

Exel Composites

Yhtiöraportti

3/2018

inde
res.

Kasvupolku näyttää löytyneen

Toistamme Exelin 7,50 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Exel on kapeaan niche-markkinaan keskittynyt kasvuyhtiö

Exel on keskittynyt kehittämään, valmistamaan ja myymään etenkin pultruusioteknologialla valmistettuja lasi- ja hiilikuitukomposiitteja teollisuuteen ja rakennussektorille. Komposiittien etuja ovat keveys, jäykkyys ja huoltovapaus, mikä pitää komposiittien elinkaarikustannukset monissa tapauksissa kilpailevia materiaaleja (esim. teräs, alumiini muovi) edullisempina. Exelille relevantti markkina on arviolta noin 2,5 miljardin euron kokoinen, mikä on kapea niche komposiittimarkkinoilla ja etenkin koko materiaalmarkkinoilla. Komposiittien kasvupotentiaali on niiden kestävien kilpailuetujen takia hyvä ja pultruusiokomposiittien kysynnän ennustetaan kasvavan BKT:tä nopeammin kaikilla markkinoilla. Kilpailullisesti markkina on erittäin hajanainen, sillä Exel on 3-4 %:n markkinaosuudellaan maailman suurimpia yhtiötä segmentissään ja toimialalla toimii lukuisia pieniä ja paikallisia valmistajia. Exelin vuoteen 2020 ulottuvan strategian keskeisenä ajatuksena on hyödyntää tämä kasvupotentiaali, minkä onnistumisen suhteen keskeisiä asioita ovat mielestämme laatuun ja tuotekehitykseen panostaminen, kasvun kiihdyttäminen Kiinassa, uudet sovellukset, uudet teknologiat ja yritysostot. Näiden painopiste-alueiden kautta yhtiö pyrkii hankkimaan uusia volyymiasiakkaita ja keskittämään asiakasportfoliota, mikä tehostaisi myös tuotantoa. Arviomme mukaan strategia vastaa Exelin finanssikriisin jälkeisiin kasvuhaasteisiin ja toteutuksen onnistuessa näemme siinä merkittävää arvonluontipotentiaalia. Vuosi 2017 oli strategian kannalta lupaava, sillä yhtiö saavutti vahvan 18 %:n liikevaihdon kasvun ajamana merkittävän tulosparran, kun kasvu skaalautui yhtiön suhteellisen kiinteään kulurakenteeseen.

Odotamme yhtiön pysyvän lähivuosina selvällä tulokasvukäyrällä liikevaihdon kasvun ajamana

Houkuttelevaa markkinan kasvukuvaa ja marginaalipotentiaalia heijastellen Exelillä on aggressiiviset kasvu- ja kannattavuustavoitteet (vähintään 2x markkinakasvu ja yli 10 %:n EBIT-%), joita pidämme kuitenkin yhtiötä ympäröivät fundamentit huomioiden realistisina. Tällä hetkellä markkina on myös syklisesti suotuisassa vaiheessa, sillä Euroopan (noin 75 % liikevaihdosta) talouden kiihdytys ja Kiinan vakaana pysynyt taloustilanne ovat tukeneet Exelin pääosin investointi- ja projektivetoisiin loppu-käyttöihin menevien tuotteiden kysyntää. Siten ennustamme Exelin liikevaihdon kasvavan vuosina 2018-2020 keskimäärin 5,3 % p.a. Keskimääräisen liikeluokituksen kasvun odotamme olevan 17 %, kun liikevaihdon kasvu nostaa kannattavuutta kohti tavoitetasoa. Exelin pääriskejä mielestämme ovat markkinariskit, suuret yksittäiset asiakkaat, teknologiariskit sekä liikevaihdon suuri Eurooppa-paino.

Tuotto-odotuksen realisoituminen vaatii tulokasvua

Exelin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Kertoimet ovat alle markkinoiden Exelille historiallisesti hyväksymän korkeahkon arvostustason. Lisäksi tuotto-odotukselle selkänöjaa antavat lähivuosien noin 5 %:n osinkotuotot, joten pidämme tuotto-odotusta kokonaisuutena yhä houkuttelevana. Ilman tulokasvua osakkeessa ei kuitenkaan ole nousuvaraa ja toisaalta myös riskit ovat koholla, sillä ennusteiden pettäessä tase- ja volyymipohjainen arvostus ei anna tukitasoja osakkeelle. DCF-malli ja suhteellinen arvostus tukevat näkemystämme Exelin positiivisesta tuotto-odotuksesta 12 kk tähtäimellä.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

7,50 EUR

Edellinen: 7,50



Osakekurssi: 6,60 EUR

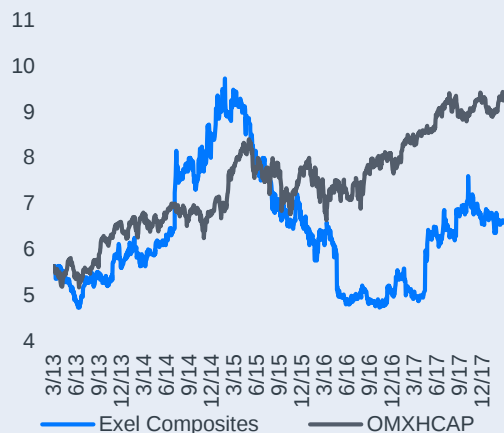
Potentiaali: 13,6 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	86,3	93,0	97,7
Kasvu-%	18,0 %	7,9 %	5,0 %
EBIT (oik.)	6,3	7,9	8,8
EBIT-% (oik.)	7,3 %	8,5 %	9,0 %
Tulos ennen veroja	5,4	7,4	8,4
Nettotulos	4,2	5,4	6,1
EPS (oik.)	0,36	0,46	0,51
Osinko	0,30	0,32	0,34
Jakosuhde	4,6 %	4,8 %	5,2 %
P/E	18,2	14,5	12,9
P/B	2,7	2,6	2,4
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/S	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	9,1	7,5	6,8
EV/EBIT	13,8	10,9	9,6
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,8 %	5,2 %

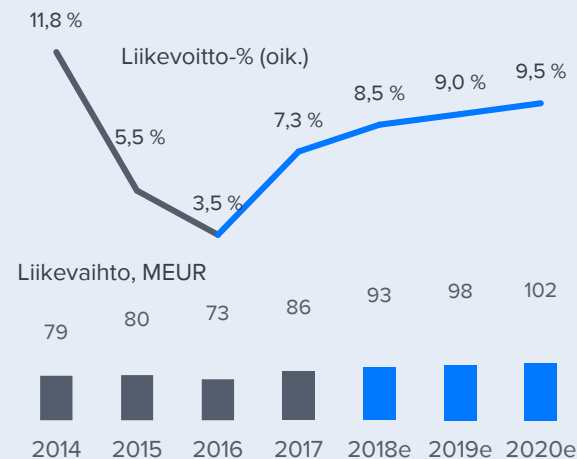
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



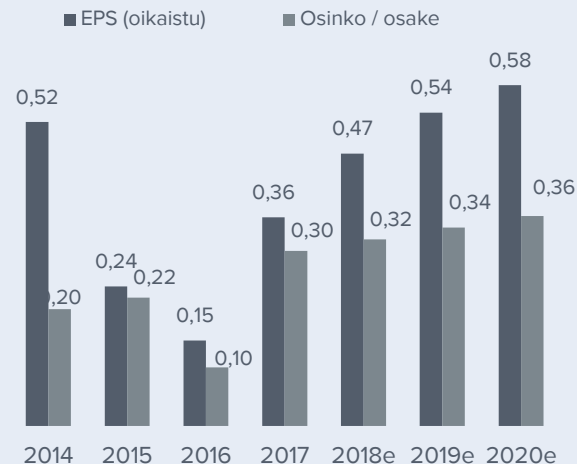
Lähde: ThomsonReuters

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes, Exel

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

15x

2018e

EV/EBITDA

8x

2018e

P/B

2,6x

2018e

Osinko-%

5 %

2018e



Arvoajurit

- Kasvava komposiitti-markkina tarjoaa hyvän kasvualustan
- Kannattavuus ei ole vielä potentiaalissaan
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Arvostuskertoimissa on lievää nousuvaraa, jos kasvuyhtiöprofiili vakautuu



Riskitekijät

- Markkinariskit syklisen kysynnän ja ison Eurooppa-painon takia
- Kulurakenne on varsin kiinteä
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Kasvun epäonnistuminen painaisi hyväksyttäviä kertoimia



Arvostus

- Vuoden 2018 kertomilla osake on melko neutraalisti hinnoiteltu
- Tuloskasvu laskee kertoimet houkutteleviksi 2019-2020
- Lähivuosien 4-5 %:n osinkotuotot antavat hyvää taustatukea tuotto-odotukselle

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 10-11
Liiketoimintamalli	s. 12-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-20
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 21-24
Taloudellinen tilanne	s. 25-26
Ennusteet	s. 27-28
Arvonmääritys ja suositus	s. 29-35
Taulukot	s. 36-37
Vastuuvapauslauseke	s. 38

Yhtiöesittely (1/2)

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Exel Composites on maailman johtavia komposiittiyhtiöitä, joka suunnittelee, valmistaa ja markkinoi vaativia hiili- ja lasikuituun pohjautuvia komposiittituotteita ja -ratkaisuja pääosin teollisiin ja rakentamiseen liittyviin loppukäyttöihin. Komposiitit ovat muoveja, joita on vahvistettu kuiduilla. Exel on keskittynyt toistaiseksi etenkin pultruusioteknologialla valmistettuihin komposiittituotteisiin, joissa yhtiö on myös globaali markkinajohtaja. Pultruusiokomposiitit ovat niche-segmentti komposiittimarkkinoilla, joka on taas kapea niche valtavilla materiaali-markkinoilla. Näin ollen Exel on keskittynyt tarjoamaan varsin erikoistunutta ja myös erittäin räätälöityä tuotevalikoimaa vaativiin sovelluksiin.

Exel on vahvasti Eurooppa-vetoinen yhtiö, sillä sen myynnistä lähes 75 % kertyy Euroopasta, kun taas loppuista reilut noin 20 % tulee Aasiasta. Tuotantolaitoksia Exelillä on Suomen lisäksi Belgiassa, Saksassa, Itävallassa, Isossa-Britanniassa ja Kiinassa. Konsernissa työskenteli vuoden 2017 lopussa noin 568 henkilöä. Exel on listattuna Helsingin Pörssin päälistalle ja yhtiön kaupankäyntitunnus on EXL1V.

Liiketoimintarakenne

15 tytäryhtiöstä ja emoyhtiöstä (emoyhtiö omistaa tytäryhtiöistä 100 %) koostuva Exel Composites -konserni raportoi taloudellisen tuloksen vain konsernitason. Liikevaihtonsa Exel raportoi lisäksi kolmeen segmenttiin jaettuna. Ne ovat:

1. **Teolliset sovellukset** ovat suurin Exelin komposiittien loppuasiakassegmentti.

Kyseessä on myös keskimäärin pienistä osista koostuva yläsegmentin asiakassektori, jossa tuotteiden laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita. Tärkeimpiä asiakassektoreita teollisuuden sovelluksissa ovat sellu- ja paperi-, sähkö-, kuljetusvälineteollisuus sekä koneenrakennus ja telekommunikaatio. Näiltä investointivetoisilta (ts. syklisiltä) teollisuussektoreilta Exelin myynnistä kertyi viime vuonna 56 %.

2. **Rakentaminen ja infrastruktuuri** on toiseksi suurin asiakassektori, joka toi vuoden 2017 myynnistä 25 %. Tämä sektori käsittää muun muassa rakennuksille ja energia-teollisuuteen toimitettavat komposiittituotteet. Myös tämän asiakassektorin myynti on valtaosin projektivetoista eli jossain määrin syklistä. Rakentamisen ja infrastruktuurin tuotteet painottuvat pääosin keskisegmenttiin, jossa tuotteiden vaatimustaso ei ole aivan teollisuuden sovellusten tasolla, mutta toisaalta volyymi- ja kasvupotentiaali on korkeampi.
3. **Muut sovellukset** toivat loput 19 % Exelin vuoden 2017 liikevaihdosta. Tämä segmentti käsittää arviomme mukaan myynnin esimerkiksi urheiluvälineisiin, siivous- ja kunnossapitotarvikkeisiin sekä muihin vastaaviin segmentteihin. Muissa sovelluksissa ainakin osa loppukysynnästä on kuluttajavetoista, joten sen kysynnän pitäisi olla hieman investointi- ja projektivetoisia asiakassegmenttejä stabiilimpaa.

Historiallinen kehitys

Exel on ollut listattuna pörssiin vuodesta 1998,

joten yhtiön historiallista kehitystä voidaan tarkastella varsin pitkällä perspektiivillä. Ennen vuosien 2008-2009 divestointeja konserniin kuuluivat nykyrakenteen lisäksi ulkoiluväline- ja salibandyliiketoiminnot, joten pörssitaipaleen alkuvuosilta nykyrakenteeseen on peilattava silloisen Teollisuus-liiketoiminnan numeroita.

Exelin liiketoiminta kasvoi vakuuttavasti vuoteen 2007 asti, sillä yhtiö onnistui kymmenessä vuodessa lähes kymmenkertaistamaan liikevaihtonsa orgaanisen kasvun ja yritysostojen kautta. Finanssikriisin jälkeen yhtiöllä on kuitenkin ollut vaikeampaa, sillä vuonna 2017 yhtiön myynti oli noin 17 % kymmenen vuoden takaista tasoa alempana noin 86 MEUR:ssa, vaikka viime vuonna myynti näytti kehittyvän vahvasti yhtiön omien toimien ja markkinan piristymisen ansiosta (2017: kasvu 18 %). Näin ollen yhtiö pääsi vuoden 2017 aikana oikealle kurssille, mikä on lupaavaa jatkoa ajatellen.

Finanssikriisin jälkeisen kokonaisuutena vaatimattoman kehityksen taustalla on ollut arviomme mukaan osin vaisu markkinakasvu, sillä kriisin jälkeinen Euroopan talouden kitulias kehitys sekä raaka-ainehintojen laskusykli rokottivat komposiittien kysyntää ennen vuoden 2016 lopulla ja 2017 alussa käynnistynyttä elpymistä. Vaisusta markkinasta huolimatta arvioimme, että yhtiö ei onnistunut täysin strategiansa toteutuksessa, sillä Exel oli (ja on osin edelleen) esimerkiksi riippuvainen tiettyjen suurien avainasiakkaiden kysynnästä. Lisäksi yhtiön strategiset valinnat ja resursointi eivät välttämättä ole tukeneet liiketoiminnan kasvattamista 2010-luvun alkupuolella.

Yhtiöesittely (2/2)

Pitkällä perspektiivillä Exelin kasvu on ollut erittäin kannattavaa, sillä teollisuusliiketoiminnan vuosien 1998-2012 keskimääräinen liikevoittomarginaali oli 13,0 %. Tämä indikoi mielestämme Exelin vahvaa markkina-asemaa ja korkean lisäarvon tuotetarjoamaa, jotka ovat antaneet yhtiölle hyvän hinnoitteluvoiman. Historiallisesti yhtiö on yltänyt myös erinomaiseen yli 20 %:n keskimääräiseen oman pääoman tuottoon, sillä Exelin liiketoiminta ei sido huomattavia pääomia pitkä- eikä lyhytaikaiseen omaisuuteen.

Viime vuodet ovat sen sijaan olleet pääosin vaikeita Exelille lukuun ottamatta suurten asiakkaiden tilapäisesti vahvan kysynnän varittamää vuotta 2014 ja kokonaisvaltaisemman elpymisen ajamaa vuotta 2017. Viime vuonna yhtiön kannattavuus nousi vuoden 2016 historiallisen heikolta tasolta (2016: oikaistu liikevoittomarginaali 3,6 %) liikevaihdon kasvun myötä 7,3 %:iin, vaikka kasvu tulikin alemman marginaaliprofiilin keskisegmentistä.

