

Exel Composites

Yhtiöraportti



Julkaisuajankohta
30.12.2021 8:24

Katset tuloskäänteeseen toteutumisessa

- **Exel Compositesin vahvuus on asiakastarpeisiin räätälöidyt tuotteet, jotka luovat pitkiä asiakassuhteita sekä mahdollistavat hyvän kannattavuuden. Myös yhtiön globaali toiminta luo kilpailuetua suhteessa paikallisiin toimijoihin. Viime vuosina nähty liikevaihdon voimakas kasvu antaa tukea näkemyksellemme hyvästä asemasta pirstaleisella toimialalla. Vuoden 2021 tulos notkahtaa USA:n tappioiden seurauksena. Ongelmat rajautuvat kuitenkin yhteen tuotekategoriaan ja käänne parempaan on yhtiön ohjeistuksen perusteella jo alkanut. Ennustamme yhtiön palaavan tuloskasvun uralle vuonna 2022 ja toistamme LISÄÄ suosituksen tavoitehinnalla 8,30 euroa.**
- **Kasvu:** Exel on kasvanut sekä orgaanisesti että yrityskaupoilla. Orgaanisen kasvun taustalla on mm. Tuulivoima-sektorin vahva kasvu sekä useammassa muussakin segmentissä nähdyt uudet tuotesovellukset. Yhtiön globaali tuotantorakenne on kilpailuetu paikallisiin toimijoihin verrattuna ja näemme tämän eduin merkityksen kasvavan tulevina vuosina komposiittisovellusten ottaessa markkinaosuutta kilpailevilta materiaaleilta.
- **Kannattavuus:** Viime vuosien hyvän tuloskehityksen katkaisi vuonna 2021 nähdyt ongelmat USA:n yksikössä. Yhtiön johto on viestiittänyt pahimman olevan takana päin ja odotamme kannattavuustason asteittain palaavan vuoden 2022 aikana. Tuloskäänteeseen aikatauluun liittyy vielä epävarmuutta, mutta ennakoitun käänteeseen toteutuessa nykyinen markkina-arvo (noin 95 milj. euroa) ja EV-arvo (noin 135 milj. euroa) vaikuttavat maltillisilta yhtiön asema ja tulospotentiaali huomioiden.
- **Arvostus ja tavoitehinta:** Arvostuskertoimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä käytämme vuosien 2022 ja 2023 ennusteita ja täydennämme arvonmääritystä kassavirtamallillamme. Hyväksymme yhtiön historialliset arvostuskertoimet kertoimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä ja tavoitehintamme on 8,30 euroa.

Suositus

LISÄÄ

Tavoitehinta (€)

Ennallaan
8,30
Ennallaan

Hinta (€)*	7,94
Ylin (12kk)	11,60
Alin (12kk)	6,58
Markkina-arvo (M€)	94
Indeksipaino	0 %
Beta	1,04
Kaupankäyntitunnus	EXL1V
Seuraava tulosjulkistuspäivä	15.2.2022

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	6,62	7,74	7,38
Muutos	19,9 %	2,6 %	7,6 %



— Exel Composites
— OMX Helsinki Cap
— Stoxx 600 Perusteol.

Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 29.12.

Exel Composites

EURm	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	96,6	103,8	108,6	130,4	139,3	148,2
Liikevaihdon kasvu (%)	12,0 %	7,4 %	4,7 %	20,1 %	6,8 %	6,4 %
Liikevoitto, oikaistu	5,0	7,2	9,7	6,5	9,7	13,2
Liikevoitto (%)	5,2 %	6,9 %	8,9 %	5,0 %	7,0 %	8,9 %
Tulos ennen veroja	1,7	3,9	7,1	4,6	8,4	12,1
Tulos/osake, raportoitu	0,03	0,20	0,45	0,17	0,54	0,77
Osinko/osake	0,18	0,18	0,20	0,20	0,22	0,24
Osinkotuotto (%)	4,5 %	2,8 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %
EV/Sales	0,7	1,0	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	11,9	10,0	8,6	11,9	7,8	6,1
P/E	123,6	32,1	18,8	45,7	14,8	10,3
P/B	1,8	2,9	3,5	3,3	2,9	2,3
ROE	1 %	9 %	19 %	7 %	20 %	23 %
ROCE	1 %	5 %	12 %	3 %	13 %	18 %
Omavaraisuusaste	35 %	31 %	30 %	29 %	31 %	37 %
Gearing	96 %	115 %	108 %	125 %	97 %	63 %

Lähde: OP Markets



Senioristrategi

Kim Gorschnik

+358 10 252 4351

kim.gorschnik@op.fi

Investment case

- **Komposiittien käyttö kasvaa.** Toimialan on arvioitu kasvavan hieman globaalia BKT-kasvua nopeammin, kun komposiitti ottaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Komposiittien osuus materiaalimarkkinasta on pieni ja Exel toimii pultruusioteknologian alueella, joka on puolestaan noin 5% komposiittimarkkinasta.
- **Exel on pirstaleisella toimialalla suurin toimija** ja ainoa toimija kaikilla päämarkkinoilla (Eurooppa, USA, Asia). Tämän seurauksena yhtiö pystyy palvelemaan globaaleja asiakkaita maailmanlaajuisesti, mistä on monesti hyötyä paikallisia kilpailijoita vastaan.
- **Investoinnit kapasiteetin kasvattamiseen.** Vuoden 2020 lopussa valmistunut uusi tuotantolaitos Itävallassa nostaa Exelin Keski-Euroopan tuotantokapasiteettia merkittävästi. Syksyllä 2021 yhtiö laajentui Intiaan yhteisyrityksen kautta.

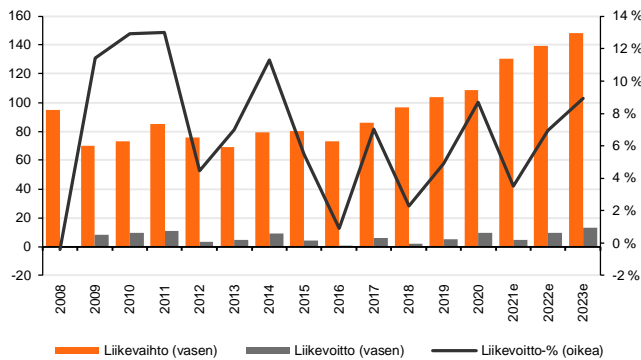
Ajurit

- **Tuulivoiman lisääntyminen** tulevaisuudessa tukee komposiitin globaalia kysyntää. Tuulimyllyjen lavat vahvistetaan komposiitilla ja niiden koon kasvu lisää kysyntää.
- **Uusien tuotteiden ja Aasian kasvu.** Sähköjohtimet ytimet ovat esimerkki viime vuosien tuotekehitystyön onnistumisista. Yhtiö on onnistunut kasvamaan myös Aasian nopeammin kasvavilla markkinoilla.
- **Kestävän kehityksen trendi.** Komposiitti edustaa noin 0,5 %:a maailman materiaalimarkkinasta, mutta osuuden odotetaan nousevan alhaisten elinkaarikustannuksen ja komposiitin tuomien energiasäästöjen myötä.

Riskit

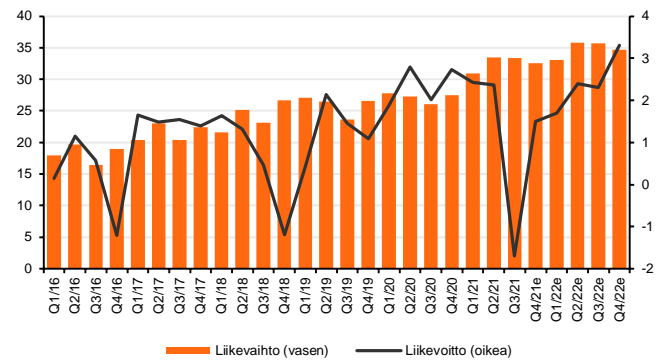
- **Sykliset asiakastoimialat.** Rakentaminen ja kuljetusala reagoivat vahvasti talouden suhdannevaihteluihin ja niiden osuus Exelin liikevaihdosta on merkittävä.
- **Kova kilpailu.** Etenkin tuulivoimatoimialan komposiitti soveltuvat massatuotantoon, mikä lisää kilpailua ja laskee hintoja.
- **Raaka-aineiden hinnannousu.** Eri kuitujen ja hartsien vaikutus Exelin kustannuksissa on merkittävä ja voi lyhyellä aikavälillä tuoda marginaalipaineita.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

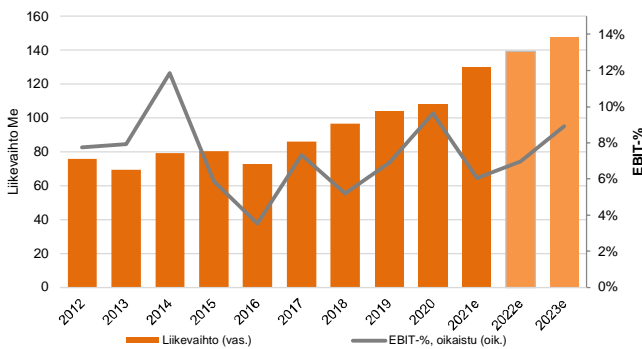
Yhteenveto liiketoiminnasta

Exel Composites suunnittelee, valmistaa ja markkinoi komposiittituotteita laajalle asiakaskunnalle. Tuotteet on suunnattu pääosin teollisiin sovelluksiin ja ne ovat suurimmalta osaltaan asiakastarpeisiin räätälöityjä. Exel hakee selvästi markkinaa voimakkaampaa kasvua. Kasvua haetaan vahvistamalla globaalia asemaa ja kehittämällä uusia tuotesovelluksia yhdessä asiakkaiden kanssa. Kasvua on kiihdytetty myös yritysostoilla.

Exel Composites on ainoa pultruusioteknologiaa hyödyntävistä komposiittivalmistajista, jolla on toimintaa kolmella mantereella. Tämä tuo yhtiölle kilpailuetua erityisesti globaalien asiakkaiden keskuudessa. Pirstaleinen toimiala luo myös mielenkiintoisia yritysostomahdollisuuksia, joihin yhtiö myös on tarttunut.

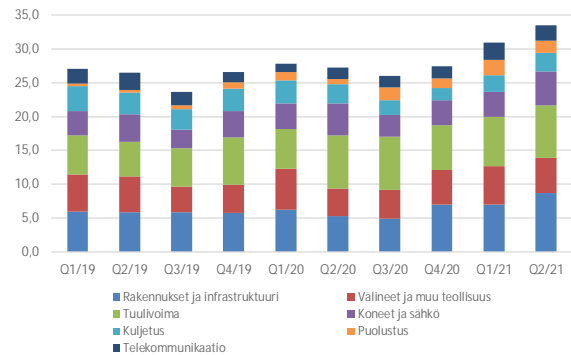
Exel on onnistunut laajentumaan uusiin kasvaviin tuotesegmentteihin. Esimerkkinä voidaan mainita vahva panostus tuulivoimasektoriin, sähköjohtimien ytimet sekä puolustusvoimien naamioverkkojen tukivarret. Näillä panostuksilla on pystytty samalla paikkaamaan aikaisemmin tärkeän telekommunikaatio -sektorin myynnin laskua.

Liikevaihto ja oikaistu EBIT-%



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Liikevaihto asiakastoimialoittain

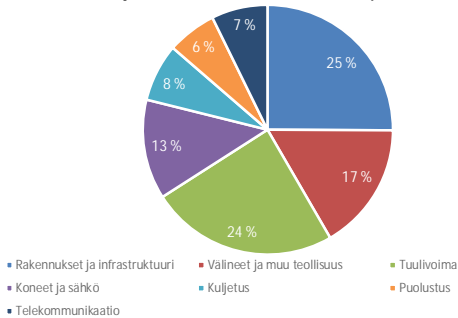


Lähde: Exel, OP Markets

Asiakastoimialoittain tarkasteltuna Rakennukset ja infrastruktuuri sekä Tuulivoima muodostavat kuluvan vuoden liikevaihtoennusteillamme kaksi suurinta segmenttiä. Yhtiön suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta vuonna 2020 oli 19,6% ja asiakas raportoidaan tuulivoima-segmentissä. Yhtiön strategiana on ollut hakea kasvua suuremmista asiakkuuksista. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan kuitenkin yhteensä satoja asiakkaita, mutta on kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaista. Arvioimme, että 10-15 suurinta asiakasta tuovat yli puolet liikevaihdosta.

