

Exel Composites

Yhtiöpäivitys

22/7/2020

- Toistamme lisää-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 6,00 euroon (aik. 5,10 euroa)
- Exelin Q2-suoritus oli operatiivisesti vahva, minkä lisäksi uskomme lähikuukausien sykkeen pysyvän tukevalla tasolla säilyneen tilauskannan ja lähes normaaliksi kivunneen oman toimituskyvyn turvin kohtuullisena
- Teimme raportin jälkeen nostoja kuluvan ja lähivuosien tulosennusteisiimme
- Osakkeen arvostuskuva ei ole erityisen vaativa (2020e: P/E 12x ja EV/EBITDA 8x), mikä puoltaa yhä yhtiön pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaamista lyhyen tähtäimen epävarmuustekijöistä huolimatta

Toinen erävoitto koronamolskilla

Exel julkisti eilen Q2-raporttinsa, joka oli tulosriveillä hyvin vahva. Reippaalla hajuraolla ennustemme lyöneen suorituksen taustalla oli etenkin Yhdysvaltain yksikön odotuksiamme vahdikkaammin edennyt tuloskäänne. Vaikka saadut tilaukset kääntyivätkin korona-aallokossa lievään laskuun ja näkyvyys loppuvuoden kehityskaareen on yhä sumea, vaikuttaa lähikuukausien toimintakehikko tukevalla tasolla säilynyttä tilauskantaa heijastellen vielä kohtuulliselta. Lyhyen tähtäimen epävarmuustekijöistä huolimatta olemme luottavaisia yhtiön tämänhetkiseen suorituskykyyn ja pandemian yli katsovaan arvonluontipotentiaaliin. Siten toistamme Exelin lisää-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme ennustenostojemme myötä 6,00 euroon (aik. 5,10 euroa).

Kasvun ja vahvan kannattavuuden kvartaali

Exelin liikevaihto kasvoi Q2:lla 2,9 % 27,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa maltillista volyymikasvua odottaneen ennustemme kanssa. Liikevaihdon kasvun taustalla oli erityisesti Tuulivoima (+52 %) sekä Koneet ja sähkö (+18 %) -asiakassegmenttien vahvaan kasvuun yltäneet toimitusvirrat. Merkittävistä maantieteellisistä alueista suotuisin kehityskaari oli puolestaan Aasian-Tyynenmeren alueella, jossa liikevaihto kasvoi arviomme mukaan pääosin tuulivoimasektorin loppukäyttöön suuntautuneiden toimitusten tukemana 48 %. Exel ylsi Q2:lla 2,9 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon ja viime vuosien suoritusastoon nähden erinomaiseen 10,6 % liikevoittomarginaaliin, mikä ylitti ennustemme selvällä hajuraolla. Kannattavuuslylystä ajoi etenkin Yhdysvaltain yksikön odotuksiamme selvästi vahdikkaammin edennyt operatiivinen tuloskäänne. Tuloslaskelman alariveillä rahoituserät ja verot olivat odotuksiamme pienemmät, mitä heijastellen 0,23 euroon loikannut osakekohtainen tulos ylitti ennustemme operatiivisia tulosrivejä leveämmin.

Ennustemuutokset rajoituivat tulosriveille

Odotusten mukaisesti Exel ei vielä Q2-raportin yhteydessä täsmentänyt toukokuussa peruttua ohjeistustaan. Arviomme mukaan Exelin oma toimituskyky on tällä hetkellä varsin normaali, eikä yhtiön tuotantolaitosverkostoon tai hankintaketjuun kohdistu toimintaa olennaisesti rasittavia kapasiteettirajoituksia tai pullonkauloja. Näin ollen koronalingon iskemät painottuvat yhä vahvemmin kysyntäpuolelle tuntuvasti jarruttanutta maailmantaloutta ja sen investointiaktiiviteettia nakertavia vaikutuksia peilaten. Loppuvuoden osalta yhä sumeana säilyy näkyvyyttä sekä kohollaan olevaa epävarmuustasoa heijastellen emme tehneet kuluvan vuoden volyymiennusteisiimme muutoksia ja odotamme Exelin liikevaihdon laskevan tänä vuonna 1 % 103 MEUR:oon. Sen sijaan nostimme kuluvan vuoden tulosenusteitamme pääosin Q2:n ennustelytyksen seurauksena ja odotamme nyt yhtiön yltävän 7,9 MEUR:n liikevoittoon Yhdysvaltain yksikön operatiivisen tuloskäänteen kompensoidessa H2:n volyymilaskun ja lievän operatiivisen vivun kombinaation. Keskeisimmät alkaneen vuoden riskit liittyvät yhä Exelin investointivetoisen kysyntäkuvan kehityskaareen sekä Yhdysvaltain yksikön tuloskäänteen oikeasuuntaiseen etenemiseen.

