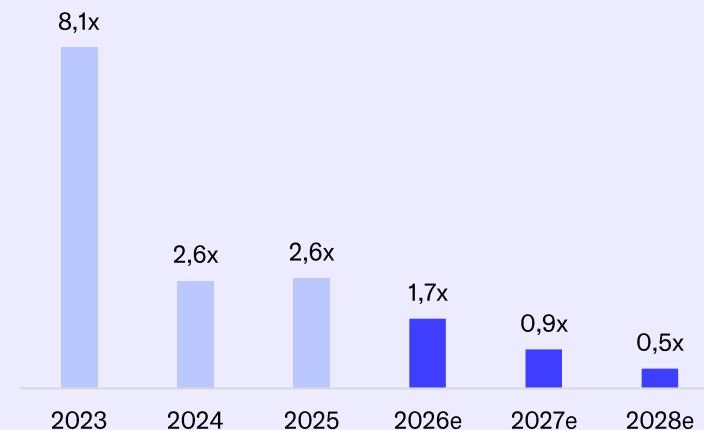
Vuosien 2027–2028 ennusteet

Aiemmin läpikäydyn tilannekuvan perusteella näemme yhtiön lähivuosien kysyntänäkymät tällä hetkellä positiivisina osin kroonistuneista epävarmuuksista

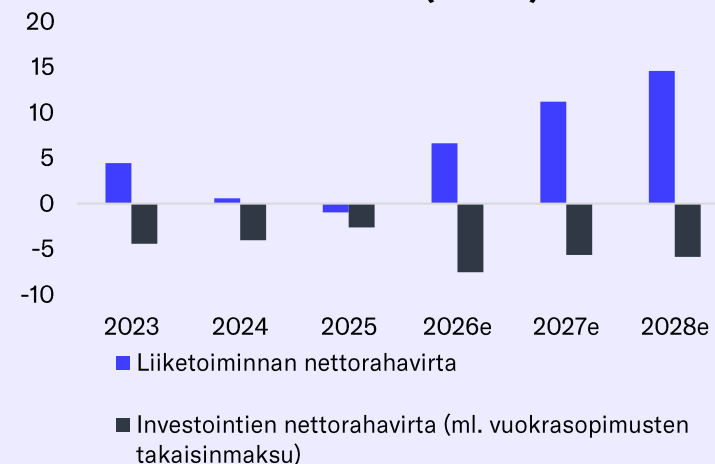
huolimatta. Odotamme tuoreen Suzlon-sopimuksen tukevan huomattavasti myös lähivuosien kasvua, minkä lisäksi mahdollisuuksia tuulivoiman saralla tarjoaa edelleen Vestas-yhteistyö. Luonnollisesti etenkin Suzlon-yhteistyön keskiössä on se, että Exel onnistuu ylläpitämään toimituskykynsä ja laatunsa volyymien kasvaessa. Näemme yhtiöllä myös edellytykset kasvattaa nykyisten komposiittiyhtiöihin liittyvien puitesopimusten arvoja tai voittaa lisäasiakkuuksia kyseisellä sovellusrintamalla. Näiden lopullisiin volyymeihin liittyy kuitenkin epävarmuutta, ja arvioimme, että näistä tuloutuva liikevaihto voi heilua vuositasolla nykyisten sopimusten tavoin. Oletamme yhtiöllä olevan edellytyksiä myös kasvattaa puitesopimusten portfolioa uusiin tuotesovelluksiin (esim. KONE UltraRope, puolustussovellukset, ovi- ja ikkunaprofiilit), mutta myös näiden mahdollisiin sopimusrakenteisiin liittyy epävarmuutta. Mielestämme merkittävä edistysaskel yhtiölle olisi saada lähivuosina jokin uusi tuotesovellus nostettua volyymikategoriaan.

Moniulotteista kokonaiskuvaa, mutta samalla suotuisaa kysyntänäkymää ja yhtiön tähän mennessä onnistunutta strategian toteutusta peilaten ennustamme yhtiön liikevaihdon jatkavan reippaassa kasvussa lähivuosina. Ennustammekin yhtiön liikevaihdon nousevan ensi vuonna 165 MEUR:oon ja vuonna 2028 184 MEUR:oon. Aiemmin [todetusti](#) arvioimme yhtiön liikevaihtotason olevan tällä hetkellä nykyisten asiakkaiden ja sopimusraamien piirissä noin 150–170 MEUR vuositasolla. Siten ennusteidemme toteutuminen vaatii mielestämme edellä mainitun kaltaisia uusmyynnin onnistumisia, nykyasiakkaiden menestystä sekä Exelin korkeaa toimituskykyä.

Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit* (MEUR)



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

Ennusteet 4/4

Nähdäksemme markkinaympäristö tarjoaa tällä hetkellä yhtiölle kuitenkin houkuttelevia mahdollisuuksia suurimpien asiakkaiden mukana kasvamiseen sekä uusien asiakkaiden voittamiseen. Vaikkakin luottamuksemme yhtiön strategiseen toteutukseen on kasvanut, emme oleta yhtiön yltävän vielä aivan kunnianhimoiseen 200 MEUR:n tavoitteeseensa vuoden 2028 lopussa. Tavoitteen toteutuminen tavoiteaikataulussa vaatisi nähdäksemme vielä aiemmin todetusti joitain suurempia puitesopimuksia tai nykyisten laajentumista.

Odotamme liikevaihdon kasvun parantavan kuitenkin edelleen tehtaiden käyttöasteita sekä skaalaavan kiinteitä kuluja. Arvioimme Intian tehtaan volyymin kasvun painavan silti yhtiön materiaalikatemarginaalia. Kokonaisuutta peilaten ennustamme yhtiön oikaistun liikevoiton asettuvan ensi vuonna 13,8 MEUR:oon ja vuonna 2028 16,1 MEUR:oon. Odotammekin yhtiön operatiivisen marginaalitason nousevan 8,4–8,7 %:iin, mutta jäävän vielä 10 %:n tavoitetason alapuolelle.

Alemmilla riveillä odotamme rahoituskulujen vakiintuvan noin 2 MEUR:oon (ilman valuuttakurssierä) ja veroasteen asettuvan globaaleille teollisuusyhtiöille tyypilliseen noin 25 %:iin kohoavan tuloksen myötä. Sen sijaan Intian tehtaan vähemmistöosuuksien arvioimme kasvavan asteittain, mutta nykyisten hyvin rajallisten datapisteiden myötä tähän liittyy vielä korostunutta epävarmuutta. Kokonaiskuvaa mukaillen ennustamme osakekohtaisen tuloksen asettuvan vuosina 2027–2028 1,09–1,32 euroon. Osingonmaksajaksi odotamme yhtiön palaavan vuoden 2028 tuloksesta strategiakauden päättymisen yhteydessä. Tämä on toki myös osaltaan

riippuvaista mahdollisista tulevista investointitarpeista ja kasvunäkymistä.