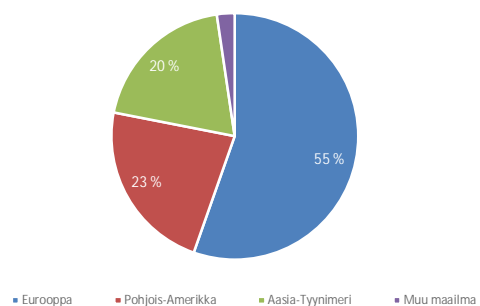
Liikevaihdon maantieteellisessä jakaumassa asiakkaat jaotellaan laskutusosoitteen mukaan. Käytännössä pääosa Euroopan tuotannosta suuntautuu kuitenkin Eurooppaan. Yhtiön tavoitteena on ollut laajentaa asiakaskuntaa Euroopan ulkopuolelle, nopeammin kasvaville Aasian ja USA:n markkinoille. Tässä on onnistuttu viime vuosien aikana.

Exel - Liikevaihdon jakauma asiakastoimialoittain (Q1-Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti (Q1-Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

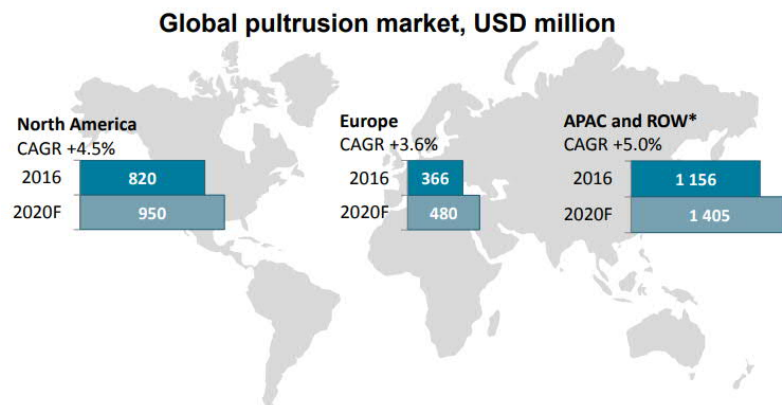
Komposiittimarkkina ja komposiitin edut

Komposiitti on kahden tai useamman eri aineen muodostama materiaali, jossa aineet eivät sekoitu keskenään. Exelin tapauksessa materiaalin muodostavat lasi- ja hiilikuidut sekä erilaiset hartsityypit. Näiden aineiden muodostama materiaali antaa useita hyviä ominaisuuksia.

Näistä ominaisuuksista merkittävimmät ovat kestävyys ja keveys, jotka ovat tärkeitä mm. erilaisissa teollisuussovelluksissa sekä kuljetussegmentissä. Nämä ominaisuudet pidentävät lopputuotteen elinikää ja parantavat suorituskykyä. Eliniän pidentyminen puolestaan vähentää lopputuotteen negatiivisia ympäristövaikutuksia koko tuotteen elinkaaren aikana. Exelin uudistettu strategia nostaakin aikaisempaa voimakkaammin esille kestävän kehityksen.

Komposiittimarkkina muodostaa pienen siivun valtavasta materiaalmarkkinasta. Materiaalimarkkinaa hallitsevat teräs, muovi ja alumiini. Komposiittimarkkina vastaa noin 1% koko materiaalmarkkinasta ja on kokoluokaltaan noin 80 mrd. dollaria. Exelin pääosin käyttämä pultruusio-tuotantoteknologia muodostaa puolestaan pienen, alle 5%:n osuuden komposiittimarkkinasta. Globaalin komposiittimarkkinan keskimääräisen vuosittaisen kasvun volyymissa mitattuna arvioidaan olevan 2–5% välillä tulevina vuosina.

Alla olevassa kuvaajassa on esitetty globaalin pultruusiomarkkinan koko. Vaikka kuvaajan tiedot ovat muutaman vuoden takaa, antaa se mielestämme edelleen oikeansuuntaisen kuvan tilanteesta. Asia on suurin markkina ja siellä myös kasvuvauhti on nopeinta. Euroopan markkina on puolestaan kolmesta mantereesta pienin ja myös sen kasvuvauhti on matalampaa kuin Aasiassa tai Pohjois-Amerikassa.



Lähde: Exel Composites

Komposiittien kysynnän kasvun kannalta merkittävimmät megatrendit ovat:

- Kaupungistuminen
- Demografiset muutokset
- Kestävä kehitys
- Elinkaariajattelu

Komposiitista valmistetut tuotteet ovat tyypillisesti kalliimpia kuin muista kilpailevista materiaaleista valmistetut tuotteet. Monissa sovelluksissa elinkaarikustannus muodostuu kuitenkin kilpailukykyiseksi, kun huomioidaan koko elinkaaren aiheuttamat kustannukset mm. pienempi huoltotarve sekä keveydestä johtuvan parempi energiatehokkuus.

Yhtiökuvaus ja strategiset linjaukset

Exel Composites suunnittelee, valmistaa ja markkinoi tuotteita laajalle asiakaskunnalle. Hiili- ja lasikuitupohjaiset komposiittituotteet on suunnattu pääosin teollisiin sovelluksiin ja ne ovat suurimmalta osaltaan asiakastarpeisiin räätälöityjä. Exelillä on valmistusta kuudessa maassa ja asiakkaita on yli 50 maassa. Yhtiöllä on oma maailmanlaajuinen myyntiverkosto.

Exel Compositesin yleinen strateginen linjaus perustuu viiteen pilariin:

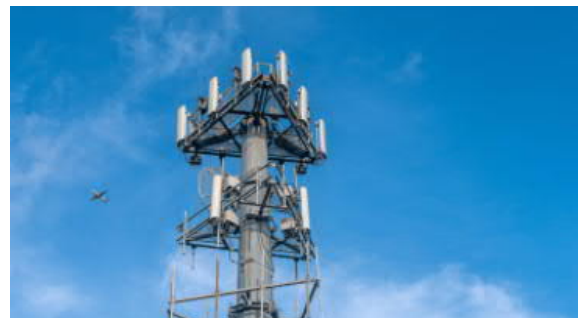
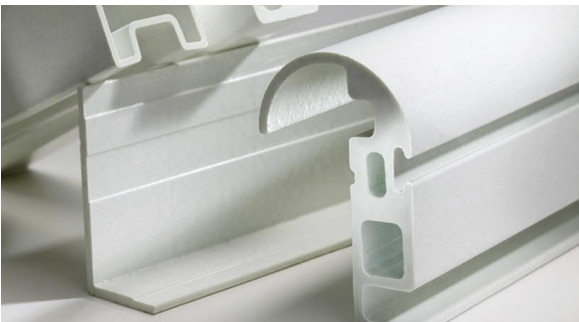
- Kasvu yhdessä asiakkaiden kanssa ylivertaista asiakaspalvelua tuottamalla
- Johtava asema Kiinassa
- Aidosti globaalin markkina-aseman luominen
- Laajentuminen kasvaviin / uusiin sovelluksiin
- Kasvu uusien teknologioiden avulla

Strategisista linjauksista voi myös päätellä kasvun olevan keskeinen tavoite. Kasvua haetaan vahvistamalla globaalia asemaa ja kehittämällä uusia tuotesovelluksia yhdessä asiakkaiden kanssa. Kasvua on kiihdytetty myös yritysostoilla, joilla on vahvistettu tuoteosaamista sekä laajennettu toimintaa maantieteellisesti.

Exel Composites on ainoa pultruusioteknologiaa hyödyntävistä komposiittivalmistajista, jolla on toimintaa kolmella mantereella. Yhtiön tavoite vahvistaa asemaa Kiinan markkinalla on tapahtunut osin yritysostojen kautta. USA:ssa oma tuotanto käynnistyi vuonna 2018 yritysoston kautta. Euroopan osuus liikevaihdosta on laskenut viime vuosien aikana ja on kuluvana vuonna noin 55%.

Yhtiön tuotteille on tyypillistä, että ne pitkälti asiakkaan tarpeisiin räätälöityjä. Tämän liiketoimintamallin seurauksena asiakassuhteet ovat yleensä pitkiä. Sitoutuminen on korkealla tasolla ja asiakkaan kynnys vaihtaa toimittajaa on korkea. Monilla tuotealueilla tähän vaikuttaa myös Exelin tuotteen matala hinta suhteessa asiakkaan lopputuotteen hintaan. Luotettavuus ja korkea laatu ovat asiakkaan päätöksenteossa tärkeällä sijalla.

Exel on onnistunut laajentumaan uusiin kasvaviin tuotesegmentteihin. Esimerkkinä voidaan mainita vahva panostus tuulivoimasektoriin, sähköjohtimien ytimet sekä puolustusvoimien naamioverkkojen tukivarret. Näillä panostuksilla on pystytty samalla paikkaamaan aikaisemmin tärkeän telekommunikaatio -sektorin myynnin lasku. Alla esimerkkejä yhtiön tuotesovelluksista.



Lähde: Exel Composites

Teknologia ja tehdasverkosto

Exel Composites pääasiallinen tuotantoteknologia on pultruusio, jossa yhtiö on käsityksemme mukaan johtavassa asemassa globaalisti. Pultruusiossa kuidut (esim. lasi- ja hiilikuitu) kyllästetään hartseilla ja vedetään muotoilumuotin läpi. Tämän jälkeen komposiitti kovetetaan lämmöllä ja leikataan määrämittaan valmiiksi tuotteeksi. Pultruusiolla saadaan yhtäjaksoisesti materiaalia, jolla on korkea yksisuuntainen lujuus. Hiili- ja lasikuitupohjaisten komposiittien etu on puolestaan niiden keveys ja kestävyys.

Muita tärkeimpiä tuotantomenetelmiä ovat pullwinding eli pultruusion ja kuitukelauksen yhdistelmä sekä jatkuva laminointi, jotka ovat selvästi pienempi osa Exelin toimintaa.

Tehdasverkosto:

- Suomessa Exelillä on kaksi tehdasta (Mäntyharju ja Joensuu). Tehtaissa on eri laitekanta ja yksiköt ovat yhtiön mukaan tehokkaita.
- USA:n yritysoston (2018) kautta tullut oma tuotantolaitos Kentuckyssa on parantanut paikallista myyntiä, kun tuotteet voidaan valmistaa USA:ssa. Tämä kategorisoi Exelin paikalliseksi tuottajaksi, mikä joissakin tapauksissa voi olla merkittävä kilpailuetu. Vuoden 2021 tappiot ovat seurausta yksittäisestä suurivolyymisen hiilikuitutuotteen tuotantoon liittyvistä ongelmista.
- Kiinassa Exelillä on kaksi tuotantolaitosta (Nanjing), joiden yhdistäminen on meneillään. Paikallisella tuotannolla on saatu paikallisia asiakkaita ja samalla vahvistettu jalansijaan nopeasti kasvavilla Aasian markkinoilla.
- Euroopassa Exelillä on kolme tehdasta (Belgia, UK, Itävalta). Uusin tehdasinvestointi Itävallassa saatiin valmiiksi vuoden 2020 lopulla. Itävallan tehtaan kapasiteettia pystytään tarvittaessa laajentamaan. Saksan tehdas suljettiin vuonna 2019.
- Exel tiedotti lokakuussa 2021 perustavansa yhteisyrityksen Intiaan. Exel omistaa yhtiöstä 55% ja yhtiökumppani Kineco Group siirsi pultruusioliiketoimintansa uudelle yhtiölle ja jää omistajaksi 45% omistusosuudella. Yhteisyrityksen kautta Exel pääsee Intian kasvaville markkinoille, jossa yhtiö ei aikaisemmin ole toiminut.