Arvostuskuva ei ole liian vaativa

Ennusteillamme Exelin oikaistut P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Kun huomioidaan yhtiön nykyinen iskukyky sekä Yhdysvaltain tuloskäänteen myötä piirun verran laskenut riskiprofiili, ei nykyinen arvostuskuva ole mielestämme erityisen vaativa toimintaympäristön kohollaan olevista epävarmuustekijöistä huolimatta. Tätä taustaa vasten näemmekin seuraavan 12 kuukauden tuotto/riski-profiilin riittävänä perustelevana ajallisesti hajautettujen lisäostojen jatkamisen yhtiössä.

Analyttikot



Joonas Korkiakoski

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää



(aik. Lisää)

6,00 EUR

(aik. 5,10 EUR)

Osakekurssi: 5,52 EUR

Potentiaali: 8,70 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö täsmentää ohjeistustaan vuodelle 2020 myöhemmin.

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	104	103	105	108
kasvu-%	7 %	-1 %	3 %	2 %
EBIT oik.	7,2	7,9	8,2	8,5
EBIT-% oik.	6,9 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %
Nettotulos	2,4	4,9	5,6	5,8
EPS (oik.)	0,34	0,44	0,47	0,49

P/E (oik.)	19,1	12,4	11,8	11,4
P/B	2,9	2,3	2,0	1,9
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,6 %	4,0 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)	14,9	12,3	11,3	10,5
EV/EBITDA	10,0	7,8	6,5	6,1
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9	0,8

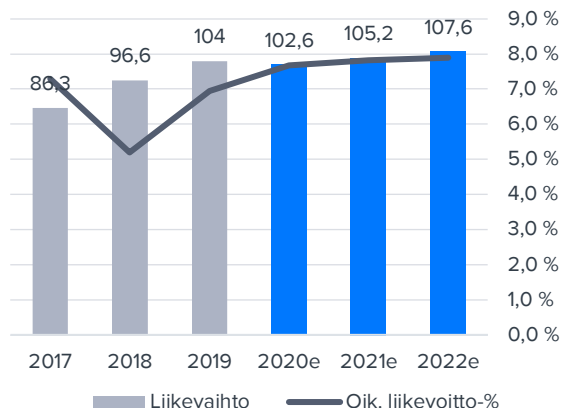
Lähde: Inderes

Osakekurssi



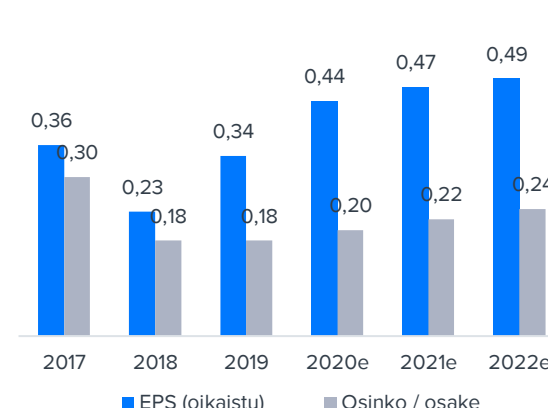
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava komposiittimarkkina tarjoaa hyvän kasvualustan orgaaniselle kasvulle
- Kannattavuus lähestyy potentiaaliaan
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Arvostuskertoimissa jo lyhyellä tähtämellä maltillista nousuvaraa

Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä ja volatiilia
- Yhdysvaltain yksikön tuloskänteen jääminen väliaikaiseksi
- Kulurakenne on varsin kiinteä
- Asiakasportfolio on keskittynyt
- Velkamäärä taseessa on koholla
- Kasvun epäonnistuminen painaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Lyhyellä tähtämellä koronapandemian aikaansaamien vaikutusten kokoluokka

Arvostus

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

Väkivahvan väännön neljännes

Volyymit linjassa odotuksiimme

Exelin liikevaihto kasvoi Q2:lla 2,9 % 27,2 MEUR:oon, mikä oli linjassa maltillista volyymikasvua odottaneen ennusteemme kanssa. Liikevaihdon kasvun taustalla oli erityisesti Tuulivoima (+52 %) sekä Koneet ja sähkö (+18 %) -asiakassegmenttien vahvaan kasvuun yltäneet toimitusvirrat. Merkittävistä maantieteellisistä alueista suotuisin kehityskaari oli puolestaan Aasian-Tyynenmeren alueella, jossa liikevaihto kasvoi arviomme mukaan pääosin tuulivoimasektorin loppukäyttöön suuntautuneiden toimitusten tukemana 48 %. Arviomme mukaan Exel kykeni Q2:lla operoimaan tehdasverkostoaan tiettyjä Isoon-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin kohdistuneita kapasiteettirajoituksia sekä muita tuotannon uudelleenjärjestelyjä lukuun ottamatta liki kitkatta, eikä pandemialla siten ollut olennaisesti yhtiön tuotanto- ja toimituskykyyn asti ulottuneita vaikutuksia.