Vaikka yhtiö on vielä kaukana historiallisilta marginaalitasoilta, huomioitavaa on, että Exel on pystynyt säilyttämään myyntikatemarginaalinsa (liikevaihdon ja materiaali sekä palvelukustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) erittäin korkealla ja historiallista tasoa melko hyvin vastaavalla yli 60 %:n tasolla myös heikomman kannattavuuden vuosina. Tuotannon kustannusrakennetta paremmin kuvaavat bruttokatteet (liikevaihdon sekä hankinnan ja valmistuksen kustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) ovat arviomme mukaan myös yhä korkeita (jopa 35-40 %) etenkin suhteessa moniin muihin teollisuussektoreihin.

Siten markkinan fundamenteissa ei mielestämme ole tapahtunut rakenteellisia muutoksia. Näin ollen yhtiöllä olisi mielestämme edellytyksiä palata ainakin historiallisen kannattavuustasojen tuntumaan, jos yhtiö pystyy pitämään liikevaihtonsa kestävästi kasvu-uralla.

Yhtiö on onnistunut luomaan kohtuullisesti omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä

Listatun historiansa aikana (huom. yhtiö rakenne ei täysin vertailukelpoinen 1998-2008) Exel on tuottanut sijoittajille kurssinousua keskimäärin noin 5 % vuodessa, kun taas osingot takaisin sijoitettuna tuotto on ollut lähes 9 %. Näiden kahden luvun erotus myös osoittaa, että Exelin pitkän aikavälin tuotosta reilut puolet on tullut kurssinoususta ja hieman pienempi osa osingosta. Näin ollen osingon rooli Exelin kokonaistuotossa on ollut kasvuyhtiölle jopa yllättävänkin suuri, mikä kertoo osaltaan Exelin osinkoystävällisestä pääoman allokoinnista.

Osingot takaisin sijoitettuna Exel on ylittänyt lievästi Helsingin pörssin pitkän aikavälin tuoton, joka on ollut vastaavalla jaksolla noin 8 %. Luvut ovat kohtuullisia ja osoittavat yhtiön pystyneen luomaan tyydyttävästi omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä, mutta erityisen korkeaksi tuotto ei ole noussut syklisen kasvuyhtiön profiili huomioiden. Tuottoa laimentaa huomattavasti finanssikriisin jälkeinen liiketoiminnan vaisu kehitys, joka on pitänyt Exelin osakekurssin kaukana vuonna 2007 saavutetusta huipusta (18.7.2007 17,45 euroa per osake).

Johto ja omistajarakenne

Exelin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta

2014 lähtien DI Riku Kytömäki, jonka johdolla laadittua aggressiivista kasvustrategiaa yhtiö on toteuttanut vuodesta 2014 alkaen. Yhteensä kuusi henkilöä johtoryhmästä kahdella on takana pidempi yli 10 vuoden ura Exelissä, joten vaihtuvuus yhtiön johdossa etenkin vuosina 2013-2015 oli ripeää. Hallituksessa 5 jäsenestä vain puheenjohtaja Reima Kerttulalla on yli 5 vuoden kokemus Exelistä, kun taas loput 4 hallitusjäsentä ovat aloittaneet vuosina 2016-2017. Näemme toimivan johdon ja hallituksen keskimäärin melko tuoreen taustan lähtökohtaisesti positiivisena asiana, sillä mielestämme yhtiö on kaivannut johtoportaan uusimista yhtiön finanssikriisin jälkeen pitkään jatkuneen heikon talouskehityksen takia. Tällä hetkellä yhtiö myös etenee oikeaan suuntaan, joten nykyisen johdon ja hallituksen track-record on lähtenyt lupaavalle uralle ja mielestämme jatkuvuuden säilyttäminen yhtiön johdossa olisi mielestämme tässä vaiheessa tärkeää.

Exelin kaksi suurinta omistajaa ovat SEB AB:n ja Nordea Pankki Suomen hallintarekisterit, jotka omistavat yhtiöstä 20 % ja 16 % (voi jakautua useille omistajille). Kymmenestä suurimmasta omistajasta loput ovat yhtä yksityishenkilöä lukuun ottamatta rahastoja tai eläkeyhtiöitä, joten kasvullisia pääomistajia Exeliltä ei löydy. Kovin poikkeavana omistajarakennetta ei mielestämme voida silti pitää. Kymmenen suurimman omistajan osuus yhtiöstä on noin 60 %, mikä heijastuu väistämättä osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrään (free-float), vaikka varsinaisia ankkuriomistajia yhtiössä ei välttämättä olekaan. Tästä syystä osakkeelta pitää mielestämme vaatia toistaiseksi arvonmäärityksessä likviditeetti-premiota.

Exel Composites

Exel Composites on maailman johtava pultruusiotekniikalla valmistettujen komposiittimateriaalien tuottaja

1970-luku

Komposiittien valmistus alkaa

1998

LISTAUTUMINEN

#1-2 markkina-osuus

Pultruusiokomposiittien maailmanmarkkina

* Exel Composites

86,3 MEUR (18 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

6,3 MEUR (7,3 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2017

568

HENKILÖSTÖ 2017
LOPUSSA

8

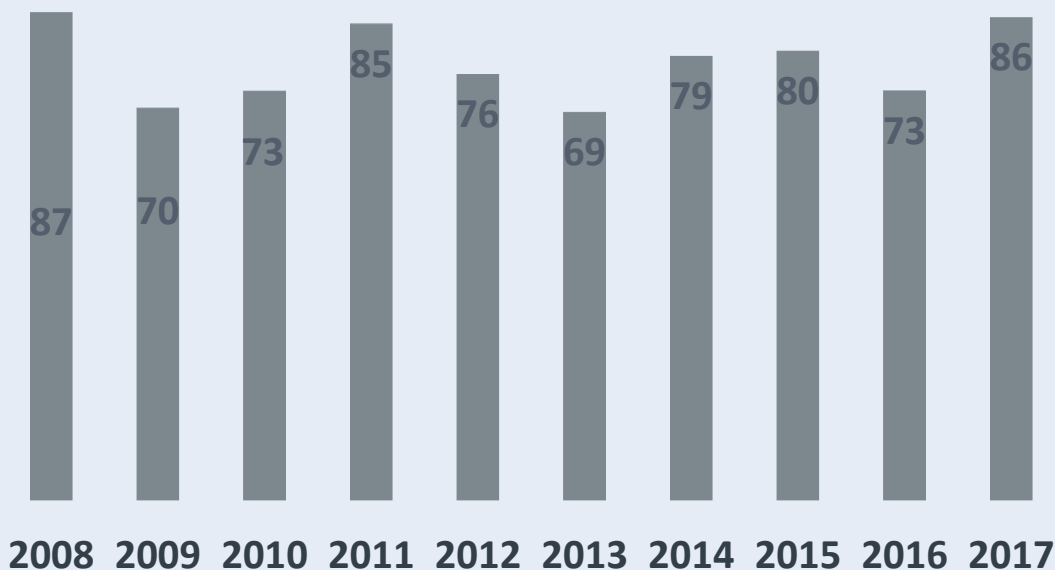
TEHDASTA 2
MANTEREELLA

Urheiluvälineistä luopuminen 2008
Vaisu kysyntä finanssikriisin ja Euroopan heikon talouskasvun takia

Finanssikriisin yli vahvana pysynyt kannattavuus rapautuu 2012-2013

Uusi CEO valitaan 9/2013
Aggressiivinen kasvu-strategian toteutus 2014-2017
Kannattavuus heikkenee yhä 2015-2016 heikon kysynnän takia, mutta trendi kääntyy liikevaihdon mukana 2017

Exelin liikevaihto 2008-2017



Exelin tyypillisiä tuotteita



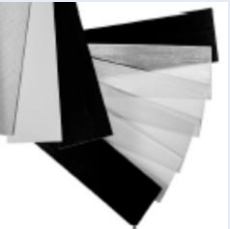
Putkituotteet

- Käyttösovelluksia: Urheiluvälineet, mittalaitteet, robotiikka, antenniputket, kevytrakenteet, puomit



Räätälöidyt/vakioprofiilit

- Käyttösovelluksia: Antennisuoja-profiilit, kulkutasot, vedenkäsittelyprofiilit ja koneenosat



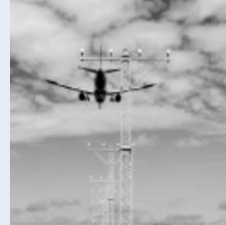
Laminaatit

- Käyttösovelluksia: Kuljetusvälineiden lattia- ja seinä rakenteet, urheiluvälineet, julkisivurakenteet, muut lattiarakenteet



Tuulivoimakomponentit

- Käyttösovelluksia: Siipien vahvisteet, siipirakenteet, generaattorien eritekomponentit



Exel-järjestelmät

- Käyttösovelluksia: Lähestymisvalomastot, säämastot, ILS-mastot, erikoismastot, teleskooppijärjestelmät ja -varret



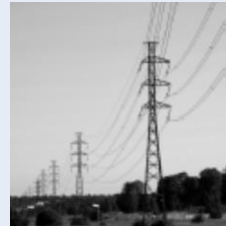
Ikkuna ja oviprofiilit

- Käyttösovelluksia: Ikkunoiden ja ovien karmit, ovien- ja liukuovien kynnysprofiilit, lämpökatkot ja jäykisteet



Kuljetusvälineiden komponentit

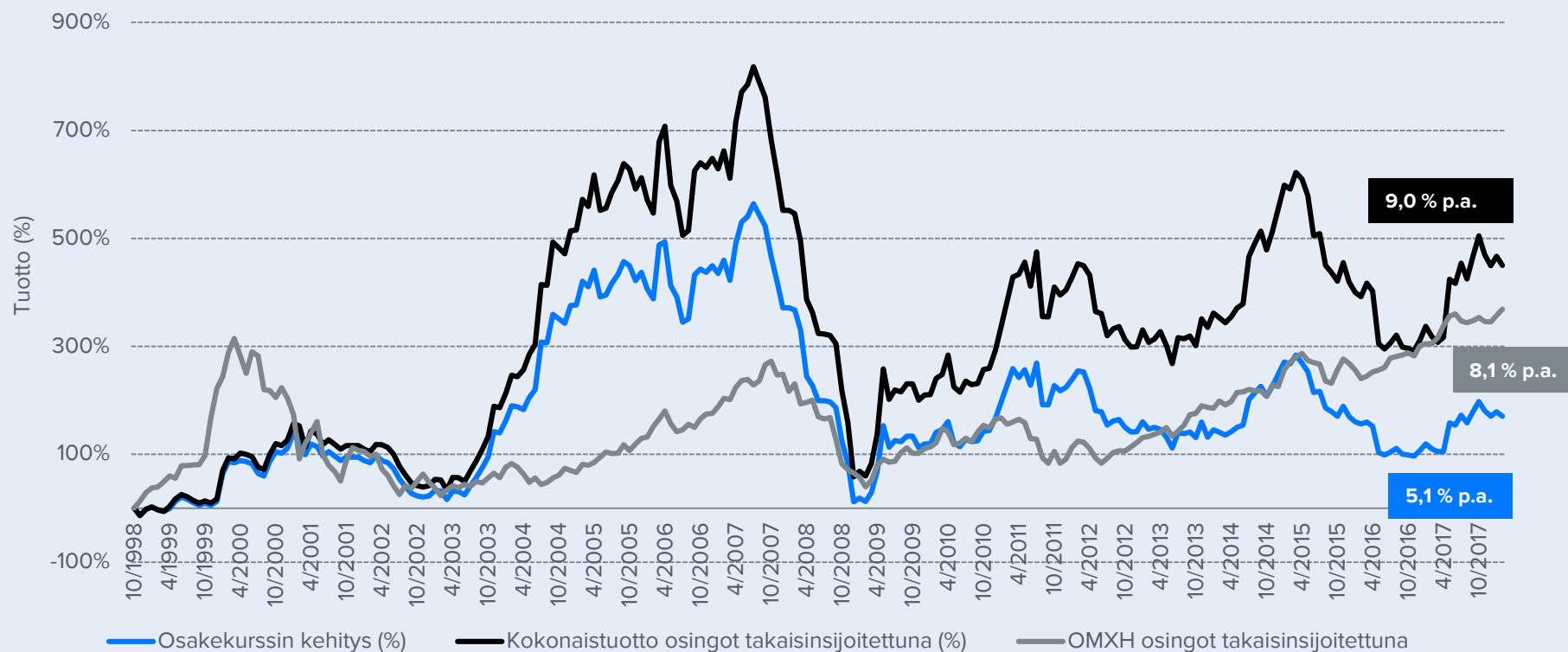
- Käyttösovelluksia: Junien, bussien, raitiovaunujen ja rekkojen ulko- ja sisäpaneelit



Sähköteollisuudet komponentit

- Käyttösovelluksia: Sähkömoottorien, muuntajien ja generaattorien eristekomponentit, eristetangot, kaapelien vahvisteet ja ytimet

Exelin pitkän aikavälin omistaja-arvon luonti



Sijoitusprofiili

Exel on kasvuyhtiö

Mielestämme Exel profiloituu kasvuyhtiöksi johtuen yhtiön markkinoiden houkuttelevasta pitkän aikavälin kasvunäkymästä. Tätä tukee myös yhtiön loppuvuodesta 2014 julkaisema strategia, jossa yhtiö nosti kasvun selvästi lyhyen aikavälin kannattavuuden edelle. Vuoden 2017 kehitys myös vahvisti yhtiön kasvuprofiilia, vaikka yhtiön track-record viime vuosilta kasvusta ei olekaan vielä erityisen vahva.

Pidämme Exelin strategista painotusta kasvuun ehdottomasti järkevänä valintana yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta, vaikka se voikin rasittaa lyhyellä tähtäimellä kannattavuutta. Tämän yhtiö on sai havaita etenkin vuosina 2015-2016, jolloin liikevaihdon lasku ja kulujen kasvu muodostivat kannattavuuden kannalta myrkyllisen yhtälön. Kasvu sitoo valmistavassa teollisuudessa myös väistämättä pääomia, mikä heijastuu yhtiön hyvästä tase-asetemasta huolimatta Exelin lyhyen aikavälin osinko-potentiaaliin. Näin ollen osinkoyhtiöksi Exeliä ei voi luokitella, vaikka yhtiö on ollut historiallisesti varsin avokätinen osingonmaksaja.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Exelin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Orgaaninen kasvu:** Komposiittimarkkinoiden kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä houkuttelevat, mikä tarjoaa Exelin arvonluonnille erinomaisen alustan. Mielestämme yhtiöllä on markkina-asemansa ja tuote-tarjontansa ansiosta edellytyksiä markkinoita nopeampaan kasvuun.
- **Kannattavuuden parantaminen:** Exel on yltänyt historiallisesti melko selvästi nykyistä

vahvempiin kannattavuustasoihin eikä toimialan fundamenteissa ole mielestämme tapahtunut muutoksia, joiden takia historiallisten kannattavuustasojen saavuttaminen ei olisi realistista. Kannattavuuden parantuminen vaatii etenkin kasvua, jonka avulla kiinteä kulurakenne skaalautuu ja toisaalta operatiivinen tehokkuus paranee.

- **Maltilliset investointitarpeet:** Exelin nykyinen tuotantoportfolio on yltänyt yli 100 MEUR:n vuosiliikevaihtoon, joten yhtiöllä on edellytyksiä kasvattaa myyntiään selvästi ainakin Euroopassa ilman merkittäviä investointeja. Arviomme mukaan nykyisen kapasiteetin täyttäminen skaalautuisi suhteellisen hyvin kannattavuuteen.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Komposiittimarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja arvioimme konsolidaation etenevän alalla, kun toimijat alkavat hakea perusteellisuussektorilla konkreettisia suuruuden ekonomian hyötyjä. Tämä avaa Exelille mahdollisuuksia kasvun kiihdyttämiseen epäorgaanisesti.