Lähde: Exel Composites

Asiakassegmentit

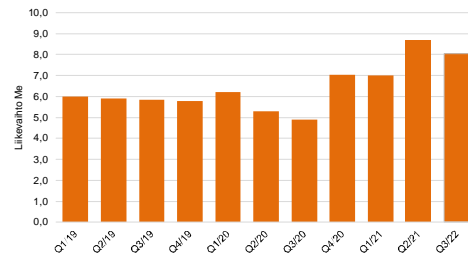
Rakennukset & Infrastruktuuri



Rakennukset ja infrastruktuuri -asiakastoimiala on noussut kuluvan vuoden kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen aikana yhtiön suurimmaksi segmentiksi. Nimensä mukaisesti tuotteet on suunnattu rakennussektorille, jossa Excelin komposiittisovelluksia ovat mm. ikkuna- ja oviprofiilit. Komposiittisovellusten etuja ovat joihinkin vaihtoehtoihin materiaaleihin verrattuna kestävyys.

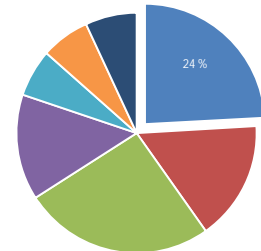
Infrastruktuuripuolelta mielenkiintoinen kasvualue ovat sähköjohtimien ytimet. Voimalinjojen vahvikkeiden avulla jänneväliä voidaan lisätä ja ne pienentävät värinää, kun kaapelin lämpötilan muutoksista johtuvaa kaapeleiden roikkumista saadaan vähennettyä komposiitilla. Tämä tuo säästöjä asiakkaalle. Markkina on vielä alkuvaiheessa ja tuotannossa päästiin vauhtiin vuonna 2020. Markkinalla ei yhtiön mukaan ole vielä montaa kilpailijaa ja markkina voi skaalautua nopeasti isoksikin. Toimittajaksi pääseminen on vaikeaa, kun hyväksymiskriteerit ovat kovia. Tämä pienentää low-cost -kilpailijoiden ilmestymistä markkinalle. Johdinydin -liiketoiminta on vahvasti skaalautuva kuten tuulivoimassa. Sähköjohtimien ytimet ovat hyvä esimerkki Exelin tuotekehityspanostusten hedelmistä. Asiakaskohtainen räätälöinti on käsityksemme mukaan myös keskeistä näissä tuotteissa.

Exel - Rakennukset ja infrastruktuuri



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

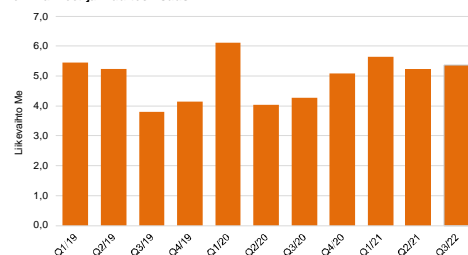
Välineet ja muu teollisuus



Välineet ja muut teollisuus -segmentti on liikevaihdolla mitattuna kolmanneksi suurin segmentti. Tämän segmentin tuotteita käytetään sekä teollisuuden sovelluksissa että kuluttajille suunnatuissa tuotteissa. Kuluttajille suunnatuista tuotteista esimerkkejä ovat esim. siivouksessa käytettävät tuotteet. Portfoliossa on myös räätälöityjä tuotteita, jotka suuntautuvat enemmän teollisuustuotteisiin.

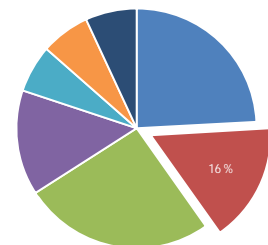
Liikevaihtokehitys on ollut melko vakaata viimeisen vuoden aikana.

Exel - Välineet ja muu teollisuus



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

Tuulivoima

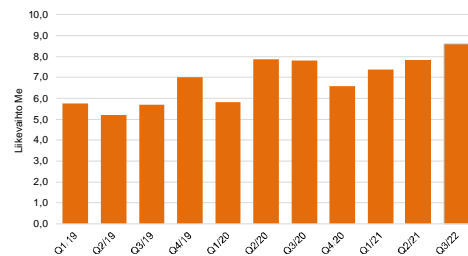


Tuulivoima -segmentti on Exelin merkittävin asiakastoimiala yhdessä Rakennukset ja infrastruktuurin kanssa. Vuonna 2020 segmentin liikevaihto oli 28 milj. euroa ja ennusteemme perusteella nousee noin 31 milj. euroon kuluvana vuonna. Vuonna 2020 koko Exelin suurimman asiakkaan liikevaihto oli 21,2 milj. euroa ja tämä asiakas oli tuulivoima -segmentissä. Tuulivoima on kasvusegmentti, jota tukee yleinen tuulivoiman kasvun lisäksi myös tuuliturbiinien yksikkökoon kasvu (turbiinilapojen pituus). Tämä lisää jäykistämisen tarvetta ja kasvattaa markkinaa.

Tuulivoima -toimialan tuotteet skaalautuvat hyvin Exelin tuotannossa. Yhtiön mukaan uutta tuotantokapasiteettia ei tarvittaisi ainakaan merkittävästi, vaikka tämän asiakassegmentit volyymit kasvaisivat nykyisestä. Uuden asiakkuuden saaminen voi olla parin vuoden projekti, kun potentiaaliset asiakkaat testaavat tuotteen ominaisuuksia ja kestävyyttä ennen tuotetoimituksia. Exelin vahvuuksia on yhtiön suurempi koko suhteessa moniin kilpailijoihin, mikä helpottaa keskusteluihin pääsyä suurten tuulivoima-asiakkaiden kanssa.

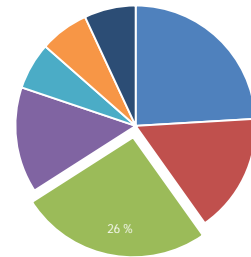
Tuulivoimasegmentin kannattavuus on arviomme mukaan heikompaa kuin muilla segmenteillä keskimäärin. Tämä heijastuu koko yhtiön marginaaliennusteisiin lähivuosien osalta, kun tuulivoiman osuus kokonaisliikevaihdosta on kasvanut. Vuoden 2021 tulosnotkahduksen taustalla on tuotanto-ongelmat tuulivoimasegmentin hiilikuitutuotteissa USA:ssa. Suurivolyymisiin ja matalakatteisiin tuotteisiin liittyy riskejä, jotka realisoituivat tämän tuotekategorian tuotteissa

Exel - Tuulivoima



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

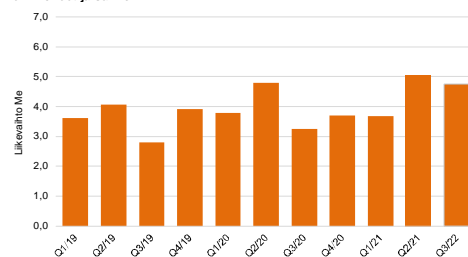
Koneet ja sähkö



Koneet ja sähkö -segmentti on Exelin neljänneksi suurin ja sen liikevaihto on ollut viime vuosien aikana loivassa kasvussa.

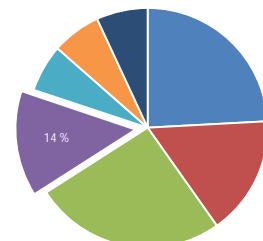
Asiakastoimialoista investointivetoiset teollisuusyhtiöt ovat merkittävässä asemassa. Näitä asiakastoimialoja ovat mm. paperi- ja selluteollisuuden yhtiöt. Käsitksemme mukaan asiakkaiden laatuvaatimukset ovat tiukkoja ja asiakassuhteet voivat olla pitkiä. Asiakastoimialojen syklisyyden voi havaita myös lyhyen aikavälin liikevaihtokehityksessä. Kysyntä notkahti vuoden 2020 lopulla, mutta on lähtenyt toipumaan teollisuuden kysynnän palaututtua ja Q3/2021 kasvu oli erittäin vahvaa edellisvuoden matalalta tasolta.

Exel - Koneet ja sähkö



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

Kuljetus

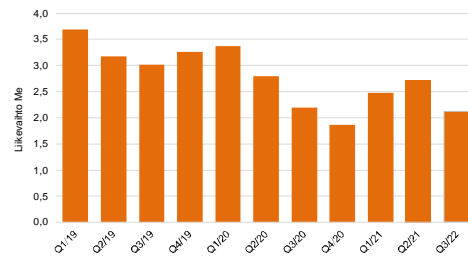


Kuljetus -segmentin tuotteita ovat mm. ajoneuvo ja raitiovaunujen profiilit. Kuljetus on komposiittimarkkinalla suurin yksittäinen segmentti, mutta Exelin liikevaihdosta merkitys on selvästi pienempi. Exelin kasvustrategian näkökulmasta segmentti on kuitenkin tärkeä.

Kuljetustoimialalla komposiittiprofiilien etuna on mm. niiden keveys, mikä on positiivista polttoainetehokkuuden näkökulmasta. Auto- ja linja-autoteollisuuden asiakkaat ovat tunnetusti tiukkoja neuvottelijoita, mikä arviomme mukaan vaikuttaa katteisiin.

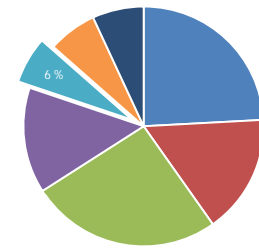
Kuljetus -segmentin asiakkaat kärsivät merkittävästi koronasta, mikä näkyy alla olevassa liikevaihdon kehitystä kuvaavassa kuvassa. Odotamme liikevaihdon kääntyvän kasvuun vuoden 2022 aikana.

Exel - Kuljetus



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

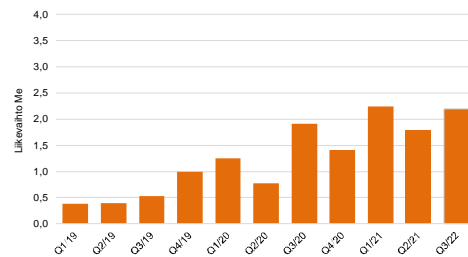
Puolustus



Puolustus -sektori on asiakassegmenteistä pienin, mutta on kasvanut voimakkaasti viime vuosien aikana. Kuluvan vuoden aikana vuositason liikevaihto nousee ennusteemme mukaan 8 milj. euron tasolle. Segmentti kuuluu niihin, jossa Exel näkee hyvää kasvupotentiaalia ja on yksi kasvun keihäänkärki-segmenttejä.

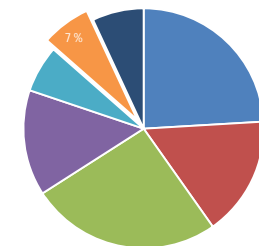
Kasvun ajurina on toiminut naamioverkkojen tukivarret. Tuotteena nämä ovat vanhoja, mutta Exel on onnistunut saamaan uusia suurien maiden puolustusvoimia asiakkaaksi. Aikaisemmin asiakkaat olivat kooltaan pienempiä. Naamioverkkojen tukivarret on globaali tuote ja Exelin kyky valmistaa tuotetta eri maanosissa on edesauttanut uusille markkinoille pääsyä.

Exel - Puolustus



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

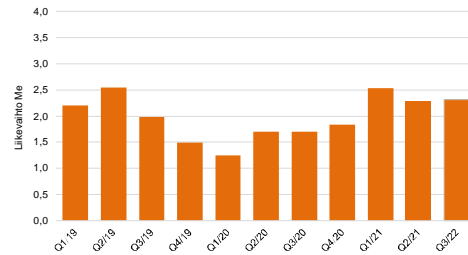
Telekommunikaatio



Telekommunikaatio -asiakastoimiala oli aikaisemmin hyvin tärkeä Exelille. Voimakkaan hintakilpailun ja markkinan volyymin laskun seurauksena segmentin liikevaihto on laskenut ja vuonna 2020 liikevaihto oli 6,5 milj. euroa, kun parhaimmillaan liikevaihtoa oli vuositasolla luokkaa 18 milj. euroa. Tämä lasku näkyi selvästi myös koko Exelin liikevaihdossa ennen kuin muiden asiakastoimialojen kasvu käänsi kokonaisuuden kasvuun.

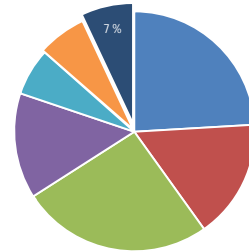
Vuonna 2021 liikevaihto on kuitenkin kääntynyt nousuun ja nykyisellä liikevaihtotasolla näemme tässä segmentissä enemmän potentiaalia, vaikkakin painoarvo kokonaisuuden kannalta on laskenut selvästi. Tuotteina tässä segmentissä ovat erilaiset mastot ja antennien suojakuvut.