Liiketoiminnan kassavirran odotamme sen sijaan jäävän tuloksen alapuolelle lähivuosina käyttöpääoman sitoutumista heijastellen (arvioimme tuulivoima-asiakkaiden maksuaikojen olevan keskimääräistä pidempiä). Arvioimme yhtiön vapaan kassavirran kuitenkin nousevan plussalle ensi vuonna investointien jälkeen (ml. ylläpitoinvestoinnit ja mahdolliset muut pienemmät strategianmukaiset investoinnit) ja vahvistuvan tämän jälkeen tuloskehitystään mukaillen. Tämän myötä odotamme yhtiön rahoitusaseman vahvistuvan edelleen, mikä teoriassa mahdollistaisi yhtiölle myös epäorganiset liikkeet tai voitonjaon strategiakauden aikana. Historiallista kehitystä peilaten arvioimme kuitenkin taloudellisen liikkumatilan säilyttämisen pysyvän yhtenä kärkiteemana yhtiölle.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteissamme arvioimme komposiittien odotettujen kasvunäkymien tukevan Exelin kasvua. Odotamme yhtiön kasvun jatkuvan vuosikymmenen taitteeseen asti pirteänä (kasvu 2029e–2030e: 5 %), vaikka arvioimmekin kasvun muuttuvan haastavammaksi Exelin absoluuttisen kokoluokan kasvaessa ja tuotesovellusten todennäköisiä eriaikaisia investointisyklejä peilaten. Ennusteitamme peilaten oletamme Exelin kasvavan silti keskimäärin selvästi toimialaa rivakammin vuosikymmenen loppuun asti. Vastaavasti tätä pidemmällä aikavälillä odotamme sen kasvun hidastuvan asteittain noin maailmantalouden pitkän aikavälin odotettuun kasvutahtiin (2031e–2035e:

2–5 %). Nykyennusteissamme odotamme Exelin liikevaihdon saavuttavan 200 MEUR:n rajan vuonna 2030. Nähdäksemme tavoitteen saavuttaminen tätä aiemmin ei kuitenkaan ole poissuljettua, mutta se vaatii nykyasiakkaiden ja asiakashankinnan menestystä sekä strategian onnistunutta toteutusta. Lisäksi se vaatisi nähdäksemme markkinan myötätuulta ja erityisesti tuulivoimasektorin positiivista kehitystä, kun huomioidaan Exelin nykyinen volyymisovellusportfolio ja Suzlon-sopimus.

Puolestaan liikevoittomarginaalin odotamme asettuvan vuosikymmenen taitteessa 8,7–9,0 %:iin. Siten emme oleta yhtiön yltävän nykyisellä ennustejaksolla vielä tavoitteeseensa, vaikka odotammekin selkeää ja kestävämpää tasonnostoa. Emme kuitenkaan näe, että yhtiöllä olisi varsinaisia rakenteellisia esteitä saavuttaa tavoitekannattavuutta keventyneen kustannusrakenteen ja tehokkuusparannusten kautta. Samalla tiettyä varovaisuutta pitävät vielä kuitenkin yllä historialliset pettymykset sekä volyymisovellusten kasvuun liittyvä epävarmuus ja niiden lähtökohtaisesti matalampi marginaalitaso (ml. kiinalainen kilpailu). Odotamme marginaalitason säilyvän melko stabiileilla tasoilla myös tätä pidemmällä aikavälillä (oik. EBIT-% 2031e–2035e: 7,0–8,5 %). Tasot ovat jonkin verran yhtiön historiallisia tasoja (erityisesti viime vuosia) korkeampia, mutta nähdäksemme sillä pitäisi olla edellytykset kannattavuuden nostoon tehtyjen strategisten toimenpiteiden kautta. Samalla on hyvä huomata, että Exelin kehityksessä nähtäneen tulevaisuudessakin heilahduksia investointivetoisen kysynnän vaihtelun ja tuotevalikoiman muutosten vuoksi.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	99,6	25,3	24,8	24,1	29,0	103	30,2	34,6	32,4	37,1	134	165	184	194
Konserni	99,6	25,3	24,8	24,1	29,0	103	30,2	34,6	32,4	37,1	134	165	184	194
Käyttökate	4,2	1,5	2,0	1,6	2,0	7,1	2,6	3,6	3,4	3,5	13,1	19,0	21,5	22,8
Poistot ja arvonalennukset	-7,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-4,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-4,7	-5,2	-5,4	-5,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	0,7	1,1	0,9	0,9	3,6	1,5	2,5	2,2	2,3	8,5	13,8	16,1	17,2
Liikevoitto	-2,9	0,1	0,8	0,4	0,9	2,2	1,5	2,4	2,2	2,3	8,4	13,8	16,1	17,2
Nettorahoituskulut	-0,9	-2,4	-3,7	-0,9	-1,0	-7,9	0,3	-0,2	-0,7	-0,7	-1,3	-2,2	-1,9	-1,7
Tulos ennen veroja	-3,8	-2,2	-2,9	-0,4	-0,1	-5,7	1,8	2,2	1,6	1,6	7,1	11,6	14,2	15,5
Verot	-1,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-2,1	-2,7	-3,4	-3,8
Vähemmistöosuudet	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-1,2	-1,4	-1,4
Nettotulos	-4,7	-2,1	-2,7	-0,3	-0,4	-5,5	1,3	1,5	1,1	1,0	4,8	7,8	9,4	10,3
EPS (oikaistu)	0,00	-0,02	-0,02	0,00	0,00	-0,04	0,18	0,22	0,15	0,14	0,70	1,09	1,32	1,45
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,02	-0,03	0,00	0,00	-0,05	0,18	0,21	0,15	0,14	0,68	1,09	1,32	1,45