Riskit

Sijoittajan kannalta Exelin keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Vaikka komposiittimarkkinaa tukevat mielestämme pitkällä aikavälillä kestävät ajurit, lyhyellä aikavälillä komposiittien kysyntä on osin riippuvainen komposiittien hinnoista suhteessa kilpaileviin materiaaleihin (esim. teräs, alumiini ja muovi). Lisäksi Exelin liikevaihdosta suuri osa tulee melko syklisiltä investointihyödyke- ja rakennussektoreilta. Siten Exelin liikevaihto voi vaihdella lyhyellä aikavälillä selvästi, mikä

vaikuttaa väistämättä myös kannattavuuteen lyhyellä tähtäimellä.

- **Teknologiariski:** Exel on yhteen materiaaliin ja vielä myös yhteen valmistusteknologiaan keskittynyt niche-peluri, joten yhtiö on varsin riippuvainen sekä tuotteen että tuotantoteknologian kilpailukyvyystä. Kyseessä on kuitenkin etenkin pitkän ajan riski, sillä tämän tyyppiset muutokset ovat tyyppisesti hitaita.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Exel käyttää pääraaka-aineinaan lasi- ja hiilikuitua ja hartseja, jotka yhtiö ostaa maailmanmarkkinoilta niiden määräämään hintaan. Näin ollen raaka-aineiden hintojen muutokset voivat heiluttaa kannattavuutta, jos niitä ei saada siirrettyä lopputuotteiden hintoihin. Historiallisesti Exelin myyntikate on kuitenkin pysynyt vakaana, joten yhtiöllä vaikuttaa olevan suhteellisen hyvä hinnoitteluvoima.
- **Merkittävät yksittäiset asiakkaat:** Exelin suurin asiakas tuo yhtiön liikevaihdosta edelleen lähes 15 % ja arviomme mukaan portfolioissa on muutamia muita asiakkaita 5-10 %:n osuuksilla. Yksittäisen asiakkaan menettäminen tai avainasiakkaiden kysynnän heiluminen vaikuttavat olennaisesti Exelin volyymeihin ja kannattavuuteen. Tästä konkreettinen esimerkki oli vuosi 2016, jolloin suurimman asiakkaan noin 5 MEUR:n myynnin lasku rokotti tulosta raskaasti.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Exel saattaa hakea yrityskaupoilla laajentumista uusille markkinoille ja/tai tuotantoteknologioihin. Tämä kohottaa myös mahdollisten yritysostojen riskiprofiilia normaalien yrityskauppariskien lisäksi.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kehittyvä komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvunäkymän pitkällä aikavälillä
- Kannattavuus on kaukana historiallisilta tasoilta
- Tuotekehitys ja uudet tuotesovellukset
- Epäorgaanista kasvua konsolidoituvalla markkinalla

Riskit

- Näkyvyys investointivetoiseen projekti-myyntiin on rajallinen
- Raaka-aineiden hintariski
- Suurimmat asiakkaat merkittäviä
- Yhtiö on fokusoitunut yhteen tuotantoteknologiaan
- Yrityskauppariski

Liiketoimintamalli

Räätälöityihin tuotteisiin pohjautuva liiketoimintamalli

Exelin liiketoimintamalli on hyvin tyypillinen valmistavassa teollisuudessa toimivalle yhtiölle, sillä yhtiö on keskittynyt markkinoimaan ja myymään itse kehittämiään ja valmistamiaan tuotteita. Exelin liiketoimintamallissa tuotteet ovat hyvin suurelta osin räätälöityjä yksittäisen asiakkaan tarpeisiin tai vaatimuksiin. Tämä helpottaa yhtiön hinnoitteluasemaa ja parantaa asiakaspysyvyyttä. Toisaalta tuotantoportfoliosta muodostuu varsin kompleksi, mikä rajoittaa massatuotannon hyötyjä etenkin, kun asiakasportfolio on laaja.

Asiakkaita on paljon, mutta avainasiakkaat määräävät vielä suunnan

Lukumääräisesti Exelillä on arviomme mukaan satoja yksittäisiä asiakkaita. Suurin osa asiakkaista on kuitenkin pieniä, sillä arviomme mukaan suurimmat noin 10-15 avainasiakasta tuovat yhtiön vuosittaisesta liikevaihdosta yli puolet. Vuonna 2017 suurin asiakas toi Exelin liikevaihdosta noin 15 %. Näin ollen suurimpien asiakkaiden merkitys on yhtiölle huomattava ja niiden kysyntä asettaa tiukan viitekehysten konsernin lyhyen ajan liikevaihdon kehitykselle.

Arvioimme Exelin pyrkivän laajentamaan suurien (yli 1 MEUR myynti) ja keskikokoisten (myynti satoja tuhansia euroja) asiakkaiden määrää portfolioissa olemalla varsin valikoiva pienissä asiakkuuksissa, mikä laskisi yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä ja mahdollistaisi tuotantotehokkuuden noston. Tämä vaatisi menestyksestä uusasiakashankintaa vuoden 2017 tavoin ja nykyisten asiakkaiden myynnin nousua. Siten asiakasrakenteen parantaminen ottaa parhaassakin tapauksessa aikaa.

Tilaukannan näkyvyys lyhyt ja kapasiteetti joustaa rajallisesti lyhyellä aikavälillä

Exel saa tyypillisesti asiakkailtaan kysyntä-ennusteet seuraavalle 6 tai 12 kuukaudelle, mutta ennusteet muuttuvat sitoviksi tilauksiksi tyypillisesti vasta joitakin viikkoja ennen toimitusta. Näin ollen Exelin ”kova” tilaukanta on tyypillisesti varsin lyhyt ja se kattaa vain osan seuraavan kvartaalin myynnistä ja marginaalisen osan lähikvartaalien toimituksista. Yhtiöllä on siis varsin rajallinen näkyvyys kysynnän kehitykseen. Tämä vaikeuttaa tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta, koska ennusteiden pettäessä kapasiteetti ja kulut joustavat lyhyellä aikavälillä vain rajallisesti. 2000-luvulla Exelin ei kuitenkaan ole painunut kertaakaan oikaistulle liiketappiolle, joten kulurakenteesta löytyy kohtuulliset joustovarot suhteellisen nopeasti, mikä rajaa osaltaan myös sijoittajien riskitasoa.

Skaalaedut ovat konkreettisia myös komposiittiliiketoiminnassa

Kiinteiden kustannusten osuus Exelin kuluista on tyypillisesti merkittävä, sillä yhtiön myyntikatteet ovat korkeita ja toisaalta komposiittien tuotanto on monia muita perusteellisuuden toimialoja henkilöintensiivisempää (melko paljon käsin tehtäviä työvaiheita). Lisäksi yhtiöllä on liikevaihtotasoon nähden suhteellisen raskas yleiskustannusmassa (esim. 8 tehdasta, laaja myynti- ja palveluverkko, pörssilistaus). Tämä tarkoittaa vahvaa tulospainetta, jos yhtiö pystyy lisäämään nykyisten tehtaidensa myyntiä, jolloin kiinteä kulurakenne skaalautuisi korkeammalle liikevaihtotasolle. Vipu toimii luonnollisesti päinvastaisesti liikevaihdon laskiessa. Sen sijaan uuden kapasiteetin lisääminen tehdasverkkoon skaalautuisi Exelin tapauksessa heikommin, mikä on tyypillistä valmistavassa

perusteellisuudessa. Tämä johtuu siitä, että uusien tehtaiden rakentaminen vaatisi panostuksia myös kiinteään kulurakenteeseen.

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Vaikka Exel operoi valmistavassa teollisuudessa, komposiittiliiketoiminta ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen. Esimerkiksi vuoden 2017 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli kohtuullinen 17 %. Tämä johtuu komposiittivalmistuksen luonteesta, joka on verrattain kevyttä ja henkilöintensiivistä verrattuna moniin muihin valmistavan teollisuuden toimialoihin.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Exel sitoo käyttö-pääomaa lähinnä vaihto-omaisuuteen eli varastoihin, mikä on myös hyvin tyypillistä valmistavalle teollisuudelle. Ostovelkojen ja myyntisaamisten suhteen yhtiö on sen sijaan pystynyt pitämään suotuisana (ts. ostovelat > myyntisaamiset) yhtiön pienehköstä kokoluokasta huolimatta. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2017 lopussa 9 %, joten myös tässä suhteessa pääoman sitoutuminen on maltillista.

Maltillinen pääomien sitoutuminen on sijoittajien kannalta erittäin positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta yhtiöllä on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa sekä omalle että sijoitetulle pääomalle. Liiketoiminnan kasvu ei myöskään sido kohtuuttomasti yhtiön kassavirtaa. Yhtiöllä ei siis ole pääomatarpeita ilman Exelin mittaluokassa merkittäviä yritysostoja. Kohtalainen pääomantarve heijastuu myös positiivisesti Exelin osingonmaksukykyyn ja arviomme mukaan yhtiön pitäisi pystyä ylläpitämään ongelmitta tavoittelemansa yli 40 %:n osingonjakosuhdetta kasvusta huolimatta.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Exelin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Exelin liiketoimintaympäristö

Inderesin arvioimia* Exelin potentiaalisia asiakkaita

Yhteensä satoja yhtiöitä,
10-15 avainasiakasta tuovat
arviolta yli 50 % myynnistä

ABB *We ARE* **INWIDO**

Valmet *FORWARD* **Vestas**®

TRANSTECH

BOMBARDIER

AIRBUS

Kilpailijat

EPSILON COMPOSITE



CP
CREATIVE PULTRUSIONS

FIBERLINE COMPOSITES
CREATE MORE WITH LESS

STRONGWELL

Liiketoimintaidea

Strategiana markkinoita selvästi
nopeampi kasvu tuotevalikoiman ja
asiakaspalvelun avulla

Kasvun kiihdyttäminen
Kiinassa

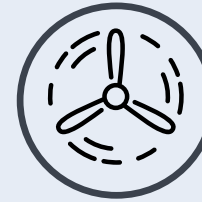
Globaalin jalansijan
luominen



Uudet
komposiittiteknologiat

Uusien
tuotesovelluksien
löytäminen

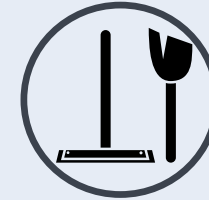
Asiakassegmentit (osuus lv:stä 2017)



Teolliset
sovellukset
56 %



Rakentaminen ja
infrastruktuuri
25 %



Muut
Sovellukset
19 %

Käteiskustannusten rakenne (81 MEUR 2017)



Materiaalit ja palvelut
(36 % kuluista)

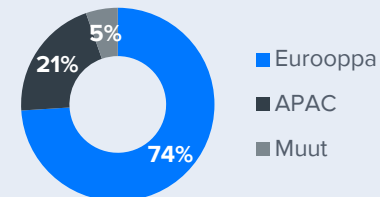


Henkilöstökulut
(28 % kuluista)



Liiketoiminnan muut kulut
(22 kuluista %)

Liikevaihdon jakautuminen 2017



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Differentioitumiseen pohjautuva kasvustrategia

Exel on nykyinen strategia on julkaistu vuonna 2014 ja yleinen strateginen suunta on vahvistettu vuosille 2017-2020. Strategian keskeinen ajatus on hyödyntää kasvavien ja kehittyvien komposiittimarkkinoiden kasvumahdollisuudet täysimääräisesti. Strategian kulmakivet ovat yhtiön mukaan:

- 1) Olemassa olevan liiketoiminnan suojaaminen ja kasvu
- 2) Kiinan markkina-aseman vahvistaminen
- 3) Laajentuminen uusiin sovelluksiin
- 4) Aidosti globaalin markkina-aseman luominen ja
- 5) Kasvu uusien teknologioiden avulla.

Strategia nojaa mielestämme Exelin korkeaan tuotelaatuun, jonka avulla yhtiö pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan. Laadun taustalla ovat yhtiön pitkäaikaiset ja jatkuvat panostukset tutkimukseen ja tuotekehitykseen (T&K 2,2 % liikevaihdosta vuonna 2017). Laatuunäkökulmasta huolimatta historiallisesti vaativimpiin sovelluksiin keskittyneen Exelin on aiempaa kiinnostuneempi laajentumaan suuren volyymin keskisegmenttiin vuoden 2017 tavoin. Tätä kautta yhtiö saa nostettua tuotantoportfolion peruskuormaa ja hankittua massatuotannon tehokkuusetuja. Tämänäyttypisiä segmenttejä löytyy etenkin rakennus, kuljetusväline, energia- ja telekommunikaatiosektoreilta.

Laadulla erottautumisella Exel pyrkii sekä kasvattamaan myyntiään markkinoita nopeammin että toisaalta saavuttamaan preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin.

Tämä on tarpeen, sillä kustannustehokkuudessa yhtiö jää arviomme mukaan tietyiltä osin jälkeen kevyemmän kustannustason maissa operoivia ja pienempiä paikallisia kilpailijoita (kevyempi yleiskulujen rakenne). Etenkin Euroopan liike-toiminnassa yhtiö joutuu silti tarkastelemaan kulurakenteita kriittisesti kilpailukykyä puolustamiseksi. Tuotelaatuun liittyy kriittisesti myös toimitusvarmuus, jossa yhtiöllä on hyvä track-record ja tuotekehityksessä onnistuminen on myös avainasemassa uusiin sovelluksiin ja teknologioihin murtautumisessa. Tämä on taas arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä edellytys markkinoita nopeammalle kasvulle. Pitkällä tähtäimellä kestävää kilpailuetua tuotteet, laatu ja toimitusvarmuus eivät kuitenkaan mielestämme tarjoa vaan ne antavat yhtiölle lähinnä etumatkaa nähdén.

**Pidämme kasvuun panostamista järkevänä
valinta, mutta strategia on kunnianhimoinen**

Pidämme strategian ydintä järkevänä, sillä Exelin pitkän aikavälin arvonn luonnin kannalta kestävä kasvun saavuttaminen on mielestämme pääroolissa. Lyhyellä tähtäimellä yhtiö pystyisi toki luomaan arvoa myös kannattavuutta parantamalla ja optimoimalla, mutta pitkällä tähtäimellä arvonn luonti olisi haastavaa ilman tuotannon volyymin ja/tai arvo kasvua.

Arvon luonnin lisäksi avainasiakasportfolion laajentaminen ja suurasiakkuuksien painon pienentäminen laskisivat yhtiön riskiprofiilia. Sama vaikutus olisi myös vahvasti Euroopasta kertyvän liikevaihdon suhteellisen osuuden laskulla, jota yhtiö hakee Kiinan kasvulla ja globaalin markkina-aseman rakentamisella. Tämä vaatii käytännössä laajentumista Pohjois-Amerikkaan. Nämä tekijät nostaisivat tuloksen muodostumisen mielestämme huomattavasti

historiallista tukevammalle pohjalle. Siten kasvulla on mielestämme sekä arvoa luova että toisaalta riskejä tasoittava vaikutus Exeliin.

Mielestämme Exelin strategia on kuitenkin tietyiltä osin korkeariskinen, sillä se ohjaa yhtiötä yhtä aikaa suhteellisen monelle uudelle alueelle, kuten uusiin sovelluksiin ja teknologioihin, mahdollisesti myös uusille markkinoille ja strategia sisältää myös yrityskauppoja. Tätä tosin rajoittaa osin se, että yhtiö näyttää pyrkivän ottamaan uusia alueita mukaan vaiheittain.