Exel - Telekommunikaatio



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Osuus liikevaihdosta (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

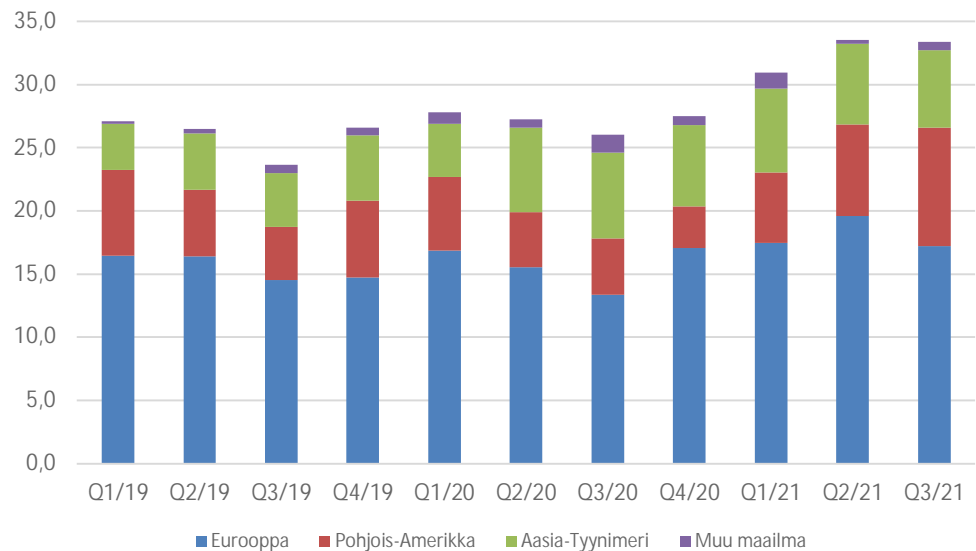
Yhtiön taloudellinen kehitys

Exel Composites on profiloitunut kasvuyhtiöksi, joka haluaa kasvaa sekä orgaanisesti että yritysostoin fragmentoituneella toimialalla. Yhtiön tuotteet ovat tyypillisesti räätälöityjä ja uusien tuotteiden innovointi yhdessä asiakkaiden kanssa on johtanut hyvien kasvualueiden löytämiseen. Arviomme mukaan pitkälle räätälöidyt tuotteet mahdollistavat myös korkeammat katteet. Yhtiön kustannusrakenne on arviomme mukaan melko kiinteä, joten kasvun tavoittelu on varsin perusteltua. Kasvustrategiaa perustelee myös toimialan fragmentoituneisuus, jolloin Exelille muodostuu suurempana tekijänä hyvät mahdollisuudet laajentaa ja vahvistaa asemaa myös yritysostoilla.

Maantieteellisistä alueista komposiittimarkkina kasvaa nopeiten Pohjois-Amerikassa sekä Aasiassa. Tämä näkyy myös Exelin taloudellisessa kehityksessä sekä strategisissa tavoitteissa. Vuonna 2014 Euroopan osuus Exelin liikevaihdosta oli 81%, kun se vuonna 2020 oli 58%.

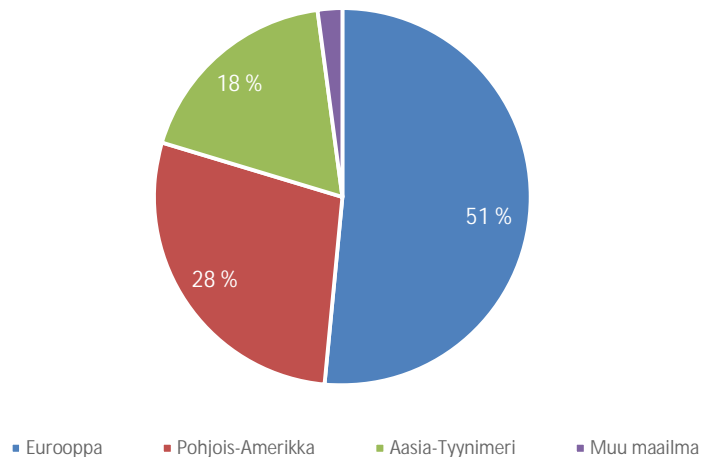
Exel on vahvistanut asemiaan Euroopan ulkopuolella yrityskaupoin niin USA:ssa kuin Kiinassa. Tasaisempi liikevaihdon maantieteellinen jakauma tuo kasvupotentiaalia nopeammin kasvavilla markkinoilla sekä tasaa mielestämme myös riskejä. Se tuo myös kilpailuetua pienempiin paikallisiin toimijoihin verrattuna.

Exel - Liikevaihto alueittain



Lähde: Exel, OP Markets

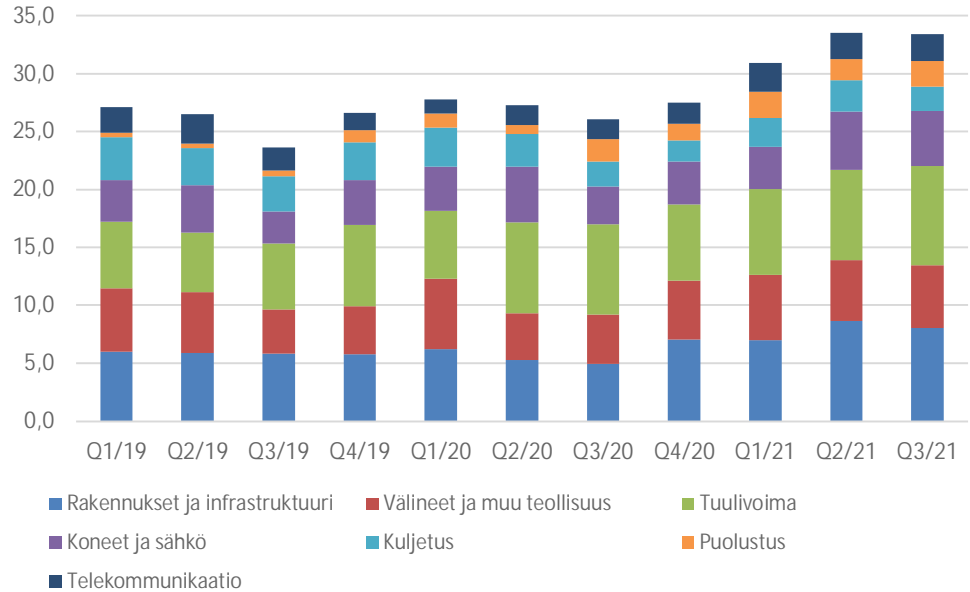
Exel - Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti (Q3/2021)



Lähde: Exel, OP Markets

Asiakastoimialoitain tarkasteltuna suurimmat toimialat ovat Rakennukset ja infrastruktuuri sekä Tuulivoima. Valtaosa asiakassegmenteistä on investointi- tai projektivetoisia, mikä osaltaan lisää kysynnän vaihtelua suhdanne- ja investointisyklien mukaisesti.

Exel - Liikevaihto asiakastoimialoitain

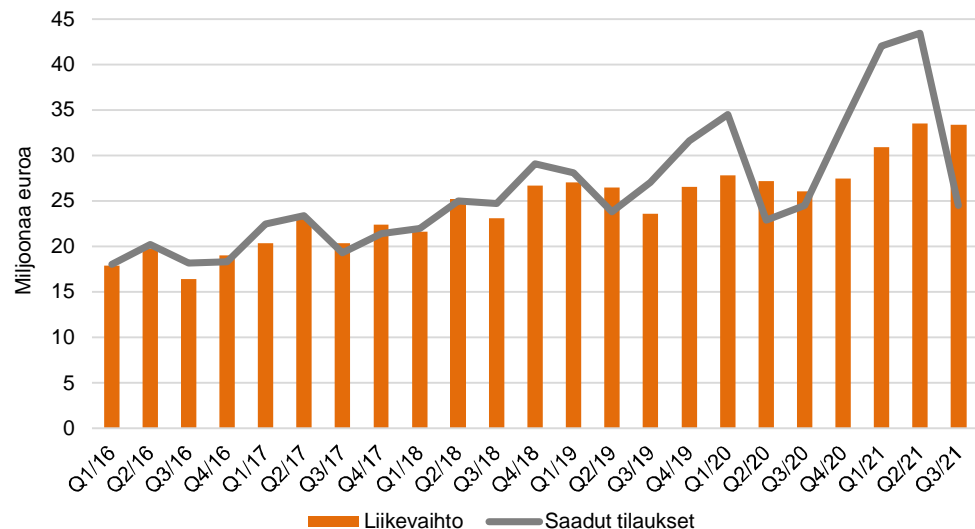


Lähde: Exel, OP Markets

Exelin tilauskanta on melko lyhyt, mutta antaa toki lyhyellä aikavälillä suuntaa kysynnän ja liikevaihdon kehityksen suhteen. Lyhyt tilauskanta vaikeuttaa pidemmän aikavälin tuloskehityksen arviointia, kun kulut ovat arviomme mukaan melko kiinteät.

Vuoden 2021 alussa saadut tilaukset nousivat uusiin ennätyksiin. Saatujen tilausten kasvun taustalla on yleisen talouskehityksen piristymisen lisäksi Tuulivoima -segmentin tilausten kasvu. USA:ssa Tuulivoima-segmentin tuotannollisten vaikeuksien myötä osa jo saaduista tilauksista on peruttu yhteisymmärryksessä asiakkaan kanssa. Olemme tarkastelleet tätä tarkemmin myöhemmin tässä raportissa.

Exel Composites - Liikevaihto ja saadut tilaukset



Lähde: Exel, OP Markets

Kustannusrakenne

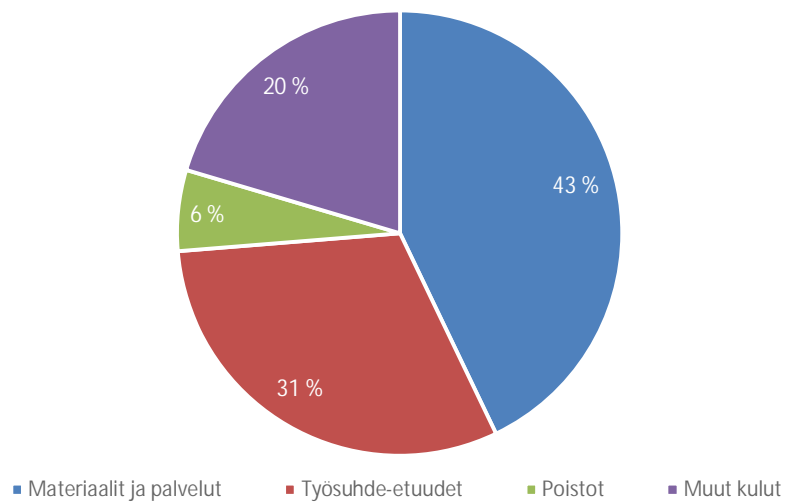
Alla olevassa kuvaajassa on esitetty Exelin kustannusrakenne. Materiaalien ja palveluiden osuus kokonaiskustannuksista oli 43% vuonna 2020 ja osuus on viime vuosien aikana liikkunut keskimäärin hieman yli 40%:n tasolla.

Suhteessa liikevaihtoon materiaali- ja palveluiden osuus on ollut noin 40%:n tasoa, mikä tarkoittaa myyntikatteen olleen historiallisesti hyvällä noin 60%:n tasolla.

Työsuhde-etuuksien osuus kustannuksista oli edellisvuonna 31% kokonaiskuluista. Exelin tuotantoprosessi on melko työvoimaintensiivistä, mikä heijastuu melko korkeina työvoimakuluina. Henkilökuluja nostaa myös oma laaja myyntiverkosto sekä mm. omat suunnitteluresurssit. Varsinainen tuotanto vaatii kasvaessa lisähenkilöitä, mutta muilta osin henkilöstömäärä skaalautuu arviomme mukaan hyvin korkeampiinkin volyymeihin.

Muut kulut ovat noin 20% kokonaiskuluista ja arviomme mukaan pitkälti kiinteitä.