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	8,2 %	-6,7 %	-2,0 %	15,7 %	3,6 %	19,4 %	39,7 %	34,5 %	28,0 %	30,2 %	22,6 %	12,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	169,7 %	222,9 %	-17,9 %	31,3 %	399,4 %	112,9 %	122,3 %	124,1 %	137,5 %	157,2 %	135,3 %	61,5 %	16,7 %	6,9 %
Käyttökate-%	4,3 %	5,7 %	8,1 %	6,7 %	7,0 %	6,9 %	8,8 %	10,3 %	10,5 %	9,5 %	9,8 %	11,5 %	11,7 %	11,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,7 %	2,7 %	4,5 %	3,9 %	3,1 %	3,5 %	5,0 %	7,3 %	6,8 %	6,2 %	6,4 %	8,4 %	8,7 %	8,9 %
Nettotulos-%	-4,7 %	-8,2 %	-11,0 %	-1,4 %	-1,3 %	-5,3 %	4,2 %	4,3 %	3,3 %	2,8 %	3,6 %	4,7 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	134	134	0 %	163	165	1 %	182	184	1 %
Käyttökate	13,1	13,1	0 %	18,7	19,0	2 %	21,2	21,5	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	8,5	0 %	13,5	13,8	2 %	15,8	16,1	2 %
Liikevoitto	8,4	8,4	0 %	13,5	13,8	2 %	15,8	16,1	2 %
Tulos ennen veroja	7,1	7,1	0 %	11,3	11,6	3 %	13,9	14,2	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,70	0,70	0 %	1,06	1,09	3 %	1,29	1,32	3 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	40,9	36,9	39,7	40,2	40,6
Liikearvo	12,5	11,6	11,6	11,6	11,6
Aineettomat hyödykkeet	1,1	0,8	0,8	0,9	0,9
Käyttöomaisuus	26,6	24,3	27,0	27,4	27,8
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	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	48,0	52,3	65,0	78,9	87,4
Vaihto-omaisuus	17,3	18,0	23,4	28,7	32,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	19,2	22,4	28,2	33,8	36,9
Likvidit varat	10,9	11,9	13,4	16,5	18,4
Taseen loppusumma	89,0	89,2	105	119	128

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	32,3	28,1	32,9	40,7	50,1
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	4,7	-0,7	4,1	11,9	21,3
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	24,6	26,5	26,5	26,5	26,5
Vähemmistöosuus	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	10,3	9,7	17,6	17,1	14,8
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	8,8	8,2	16,2	15,7	13,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lyhytaikaiset velat	46,4	51,5	54,2	61,3	63,1
Korolliset velat	21,6	26,1	19,3	18,5	15,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	24,8	25,4	34,9	42,8	48,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	89,0	89,2	105	119	128

Sijoitusprofiili

- 1 Pultruusiovalmistuksen suurimpia toimijoita
- 2 Suotuisat kasvunäkymät erityisesti energiainvestointien vauhdittamina
- 3 Tehtyjen strategisten toimenpiteiden ja operatiivisen vivun pitäisi mahdollistaa marginaalin nousun liikevaihdon kasvaessa
- 4 Investointivetoisen kysynnän tuoma syklisyys, vaikka megatrendit tukevat kysyntänäkymiä
- 5 Pultruusio on niche-teknologia hyvässä ja pahassa

Potentiaali

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän alustan orgaaniselle kasvulle
- Uusien merkittävien puitesopimusten kotiuttaminen
- Käyttöasteiden nousu ja kiinteiden kulujen lasku tukevat kannattavuutta
- Tuotannon globaalin rakenteen ja suhteellisten mittakaavaetujen ulosmittaaminen uuden fokusoituneemman strategian puitteissa

Riskit

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja liiketoimintaedellytykset voivat heikentyä verrattain nopeasti, vaikka uudet puitesopimukset ovat pidentäneet tilauskannan rakennetta
- Kulurakenteen osin kiinteä perusluonne luo herkkyyttä kysynnän muutoksille
- Asiakasportfolio on suhteellisen keskittynyt
- Komposiittien suhteellisen kilpailukyvyn heikkeneminen, vaikka niillä on selkeitä hyötyjä perinteisiin materiaaleihin verrattuna

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Katsomme hinnoittelua tulospohjaisesti

Mielestämme Exeliä tulee hinnoitella etenkin tulospohjaisten kertoimien kautta. Näkemyksemme mukaan käyttökelpoisimmat kertoimet ovat P/E-kerroin sekä taserakenteen huomioon ottavat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. On kuitenkin hyvä huomata, että Intian tehtaan omistusrakenne ja sen vielä epävarma tuleva tulososuus (sis. vähemmistöosuuden arvo) vaikuttavat hieman EV-kertoimien käyttökelpoisuuteen. Toisaalta lyhyen aikavälin P/E-kertoimiin vaikuttavat huomattavasti sisäiset ei-kassavirtavaikutteiset valuuttakurssimuutokset, joita yhtiö ei erottele jatkuvassa raportoinnissa.

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

Tarkastelemme kertoimia pääosin kuluva ja seuraavan vuoden ennusteidemme kautta, sillä näkyvyys Exelin liiketoimintaan on näkemyksemme mukaan uusista monivuotisista puitesopimuksista huolimatta edelleen osin melko lyhyt. Volatiilia historiallista tuloskehitystä, loppumarkkinoiden syklisyyttä ja näiden myötä pidemmällä aikavälillä kohoavia ennusteriskejä peilaten lähivuosien kokonaistuotto-odotus ja pitkän aikavälin ennusteisiimme perustuva DCF-malli ovatkin

arvonmäärityksessä enemmän tukea antavassa roolissa.

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

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

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

- + Markkinoiden ennustetut hyvät kasvunäkymät
- + Tuloskasvunäkymä ja luottamuksen vahvistuminen kannattavuuden pitävyyteen (ml. pääoman tuotot)
- + Uudet puitesopimukset tai tilausvahvistukset, jotka parantaisivat liiketoiminnan ennustettavuutta
- + Liiketoiminnan kassavirtaprofiili sekä pääoman tuottokyky ovat arviomme mukaan kohtuullisen hyvät etenkin vauhdikkaamman kasvuvaiheen tasaannuttua
- Kysyntäajurit ovat osin investointivetoisia, mikä altistaa yhtiön liikevaihtoa ja tulostasoa suhdannevaihteluille
- Historialliset tulospettymykset ja tulostason vaihtelut
- Kestävien kilpailuetujen rakentaminen toimialalla on erittäin vaikeaa
- Yhtiön pieni kokoluokka

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	135	132	126
P/E (oik.)	22,5	14,4	11,8
P/E	23,0	14,4	11,8
P/B	3,4	2,7	2,2
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	10,3	7,0	5,9
EV/EBIT (oik.)	15,9	9,6	7,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	22,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

Hyväksyttävä arvostustaso

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

Mielestämme samalla on hyvä huomata, että Exel on historiassa kamppailut loppumarkkinoiden syklisyyden ja volatiilin tuloskehityksen kanssa, mikä on myös välillä heijastunut kertoimia nostavasti tulosparannusodotusten jäätyä piippuun. Viime kvartaalien lupaavista merkeistä huolimatta yhtiölle ei ole myöskään ehtinyt vielä kertyä pidempiaikaisia näyttöjä tulostason ja/tai pääoman tuottojen kestävästä noususta historiallisten tasojen yläpuolelle. Kokonaisuutta peilaten näemmekin historiallisen arvostuksen toimivan edelleen melko hyvänä selkänäjänä arvostukselle.