Arvioimme yhtiön jatkavan nykyisillä linjoillaan ainakin vuosikymmenen loppuun

Strategian toteuttamisen Exel aloitti vuoden 2014 lopussa ja vuoden 2015 aikana vahvistamalla organisaatiotaan (ml. rekrytoinnit) ja kehittämällä sisäisiä prosesseja (esim. ERP-uusinta) globaalin toimintamallin asettamalle vaatimustasolle. Heikentyneen markkinan ja arvioitua hitaammin edennen uusiasiakas-hankinnan takia strategian toteutus lähti ainakin tuloksellisesti odotettua hitaammin käyntiin. Tässä yhteydessä ltävaltaan suunniteltu investointiprojekti laitettiin jäihin ja suunnitellun Kiinan investoinnin korvasi yritysosto. Lisäksi yhtiö teki kulurakenteita korvaavia toimia. Nämä olivat mielestämme järkeviä valintoja johdolta, sillä kapasiteetin ei pitäisi rajoittaa yhtiön kasvua vaan Exel on arviomme mukaan yhä myyntirajoitteinen ja toisaalta kannattavuuden sakkauus vaati selkeitä korjaustoimia. Alun perin odotuksia hitaammin käyntiin lähteneen strategian toteutuksen takia yhtiö jatkaa nykyisillä linjoilla vuoteen 2020 asti. 2020-luvun alkupuolella yhtiö voi hienosäätää suuntaviivoja strategiapäivityksen muodossa, mutta kasvu pysyy arviomme mukaan strategian ytimessä myös pidemmällä tähtäimellä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Yrityskaupat kuuluvat työkalupakkiin

Vaikka Exel ei ole ollut toteutuneiden yritys-järjestelyiden lukumäärän valossa erityisen aktiivinen epäorgaanisessa kasvussa viime vuosina, kuuluvat yritysostot mielestämme osana yhtiön kasvustrategiaan. 1990-luvulla ja 2000-luvun alkupuolella useat yrityskaupat olivat myös keskeinen elementti konsernin kasvussa, mikä kuvaa hyvin epäorgaanisen kasvu roolia Exelin johtavan markkina-aseman rakennuspalikkana.

Pidämme kasvustrategian pohjaamista osittain yritysostoihin ehdottoman järkevänä, sillä yritysostojen avulla yhtiö Exel voisi kiihdyttää kasvua, laajentaa asiakasportfoliota ja toisaalta penetroitua uusille markkinoille uusinvestoinnin toteuttamista huomattavasti nopeammin. Tähän komposiittitoimialan varsin fragmentoitunut rakenne ja sen väistämättä etenevä konsolidaatio tarjoavat mielestämme myös kohtuullisen otollisen alustan.

Potentiaalisten kohteiden osalta arvioimme, että Exel pyrkii ensisijaisesti hakemaan vakaassa taloudellisessa asemassa olevia ostokohteita ja jättämään heikossa tulokunnossa syystä tai toisesta olevat ”turn-around” -kohteet väliin. Tällä tavoin yritysostoihin aina liittyvät riskit pysyvät paremmin hallinnassa eivätkä yhtiön vahvuudet ole välttämättä kroonisesti heikosti kannattaneen liiketoiminnan kääntämisessä (vrt. Australian yksikön raskaat tappiot ennen vuoden 2017 lopussa tapahtunutta liiketoiminnan alasajoa).

Arviomme mukaan Exelin pitäisi pystyä löytämään myös näillä kriteereillä omia kertoimiaan edullisempia ostokohteita vähintään keskipitkällä aikavälillä, mikä loisi mielestämme

omistaja-arvon luonnille suhteellisen hyvät lähtökohdat. Arviomme mukaan omia kertoimia korkeampien kertoimien maksaminenkaan ei ole täysin poissuljettua. Omien kertoimien ylittäminen vaatisi käytännössä kapasiteetin ja asiakkuuksien lisäksi teknologiaosaamista, joka olisi skaalattavissa yhtiön nykyisille tehtaille.

Erittäin kannattavan kiinalaisyhtiön osto varmistui Q2'17:lla

Exelin viime vuosien ainut yritysjärjestely on lokakuussa 2016 julkaistu ja Q2'17:lla varmistunut kauppa, jossa yhtiö osti 70 % kiinalaisesta Nanjing Jianhui Composite Materialsista (JHFRP) 6,2 MEUR:n velattomalla hinnalla (Exelillä on oikeus ostaa loput 30 % noin 2,6 MEUR:n velattomalla hinnalla aikaisintaan Q1'20:lla). JHFRP teki vuonna 2015 noin 6 MUSD:n liikevaihdolla noin 20 %:n EBIT-%:n. Kauppahinta vastasi EV/S-kerrointa 1,5x ja EV/EBIT-kerrointa 7x, joita pidämme maltillisina liiketoiminnan erinomaiseen kannattavuuteen nähden.

Yritysoston ansiosta Exel pystyi laajentumaan kustannustehokkaasti Kiinan suureen keski-segmenttiin (erityisesti rakennussektorille), lopettamaan Nanjingin tehtaan investointiprojektin ja ajamaan alas Australian raskaasti tappiollisen liiketoiminnan kasvusta tinkimättä. Exelin nykyisten Kiinan toimintojen ja JHFRP:n välillä pitäisi olla myös maltillisia kulupuolen synergioita myynti- ja yleiskuluissa, mutta matalien kertoimien ansiosta yrityskauppa on mielestämme Exelille arvoa luova myös ilman synergioita. Kiina voi myös olla ensimmäinen kasvuaikio USA:n suuntaan, sillä kaukoviesti Kiinasta Pohjois-Amerikkaan on kustannusten puolesta periaatteessa mahdollista, vaikka

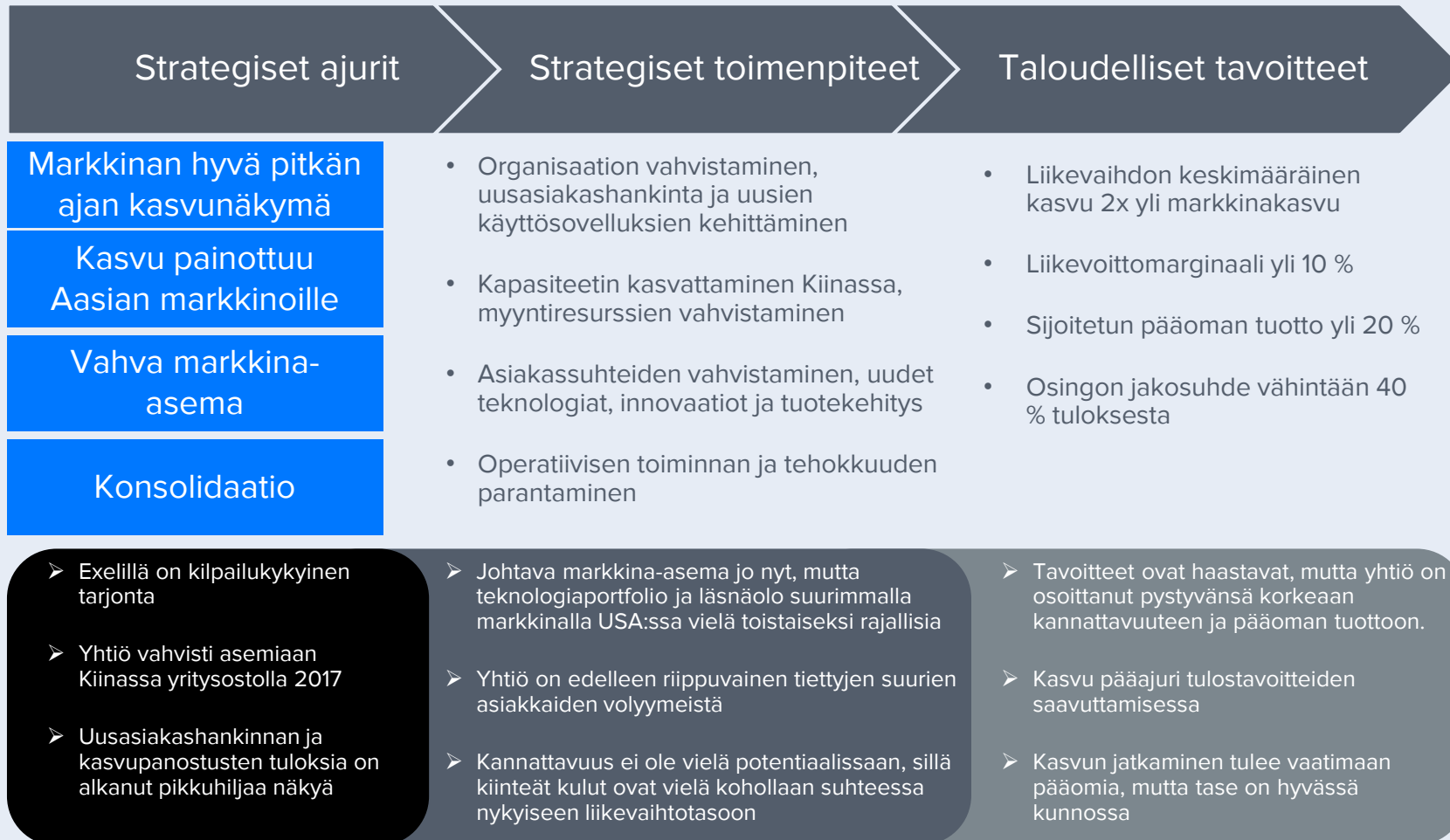
emme uskokaan yhtiön edelleen vielä tässä suhteessa olennaisesti.

Pohjois-Amerikassa on haku päällä

Arvioimme yhä yhtiön harkitseva yritysosto(j)a työkaluna laajentumiseen Pohjois-Amerikkaan. Pohjois-Amerikkaan yhtiön pitäisi mielestämme päästä jollain aikavälillä sisälle, sillä Pohjois-Amerikka on suuri komposiittimarkkina ja myös perinteisesti teknologisesti alan suunnannäyttäjä. Pohjois-Amerikkaan laajentuminen vähentäisi Exelin vielä korkeaa Eurooppa-painoa yhtiön liiketoiminta-portfoliossa ja laskisi siten osakkeen riskiprofiilia. Pohjois-Amerikkaan laajentuminen tekisi yhtiön toimitusketjusta yhtiön strategisen tavoitteen mukaisesti aidosti globaalin, mistä voisi olla apua etenkin suurissa asiakkuuksissa. Lisäksi Pohjois-Amerikan kautta yhtiö voisi päästä sisään myös uuteen asiakassegmenttiin öljy- ja kaasuteollisuuteen, mistä löytyy todennäköisesti pitkällä tähtäimellä houkuttelevia käyttösovelluksia komposiiteille, kunhan sektorin investoinnit ajan myötä elpyvät.

Näin ollen pyrkiminen yritysoston kautta Pohjois-Amerikan markkinalle olisi strategisesti loogista Exelille, mutta toteutus edellyttää toki sopivan ja kohtuullisesti hinnoitellun kohteen löytämistä. Tämä ei ole itsestään selvyyttä vallitsevassa markkinassa, mutta tärkeintä mielestämme on, että yhtiö vaikuttaa kärsivälliseltä eikä näytä olevan valmis venyttämään kertoimia. Taloudellista liikkumavaraa yhtiöllä on ainakin keskikoiseen yrityskauppaan jo lyhyelläkin tähtäimellä, mutta pitkältä tähtäimellä jopa todennäköisen Pohjois-Amerikan yritysoston ajoitusta on mahdotonta arvioida.

Exel Compositesin strategia



Exelin yritysostostrategia

Exelin kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Taloudelliset tavoitteet

Syksyn 2014 strategiapäivityksen yhteydessä Exel julkaisi myös pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, jotka ovat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon vuotuinen kasvu vähintään 2x markkinakasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali yli 10 %
- **Pääomatehokkuus:** Sijoitetun pääoman tuotto yli 20 %
- **Osingonjako:** Vähintään 40 % netto-tuloksesta huomioiden yhtiön taloudellinen tilanne ja investointitarpeet

Yhtiö tarkastelee tavoitteita suhdannesyklin yli. Vuonna 2017 yhtiö ylsi kasvutavoitteensa (2017: kasvu 18 %), mutta jäi tavoitetasoista kannattavuuden ja pääomatehokkuuden osalta (2017: oik. EBIT-% 7,3 % ja ROCE-% 14,8 %). Osinkotavoitteensa yhtiö täytti selkeästi, sillä 0,30 euroon noussut osinko (2016: 0,10 euroa) vastasi 86 %:n jakosuhdetta.

Kasvutavoite on aggressiivinen

Pidämme Exelin kasvutavoitetta aggressiivisena ja sen saavuttaminen vaatisi nykyisillä markkina-kasvuennusteilla vuosittain karkeasti 10 %:n keskimääräisen liikevaihdon kasvun. Tavoite ei on helppo saavuttaa varsinkaan pitkällä aikavälillä, vaikka siihen laskettaisiin mukaan yritysostot. Tavoitteen haastavuutta korostaa myös Exelin liikevaihdon kokonaisuutena nihkeä kasvuhistoria finanssikriisin jälkeen.

Mielestämme Exelillä on kuitenkin vahvan markkina-asemansa, kilpailukykyisen tuote-

portfolionsa ja taloudellisen liikkumavaransa ansiosta edellytykset ylittää markkina-kasvu. Tämä vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan onnistunutta uusasiakashankintaa, nykyisten volyymiasiakkuuksien kasvattamista, uusien käyttösovelluksien löytämistä ja yritysostoja.

Kannattavuus saavutettavissa kasvun kautta

Myös kannattavuustavoite on vielä melko kaukana, mutta historiallisesti Exel on saavuttanut tavoitellun yli 10 %:n EBIT-% -tason kestävästi. Kun vielä markkinan fundamentit ovat pysyneet terveinä ja yhtiöllä on mielestämme melko hyvä hinnoitteluvoima, pidämme kannattavuustavoitetta realistisena Exelille, vaikka kasvupanostukset ovat nostaneet myös yhtiön kulurakennetta.

Tavoitteen saavuttamisen kannalta keskeisessä roolissa on mielestämme kasvu, jonka kautta Exelin viime vuosien panostusten myötä kasvanut kiinteäkulurakenne jakautuisi suuremmalle liikevaihtomassalle. Siten arvioimme kannattavuustavoitteen saavuttamisen vaativan aikaa vielä 2-3 vuotta, jotta yhtiö ehtii saavuttaa lisää kriittistä massaa. Nopeampi paluu historiallisille marginaalitasoille taas voisi vaatia kulurakenteen selkeää keventämistä. Emme usko yhtiön olevan valmis tähän, sillä voisi rokottaa pitkän aikavälin kasvunäkymää ja siten arvionluontipotentiaalia.

Exelin nykyinen taserakenne ja arvioimamme kasvuinvestoinnit huomioiden yli 20 %:n sijoitetun pääoman tuoton tavoite on yhtiölle realistinen päämäärä, jos yhtiö saavuttaa tavoittelemansa yli 10 %:n liikevoittomarginaalin. Pääoman kiertoa emme usko Exelin pystyvän oleellisesti tehostamaan, joten pääoman tuoton

nousu linkittyy liikevaihdon kasvun ja suhteellisen kannattavuuden nousun kautta tuleviin tulosparannuksiin.