Exel - Kustannusrakenne (2020)

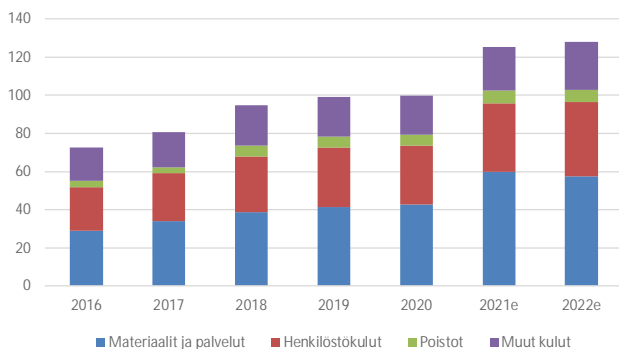


Lähde: Exel, OP Markets

Vasemmanpuoleisessa kuvaajassa on esitety kulujen kehitys vuodesta 2016 sekä ennusteet vuosille 2021-2022. Suhteelliset osuudet kokonaiskuluista ovat olleet melko vakaat viime vuosien aikana, minkä voi havaita oikeanpuoleisesta kuvaajasta.

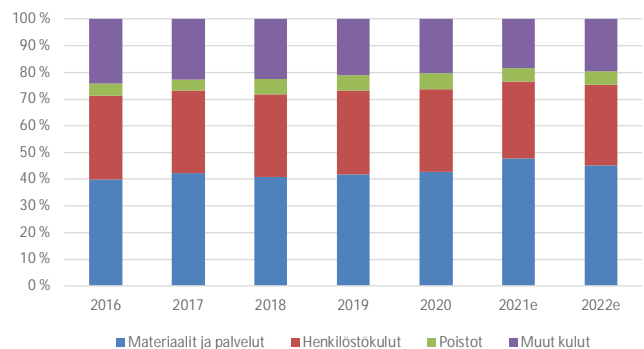
Vuonna 2021 materiaalien ja palveluiden kulujen ennakoimme kasvaneen myös suhteellisesti kohonneiden raaka-ainehintojen seurauksena, mutta palautuvan osittain jo vuonna 2022.

Exel - Kustannukset



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Kustannukset

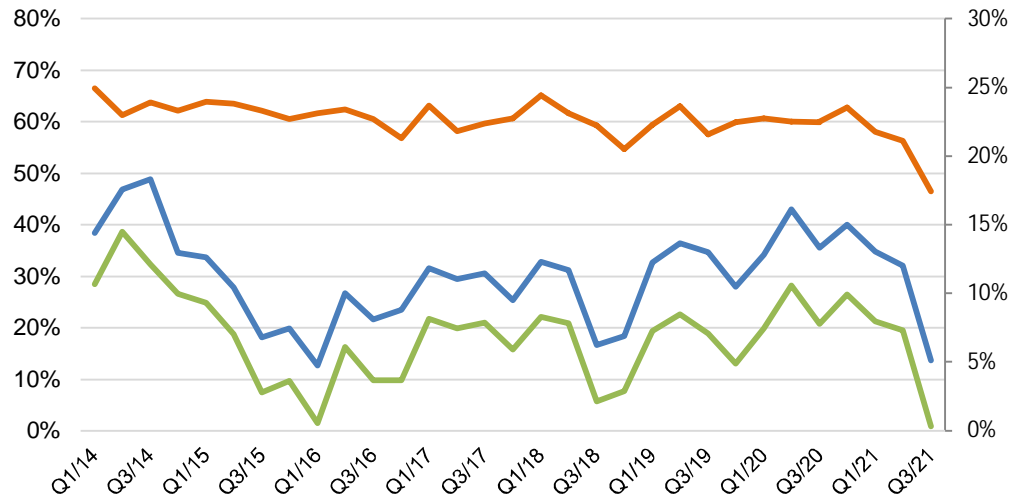


Lähde: Exel, OP Markets

Historiallisesti hyvä myyntimarginaali

Exelin myyntikate on vaihdellut vajaan kahdeksan vuoden aikavälillä noin 55-65%:n välillä olleen keskimäärin noin 60%:n tasolla. Vuoden 2021 aikana myyntikate on kuitenkin laskenut. Tähän ovat vaikuttaneet alkuvuonna nähty raaka-aineiden hintojen voimakas nousu, joiden siirtäminen eteenpäin omiin myyntihintoihin vie jonkin verran aikaa. Q3/2021 kannattavuuden selkeä pudotus puolestaan on suuremmissa määrin USA:n yksikön tappioista johtuvaa, joita olemme käyneet tarkemmin läpi alla.

Exel - Myyntimarginaali (vasen) sekä EBITDA- ja EBIT-marginaali



Lähde: Exel, OP Markets

Kannattavuusnotkahdus vuonna 2021

Yhtiön mukaan kannattavuuden heikentymisen taustalla on materiaali- ja logistiikkakustannusten nousun lisäksi merkittävämpänä tekijänä uusien tuotteiden ylösajoon liittyvä tuotannon heikompi tehokkuus USA:ssa. Ongelmat liittyvät suurivolyymisten tuulivoimasegmentin hiilikuitutuotteiden tuotantoon. Liiketoiminta on matalakatteista eikä kannattavuus näin ollen kestä tuotannollisia ongelmia. Tuotannolliset ongelmat syntyivät voimakkaasta tilausten ja tuotannon kasvusta koronatilanteen hellittäessä vuonna 2021.

Q3/2021:n aikana aloitettiin voimakkaat toimenpiteet kannattavuuden parantamiseksi. Tavoitteena on rajata tuotanto sille tasolle, mikä on hallittavissa. Kun tuotantoa rajoitetaan, operaatioita pystytään hoitamaan kokeneemman henkilöstön turvin, jolloin tehokkuus paranee. Tästä sopeuttamisesta johtuen tilauksia on peruttu yhteisymmärryksessä asiakkaiden kanssa. Toimet alkavat yhtiön johdon mukaan purra jo Q4:lla, mikä kommunikoi myös tulosoheistuksessa. Ohjeistuksella Q4:n oikaistu liike-tulos on 0,8-2,0 milj. euroa eli parantuu Q3:n tasolta (0,1 milj. euroa).

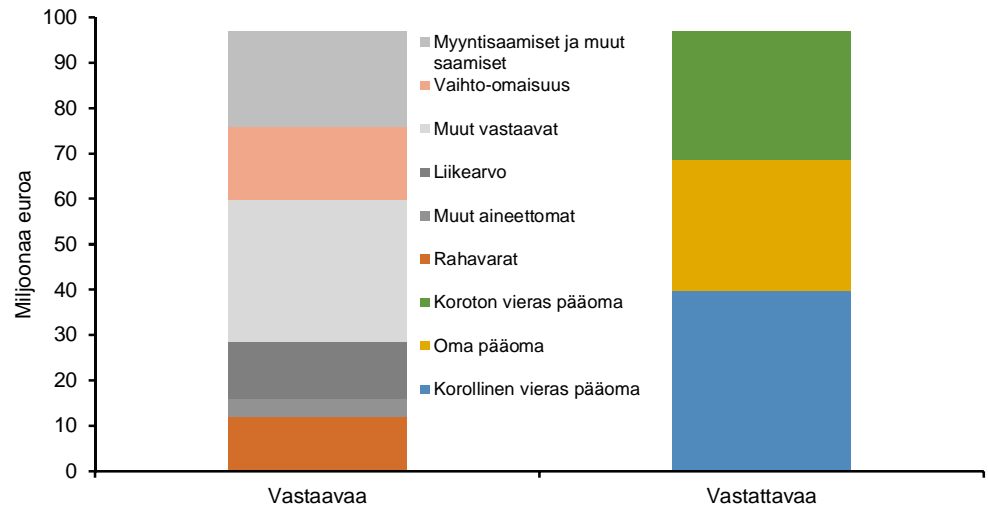
Vuoden 2021 tulosta on myös painanut raaka-aineiden ja logistiikan hintojen nousu. Näiden merkitys on kuitenkin selvästi pienempi verrattuna ongelmiin USA:ssa. Exel on yhtiön johdon mukaan saanut hyvin neuvoteltua toimittajien kanssa hinnoista ja hintojen nousua on pystytty viemään omiin myyntihintoihin hintaklausuulien perusteella. Komposiittien kilpailevien raaka-aineiden hinnat ovat myös nousseet. Esimerkiksi rakennusmateriaaleissa käytettävien raaka-aineiden hintojen nousulla on yhtiön mukaan kuitenkin vain rajallinen vaikutus komposiittien kysyntään. Suuruusluokkana komposiitti voi olla hinnaltaan kaksinkertainen, joten olennaisempaa on komposiitin tuomat muut edut ja elinkaarikustannus.

Tase

Exelin tase on valmistavan teollisuuden yhtiöksi kevyt, kun tuotanto on melko työvoima-intensiivistä. Exel ei raportoi Q1 ja Q3 liiketoimintakatsauksissaan tasetta tarkemmin, mutta H1/2021 aineelliset hyödykkeet olivat noin 29 milj. euroa ja vaihto-omaisuus noin 21 milj. euroa.

Pääoman maltillinen sitoutuminen on mahdollistanut kasvuinvestointien ja yrityskauppojen lisäksi myös osinkojen maksamisen.

Exel Composites - tase 2020

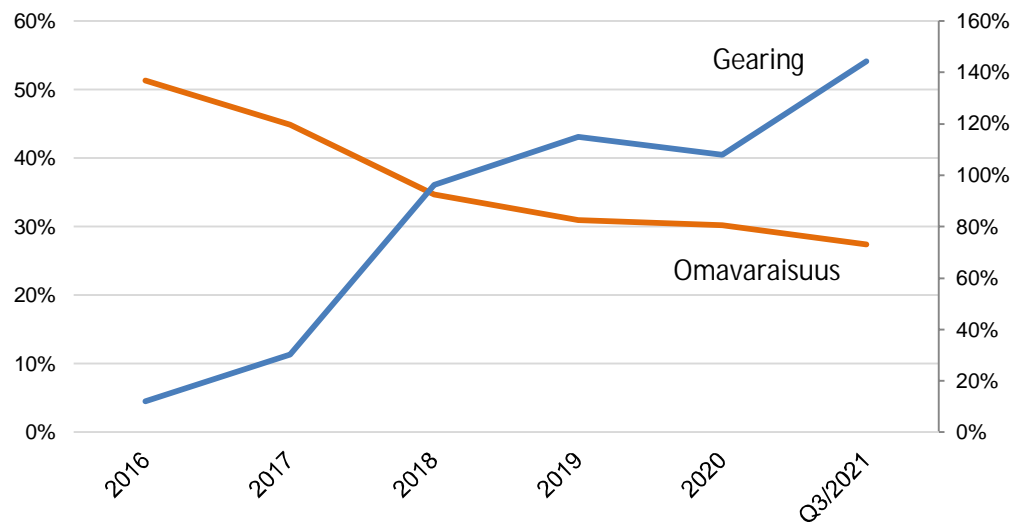


Lähde: Exel, OP Markets

Taseeseen liittyen Exelin taloudellisena tavoitteena on pitää nettovelkaantuminen noin 80%:ssa tai sen alle. Tavoitteeseen verrattuna velkaantuneisuus on tällä hetkellä selvästi korkeammalla tasolla, mutta emme pidä sitä kuitenkaan merkittävänä riskitekijänä. Velkavipu parantaa toisaalta oman pääoman tuottolukuja.

Velkaantuneisuuden nousu vuonna 2018 liittyy yrityskauppoihin. Olemme seuraavalla sivulla tarkastelleet lähemmin tehtyjä yritysostoja.

Exel - Omavaraisuusaste (vasen asteikko) ja velkaantuneisuusaste (oikea)



Lähde: Exel, OP Markets

Investoinnit ja yrityskaupat

Exel on laajentunut globaaliksi toimijaksi yritysostoilla ja niiden avulla laajentanut toimintaansa nopeammin kasvaville maantieteellisille alueille. Toimiala on varsin fragmentoitunut ja Exel on pultruusioteknologiassa markkinan suurin toimija. Yrityskaupat ovatkin luontevasti olleet keskeisiä kasvustrategian toteuttamisessa. Vuosina 2000–2006 Exel teki yhteensä viisi yritysostoa, joilla laajennuttiin mm. Euroopassa. Osa kauppojen myötä tulleista tuotantolaitoksista on sittemmin suljettu.