Edellä mainittuja tekijöitä sekä nykyisiä korkotasoja heijastellen pidämme osakkeen hyväksyttävänä kertoimina tällä hetkellä P/E-kerrointa 11x–15x (aik. 10x–14x) ja EV/EBIT-kerrointa 8x–12x. Nähdäksemme arvostusta tukevat H1'26-tulos, joka vahvisti luottamusta yhtiön potentiaaliin, sekä vahva tilauskanta, Suzlon-sopimus ja pääosin hyvä markkinatilanne. Näitä ja ennustamaamme vahvaa tuloskasvua peilaten osaketta on mielestämme perusteltua arvottaa haarukoiden keskivälin ja ylälaidan väliin lyhyellä aikavälillä. Samanaikaisesti absoluuttisten kerroinhaarukoiden nousua rajaa mielestämme vielä alkuvaiheessa ja

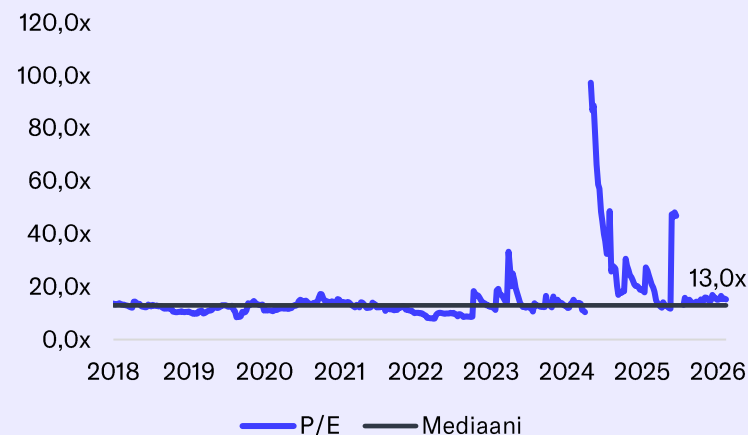
epävarmuutta sisältävä kasvuvaihe (sis. Intian tehtaan voimakkaampi kaupallinen ylösajo). Huomautamme myös, että odotamme yhtiön kassavirran jäävän lähivuosina tuloksen alapuolelle voimakkaan kasvun sitoessa käyttöpääomaa. Nykyisellään näkisimme haarukoissa kuitenkin edelleen lievää nousuvaraa kasvu- ja kannattavuusnäyttöjen (ml. pääoman tuotto) kertyessä.

Yli ajan katsottuna määrittämämme arvostustasot eivät ole lukittuja, vaan niissä on liikkumavaraa sekä operatiivisten ja strategisten kehitysaskelten että riskitason muutosten (mm. asiakas-/sovelluskannan mahdollinen laajeneminen/keskittyminen, tilauskannan lyheneminen/pidentyminen) huomioimiselle. Myös tuloskasvuvauhdilla ja korko-odotusten tasolla on selvä rooli hyväksyttävän arvostuksen muodostumisessa.

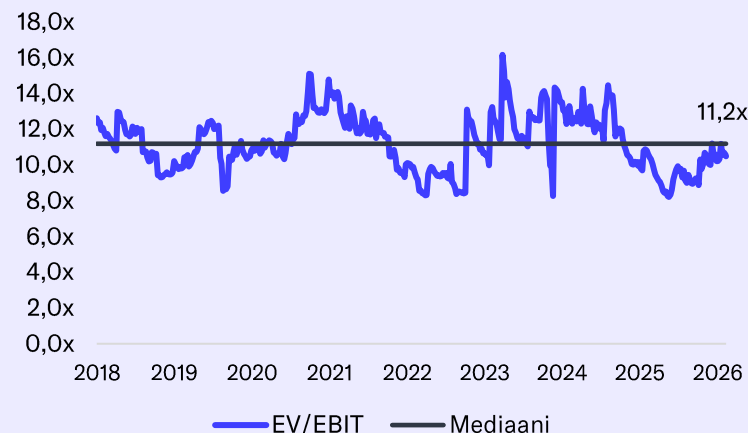
Absoluuttiset kertoimet

Ennusteillamme Exelin P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat 23x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 16x ja vajaat 10x. Osakkeen arvostuskuva onkin tälle vuodelle selvästi koholla (ml. EV/EBITDA ~10x) neutraalina pitämiimme haarukoihin verrattuna. Vahvan tilauskannan, edenneen kannattavuuskäanteen ja vahvistuneiden tuloskasvuedellytysten myötä arvostusta on mielestämme kuitenkin perusteltua katsoa jo vahvemmin ensi vuoteen. Nähdäksemme arvostus kääntyy houkuttelevaksi ensi vuoteen katsottuna erityisesti EV-pohjaisilla kertoimilla, kunhan reipas tuloskasvu realisoituu edes osapuilleen ennusteidemme mukaisesti. Koska strategian toteutus on toistaiseksi edennyt yhtiön tavoitteiden mukaisesti, tähän potentiaaliin on mielestämme edellytyksiä nojata.

Exelin historiallinen 12kk FW P/E-kerroin



Exelin historiallinen 12kk FW EV/EBIT-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Merkittävimmät ennusteriskit liittyvät nähdäksemme investointivetoisen kysynnän lisäksi Exelin Intian tehtaan volyymikasvun kulmakertoimeen (sis. wallet sharen kehitys), tehtaan kannattavuuskehitykseen sekä suurempien puitesopimusten toimitusten ajoituksiin.

Tuloskasvun keskeistä roolia tuotto-odotuksen taustalla indikoi myös osakkeen arvostus edellisen 12 kuukauden tuloksella. Toteutuneella tuloksella arvostus onkin mielestämme huomattavan korkea (H1'26 LTM oik. EV/EBIT 23x), minkä myötä osakkeeseen on nykyisellään ladattu odotuksia reippaan tuloskasvun jatkumisesta. Vaikka näemme tämän perusteltuna, korostaa tämä kuitenkin tuloskasvun realisoitumisen tärkeyttä osakkeen kehityksen kannalta.

Osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Yhtiön strategista kehitysvaihetta sekä onnistunutta strategian toteutusta peilaten mielestämme keskipitkän aikavälin potentiaalia on myös syytä hahmotella. Olemmekin arvioineet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen ja vuoden 2029 tulosennusteidemme kautta. Mielestämme Exelin liiketoimintoja voitaisiin vuoden 2028 lopussa arvostaa eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella 13x–15x ja EV/EBIT-kertoimella 10x–12x, mikäli yhtiön kehitys olisi edennyt jokseenkin odotustemme mukaisesti. Arvostukseen vaikuttaisivat luonnollisesti kuitenkin muun muassa senhetkiset tuloskasvunäkymät sekä tuottovaatimus (mm. yleinen korkonäkymä).