Vaikka koronapandemian myötä voimakkaasti jarruttanut maailmantalous ja sitä kautta yhtiön investointiaktiiviteetista riippuvaisen kysyntäkuvan ylle

kohonneet uhkakuvat ovatkin yhä konkreettisia, vaikuttaa Exelin lähikuukausien toimintakehikko Q2:n lopussa tukevalla tasolla ollutta tilauskantaa (32 MEUR) heijastellen vielä kohtuulliselta. Tilaukskannan rakenne on käsityksemme mukaan kuitenkin hieman normaalia pidempi, sillä se sisältää sekä Q2:lla saadun, kokoluokaltaan reilun 3 MEUR:n ja pääosin ensi vuoteen ajoittuvan tilauksen että Q1:llä Yhdysvaltain yksikön saaman ja pitkin vuotta toimitettavan tilauksen. Pidempihäntäisestä rakenteesta huolimatta yhtiöllä tulisi arviomme mukaan olla kausiluontoisesti hiljaiselle Q3:lle lähdettäessä riittävä peruskuorma vähintään kohtalaisen suoritustason takaamiseksi.

Kannattavuus löi odotuksemme kanveesiin

Exel ylsi Q2:lla 2,9 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon ja viime vuosien suoritustasoon nähden erinomaiseen 10,6 % liikevoittomarginaaliin, mikä ylitti ennusteemme selvällä pesäerolla. Tuhti kannattavuusylitys on arviomme mukaan ollut selvästi odotuksiamme vauhdikkaammin edenneen Yhdysvaltain yksikön ja sen mukanaan tuoman

tuloskontribuution ajamaa. Pienistä tuotannon uudelleenjärjestelyistä kummunneet tehokkuuspaineet ovat arviomme mukaan myös jääneet ennakoimaamme kokoluokkaa pienemmiksi, mikä on antanut tukea kannattavuuslylykselle. Positiivisten rahoituserien ja odotuksiamme matalampien verojen jälkeen osakekohtainen tulos loikkasi 0,23 euroon ja ylitti ennusteemme operatiivista tulosta voimakkaammin.

Taseasema paranee asteittain

Vahvan operatiivisen tuloksen ja tehokkaan käyttöpääoman hallinnan ajamana Exelin liiketoiminnan rahavirta vahvistui merkittävästi vertailukaudesta ja kohosi 5,2 MEUR:oon (Q2'19: 2,9 MEUR). Nettovelkaantumisaste laski puolestaan 110 %:iin (Q1'20: 128 %). Velkataso on yhä koholla ja yhtiön tavoitetason yläpuolella (< 80 %), mutta mielestämme siihen liittyvät riskit eivät ole akuutteja, kunhan kassavirta jatkaa oikeansuuntaista rullaamistaan, likviditeettitilanne pysyy vakaana ja lyhyen ajan käyttöpääomarahoituksen saatavuus riittävän hyvänä.

Ennustetaulukko	Q2'19	Q2'20	Q2'20e	Q2'20e	Erutus (%)	2020e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	26,5	27,2	27,1		1 %	102,6
Liikevoitto (oik.)	2,2	2,9	2,1		38 %	7,9
Liikevoitto	2,1	2,8	2,1		33 %	7,7
Tulos ennen veroja	2,0	3,0	1,9		55 %	6,7
EPS (oik.)	0,14	0,23	0,12		92 %	0,45
Liikevaihdon kasvu-%	3,3 %	2,9 %	2,3 %		0,5 %-yks.	-1,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,5 %	10,6 %	7,7 %		2,9 %-yks.	7,7 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan Q2-tulossaastattelu



Ennustemuutokset kohdistuivat tulosriveille

Ohjeistusta ei odotetusti vielä saatu, kuluvan vuoden tulosenusteet nousivat

Exel ei vielä Q2-raportin yhteydessä antanut päivitettyä ohjeistusta toukokuussa perutun tilalle, vaan yhtiö täsmentää koko vuoden ohjeistuksensa myöhemmin. Tämä oli odotettua, sillä näkemyksemme mukaan koronaviruksen kohottamaan yleisen epävarmuustason, pandemiasta kumpuavien rasitteiden todelliseen keston ja mittakaavaan liittyvien kysymysmerkkien sekä normaaleissakin olosuhteissa liiketoiminnan lyhyen näkyvyyden muodostama kokonaiskuva ei toistaiseksi tarjoa riittäviä kiintopisteitä loppuvuoden suoritustason ohjeistamiselle.