Alla olevaan taulukkoon on koottu merkittävimmät yritysostot ja investoinnit viimeisen neljän vuoden ajalta sekä niiden strateginen peruste ja keskeiset tuotealueet. Liikevaihdot ja tulokset ovat ostohetken tilanteen mukaisia.

Yhtiö	Tiedote	Liikevaihto	Liiketulos	Yritysarvo	Arvostus	Tuotefokus / Strateginen peruste
DCS (USA)	23.4.2018	19 MUSD	-0,6 MUSD	10 MUSD	EV/S ~0,5	Vahvistaa asemaa tärkeällä USA:n markkinalla Energia- ja kuljetustoimiala fokuksena Kaupan myötä Exelistä ainoa toimija kaikilla päämarkkinoilla
Kiina (JHFRP)	31.10.2016	6 MEUR	1,2 MEUR	MEUR 8,8	EV/S ~1,5	Aseman vahvistaminen Kiinan (ja APAC) markkinoilla Nykyistä tuotetarjontaa täydentäviä tuotteita Tuotannon tehokkuuden parantaminen
Suuremmat investoinnit						
	Tiedote			Investointi	Tuotefokus / Strateginen peruste	
Itävalta	17.6.2019			8,5 MEUR	Erikoisprofiilit Sähkö- ja mekaaninen teollisuus Rautatie- ja paperikoneteollisuus	

Lähde: Exel, OP Markets

- Nanjing Jianhui Composite Materialin (JHFRP) ostosta tiedotettiin vuonna 2016 ja kauppa saatiin päätökseen huhtikuussa 2017. Kauppaan kuului tehdas, jossa valmistetaan komposiittituotteita pääasiassa pultruusio-tekniologialla. Exelillä oli kaupan aikaan Kiinassa toinen tehdas Nanjingissa. Exel hankki ensin yhtiöstä 70% ja nosti omistuksen 100%:iin vuonna 2021.
- DCS (Diversified Structural Composites) yrityskauppa tehtiin keväällä 2018. Yrityskaupan myötä Exel laajentui USA:han, mahdollistaen toimitukset alueen sisällä. Yrityskaupalla vahvistettiin samalla Exelin asemaa erityisesti tuulivoima-sektorilla. Exelistä tuli kaupan myötä ainoa yhtiö, jolla on tuotantoa (pultruusio) kaikilla kolmella suurella mantereella. Ostettu yhtiö oli ostohetkellä tappiollinen ja Exelin tavoitteena oli nostaa liiketoiminta kannattavaksi vuonna 2019. Exel ei raportoi erikseen yksikön kannattavuutta, mutta arvioimme sen nousseen voitolliseksi suunnitelmien mukaisesti ennen vuoden 2021 tuotannon ongelmia ja sen aiheuttamia tappioita.
- Lokakuussa 2021 Exel tiedotti perustavansa yhteisyrityksen Intiaan. Exel omistaa yhtiöstä 55% ja yhteistyökumppani Kineco siirsi pultruusio liiketoiminnan tähän yhteisyritykseen. Exel tuo yhteisyritykseen teknologiaosaamista sekä kilpailukykyä ja saa puolestaan lentävän lähdön Intian markkinoille. Yhteisyritys palvelee Intian markkinalla toimivia asiakkaita. Intian markkinan odotetaan kasvavan selvästi nopeammin kuin markkinat USA:ssa tai Euroopassa. Kauppahintaa ei julkaistu eikä se myöskään vaikuttanut Exelin ohjeistukseen. Arvioimme liikevaihtovaikutuksen vuodelle 2022 olevan suuruusluokkaa 3-4 milj. euroa.
- Merkittävin investointi tehtiin Itävaltaan, kun Exel laajensi toimintaansa Kapfenbergissa toteuttamalla investoinnin uuteen tuotantolaitokseen. Uusi laitos korvasi vanhan, vuokralla olleen tehtaan. Kyseisessä yksikössä valmistetaan erikoisprofiileja sähkö- ja mekaaniselle teollisuudelle sekä rautatie- ja paperikoneteollisuudelle. Tehdas valmistui vuoden 2020 lopussa ja kokonaiskustannus oli 8,5 milj. euroa. Itävallan tehtaan kapasiteettia on tarvittaessa mahdollista kasvattaa nykyisestä.

Yhtiö on rahoittanut yrityskaupat ja investoinnit pankkilainalla, mikä näkyy velkaantumisen nousuna. Velkarahoitus on ollut edullista ja liiketoiminta ei muutoin sido merkittävästi pääomia. Velan käyttö on mielestämme ollut perusteltua.

Taloudelliset tavoitteet

Exel Compositesin taloudelliset tavoitteet ovat:

- Liikevaihdon kasvu: kaksi kertaa markkinan kasvu. Globaalin komposiittimarkkinan keskimääräisen vuosittaisen kasvun ennakoidaan olevan noin 2-5%, jolloin Exel Compositesin kasvutavoite on noin 5-10%.
- Kannattavuus: Oikaistu liikevoitto yli 10% liikevaihdosta
- Pääomatehokkuus: Sijoitetun pääoman tuotto yli 20%
- Rahoitusasema: Nettovelkaantuminen \leq 80%

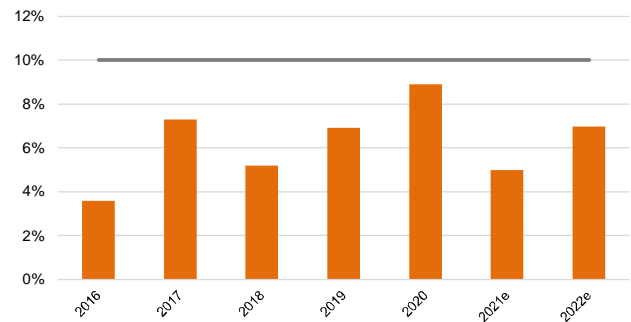
Alla olevissa kuvaajissa on esitetty Exelin taloudellinen kehitys tavoitteiden osalta sekä yhtiön pitkän aikavälin tavoitteet.

Exel - Liikevaihdon kasvu



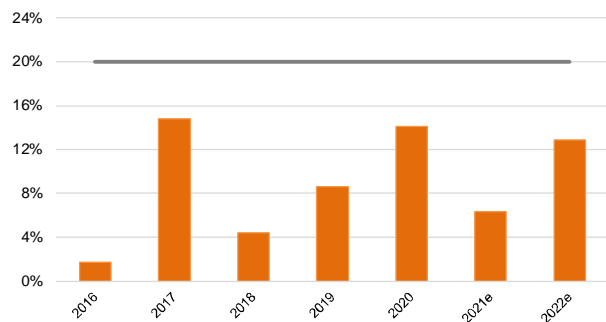
Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Oikaistu liiketulos



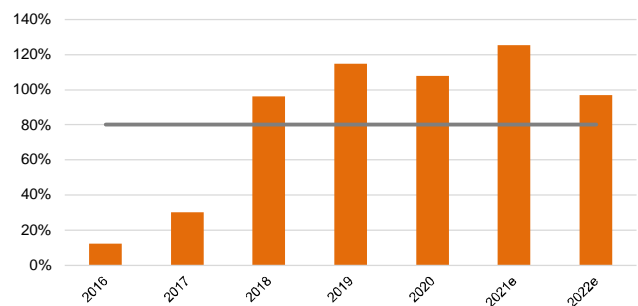
Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Sijoitetun pääoman tuotto



Lähde: Exel, OP Markets

Exel - Velkaantuneisuus (gearing)



Lähde: Exel, OP Markets

Kuten kuvaajista voimme havaita Exel on viime vuosien aikana saavuttanut kasvutavoitteensa, mutta kannattavuus on jäänyt alle tavoitteiden. Pidämme 10%:n marginaalitasoa mahdollisena saavuttaa, vaikka ennusteidemme perusteella yhtiö ei siihen vielä yllä 2022-2023 aikana.

Yhtiö on velkaantunut viime vuosien aikana yrityskauppojen sekä Itävallan tehtaan investoinnin seurauksena. Yhtiö on selvästi halunnut hyödyntää edullista lainarahaa eikä ole halunnut vahvistaa tasetta osakeanneilla.

Kilpailukyky

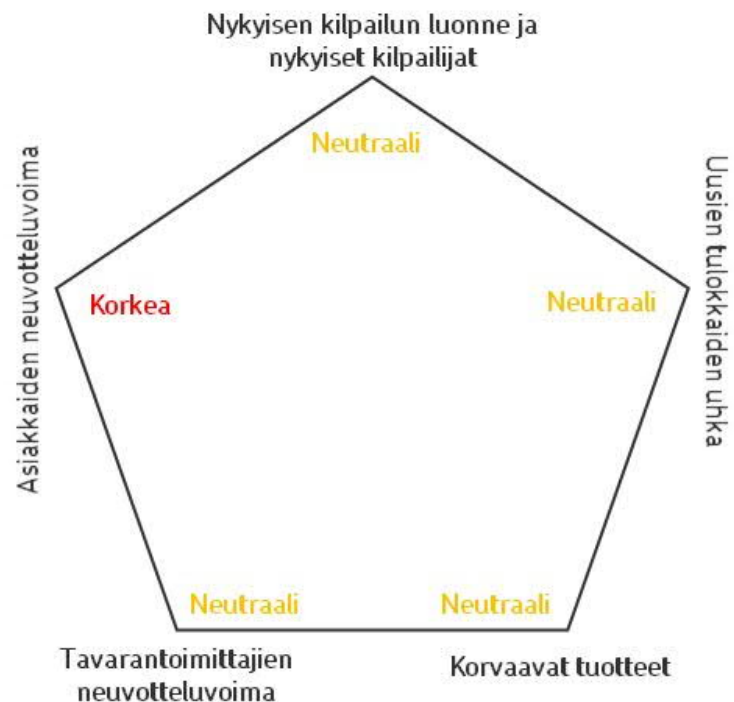
Asiakkaiden hyväksyntäprosessit komponenttitoimittajien suhteen voivat olla pitkiä ja osin tästä johtuen asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä. Yhtiöllä on resursseja omien tuotteiden suunnitteluun ja kehittämiseen, mikä näkyy uusina tuotealueina. Exel toimii kaikilla päämarkkinoilla (Eurooppa, USA, Aasia), mikä on joissakin tapauksissa kilpailuetu paikallisiin toimijoihin nähden.

Exel on pirstaleisella toimialalla suurin toimija noin 5% markkinaosuudella ja ainoa toimija kaikilla päämarkkinoilla (Eurooppa, USA, Aasia). Yhtiö on onnistunut kasvamaan tärkeällä tuulivoima-sektorilla ja pystynyt omalla tuotekehityksellä luomaan uusia tuotteita. Yhtiön kannattavuus ei ole erityisen hyvä, mikä viittaa kireään hintakilpailuun erityisesti volyymituotteissa. Vaikka Exelin asema toimialalla on arviomme mukaan keskimääräistä vahvempi, koko toimiala on kilpailtu ja asiakkaiden neuvotteluvoima on erityisesti volyymituotteissa vahva.

Exelin tuotteen hinta suhteessa asiakkaan lopputuotteen hintaan verrattuna on tyypillisesti pieni, jolloin laatu ja toimitusvarmuus ovat hinnan rinnalla keskeisiä tekijöitä toimittajan valinnassa. Komposiitti korvaa mm. muovia ja terästä ja elinkaartiajattelun perusteella monesti parempi materiaali.

Exelin asema on vahvistunut tuotantotoiminnan laajennuttua USA:n ja vahvistuttua Aasiassa. Tämän seurauksena yhtiö pystyy palvelemaan globaaleja asiakkaita maailmanlaajuisesti, mistä on monesti hyötyä paikallisia kilpailijoita vastaan. Exel on toimialan suurin yhtiö, mikä antaa etua omien tuotteiden kehittämisessä yhdessä asiakkaiden kanssa. Näemme yhtiön kykenevän ylläpitämään nykyiset kilpailuedut pienempiin toimijoihin nähden.