Tätä ja nykyisiä ennusteitamme peilaten nykyliiketoiminnot voitaisiin hinnoitella vuoden 2028 lopussa arviomme mukaan karkeasti 20,8–24,7 euroon osakkeelta. Nykyisellä 15,65 euron osakekurssilla vuosittainen tuotto-odotus asettuisi arviomme mukaan

keskimäärin noin 18 %:iin. Sen sijaan osingosta emme odota tulevan tukea tuotto-odotukselle nykyisellään. Tätä kautta katsottuna vuosituo-otto-odotus nousisi myös selvästi yli käyttämämme 10,5 %:n oman pääoman kustannuksen.

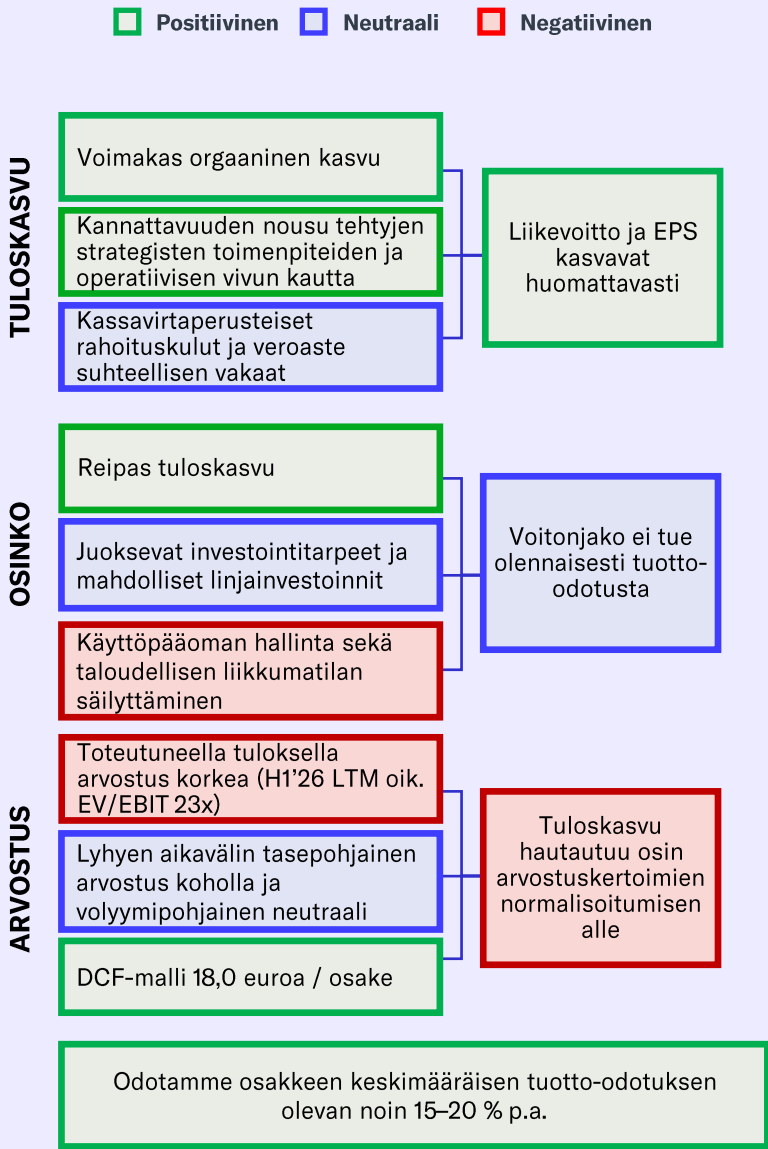
Aikaisemmin esiin nostamamme liiketoimintaan edelleen osin rakenteellisesti liittyvän lyhyen näkyvyyden ja strategisen kehitysvaiheen takia emme kuitenkaan nojaa näkemyksessämme vahvasti lähivuosien kokonaistuotto-odotukseen. Huomautamme myös, että tuotto-odotusta nostaa etenkin EV-pohjainen arvostus, ja tässä vaiheessa mm. käyttöpääoman sitoutumisen määrään liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta (ts. nettovelan kehitys). Kokonaisuutena laskelma antaa kuitenkin viitteitä osakkeen tuottopotentiaalista ennusteidemme toteutuessa.

Tässä vaiheessa on mielestämme vielä hieman ennenaikaista nojata yhtiön kunnianhimoisiin taloudellisiin tavoitteisiin (2028 liikevaihto 200 MEUR; oik. EBIT-% > 10 %), sillä voimakkaampi kasvu on vasta alkuvaiheessa. Nähdäksemme on kuitenkin selvää, että tämän skenaarion toteutuessa tuotto-odotus nousisi erittäin houkuttelevaksi.

Tase- ja volyymipohjainen arvostus

Exelin tasepohjainen P/B-luku (2026e: 3,4x) on selvästi viime vuosien tason yläpuolella (2021–2025 mediaani: 1,7x). Tähän vaikuttavat arviomme mukaan viime vuosien tappiolliset tulokset, vuoden 2024 merkintäoikeusanti sekä viime aikoina nousseet tuloskasvuodotukset. Sen sijaan kauemmas historiaan suhteutettuna arvostus näyttäytyy hieman neutraalimpana (P/B 2012–2021 mediaani 2,6x).

Osaketuoton ajurit H1'26 LTM–2028e



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Nykyinen tasearvostus alkaa olla myös absoluuttisesti melko korkea, eikä arvostus saa tukea myöskään viime vuosien oman pääoman tuotoista tappiollisia tuloksia peilaten. Samanaikaisesti odotamme yhtiön taseen vahvistuvan ja tasepohjaisen arvostuksen laskevan voimakkaan tulokasvun myötä verrattain nopeasti lähivuosina ja myös pääoman tuottojen nousevan selvästi tuottovaatimuksen yläpuolelle (2026e–28e ROE-%: 16–21 %). Siten emme näe lyhyen aikavälin tasepohjaisen arvostuksen vielä toimivan esteenä, mutta indikoivan niin ikään osakkeeseen jo ladattuja tulokasvuodotuksia ja -vaateita.