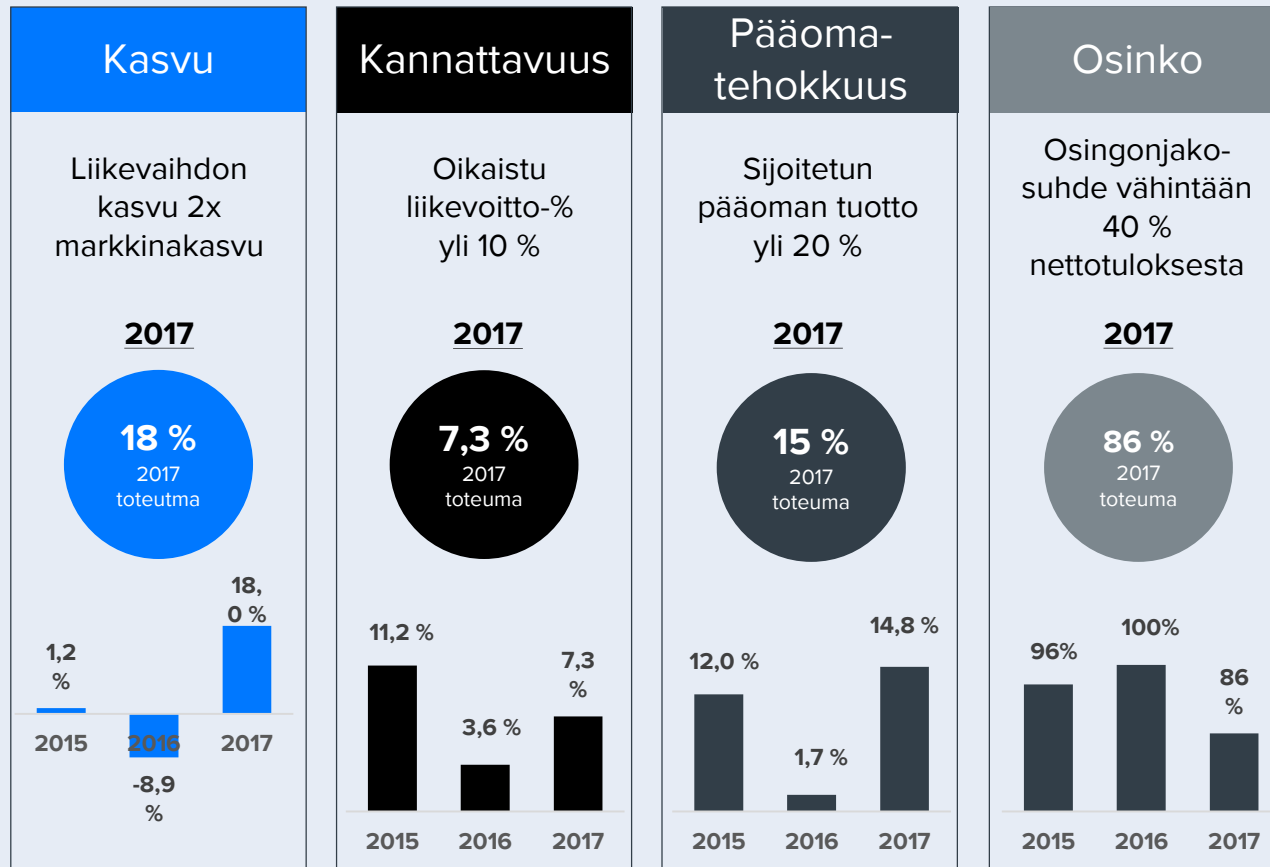
Taserakenne

Exelillä ei ole tavoitteita taserakenteen suhteen ja historiallisesti yhtiö on operoinut erilaisilla taseilla. Esimerkiksi vuonna 2008 Exelin nettovelkaantumisaste oli pitkälti yli 100 %, kun taas vuosina 2013-2014 sama tunnusluku oli negatiivinen. Arviomme mukaan komposiittien jossain määrin syklinen kysyntä puoltaa melko vahvan taseen säilyttämistä, mutta pääomaa sitovassa perusteollisuudessa oman pääoman tuoton optimointi vaatii kuitenkin velkavapua ja esimerkiksi 30-50 %:n nettovelkaantumisaste olisi mielestämme yhtiölle vielä hyvin kohtuullinen. Suuren yrityskaupan yhteydessä asteen optimiskenaariota aggressiivisempi velkaantuminen on mielestämme Exelille mahdollista, kunhan yhtiöllä on selvä tiekartta, miten velkoja saadaan lyhennettyä.

Osingonjako

Kasvustrategiasta huolimatta Exelillä on mielestämme erinomaiset edellytykset pitää osingonjakosuhte yli 40 %:n tasolla. Vuoden 2017 aggressiivinen osinkoehdotus antoi indikaation yhtiön lähivuosien melko korkeista osinkoambitioista. Näkemysemme mukaan suurin riski osingonjakosuhtetavoitteen alittamiseen on suuren yritysoston vaatimat rahoitustarpeet tai epäonnistuminen yritys-ostojen integroinnissa. Absoluuttinen osinkotaso on kuitenkin suoraan riippuvainen lähivuosien tuloksesta, sillä jakosuhteessa olennaista nostovaraa ei vuoden 2017 korotuksen jäljiltä ole.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3



Toimiala ja kilpailukenttä (1/2)

Komposiitit ovat marginaalinen niche-tuote materiaalityömarkkinoilla

Komposiitit ovat marginaalinen niche-tuote, sillä niiden osuus koko materiaalityömarkkinoista on vain noin 0,5 %. Kokonaisarvoltaan tuhansien miljardien dollarien arvoista materiaalityömarkkina dominoivat teräs ja muovi, jotka kattavat yhteensä yli 95 % tästä markkinasta. Nämä tuotteet ja alumiini ovat komposiittien keskeisiä kilpailijoita useissa tuotesovelluksissa. Puupohjaisten komposiittien kanssa Exelin lasi- ja hiilikuitupohjaiset komponentit eivät kilpaile. Komposiittien etuna kilpailussa etenkin terästä ja alumiinia vastaan ovat etenkin keveys, huoltovapaus, korroosionkestävyys ja energiatehokkuus. Näiden tekijöiden ansiosta komposiittien koko elinkaaren kustannukset painuvat monissa sovelluksissa kilpailevia materiaaleja alemmas, mutta vastaavasti komposiitit ovat alkuperäisiltä investointikustannuksiltaan terästä ja alumiinia kalliimpia.

Historiallisesti komposiitit ovat voittaneet markkinaosuutta muilta materiaaleilta sekä tällä hetkellä tunnettujen tuotesovellusten sisällä että penetroitumalla uusiin sovelluksiin. Tämä ei ole erityisen yllättävää lähtötilanteen matala markkinaosuus ja komposiittien pitkällä tähtäimellä kestävä kilpailuedut huomioiden. Lyhyellä tähtäimellä komposiittien suhteellinen markkina-asema on kuitenkin jossain määrin riippuvainen kilpailevien materiaalien hintataseista, joten kehityskaari ei ole lineaarinen. Arvioimme komposiittimateriaalien markkinaosuuden kasvun olleen kokonaisuutena vaisua 2010-luvulla, sillä kilpailevien materiaalien hinnat ovat olleet alhaisia metallien ja öljyn hintojen

laskua heijastellen.

Exelin teknologioilla valmistetut tuotteet ovat niche komposiittimarkkinoilla

Kokonaisuutena noin 40-50 miljardin arvoisia komposiittimarkkinoita dominoivat jatkuva-toimisella laminoinnilla ja ekstruusiolla valmistetut komposiitit. Exel ei valmista vielä juuri lainkaan näillä teknologioilla valmistettuja tuotteita. Exelin suosimalla pultrusio-teknologialla ja siihen osin liitännäisellä pullwinding-teknologialla valmistettujen tuotteiden markkina on arviomme mukaan tällä hetkellä Exelin arvion mukaan noin 2,5 miljardin dollarin kokoluokassa, kun taas Lucintelin arvio on hieman alempi. Siten pultrusio-komposiittien markkinaosuus komposiittimarkkinoilla on 4-5 %.

Pultrusioteknologian hyötyjä ovat lujuus ja jäykkyys, mutta rajoitteina on huono soveltuvuus tietyntyyppisten kappaleiden (esim. 3D-muodot) muokkaamiseen. Arviomme mukaan mikään teknologia ei ole komposiittimarkkinan sisällä voittanut ja menettänyt merkittävästi markkinaosuutta viime vuosina. Yksittäisissä sovelluksissa tilanne voi olla toinen, joten teknologiapohjaa laajentamalla Exel voisi pystyä hakeutumaan tehokkaammin markkinan kasvutaskuihin.

Markkinan maantieteellisesti jakautumisesta on eriäviä näkemyksiä

Pultrusio-komposiittien tärkeimmät markkina-alueet ovat olleet historiallisesti kehittyneissä länsimaissa, joissa komposiittien kilpailuedut riittävät kompensoimaan helpommin korkeammat investointikustannukset. Sen sijaan korkeampien rahoituskustannuksien kehittyvissä

maissa investointikustannuksilla on monissa tapauksissa länsimaita suurempi painoarvo, minkä takia komposiittien murtautuminen kehittyville markkinoille on ollut länsimaita hitaampaa. Poikkeus on Kiina, jossa komposiitit ovat lyöneet läpi voimalla luultavasti maan oman valmistuksen ansiosta. Kiina onkin maailman selvästi suurin pultrusio-komposiittien markkina.

Lucintelin arvion mukaan Pohjois-Amerikka on yhä maailman suurin komposiittimarkkina noin 50 %:n osuudella, kun taas Aasian ja Euroopan osuudet ovat noin neljännes. Exel sen sijaan pitää Lucintelin arviota Aasian markkinakoosta liian pienenä ja yhtiön mukaan Aasia (valtaosin Kiina) kattaa jo puolet globaalista markkinasta. Pohjois-Amerikan osuus yhtiön mukaan on noin 35 % ja Euroopan loput. Exelille tärkeällä Euroopan markkinalla suurimpia maita ovat Saksan, Ranskan ja Ison-Britannian kaltaiset suuret kansantaloudet.

Kasvu on voimakkainta Aasiassa

Kysynnän kasvu on sen sijaan voimakkainta Aasiassa ja muussa maailmassa, jossa Lucintel on arvioinut kysynnän kasvavan 5,0 %:n vuosivauhtia arvossa mitattuna vuosina 2015-2021. Tämä heijastelee talouskasvun painottumista kehittyville markkinoille ja toisaalta pultrusio-komposiittien maltillista markkinaosuutta kehittyvillä markkinoilla. Exelin oman arvion mukaan Lucintelin ennuste on Kiinan ja Aasian markkinoiden kasvun osalta liian pessimistinen, mutta mielestämme Lucintelin arvio toimii kohtalaisena lähtökohtana ennen kuin Exelillä on näyttöä kovaa dataa APAC:n alueensa Lucintelin arviota nopeammasta orgaanisesta kasvusta.

Toimiala ja kilpailukenttä (2/2)

Pohjois-Amerikkaan Lucintel ennustaa 4,5 %:n vuotuista kasvua vuosille 2015-2021. Exelin päämarkkinalla Euroopassa Lucintel on arvioinut markkinakasvun olevan 3,6 %, mikä heijastelee Euroopan heikompaa pitkän ajan talouskasvunäkymää.

Markkinat kasvavat BKT:tä nopeammin

Käytännössä pultruusiokomposiittien kasvupotentiaali on karkeasti kaksinkertainen pitkän ajan BKT:n kasvua parempi kaikilla markkinoilla. Arviomme mukaan kasvua ajavat komposiittien kestävä kilpailuedut suhteessa muihin materiaaleihin, joiden avulla komposiittien pitäisi voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Tämä on kriittistä, sillä arviomme koko materiaaliomarkkinan kasvavan keskimäärin korkeintaan BKT:n kasvun vauhtia kaikilla markkinoilla. Yleisiä komposiitteja ja myös muita materiaaleja tukevia megatrendejä on arviomme mukaan kaupungistuminen ja väestön kasvu, jotka pitävät infrastruktuurin sekä puhtaan veden ja ilman kaltaisten elämisen perusedellytysten kysynnän noususuunnassa pitkällä aikavälillä.

Vuodesta 2021 arviomme kasvukuvan pysyvän keskimäärin vuosien 2015-2021 kaltaisena, sillä (pultruusio)komposiittien markkinaosuus pysyy marginaalisena suhteessa koko materiaaliomarkkinaan eikä markkinaosuus aseta kasvulle rajoja vielä pitkään aikaan. Siten Exelin markkinanäkymät ovat keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä mielestämme varsin suotuisat, mutta lyhyellä tähtäimellä investointivetoisen kysynnän syklisyys ja materiaalien hintaerojen heilunta voivat tuki vaikuttaa yhä voimakkaasti kysyntään.

Lucintelin ennusteet perustuvat pultruusio-

komposiittimarkkinoiden arvon kehitykseen. Myös volyymikehityksen on arvioitu olevan selvästi positiivista ja BKT:n kasvua nopeampaa mutta kuitenkin arvon kasvua hitaampaa. Käytännössä tämä tarkoittaa tuotemixin painottuvan jatkossa asteittain kohti kalliimpia korkeampaa lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Mielestämme myös markkinatrendi on Exelin kannalta suotuisa, sillä yhtiön vahvuudet ovat juuri vaativissa tuotesegmenteissä.

Kilpailukenttä on erittäin hajanainen

Exelin kilpailukenttä on varsin hajanainen, sillä globaaleilla pultruusiomarkkinoilla toimii satoja yhtiöitä ja Exel on arviolta 3-4 %:n markkinaosuudella segmentin suurimpia pelureita. Kilpailijoista suurin osa on erittäin pieniä alle 5 MEUR:n liikevaihtoluokkaan sijoittuvia paikallisia ja suppeaan asiakaskuntaan keskittyneitä yhtiöitä. Toimialarakenne osoittaa, että alalle tulokynnys ei ole kovin korkea teknologian (pl. yläsegmentti) tai pääomavaatimusten osalta, minkä takia merkittävät kilpailukentän muutokset ovat jatkossa mahdollisia. Exelin kaltaisia globaalia toimintamallia tavoittelevia pelureita pultruusiomarkkinoilla on silti vain muutamia.

Kaikki Exelin pultruusiomarkkinoiden kilpailijat ovat listaamattomia, joten suorien kilpailijoiden kannattavuuksista ei ole saatavissa luotettavaa tietoa. Harvoista listatuista komposiittiyhtiöistä kuluttajasegmenttiin asemoitunut norjalainen Hexagon nousi markkinan elpymisen myötä vuoden 2016 tappiolta lievälle voitolle, kun taas sveitsiläinen Gurit on pystynyt ylläpitämään hyvää noin 9-11 %:n EBIT-% vuosina 2015-2017.

Arviomme mukaan Exelin listaamattomista

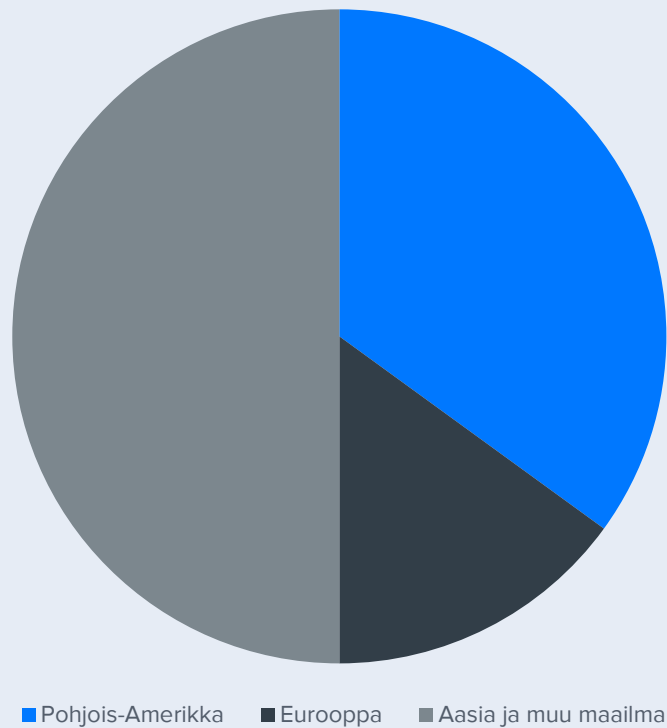
yhtiöstä koostuva kilpailukenttä on kuitenkin varsin polarisoitunut erinomaista kannattavuutta (EBIT-% 15-20 %) tekeviin yhtiöihin ja kroonisista kannattavuusvaikeuksista (EBIT-% -5-0 %) kärsineisiin pelureihin ainakin syklin ylitarkasteltuna. Kannattavuutta sektorilla ei todennäköisesti määritä suoraan kokoluokka vaan keskeisessä roolissa on asemoituminen oikeille markkinoille, oikeisiin asiakkuuksiin ja oikeisiin tuotesegmenteihin. Exelin historiallinen keskimäärin yli 10 %:n liikevoittomarginaalitaso on arviomme mukaan sektoriin peilattuna melko korkea, mikä heijastelee yhtiön tuotelaatuun, toimituskyyn ja kokoluokkaan liittyviä vahvuuksia. Viime vuosien noin 4-7 %:n EBIT-%:t ovat vastaavasti karkeasti alan keskitasoa.