Porterin viiden kilpailuvoiman malli



Lähde: OP Markets

Nykyisen kilpailun luonne ja nykyiset kilpailijat

Toimialan on arvioitu kasvavan hieman BKT-kasvua enemmän, kun komposiitti ottaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Komposiittien osuus materiaalimarkkinasta on pieni ja Exel toimii pultruusioteknologian alueella, joka on noin 5% komposiittimarkkinasta. Kilpailijoita on lukumääräisesti paljon, mutta ne ovat tyypillisesti pienempiä paikallisia toimijoita. Exel on toimialan suurin toimija (pultruusioteknologiassa) ja hyötyy toimiessa kaikilla päämarkkinoilla pystyen tarjoamaan globaalin kumppanuuden isoille asiakkaille.

Exel Compositesin kilpailijat ovat toimialan pirstaleisuus tuntien pienempiä ja usein paikallisesti toimivia yhtiöitä. Suuremmista kilpailijoista voidaan nimetä mm. Fiberline Composites, Epsilon Composite Strongwell sekä Creative Pultrusions.

Asiakkaiden neuvotteluvoima

Toimijoita on paljon ja yhtiön matalahko kannattavuus kertoo hintakilpailusta volyymituotteissa. Asiakkaan halukkuutta vaihtaa toimittajaa pienentää kuitenkin tuotteiden matala osuus lopputuotteen hinnasta sekä korkeat laatuvaatimukset. Asiakkaat ovat volyymituotteissa suuria toimijoita, mikä osaltaan pitää niiden neuvotteluvoiman hyvänä.

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima

Exelin käyttämät raaka-aineet ovat lasi- ja hiilikuitu sekä erilaiset hartsit, jotka ostetaan suurilta alan yhtiöitä maailmanmarkkinahintaan. Raaka-ainehinnat eivät ole viime vuosina näkyneet kannattavuudessa ja vaihtoehtoisia toimittajia on useita. Vuoden 2021 aikana nähty voimakas hintojen nousun siirtäminen omiin myyntihintoihin ottaa kuitenkin aikaa, mutta odotamme tilanteen normalisoituvan vuoden 2022 aikana.

Uusien tulokkaiden uhka

Alan kannattavuus ei ole erityisen korkea, joten siltä osin toimialalle tulo ei mielestämme ole erityisen houkuttelevaa. Toimialalla on paljon pieniä toimijoita, mikä viittaa siihen, että erityyppisille asiakasryhmille tuotteiden tekeminen onnistuu pienemmillekin toimijoille.

Korvaavat tuotteet

Komposiitin kanssa kilpailevia materiaaleja ovat mm. teräs, alumiini, muovi. Eri sovelluksissa eri materiaaleilla on omat vahvuudet ja heikkoudet. Komposiitin edut ovat lujuus, keveys ja kestävyys.

SWOT

Olemme alla olevaan kuvaajaan vielä tiivistäneet yhtiön vahvuudet, heikkoudet, mahdollisuudet ja uhat (SWOT).

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none"> Pitkäaikaiset asiakkuudet Tuulivoimatoimiala vetää hyvin Investoinnit kapasiteetin kasvattamiseen 	<ul style="list-style-type: none"> Kuluvien tuotteiden osuus hyvin pieni Nopeiten kasvavilla markkinoilla asema vielä heikompi Velkainen tase
Mahdollisuudet	Uhat
<ul style="list-style-type: none"> Tuulivoiman kasvu tulevaisuudessa Kestävän kehityksen trendi Uudet tuoteinnovaatiot yhdessä asiakkaiden kanssa 	<ul style="list-style-type: none"> Sykliset asiakastoimialat Kova kilpailu volyymituotteissa Raaka-aineiden hintojen nousu

Hallitus ja johto

Hallitus	Tehtävä	Vuodesta	Osakkeita	Osuus kannasta
Reima Kerttula	Puheenjohtaja Hallituksessa	2016 2009	23618	0,20 %
Perti Helsky	Jäsen	2016	8868	0,07 %
Helena Nordman-Knutson	Jäsen	2017	7726	0,06 %
Jouko Peussa	Jäsen	2016	8868	0,07 %
Kirsi Sormunen	Jäsen	2020	3125	0,03 %

Johtoryhmä	Tehtävä	Vuodesta	Osakkeita	Osuus kannasta
Riku Kytömäki	Toimitusjohtaja	2014	72978	0,61 %
Tiina Bies	Henkilöstöjohtaja	2014	973	0,01 %
Callum Gough	Tuotantojohtaja	2006	10955	0,09 %
Mikko Kettunen	Talusojohtaja	2015	2822	0,02 %
Kari Loukola	Belgian liiketoimintajohtaja	2013	7294	0,06 %
Mikko Rummukainen	Kehitysojohtaja	2011	2430	0,02 %
Kim Sjødahl	Tuotekehitys ja teknologiajohtaja	1997	11000	0,09 %
Olli Tevä	Myynti- ja markkinointijohtaja	2018	16465	0,14 %

Lähde: Exel Composites, OP Markets

Suurimmat omistajat

Suurimmat osakkeenomistajat 30.11.2021	Osakemäärä	% osakkeista
1 Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka	800 000	6,72
2 OP-Suomi Pienyhtiöt -sijoitusrahasto	590 119	4,96
3 Sijoitusrahasto Danske Invest Suomi Osake	439 800	3,70
4 Op-Suomi Mikroyhtiöt -Erikoissijoitusrahasto	420 000	3,53
5 Erikoissijoitusrahasto Phoebus	350 000	2,94
6 Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt	288 710	2,43
7 Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	242 733	2,04
8 Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas	226 163	1,90
9 Nelimarkka Heikki Antero	213 545	1,79
10 Matti Suutarinen	198 000	1,66
11 Säästöpankki Kotimaa -sijoitusrahasto	132 680	1,12
12 Etola Group Oy	100 000	0,84
13 Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	88 568	0,74
14 Von Frenckell Mikael	80 000	0,67
15 Kytömäki Riku Jarkko	72 978	0,61
16 Renkkeli Oy	70 000	0,59
17 Rausanne Oy	70 000	0,59
18 Eam Ex1v Holding Oy	63 337	0,53
19 Greta Von Julin kuolinpesä	54 000	0,45
20 Norrgård Sverre Michael	52 530	0,44
21 Samfundet folkhälsan i Svenska Finland rf	46 200	0,39
22 Louko Antti Jaakko	45 000	0,38
23 Tallberg Thomas Martin	37 225	0,31
24 Baltiska Handels A.B.	36 800	0,31
25 Rapatus Oy	36 000	0,30
26 Sumato Oy	33 821	0,28
27 Coactor Oy	33 500	0,28
28 Vilhula Matti	32 031	0,27
29 Frigator Oy	31 000	0,26
30 OP-Henkivakuutus Oy	30 914	0,26

Lähde: Exel Composites

Arvonmääritys

Määritämme tavoitehinnan yhtiön historiallisten arvostuskertoimien (painottaen vuosien 2022 ja 2023 tulosenusteita suhteessa 75/25) ja kassavirtamallimme perusteella. Tuloskehitykseen liittyvän kohonneen epävarmuuden seurauksena painotamme vuoden 2022 kertoimia. Olemme hyväksyneet historialliset arvostuskertoimet kertoimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä.

Emme ole tehneet muutoksia arvonmäärityksen perusteisiin.

Näillä parametreilla tavoitehintamme on 8,30 euroa/osake.

Exel - osakkeen arvo

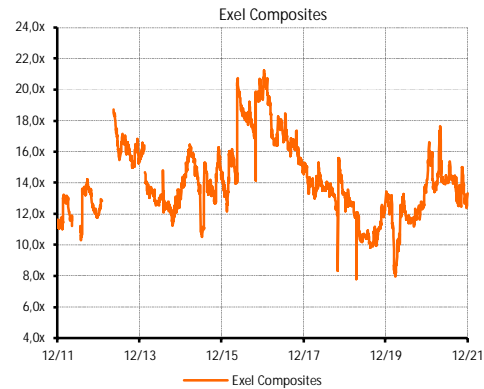
		2022e		2023e		2022		2023	Painotus
		Osakkeen arvo, e		Osakkeen arvo, e		Painotus			
						75 %	25 %		
EPS, e (oik.)		0,54	7,3	0,77	10,5			8,1	40 %
P/E	13,6								
EBIT, Me (oik.)		9,7	6,4	13,2	10,1			7,3	40 %
EV/EBIT	11,5								
Kassavirtalaskelma								10,5	20 %
Osakkeen arvo, euroa								8,3	

Historiallinen arvostus

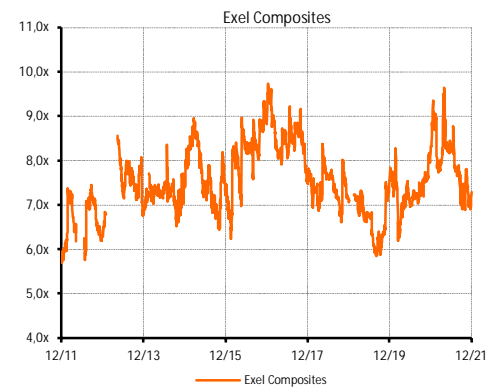
Kuten alla olevista Exelin arvostuskertoimien kehityksestä näemme, arvostuskertoimien nousu taittui syyskuun tulosvaroitukseen. Arvostustason lasku heijastelee epävarmuutta kannattavuuden palautumiseen.

Mielestämme nykyiset arvostuskertoimet ovat houkuttelevalla tasolla, mutta heijastelevat samalla kohonnutta epävarmuutta vuoden 2021 tuloksen laskuun ja siitä toipumisen aikatauluun liittyen.

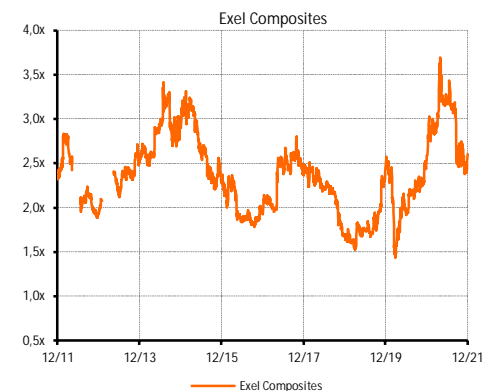
Exel Composites - P/E (12kk forward)



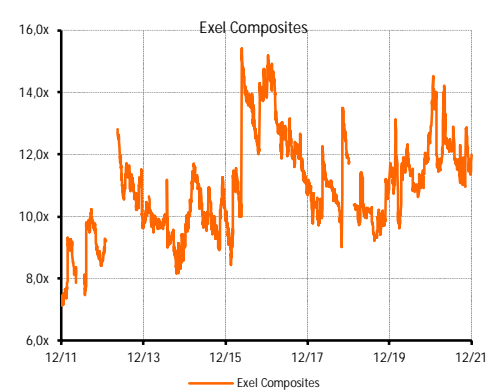
Exel Composites - EV/EBITDA (12kk forward)



Exel Composites - P/B (12kk forward)



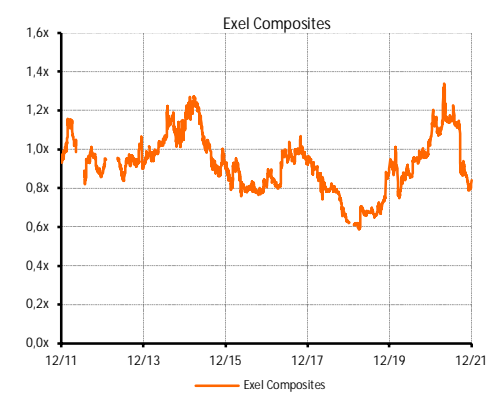
Exel Composites - EV/EBIT (12kk forward)



Exel Composites - P/S (12kk forward)



Exel Composites - EV/SALES (12kk forward)



Lähde: Factset, OP Markets

Lähde: Factset, OP Markets

Ennusteet

Alla olevassa taulukossa on vielä tiivistetysti Exelin taloudellinen kehitys vuosina 2018-2020 sekä ennusteet vuosille 2021-2023.

Exel on ohjeistanut vuoden 2021 liikevaihdon olevan 125-135 milj. euroa ja oikaistun liikevoiton 5,8-7,0 milj. euroa.