Puolestaan nykyennusteidemme mukaiset EV/S-kertoimet ovat lähivuosille noin 0,7–1,0x, joita ei voi pitää absoluuttisesti vielä huomattavan korkeina. Tasot ovat myös jokseenkin linjassa keskipitkän aikavälin historiaan suhteutettuna. Mielestämme volyymipohjainenkaan arvostus ei kuitenkaan toimi osakkeen ajurina ilman konkretisoituvaa tulokasvua ja pääoman tuottojen nousua.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Olemme määrittäneet Exelin arvoa myös kassavirtapohjaisella mallilla (DCF). Yhtiön volatiilista historiasta ja nykyisestä strategisesta kehitysvaiheesta johtuen sen pidemmän aikavälin kehityksen ennustaminen on melko vaikeaa, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. Lisäksi DCF on herkkä siihen asetetuille parametreille, etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin mielestämme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän

konservatiivisia arvioita, mitä mukaillen näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin potentiaalin tarkastelulle.

Mallimme pohjautuu aiemmin Ennusteet-kappaleessa läpikäymiimme ennusteisiin. Terminaalivaiheen kasvun olemme asettaneet 2 %:iin ja liikevoittomarginaalin 7,0 %:iin. Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 9,0 % ja CoE 10,5 %) on arviomme mukaan karkeasti pörssin mediaanitasolla. WACCia laskee nähdäksemme etenkin Exelin historiallisestikin erittäin olennaisena rahoituskanavana käyttämän lyhytaikaisen velan (mm. yrittäjäkannat) osuus ja tähän mennessä kohtuullinen hinta. Olennaista laskuvaraa tuottovaatimuksessa emme kuitenkaan näe lyhyellä aikavälillä nykytasolta nykyisellä liiketoimintamallilla tai yhtiön kokoluokalla ilman korkojen selkeämpää laskua.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 18,0 euroa ja vastaavasti terminaalijakson painoarvo kassavirtojen jakaumasta on nähdäksemme kohtuullisella tasolla 54 %:ssa. Siten myös DCF-laskelmamme tukee muiden menetelmien kuvaa osakkeen arvostuksesta. Samalla nykyennusteemme ovat koko ennustejakson osalta esimerkiksi yhtiön marginaalitavoitteen alapuolella, mitä vasten ennusteiden ylittäminenkään ei ole mahdotonta.

Arvostuksen yhteenveto

Mielestämme osakkeen nykyinen hinnoittelu on kohtuullisen järkevällä tasolla useammastakin kulmasta tarkasteltuna. Samalla osakkeeseen on ladattu jo selkeitä tulokasvuodotuksia, mikä on mielestämme

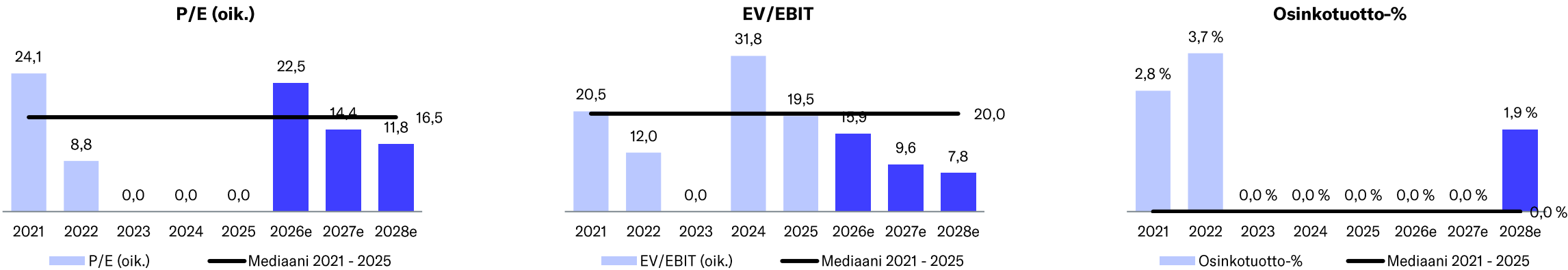
kuitenkin hyvin perusteltua strateginen kehitysvaihe sekä tähänastiset näytöt huomioiden. Näemmekin voimakkaaseen tulokasvuun nojaavan riskikorjatun tuotto-odotuksen kipuavan vielä riittävän houkuttelevaksi. Tätä peilaten toistamme osakkeen lisää-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 17,5 €) pieniä positiivisia ennustetarkistuksia heijastellen.

Arvioimme Exelin osakkeen käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 15–20 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu lähivuosien ennusteisiimme, soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin sekä kassavirtamalliin. Keskeisimpinä ajureina käyvälle arvolle pidämme odotuksiamme ripeämpää tulokasvua ja/tai useampia uusia monivuotisia sitovia puitesopimuksia, jotka parantaisivat yhtiön ennustettavuutta. Näistä jälkimmäinen voisi heijastua myös hieman laskevasti osakkeen tuottovaatimukseen.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	7,10	5,42	2,54	0,32	0,45	15,7	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9	106,7	106,7	7,12	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	84	64	30	34	48	111	111	111	111
Yritysarvo (EV)	124	97	63	54	71	135	132	126	120
P/E (oik.)	24,1	8,8	neg.	neg.	neg.	22,5	14,4	11,8	10,8
P/E	50,9	28,1	neg.	neg.	neg.	23,0	14,4	11,8	10,8
P/B	2,8	2,2	1,7	1,1	1,7	3,4	2,7	2,2	1,9
P/S	0,6	0,5	0,3	0,3	0,5	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,5	0,7	1,0	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,3	6,7	15,6	12,7	9,9	10,3	7,0	5,9	5,3
EV/EBIT (oik.)	20,5	12,0	neg.	31,8	19,5	15,9	9,6	7,8	7,0
Osinko/tulos (%)	143,3 %	103,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	22,7 %	31,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	2,9 %