Konsolidaatio tulee etenemään

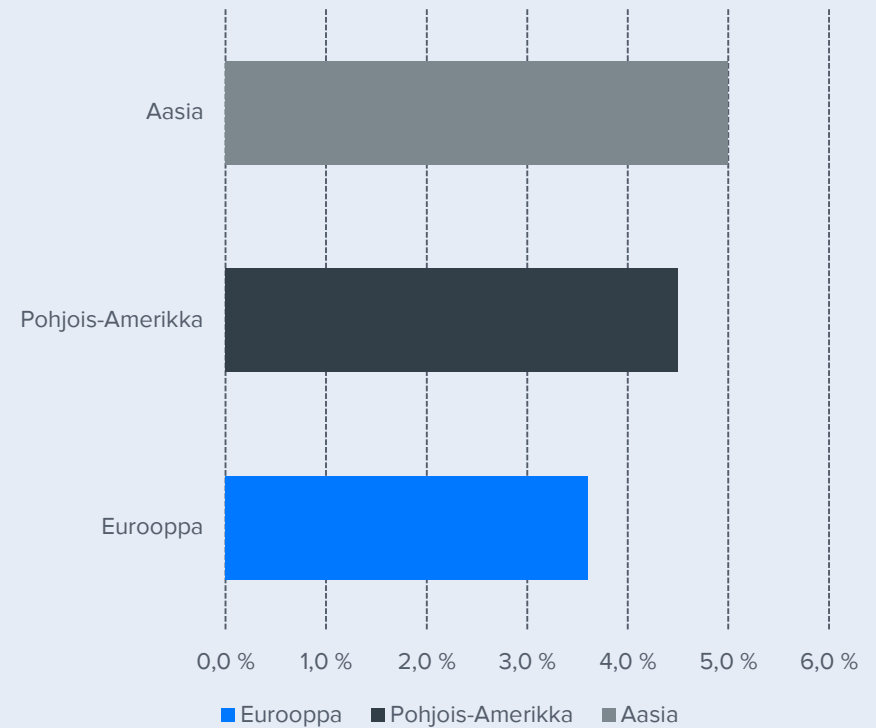
Exelin kannalta toimialan hajanainen rakenne on mielestämme sekä uhka että mahdollisuus. Mielestämme hajanainen rakenne on jossain määrin hinnoitteluvoimaa rasittava tekijä. Lisäksi se voi hidastaa komposiittien läpilyöntiä volyymisovelluksiin tietyissä suurissa ja globaaleissa segmenteissä, kuten esimerkiksi auto-teollisuudessa, sillä uskottavia toimittajia suurille globaaleille asiakkaille on vähän. Merkittävien uusien volyymisovellusten läpilyöntien yhteydessä myös uusien suuremmilla resursseilla operoivien uusien pelurien (esim. materiaaliyhtiöt) tunkeutuminen markkinoille on mielestämme mahdollista ja tätä on myös tietyissä volyymisovelluksissa tapahtunutkin. Toisaalta toimialan hajanaisen rakenteen myötä konsolidaation eteneminen on väistämätöntä, mikä avaa yhtiölle mahdollisuuksia Exelin strategiaan kuuluvaan epäorgaaniseen kasvuun.

Toimialan maantieteellinen jakauma ja kasvuennusteet

Pultruusiomarkkinan jakautuminen 2017

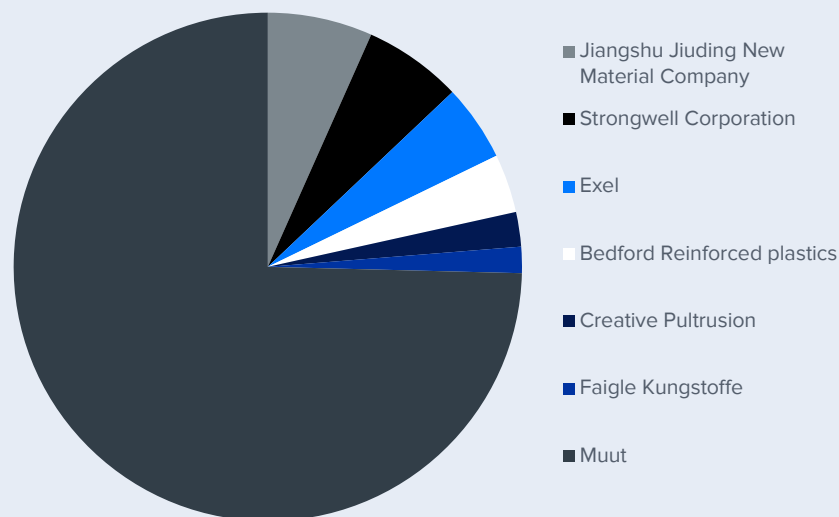


Markkinakasvuennusteet 2017e-2021e



Kilpailukenttä

Suurimmat pultruusiovalmistajat



Lähde: Exel, Inderes, CapitalIQ

Exelin kilpailutekijät

- + Vahva markkina-asema Euroopassa
- + Räätelöidyt tuotetoimitukset
- + Suuri kapasiteetti (toimitusvarmuus)
- + Kokoluokan tuoma uskottavuus
- + Omat tuoteinnovaatiot
- + Tuotanto lähellä asiakkaita
- Tuotanto pääosin korkean kustannusrakenteen maissa
- Tietyiltä osin pienempiä kilpailijoita raskaampi kulurakenne
- Keskittynyt rajattuihin teknologioihin
- Ei läsnäoloa Pohjois-Amerikassa

Taloudellinen tilanne

Korkeat myyntikatteet ja kiinteä kulurakenne

Exelin tulosraportoinnin mukaisessa kulu-rakenteessa suurin erä on teollisuusyhtiölle tyypillisesti materiaalit ja palvelut, joka koostuu valtaosin raaka-aineistoista (lasi- ja hiilikuitua sekä hartseja). Raaka-aineiden osuus kokonais-kustannuksista on kuitenkin melko maltillinen, sillä viime vuosina Exelin myyntikatteet (liike-vaihdon ja materiaali- sekä palvelukustannusten erotus suhteessa liikevaihtoon) ovat liikkuneet noin 60 %:n tasolla. Tämä kertoo mielestämme yhtiön suhteellisen hyvistä hinnoitteluvuimasta, mikä mahdollistaa kokonaisuutena verrattain houkuttelevan marginaaliprofiilin. Myyntikate on myös ollut kohtuullisen vakaa, vaikkakin työ-kuorman taso ja toisaalta tuotemix (tuotanto-sarjojen pituudet) vaikuttavat materiaalien käytön tehokkuuteen jossain määrin. Materiaalit ja palvelut ovat luonnollisesti muuttuva eli tuotannon määrästä riippuvainen kustannuserä.

Toiseksi suurin kustannuserä on henkilöstökulut, jonka osuus Exelin kokonaiskuluista on ollut viime vuosina noin 30 %:n tasolla. Tämä kuvaa liiketoiminnan korkeaa henkilöintensivisyyttä sekä toisaalta sitä, että Exelin tuotantolaitokset sijaitsevat kahta Kiinan tehdasta lukuun ottamatta korkean kustannustason maissa. Henkilöstökulut on varsinkin lyhyellä tähtäimellä varsin kiinteä kustannuserä. Myös kolmanneksi suurin kustannuskomponentti eli liiketoiminnan muut kulut on pääosin kiinteä erä. Tämän muun muassa vuokria, matkakuluja, markkinointi-panostuksia, kehityskuluja, johdon palkkoja sekä energiakustannuksia (osin muuttuva komponentti) sisältävän erän osuus on ollut viime vuosina reilut 20 % kokonaiskuluista. Exelin kasvustrategiaan kuuluneet kasvu-panostukset ovat viime vuosina nostaneet

henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja. Laskennallisten poistojen osuus kokonais-kuluista on ollut viime vuosina 5 %:n luokassa.

Arviomme mukaan vuotuiset ylläpitoinvestoinnit ovat poistojen tasolla 3,0-3,5 MEUR:ssa. Lisäksi tulevat vielä kehitys- ja laajennusinvestoinnit, mutta näiden tarpeen ennustamme lähivuosina olevan rajallinen, sillä nykyiset tehtaot pystyvät kysynnän vetäessä vähintään 100 MEUR:n liike-vaihtotasoon, jos tuotemix ei muutu oleellisesti.

Tase on hyvässä kunnossa

Exelin taseessa varat ovat jakautuneet melko tasaisesti pitkäaikaisiin ja lyhytaikaisiin eriin. Suurin erä on aineelliset hyödykkeet, mutta tuotantolaitoksiin sitoutuneen pääoman määrä on maltillinen suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan, mikä johtuu tosin osin vanhasta ja suurelta osin poistetusta konekannasta. Taseessa on liikearvoa reilut 13 MEUR yritys-kaupoista, mutta emme näe pitkäaikaisissa omaisuuserissä olennaisia alaskirjausriskejä konsernin parantunut tulokunto huomioiden. Lyhytaikainen omaisuus koostuu käyttöpää-omaeristä eli varastoista ja myyntisaamisista sekä kassasta, jota vuoden 2017 lopussa oli noin 8 MEUR. Siten yhtiön maksuvalmius on hyvä.

Omaa pääomaa Exelillä oli viime vuoden lopussa 29 MEUR. Korollisia velkoja oli reilut 16 MEUR. Huomioitavaa on, että korollisista veloista valtaosa on lyhytaikaista, mikä kuitenkin liittyy arviomme mukaan yhtiön käyttöpääoma-rahoituksen luokitteluun. Velkojen puolella osto-velat ovat hieman myyntisaamiaisia suuremmat, joten liiketoiminnan sitoma käyttöpääoma koostuu etenkin varastosta. Taseen loppusumma vuoden 2017 lopussa oli 64 MEUR.

Exelin omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 45 %:ssa ja nettovelkaantumisaste 30 %:ssa, joten tase on tunnuslukujen valossa terve ja Exelillä on kohtuullista liikkumavaraa yritysjärjestelyihin melko lyhyelläkin tähtäimellä. Kuten totesimme, mielestämme komposiittiliiketoiminnan luonne huomioiden Exelille sopiva velkaantumisaste 30-50 %. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi mielestämme vielä terveet puskurit ja myös velkavipua, joka auttaisi pääoman tuoton optimoinnissa.

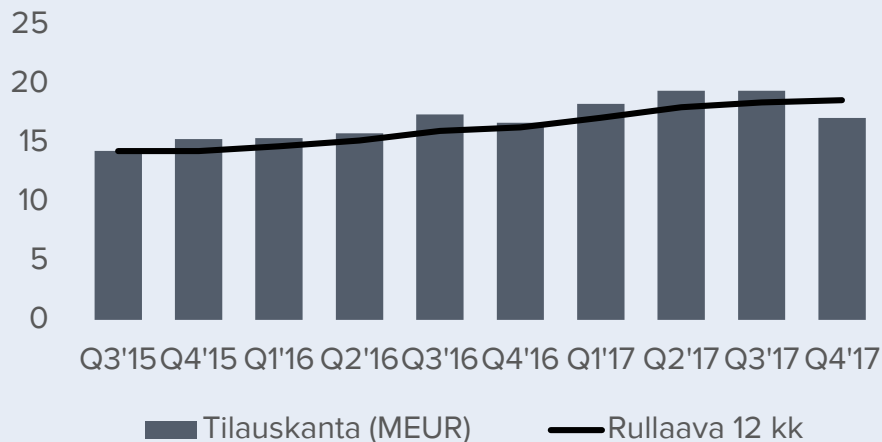
Vahvan taseensa ja suhteellisen hyvän velan-hoitokykynsä (nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen vuoden 2017 luvuilla 1,1x) Exelin pitäisi arviomme mukaan saada velka-rahoitusta 1,5-2,5 %:n, minkä arviomme olevan myös tällä hetkellä yhtiön velkasalkun korko-tason. Myös muut rahoituskulut ovat arviomme mukaan kohtuullisia, yhtiö joten kokonaisuutena rahoituskulujen tulosrasitus pysyy maltillisena (alle 1 % liikevaihdosta). Kurssierot voivat tosin heiluttaa rahoitustulosta, mutta tämä ei ole kassavaikutteinen erä.

Verorasituksen pitäisi laskea

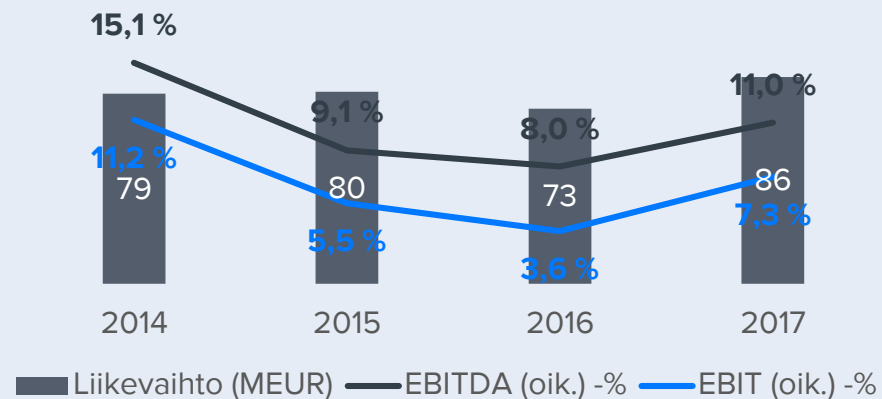
Viime vuosina Exelin veroaste tuloslaskelmassa on ollut noin 30 %:n tasolla. Arviomme mukaan tämä johtuu osin Australian tappioista, joita yhtiö ei ole voinut vähentää muissa maissa. Australian tuotannon alasajon takia tappiot katkeavat vuonna 2018, joten arviomme mukaan yhtiö verorasituksen pitäisi laskea hieman noin 26-28 %:iin tästä vuodesta alkaen. Korkeahkona pysyvää normalisoitua veroastetta selittää tuloksen kertyminen osin korkean veroasteen maista (esim. Kiina, Saksa jne.). Tuloslaskelman verojen arviomme vastaavan lähivuosina kassavirtaveroja.