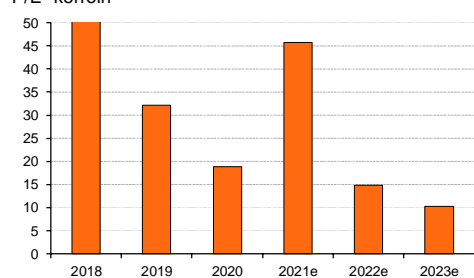
Exel Composites

EURm	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	96,6	103,8	108,6	130,4	139,3	148,2
Liikevaihdon kasvu (%)	12,0 %	7,4 %	4,7 %	20,1 %	6,8 %	6,4 %
Liikevoitto, oikaistu	5,0	7,2	9,7	6,5	9,7	13,2
Liikevoitto (%)	5,2 %	6,9 %	8,9 %	5,0 %	7,0 %	8,9 %
Tulos ennen veroja	1,7	3,9	7,1	4,6	8,4	12,1
Tulos/osake, raportoitu	0,03	0,20	0,45	0,17	0,54	0,77
Osinko/osake	0,18	0,18	0,20	0,20	0,22	0,24
Osinkotuotto (%)	4,5 %	2,8 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %
EV/Sales	0,7	1,0	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	11,9	10,0	8,6	11,9	7,8	6,1
P/E	123,6	32,1	18,8	45,7	14,8	10,3
P/B	1,8	2,9	3,5	3,3	2,9	2,3
ROE	1 %	9 %	19 %	7 %	20 %	23 %
ROCE	1 %	5 %	12 %	3 %	13 %	18 %
Omavaraisuusaste	35 %	31 %	30 %	29 %	31 %	37 %
Gearing	96 %	115 %	108 %	125 %	97 %	63 %

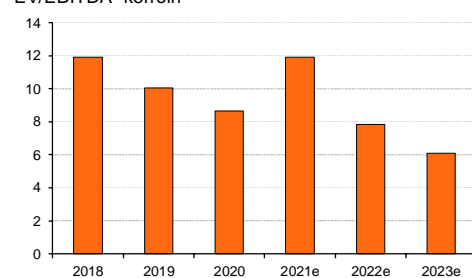
Lähde: OP Markets

Ennustetut tuloskäänteen seurauksena arvostuskertoimet laskevat selvästi vuosina 2022-2023 alla olevien kuvaajien mukaisesti

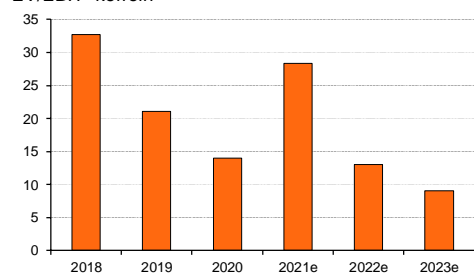
P/E -kerroin



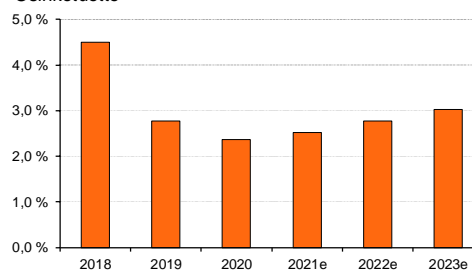
EV/EBITDA -kerroin



EV/EBIT -kerroin



Osinkotuotto



Lähde: OP Markets

Taloudellinen kehitys ja ennusteet

Exel Composites - Kvartaali

EURm	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e
Liikevaihto	27,8	27,2	26,0	27,5	31,0	33,5	33,4	32,5
Liikevaihdon kasvu (YoY)	3 %	3 %	10 %	3 %	11 %	23 %	28 %	18 %
Liikevoitto - oikaistu	2,07	2,88	2,02	2,73	2,46	2,46	0,11	1,50
Liikevoitto - raportoitu	1,87	2,79	2,02	2,73	2,42	2,36	-1,69	1,50
Marginaali - oikaistu	7,5 %	10,6 %	7,8 %	9,9 %	7,9 %	7,3 %	0,3 %	4,6 %
Tulos ennen veroja	1,32	2,95	1,35	1,51	2,93	1,90	-1,38	1,10
Tulos/osake - raportoitu	0,06	0,21	0,09	0,09	0,17	0,12	-0,19	0,07

Lähde: OP Markets

Tuloslaskelma

EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	73	86	97	104	109	130	139	148
Kustannukset yhteensä	70	83	93	98	103	124	133	142
Käyttökate - raportoitu	3,9	9,2	6,1	10,7	15,3	11,0	16,1	19,7
Poistot	3,2	3,1	3,9	5,6	5,9	6,4	6,4	6,5
Liikevoitto - raportoitu	0,6	6,1	2,2	5,1	9,4	4,6	9,7	13,2
Rahoituserät	0,0	0,6	0,5	1,2	2,3	0,0	1,3	1,1
Tulos ennen veroja - raportoitu	0,7	5,5	1,7	3,9	7,1	4,6	8,4	12,1
Verot	0,5	1,3	1,3	1,5	1,8	2,5	2,0	2,9
Nettotulos	0,2	4,2	0,4	2,4	5,4	2,1	6,4	9,2
Tulos/osake - raportoitu	0,02	0,35	0,03	0,20	0,45	0,17	0,54	0,77
Osinko/osake	0,10	0,30	0,18	0,18	0,20	0,20	0,22	0,24

Lähde: OP Markets

Tase

EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Vastaavaa:								
Liikearvo	10	13	13	13	13	13	13	13
Muut aineettomat	1	1	4	4	4	4	4	4
Aineelliset hyödykkeet	14	15	17	23	29	31	31	31
Sijoitukset	0	1	1	1	2	2	2	3
Vaihto-omaisuus	10	12	15	17	16	19	19	19
Saamiset	12	15	20	20	21	23	24	25
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	7	8	5	7	12	8	14	16
Yhteensä	53	64	75	85	97	99	105	110
Vastattavaa:								
Osakepääoma	2	2	2	2	2	2	2	2
Muu sidottu	8	8	8	8	5	5	5	5
Vapaa pääoma	16	18	15	16	22	22	26	33
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0	0
Oma pääoma yhteensä	27	29	26	26	29	29	33	40
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	3	5	11	15	13	17	22	21
Pitk. koroton vpo	1	1	1	1	1	1	1	2
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	0	0	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	8	12	18	22	30	27	23	20
Lyh. koroton vpo	15	18	18	21	24	25	26	26
Yhteensä	53	64	75	85	97	99	105	110

Lähde: OP Markets

Kassavirtaennusteet

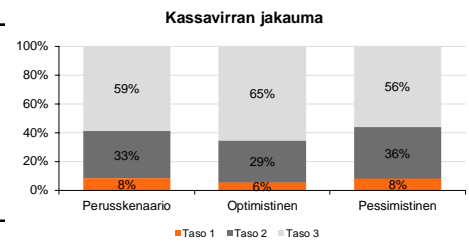
Olemme muodostaneet Exel Compositesin arvostukseen kolme eri kassavirtamallia: perus, optimistinen sekä pessimistinen skenaario, joissa sovelletaan eri kasvu- ja kannattavuusprosentteja. Tavoitehinnan asetannassa käytämme perusskenaariosta saatavaa arvoa. Perusskenaarion mukainen osakekohtainen arvo on alla olevien parametrien mukaisesti 10,5 euroa/osake.

Exel Composites

KASSAVIRTAENNUSTEET MEUR

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	130	139	148	157	166	174	182	190	198	205	212
Liikevaihdon kasvu	20 %	7 %	6 %	6 %	5 %	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	3 %
Liikevoitto	5	10	13	14	15	15	16	18	19	19	19
Liikevoitto %	3,5 %	7,0 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %	9,5 %	9,5 %	9,2 %	9,2 %
Bruttoinvestoinnit	9	6	6	7	7	7	8	8	8	9	9
Bruttoinvestoinnit/poistot	1,3	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Vapaa kassavirta	-3	9	11	9	10	11	11	13	13	14	14

FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1						
2021						
:	44,1 %	8 %	44,1 %	6 %	44,1 %	8 %
2023						
Taso 2						
2024						
:	6,4 %	33 %	8,9 %	29 %	3,9 %	36 %
2031						
Taso 3						
2032						
	2,5 %	59 %	3,0 %	65 %	2,0 %	56 %
Nyk.arv.yht.	167	100 %	255	100 %	171	100 %

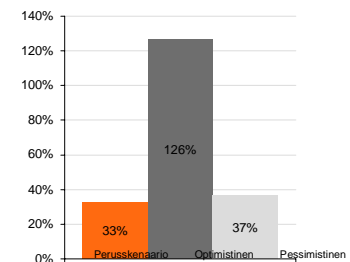


* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Exel Composites	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	167	255	171
- velat (korollinen)	51	51	51
- vähemmistosuus	0	0	0
+ myytävät sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	10	10	10
OPO:n nykyarvo	125	214	129
Osakelkm (mkpl)	11,9	11,9	11,9
Kassavirta-perusteinen hinta	10,5	18,0	10,9
Markkinahinta	7,9	7,9	7,9
Erotus (EUR)	2,6	10,0	2,9
Erotus %	32,7 %	126,5 %	36,7 %

Erotus DCF / markkinahinta



HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta		
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
riskitön	1,50 %	11,7	20,0	12,0
korko	2,00 %	10,5	18,0	10,9
	2,50 %	9,5	16,2	9,9

Kasvuherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		Perusskenaario	7,4 %	7,9 %	8,4 %	8,9 %	
Perusskenaario	1,50 %	11,7	10,4	9,3	8,3	7,5	
Jatkuvan kassavirran kasvu	2,00 %	12,6	11,1	9,9	8,8	7,9	
	2,50 %	13,6	11,9	10,5	9,4	8,4	
	3,00 %	14,9	12,9	11,3	10,0	8,9	
	3,50 %	16,6	14,2	12,3	10,8	9,5	

WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,5 %	2,0 %	2,5 %
CAPM	7,6 %	8,1 %	8,6 %
WACC	8,0 %	8,4 %	8,9 %
	WACC ₂	WACC ₁	WACC ₃

WACC

Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	1,1
Oman pääoman kustannus	8,1 %

Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	2,50 %
Veroprosentti	27,0 %
Korkojen verosuoja	1,22 %
Vieraan pääoman kustannus	3,3 %

WACC:

Oman pääoman kustannus	8,05 %
Vieraan pääoman kustannus	3,29 %
Vieraan po:n osuus (target)	55,0 %
Oman po:n osuus (target)	45,0 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
WACC	8,4 %

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosennusteiden herkkyyks keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyksianalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän

eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analyttikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analyttikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analyttikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiantoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussäätelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Ahlstrom-Munksjö, CapMan, Citycon, Finnair, HKScan, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Puuilo, Rettig, Sanoma, Stora Enso, TVO ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala, Scanfil ja Talenom.

Suositukset ja tavoitehinnat		Exel Composites		
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
LISÄÄ	8,3	7,5	5.11.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	9,8	8,6	17.9.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	11,7	10,3	21.7.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	12,0	10,9	3.5.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	9,5	7,9	19.2.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	7,1	6,4	2.11.2020	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	7,3	6,5	26.10.2020	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
OSTA	6,7	5,5	22.7.2020	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	5,5	4,9	8.5.2020	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	4,9	4,2	8.4.2020	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
PIDÄ	6,0	6,1	18.2.2020	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	6,4	6,0	26.11.2019	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	5,4	4,9	31.10.2019	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	4,9	4,5	24.7.2019	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	4,6	4,3	6.5.2019	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
VÄHENNÄ	4,0	4,6	2.11.2018	

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosittelun jakauma (5.11.2021)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	19	26	3	27
LISÄÄ	39	53	6	55
VÄHENNÄ	12	16	1	9
MYY	3	4	1	9
	73	100	11	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot**Analyyti**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Kim Gorschnik	Senioristrategi, small cap	010 252 4351
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Carlo Gylling	Elintarvikkeet, terveydenhuolto	010 252 4392
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Investointitavarat, yritysainat	010 252 8780
Markku Moilanen	Metalli, rakentaminen, kiinteistöt	010 252 4408
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Instituutiomyynti

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

Institutional Investment and Hedging Solutions

Tomi Kallio 010 252 2993
Tuomas Antila 010 252 4479
Henrik Helppi 010 252 3252
Patrik Jernmark 010 252 4289
Ari Triumf 010 252 4349

Cross Asset Investor Solutions

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Ahti Mikkonen 010 252 4677
Lauri Mäkelä 010 252 8072
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Joakim Paul 010 252 8336