Lähde: Inderes

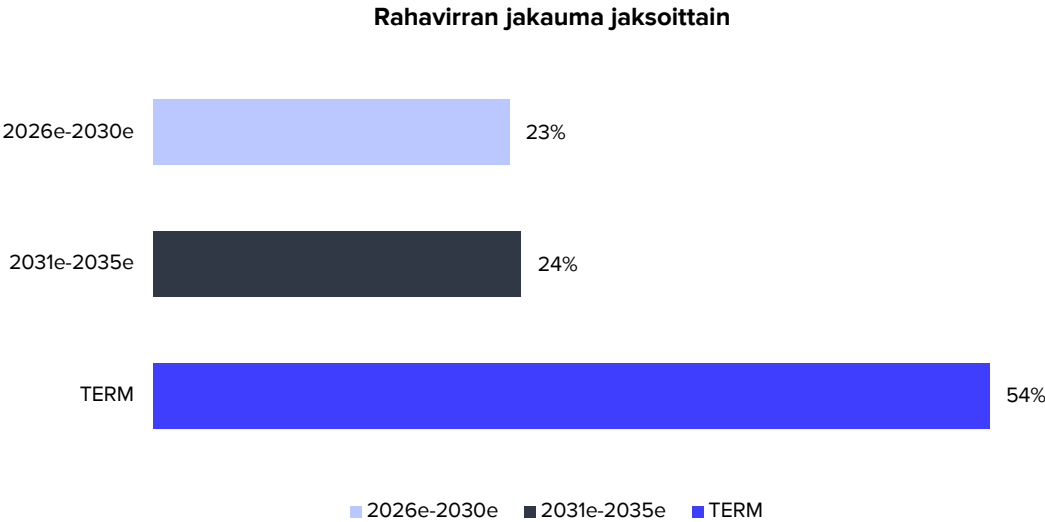


DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	30,2 %	22,6 %	12,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,1 %	6,2 %	8,4 %	8,7 %	8,9 %	9,0 %	8,7 %	8,4 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	2,2	8,4	13,8	16,1	17,2	18,3	18,6	18,7	18,4	16,6	16,9	
+ Kokonaispoistot	4,9	4,7	5,2	5,4	5,6	6,1	6,2	6,4	6,6	6,8	6,8	
- Maksetut verot	-0,5	-2,1	-2,7	-3,4	-3,8	-4,1	-4,4	-4,5	-4,4	-4,0	-4,1	
- verot rahoituskuluista	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,6	-1,6	-2,9	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	0,1	0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	4,4	9,0	12,9	16,2	18,1	19,4	20,0	20,3	20,6	19,7	19,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,9	-7,6	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7	-6,9	-7,0	-6,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,6	1,4	7,2	10,4	12,0	13,2	13,6	13,6	13,8	12,7	12,3	
+/- Muut	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	1,4	7,2	10,4	12,0	13,2	13,6	13,6	13,8	12,7	12,3	180
Diskontattu vapaa kassavirta		1,4	6,5	8,6	9,1	9,2	8,7	8,0	7,4	6,3	5,6	81,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		152	151	144	136	127	118	109	101	93,5	87,2	81,7
Velaton arvo DCF		152										
- Korolliset velat		-34,4										
+ Rahavarat		11,9										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-2,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		128										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,0										

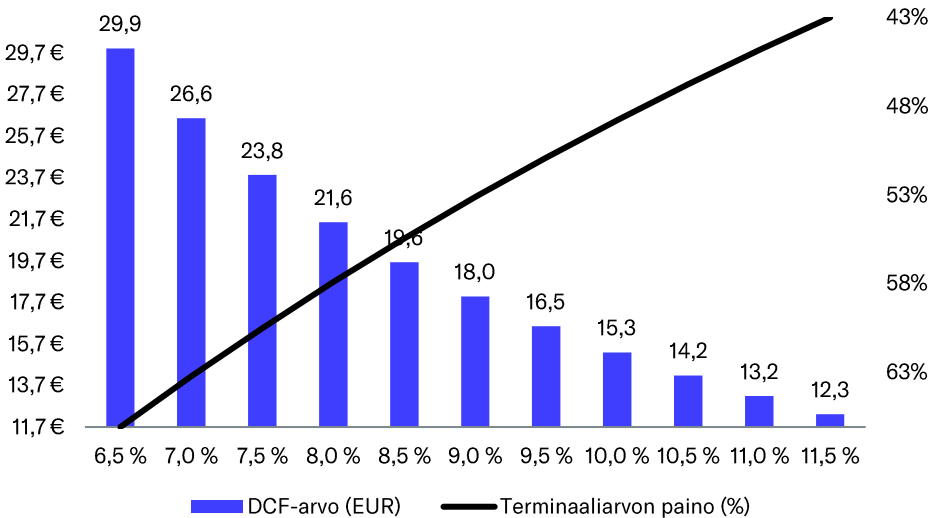
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,30 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

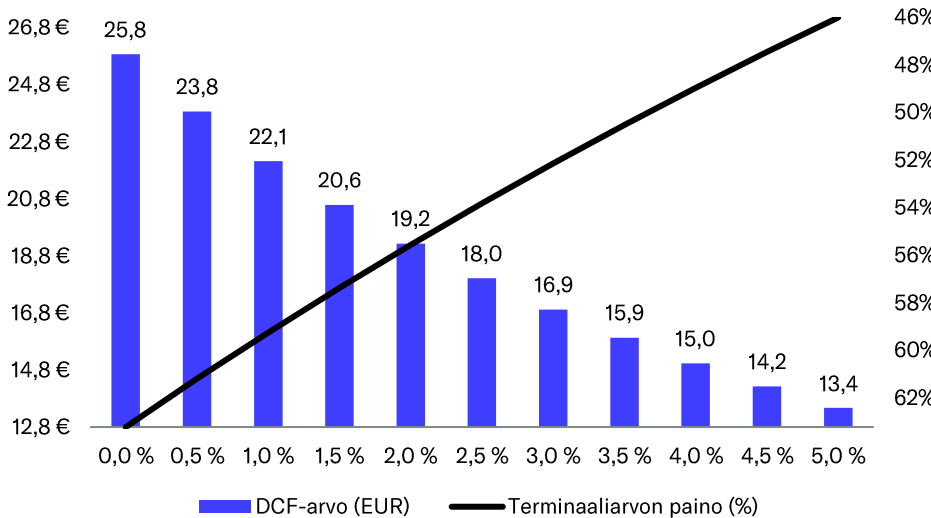


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

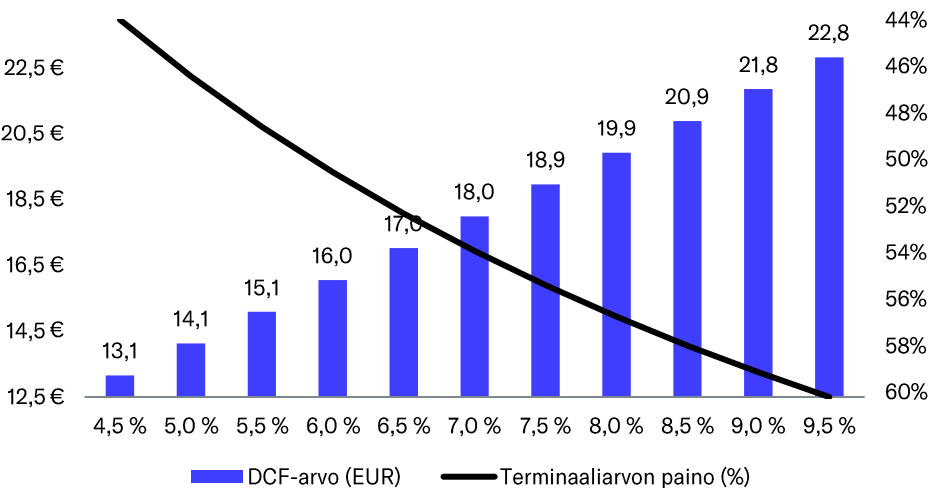
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