Taloudellinen tilanne

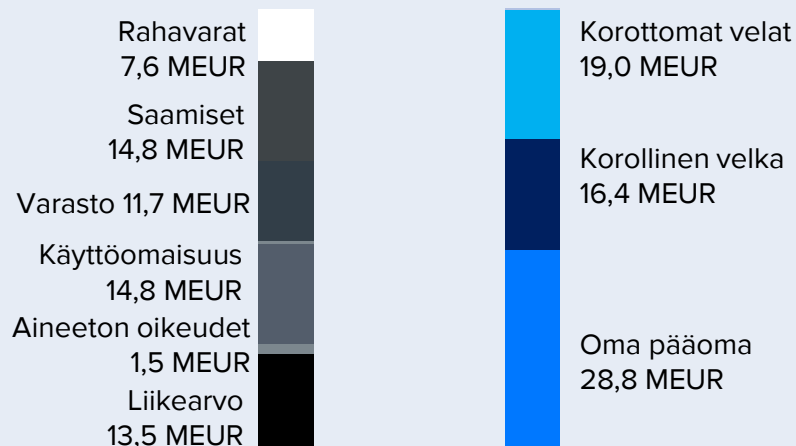
Tilaukannan kehitys



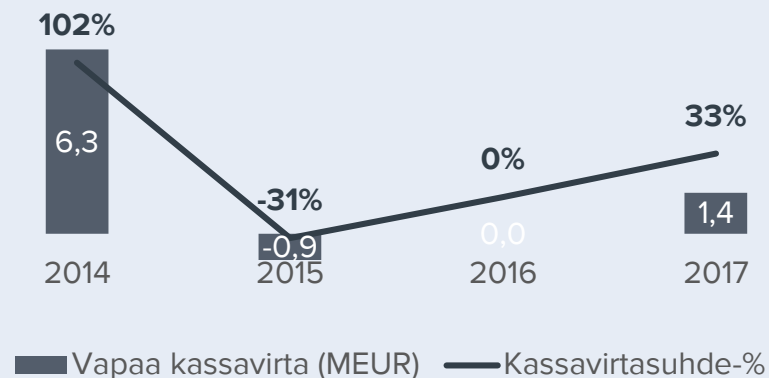
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taserakenne 2017



Vapaa kassavirta



Kassavirtasuhte on vapaa kassavirta jaettuna oikaistulla nettotuloksella

Ennusteet

Ennustemalli

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

Vuoden 2018 ennusteet

Exelin tilauskanta oli Q4'17:n lopussa 17,1 MEUR ja se kasvoi 3 % edellisvuodesta (Q4'16: 16,7 MEUR). Siten yhtiön lähtötilanne vuoteen 2018 on ei ole varsinaisesti viime vuotta parempi, kun huomioidaan, että Exelillä on portfoliossaan tänä vuonna myös ostettu kiinalaisyhtiö, mutta rakenteensa takia tilauskanta ei ole erityisen hyvä indikaattori juuri koskaan. Kokonaisuutena yhtiön markkinatilanne vaikuttaa kuitenkin valoisalta, sillä Euroopan ja Kiinan talouksista ja investoinneista viime aikoina kuultu data on ollut vahvaa ja talouskasvun yhtiön päämarkkinoilla pitäisi olla ripeää. Exel ohjeisti vuoden 2017 tilinpäätösraporttinsa yhteydessä vuoden 2018 liikevaihdon ja oikaistun liikevoitto paranevan viime vuodesta, mikä tukee arviotamme positiivisina säilyneistä näkymistä.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 7,9 % 93 MEUR:oon. Kasvua tukee neljän kuukauden ja noin 4 %-yksikön osalta vielä

epäorgaanisesti Kiinan yritysosto, kun taas orgaanista kasvuennusteemme on noin 4 %. Hyvän orgaanisen kasvun taustalla on suotuisan markkinatilanteen lisäksi yhtiön omat myynninedistämistoimet Euroopassa ja Kiinassa.

Vuoden 2018 oikaistun liiketuloksen arviomme parantuvan 7,9 MEUR:oon, mikä vastaa 8,5 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulosparannuksesta reilut puolet tulee arviomme mukaan liikevaihdon orgaanisen kasvun kautta, mikä skaalaa myös kannattavuutta hieman ylöspäin. Vajaat puolet tuloskasvusta tulevat taas epäorgaanisesti yritysoston kautta ja Australian tappioiden katkeamisen myötä. Rahoituskuluja arviomme olevan normaalilla tasollaan 0,5 MEUR:ssa ja veroasteen painuvan 27 %:iin. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme kuluvalle vuodelle 2018 on 0,46 euroa, mitä arviomme Exelin maksavan 0,32 euron osakekohtaisen osingon. Yhtiön tase vahvistuu nettovoiton ja hieman tulosta heikomman rahavirran myötä maltillisesti (2018e: nettovelkaantumisaste 26 %).

Vuosien 2019-2020 ennusteet

Ennustamme Exelin yltävän orgaanisesti lähivuosina hieman markkinakasvua nopeampaan noin 4-5 %:n liikevaihdon kasvuun kilpailukykyisen tuoteportfolionsa ansiosta. Kasvun osalta olemme selkeästi yhtiön tavoitetason alapuolella, mutta toisaalta 2010-luvulla yskineen kasvun takia odotamme vielä yhtiön track-recordin vahvistumista ennen kuin olemme valmiita nostamaan kasvuennusteitamme lisää.

Exelin kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, sillä yhtiö on tehnyt kasvun vaatimia resurssi-

panostuksia jo aiemmin eikä kasvun pitäisi vaatia enää merkittävää kiinteiden kulujen kasvattamista. Myyntikate-%:n arviomme pysyvän vakaana historiallisella tasolla noin 60 %:ssa, kun volyymikasvun myötä parantuva tuotantotehokkuus kompensoi keskisegmenttiin edelleen painottuvan tuotemixin luoman maltillisen myyntikatemarginaalipaineen.

Ennustamme liikevaihdon nousevan 2019 5 % 98 MEUR:oon ja liikevoiton 8,8 MEUR:oon, mikä vastaa 9,0 %:n EBIT-marginaalia. 2020 ennustamme 4,5 %:n liikevaihdon kasvulla 102 MEUR:n liikevaihtoa 9,5 %:n EBIT-marginaalia ja 9,7 MEUR:n liikevoittoa. 2018 ja 2019 EPS-ennusteemme ovat 0,51 euroa ja 0,57 euroa ja osinkoennusteet 0,34 euroa ja 0,36 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Exelin pystyvän kasvamaan noin 3-4 % vuodessa, mikä on noin linjassa markkinakasvun kanssa. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 8-9 %:n tasolle, mikä on selvästi historiallisen tason alapuolella mutta kuitenkin korkea viime vuosien toteumiin nähden.

Korostamme, että mielestämme Exelin markkinoilla ei ole tapahtunut fundamentaalisia kannattavuuspotentiaalia laskeneita muutoksia ja yhtiöllä on potentiaalia taloudellisten tavoitteidensa saavuttamiseen keskipitkällä tai ainakin pitkällä aikavälillä. Tämän onnistuessa yhtiöllä olisi arviomme mukaan edellytyksiä nostaa osakekohtainen tulos 0,60 euron yläpuolelle 3-4 vuoden tähtäimellä suotuisassa skenaariossa, mutta pitkän aikavälin ennusteiden nostaminen vaatisi yhtiöltä vielä vahvempaa kannattavan kasvun track-recordia.

Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	73,1	20,3	23,2	20,4	22,4	86,3	23,1	24,8	21,6	23,5	93,0	97,7	102,1
<i>Konsemi</i>	73,1	20,3	23,2	20,4	22,4	86,3	23,1	24,8	21,6	23,5	93,0	97,7	102,1
Käyttökate	3,9	2,5	2,3	2,4	2,2	9,4	3,0	2,9	2,7	2,9	11,5	12,3	13,2
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7	-3,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-3,5	-3,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	1,7	1,7	1,5	1,4	6,3	2,1	2,0	1,8	2,0	7,9	8,8	9,7
Liikevoitto	0,7	1,7	1,5	1,5	1,4	6,1	2,1	2,0	1,8	2,0	7,9	8,8	9,7
<i>Konsemi</i>	2,6	1,7	1,7	1,5	1,4	6,3	2,1	2,0	1,8	2,0	7,9	8,8	9,7
<i>Oikaisuerät</i>	-1,9	0,0	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4
Tulos ennen veroja	0,7	1,7	1,3	1,3	1,0	5,4	1,9	1,9	1,7	1,9	7,4	8,4	9,3
Verot	-0,5	-0,6	-0,2	-0,2	0,0	-1,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,3	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,2	1,0	1,1	1,1	1,0	4,2	1,4	1,4	1,3	1,4	5,4	6,1	6,8
EPS (oikaistu)	0,15	0,09	0,10	0,09	0,08	0,36	0,12	0,12	0,11	0,12	0,46	0,51	0,57
EPS (raportoitu)	0,02	0,09	0,09	0,09	0,09	0,36	0,12	0,12	0,11	0,12	0,46	0,51	0,57

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-8,9 %	13,3 %	17,4 %	24,1 %	17,9 %	18,0 %	14,0 %	7,0 %	6,0 %	4,9 %	7,9 %	5,0 %	4,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-46,1 %	1033,6 %	44,4 %	185,8 %	90,3 %	142,7 %	24,3 %	19,2 %	19,1 %	44,3 %	26,1 %	11,0 %	10,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,4 %	12,1 %	9,8 %	12,0 %	9,8 %	10,9 %	12,8 %	11,8 %	12,7 %	12,3 %	12,4 %	12,6 %	12,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,5 %	8,2 %	7,3 %	7,6 %	6,2 %	7,3 %	8,9 %	8,1 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	9,0 %	9,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,3 %	5,0 %	4,9 %	5,3 %	4,5 %	4,9 %	6,1 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %	6,2 %	6,7 %

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostusmenetelmät

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

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

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

tuloskertoimia.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Exelille hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- + **Komposiitteja tukevat megatrendit ja epäorgaanista kasvua tukeva markkinarakente** antavat yhtiölle melko hyvän kasvupotentiaalin pitkällä aikavälillä
- + **Hyvä lähivuosien hyvä tuloskasvunäkymä** toimii osakkeelle vahvana ajurina lyhyellä tähtäimellä
- + **Hyvässä kunnossa oleva tase** rajaa sijoittajan riskiprofiilia heikommassa syklissä ja mahdollistaa voitonjaon tasaisen kasvattamisen sekä investoinnit/yhtymäostot
- + **Rajalliset pääomavaatimukset** tukevat kasvupyrkimyksiä ja voitonjaon kasvattamista
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys** nostaa sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa
- **Merkittävän Eurooppa-paino** nostaa osakkeen maantieteellistä riskiä
- **Osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat tyydyttävällä tasolla, mikä puoltaa maltillisen likviditeettipreemion vaatimista osakkeelta.

Näiden tekijöiden muodostama kokonaiskuva huomioiden voidaan osake mielestämme hinnoitella absoluuttisesti P/E-luvulla 14x-16x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 7x-9x. Nämä tasot ovat myös karkeasti linjassa Exelin

keskipitkän ajan arvostuskertoimien kanssa. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleisen arvostustason kehitystason sekä yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutoksia huomioiden. Haarukoiden keskikohdat ovat noin Helsingin Pörssin yhtiöiden arvostuksen pitkän aikavälin keskiarvojen tasolla, vaikka emme varsinaisesti peilaakaan Exelin arvostus suhteessa Helsingin pörssiin.

Arvostus on haarukoidemme alalaidassa

Tällä hetkellä Exelin vuosien 2018 ja 2019 oikaistut P/E-kertoimet ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Vuoden 2020 ennusteilla kertoimet painuvat vielä houkuttelevammalle tasolle, mutta kolmen vuoden päähän katsottaessa näkyvyys on jo hyvin rajallinen. Hyväksymämme arvostustasot huomioiden pidämme Exelin kertoimia kohtuullisina vuoden tähtäimellä, kunhan tuloskasvu painaa kertoimia alemmas. Vuoden 2017 toteutuneella tuloksella arvostus on mielestämme hieman koholla, joten kertoimissa ei varsinaisesti ole nousuvaraa.

Yhtiön tasepohjainen P/B luku on noin historiallisella tasollaan 2,7x. Pidämme tätä korkeahkona tasona perusteollisuusyhtiölle, mutta Exel on onnistunut ylläpitämään korkeaan pääoman tuottoa ja myös investoimaan varoja takaisin liiketoimintaansa hyvällä tuotto-odotuksella, mistä pitkällä aikavälillä seuraava kumulaatiovaikutus puoltaa korkean tasearvostuksen hyväksymistä. Tasearvostus ei tarjoa mielestämme osakkeelle kuitenkaan lainkaan tukea tuloskasvuun liittyviä riskejä vastaan, mikä nostaa riskitasoa.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Osinkotuotto on sen sijaan hyvällä tasolla 4-5 %:ssa lähivuosille, mutta myöskään osinkotuotto ei anna osakkeelle välttämättä konkreettista tukea, sillä osingon kasvu on myös täysin ennustetun tuloskasvun varassa eikä jakosuhteessa ei ole nousuvaraa vuoden 2017 ripeän osingon korotuksen jäljiltä. Myös nykyisen osinkotasoa ylläpitäminen saattaisi muodostua haastavaksi Exelille ilman tuloskasvua ainakin keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen osakkeella ei selkeitä tukitasoja ennusteisiin liittyviä riskejä vastaan, mikä nostaa sijoittajien riskiprofiilia jossain määrin.

Absoluuttisen arvotuksen perusteella Exelin arviomme mukainen kokonaistuotto-odotus lähivuosina on 10-15 % vuodessa, mikä muodostuu vahvasta tuloskasvusta, hyvästä 4-5 %:n osinkotuotosta ja lievästi normalisoituvista arvostuskertoimista. Tämä on mielestämme varsin houkutteleva taso, vaikka tuotto-odotuksiin liittyvät riskit ovat mielestämme konkreettisia, sillä tuotto-odotus nojaa merkittävilta osin keskipitkällä aikavälillä jatkuvaan tuloskasvuun. Ilman selkeää keskipitkän ajan tuloskasvua hyväksyttävissä arvostuskertoimissa olisi mielestämme mieluummin selvempää painetta alaspäin, sillä ilman kasvuprofiilia nykyisten perusteollisuusyhtiölle melko korkeiden arvostuskertoimien hyväksyminen Exelille olisi haastavaa.

Vertailuryhmäarvostus

Suhteellisen arvostuksen käyttäminen on Exelin tapauksessa haastavaa listattujen verrokkien vähäisen määrän takia. Listatuista

komposiittiyhtiöstä Hexagonin kertoimet ovat erittäin korkeita, mutta suhteessa Guritiin Exel on melko neutraalisti arvostettu sekä vuoden 2018 että vuoden 2019 kertoimilla. Gurit on myös teollisuussektorilla fokusoituneena pelurina mielestämme hieman Hexagonia parempi verrokki Exelille. Näin ollen suhteellinen arvostus on tukee näkemystämme osakkeen kohtuullisesta hinnoittelusta mittarin indikaatiivisesta luonteesta huolimatta.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 7,50 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2,0-4,5 %:iin ja EBIT-marginaali 8,2-10,0 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman korkeahko 56 %, mikä kuvaa osaltaan merkittävilta osin melko kaukana tulevaisuudessa olevaa potentiaalia. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,7 % ja oman pääoman kustannus 9,5 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 1,0 %, beta 1,15 ja tavoiteltu velka-aste 30 %.

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Exelin tavoitehintamme 7,50 euroa ja lisää-suosituksemme. Näemme osakkeessa

edelleen melko selkeää nousuvaraa vuoden tähtäimellä, kunhan Exel etenee odotustemme mukaisesti kohti keskipitkän tähtäimen liikevaihto- ja kannattavuuspotentiaalia. Korostamme kuitenkin, että arvostus ei anna tilaa pettymyksille tuloskasvun suhteen, mikä nostaa jossain määrin sijoituksen riskitasoa.

Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysit

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,75	8,39	6,53	5,02	6,57	6,60	6,60	6,60
Markkina-arvo	68	100	78	60	78	79	79	79
Yritysarvo (EV)	72	97	78	63	87	87	84	84
P/E (oik.)	22,2	16,1	27,0	33,4	18,2	14,5	12,9	11,6
P/E	22,2	17,5	27,5	252,0	18,4	14,5	12,9	11,6
P/Kassavirta	10,1	19,9	-68,0	48,3	-32,3	17,1	12,2	18,6
P/B	3,0	3,4	2,5	2,2	2,7	2,6	2,4	2,2
P/S	1,0	1,3	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	9,5	7,8	10,2	10,8	9,1	7,5	6,8	6,4
EV/EBIT	14,8	10,4	16,3	24,3	13,8	10,9	9,6	8,7
Osinko/tulos (%)	193,1 %	41,7 %	92,5 %	502,0 %	84,1 %	70,3 %	66,3 %	63,0 %
Osinkotuotto-%	8,7 %	2,4 %	3,4 %	2,0 %	4,6 %	4,8 %	5,2 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvomatriisi 2018e eri liikevaihoilla ja käyttökatemarginaaleilla

	84	88	92	96	100
	12 %	13 %	13 %	14 %	14 %
6,0	4,93	5,39	5,88	6,38	6,91
6,5	5,35	5,86	6,38	6,93	7,50
7,0	5,78	6,32	6,88	7,47	8,08
7,5	6,20	6,78	7,39	8,02	8,67
8,0	6,63	7,24	7,89	8,56	9,26
8,5	7,05	7,71	8,39	9,11	9,85
9,0	7,47	8,17	8,89	9,65	10,44
9,5	7,90	8,63	9,40	10,19	11,03
10,0	8,32	9,09	9,90	10,74	11,61

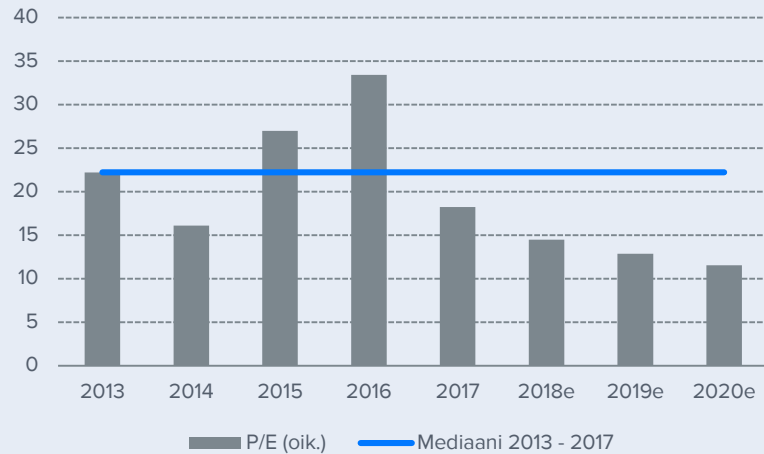
Arvomatriisi 2018e-2019e eri liikevaihoilla ja liikevoittomarginaaleilla

	80	85	90	95	100	105	110
	6,0 %	7,0 %	8,0 %	9,0 %	10,0 %	10,5 %	11,0 %
10	2,60	3,30	4,06	4,87	5,75	6,37	7,02
11	2,86	3,63	4,46	5,36	6,32	7,01	7,72
12	3,12	3,96	4,87	5,85	6,90	7,64	8,43
13	3,38	4,29	5,27	6,33	7,47	8,28	9,13
14	3,64	4,62	5,68	6,82	8,05	8,92	9,83
15	3,90	4,95	6,08	7,31	8,62	9,56	10,53
16	4,16	5,28	6,49	7,80	9,20	10,19	11,23
17	4,42	5,61	6,89	8,28	9,77	10,83	11,94
18	4,68	5,94	7,30	8,77	10,35	11,47	12,64

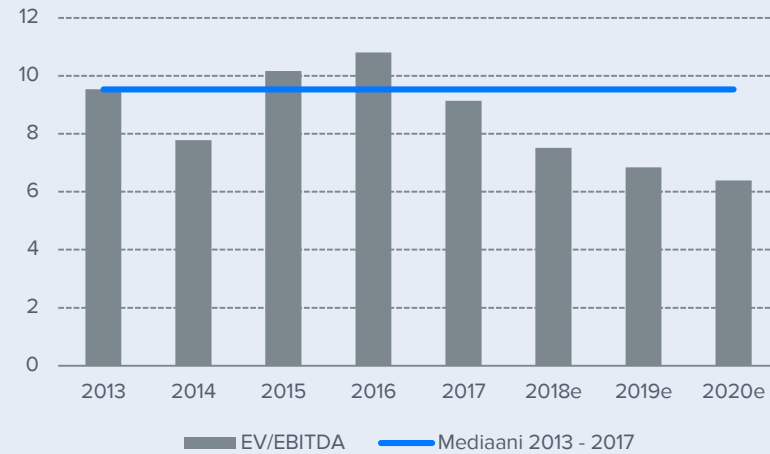
Lähde: Inderes

Historiallinen arvostustaso

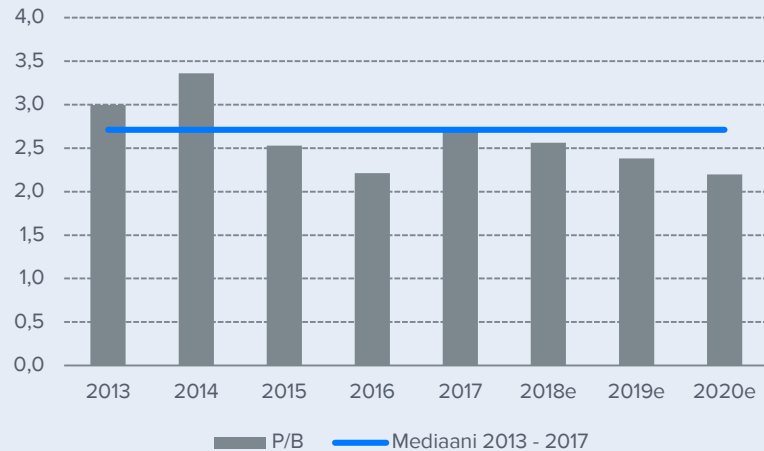
P/E



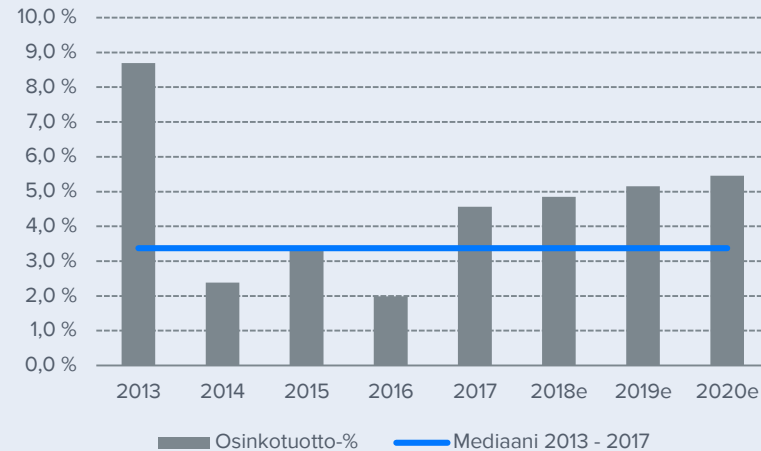
EV/EBITDA



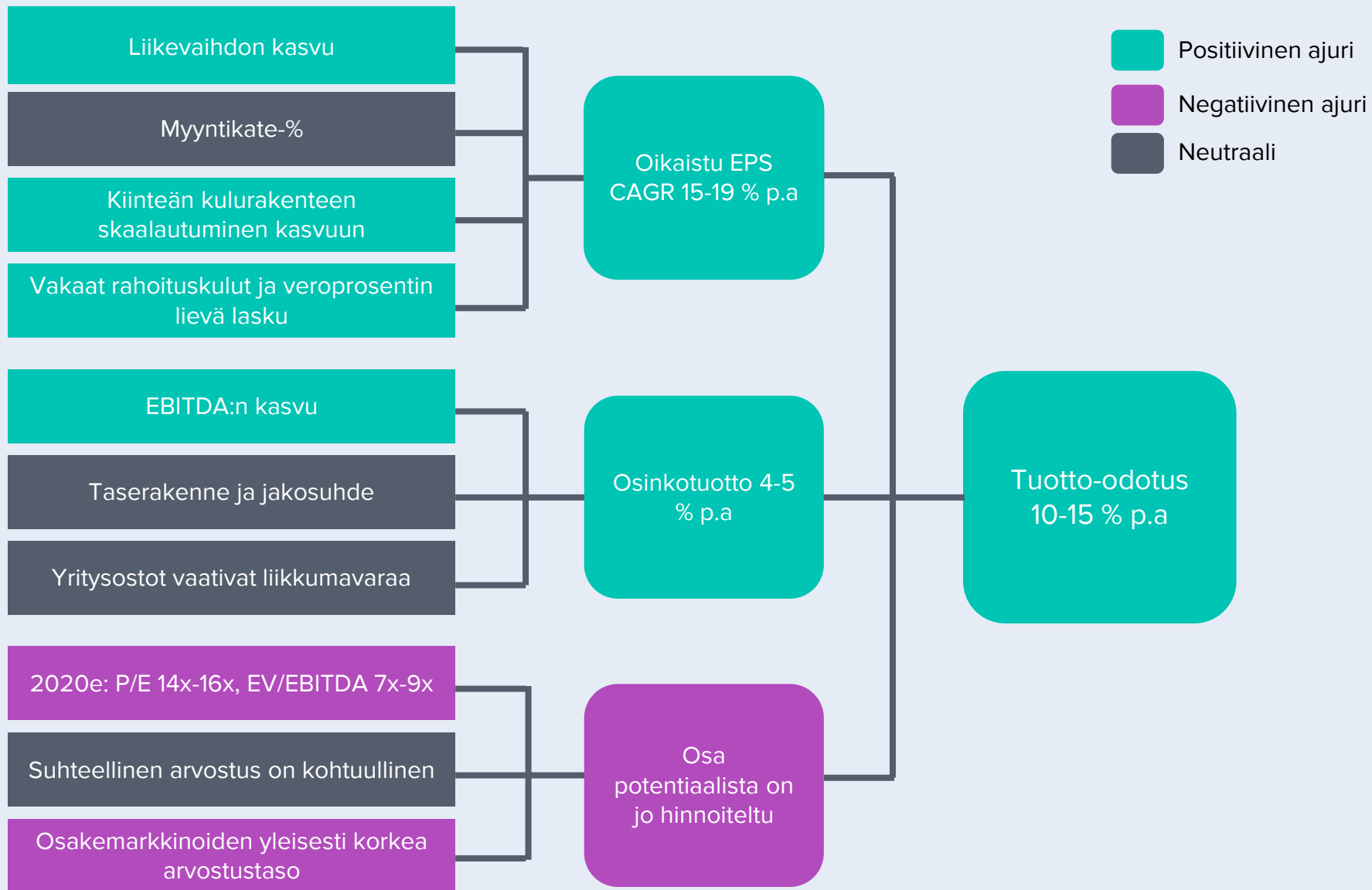
P/B



Osinkotuotto-%



Exel Compositesin arvoajurit 2017e-2019e



Vertailuryhmäarvostus

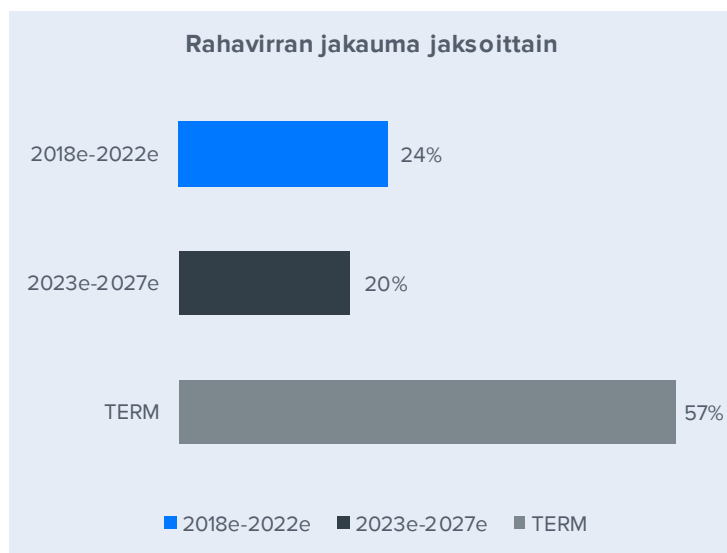
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Exel Composites	6,60	79	87	11,1	9,7	7,4	6,7	1,0	0,9	14,2	12,4	4,8	4,5	2,5
Gurit	880,00	312	284	9,4	8,9	7,4	7,0	1,0	0,9	13,9	13,7	2,5	2,7	1,8
Hexagon Composites	2,45	405	428			17,4	12,7	2,5	2,2	30,3	19,8			2,7
Exel Composites (Inderes)	6,60	79	87	10,9	9,6	7,5	6,8	0,9	0,9	14,5	12,9	4,8	5,2	2,6
Keskiarvo				10,3	9,3	10,7	8,8	1,5	1,3	19,5	15,3	3,7	3,6	2,3
Mediaani				10,3	9,3	7,4	7,0	1,0	0,9	14,2	13,7	3,7	3,6	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				7 %	3 %	1 %	-2 %	-7 %	-8 %	2 %	-6 %	31 %	44 %	4 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	6,1	7,9	8,8	9,7	10,5	10,8	10,8	10,7	10,5	10,6	10,9	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,6	3,5	3,5	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,4	4,4	
- Maksetut verot	-1,4	-2,0	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-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	-1,3	-1,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,5	8,2	10,0	10,4	11,1	11,6	11,5	11,6	11,7	11,8	12,1	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-8,8	-3,6	-3,5	-6,2	-4,4	-4,6	-4,8	-4,9	-4,6	-4,6	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,4	4,6	6,4	4,2	6,7	7,0	6,7	6,7	7,1	7,3	6,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,4	4,6	6,4	4,2	6,7	7,0	6,7	6,7	7,1	7,3	6,5	115,5
Diskontattu vapaa kassavirta		4,3	5,6	3,4	5,1	4,9	4,3	4,0	4,0	3,8	3,1	55,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	98,3	93,9	88,3	84,9	79,8	74,9	70,6	66,5	62,6	58,8	55,6	
Velaton arvo DCF	98,3											
- Korolliset velat		-16,4										
+ Rahavarat		7,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	89,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	7,53											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	80	73	86	93	98	102
Kulut	-73	-69	-77	-82	-85	-89
EBITDA	7,3	3,9	9,4	11,5	12,3	13,2
Poistot	-2,9	-3,2	-3,2	-3,6	-3,5	-3,5
Liikevoitto	4,4	0,7	6,1	7,9	8,8	9,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>4,8</i>	<i>2,6</i>	<i>6,3</i>	<i>7,9</i>	<i>8,8</i>	<i>9,7</i>
Rahoituserät	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,4	-1,6
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	4,2	0,7	5,4	7,4	8,4	9,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,4	-0,5	-1,1	-2,0	-2,3	-2,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	0,2	4,2	5,4	6,1	6,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>3,2</i>	<i>2,1</i>	<i>4,4</i>	<i>5,4</i>	<i>6,1</i>	<i>6,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,8	0,2	4,2	5,4	6,1	6,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,24</i>	<i>0,02</i>	<i>0,36</i>	<i>0,46</i>	<i>0,51</i>	<i>0,57</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,24	0,15	0,36	0,46	0,51	0,57

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	25	25	30	30	30
Liikearvo	10	10	13	13	13
Aineettomat oikeudet	0	1	1	2	2
Käyttöomaisuus	14	14	15	15	15
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	29	28	34	38	39
Varastot	10	10	12	12	13
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	12	12	15	16	16
Likvidit varat	8	7	8	9	10
Taseen loppusumma	54	53	64	68	69

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	31	27	29	31	33
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	22	19	18	20	22
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	7	6	9	9	9
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	5	4	5	14	13
Laskennalliset verovelat	1	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	4	3	5	13	12
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	19	23	30	23	24
Lainat rahoituslaitoksilta	5	8	12	4	4
Lyhytaikaiset korottomat velat	14	15	18	19	20
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	54	53	64	68	69

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.3.2017	Lisää	5,40 €	4,93 €
5.5.2017	Lisää	6,30 €	5,84 €
21.7.2017	Vähennä	6,75 €	6,85 €
7.9.2017	Vähennä	7,00 €	6,80 €
26.10.2017	Vähennä	7,50 €	7,60 €
7.12.2017	Lisää	7,50 €	6,77 €
19.2.2018	Lisää	7,50 €	6,80 €
21.3.2018	Lisää	7,50 €	6,60 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**