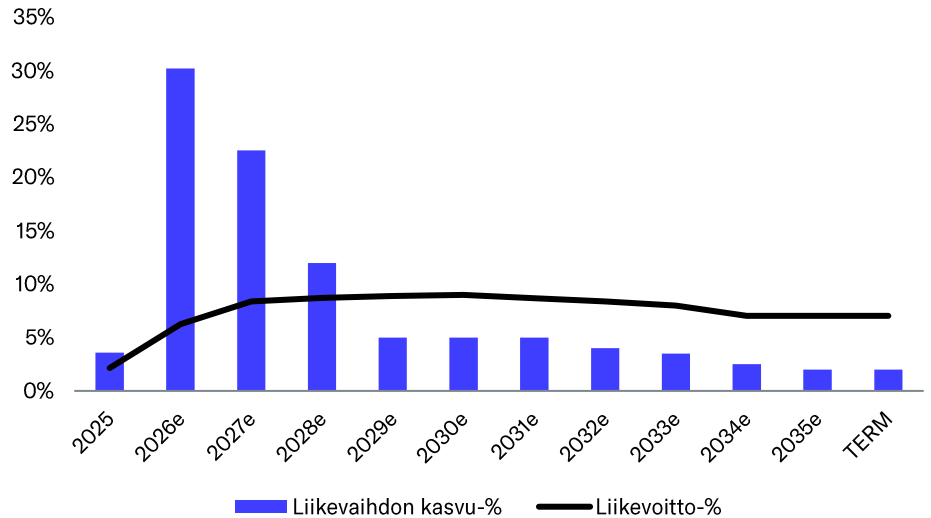
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	96,8	99,6	103,2	134,4	164,7	EPS (raportoitu)	-0,77	-0,04	-0,05	0,68	1,09
Käyttökate	3,8	4,2	7,1	13,1	19,0	EPS (oikaistu)	-0,56	0,00	-0,04	0,70	1,09
Liikevoitto	-4,9	-2,9	2,2	8,4	13,8	Operat. Kassavirta / osake	0,59	0,04	0,04	1,26	1,81
Voitto ennen veroja	-8,3	-3,8	-5,7	7,1	11,6	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,46	-0,05	0,01	0,20	1,02
Nettovoitto	-9,1	-4,7	-5,5	4,8	7,8	Omapääoma / osake	1,47	0,30	0,26	4,61	5,70
Kertaluontoiset erät	-2,4	-4,6	-1,4	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	85,0	89,0	89,2	104,8	119,0	Liikevaihdon kasvu-%	-29 %	3 %	4 %	30 %	23 %
Oma pääoma	17,7	32,3	28,1	32,9	40,7	Käyttökatteen kasvu-%	-62 %	11 %	68 %	84 %	45 %
Liikearvo	12,6	12,5	11,6	11,6	11,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-130 %	170 %	113 %	135 %	61 %
Nettovelat	32,8	19,5	22,4	22,0	17,7	EPS oik. kasvu-%	-192 %	100 %	-5824 %	1749 %	57 %
						Käyttökate-%	4,0 %	4,3 %	6,9 %	9,8 %	11,5 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	-2,5 %	1,7 %	3,5 %	6,4 %	8,4 %
Käyttökate	3,8	4,2	7,1	13,1	19,0	Liikevoitto-%	-5,0 %	-2,9 %	2,1 %	6,2 %	8,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,9	0,1	-2,6	-1,6	-2,9	ROE-%	-38,5 %	-19,0 %	-18,5 %	16,0 %	21,2 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	3,9	4,4	9,0	12,9	ROI-%	-6,9 %	-4,6 %	3,6 %	12,9 %	19,3 %
Investoinnit	-1,6	-8,8	-0,9	-7,6	-5,7	Omavaraisuusaste	20,9 %	36,4 %	31,5 %	31,4 %	34,2 %
Vapaa kassavirta	5,5	-5,1	1,2	1,4	7,2	Nettovelkaantumisaste	185,7 %	60,3 %	79,8 %	66,9 %	43,4 %
						Nettovelka/käyttökate	8,6	4,6	3,1	1,7	0,9
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e	EBITDA/nettorahoituskulut	1,1	4,6	0,9	10,3	8,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,7	1,0	0,8						
EV/EBITDA	15,6	12,7	9,9	10,3	7,0						
EV/EBIT (oik.)	neg.	31,8	19,5	15,9	9,6						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	22,5	14,4						
P/B	1,7	1,1	1,7	3,4	2,7						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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
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 €
Analyttikko vaihtuu			
21.7.2022	Lisää	7,00 €	6,58 €
28.9.2022	Lisää	6,00 €	5,30 €
4.11.2022	Lisää	6,00 €	5,20 €
15.2.2023	Lisää	6,00 €	5,32 €
20.2.2023	Lisää	6,00 €	5,10 €
3.5.2023	Lisää	4,50 €	4,05 €
21.8.2023	Vähennä	3,50 €	3,38 €
19.10.2023	Myy	2,50 €	3,04 €
6.11.2023	Vähennä	2,50 €	2,67 €
19.2.2024	Vähennä	2,20 €	2,29 €
26.4.2024	Vähennä	1,60 €	1,74 €
20.5.2024	Vähennä	0,38 €	1,62 €
12.6.2024	Lisää	0,38 €	0,33 €
16.8.2024	Lisää	0,38 €	0,32 €
8.10.2024	Vähennä	0,38 €	0,39 €
1.11.2024	Vähennä	0,35 €	0,35 €
7.2.2025	Vähennä	0,35 €	0,32 €
14.2.2025	Vähennä	0,35 €	0,36 €
9.5.2025	Vähennä	0,38 €	0,40 €
12.8.2025	Lisää	0,43 €	0,38 €
4.11.2025	Lisää	0,43 €	0,36 €
7.11.2025	Lisää	0,45 €	0,40 €
9.2.2026	Vähennä	0,55 €	0,56 €
16.2.2026	Vähennä	0,55 €	0,56 €
Osakkeiden yhdistäminen 15:1			
7.5.2026	Lisää	10,50 €	9,26 €
17.8.2026	Lisää	15,00 €	13,45 €
25.9.2026	Lisää	17,50 €	15,70 €
9.10.2026	Lisää	18,00 €	15,65 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**