Arviomme mukaan Exelin oma toimituskyky on tällä hetkellä varsin normaali, eikä yhtiön tuotantolaitosverkostoon kohdistu toimintaa olennaisesti rasittavia kapasiteettirajoituksia. Käsityksemme mukaan myös yhtiön hankintaketju on toiminut koronakriisin synkimmässäkin silmäkkeessä liki normaalisti, eikä tuotannollisia pullonkauloja tai

merkittäviä aikaviiveitä ole päässyt syntymään. Näin ollen koronalingon iskemät painottuvat normalisoituneen tarjontapuolen myötä yhä vahvemmin kysyntäpuolelle tuntuvasti jarruttavaa maailmantaloutta ja sen investointiaktiiviteettia nakertavia vaikutuksia peilaten. Tämän dynamiikan seurauksena yhtiö kommentoikin saaneensa myös Q2:lla muutamia toimitusten siirtopyyntöjä, mutta toistaiseksi välttyneen merkittävilta tilausten peruutuksilta. Teollisuusvetoisissa tilaus/toimitusketjuissa aikaviiveet voivat kuitenkin olla melko pitkiä ja pandemian myötä asiakaskentän heikentyneet toimintamahdollisuudet tulla Exelin kysyntäkuvaan läpi selvemmin vasta H2:lla tai H1'21:llä.

Q2:n lopun tukevasta tilauskannasta ja kohtuulliselta vaikuttavasta lähikuukausien sykkeestä huolimatta on näkyvyys loppuvuoden kysyntäkuvaan edelleen sumea. Tätä heijastellen emme ole tehneet kuluvan vuoden volyyminusteisiimme muutoksia ja odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan tänä vuonna 1 % 103 MEUR:oon. Sen sijaan nostimme kuluvan

vuoden tulosenusteitamme pääosin Q2:n ennusteylityksen ajamana ja odotamme nyt yhtiön yltävän tänä vuonna 7,9 MEUR:n liikevoittoon Yhdysvaltain yksikön operatiivisen tuloskäanteen kompensoidessa H2:n volyymilaskun ja lievän operatiivisen vivun tuomat rasitteet.

Myös lähivuosien ennusteissa nostoja

Vahvaa Q2-raporttia ja erityisesti Yhdysvaltain yksikön odotuksiamme vauhdikkaammin edennyttä käännettä heijastellen nostimme myös lähivuosien tulosenusteitamme. Liikevaihtoennusteisiimme emme sen sijaan ole tehneet muutoksia koronapandemian todellisiin rasitteisiin liittyvää epävarmuutta sekä yhtiön rakenteellisesti lyhyttä näkyvyyttä mukaillen. Täten odotamme yhtiön liikevaihdon vuonna 2021 nousevan 105 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan lievän volyymikasvun, Kiinasta realisoituvien tuotantolaitossynergioiden sekä kokonaisuudessaan asteittain kohenevan tehokkuustason tukemana 8,2 MEUR:oon.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	103	103	0 %	105	105	0 %	108	108	0 %
Käyttökate	12,2	12,5	2 %	13,4	14,3	7 %	13,7	14,6	7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	7,9	9 %	7,4	8,2	12 %	7,6	8,5	11 %
Liikevoitto	7,0	7,6	8 %	7,4	8,2	12 %	7,6	8,5	11 %
Tulos ennen veroja	5,8	6,6	15 %	6,6	7,4	13 %	6,8	7,7	13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,35	0,44	27 %	0,41	0,47	13 %	0,43	0,49	13 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %

Arvostuskuva ei ole liian vaativa

Rima ei ole poskettoman korkealla

Ennusteillamme Exelin oikaistut P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Exel on historiallisesti arvostettu varsin korkein tulokertoimin yhtiön pidemmän aikavälin houkuttelevaa kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia heijastellen. Nykyiset kertoimet painuvatkin sekä historiallisten tasojen että yhtiölle määrittelemämme hyväksyttävän kerroinhaarukan (P/E 13-16x ja EV/EBITDA 7-9x) alalaitaan. Vallitsevaan toimintaympäristöön ja sitä kautta lyhyen tähtäimen tulostasoon kiinnittyneistä epävarmuustekijöistä huolimatta Exelin tulos pohjainen arvostuskuva ei mielestämme ole liian vaativa nykyiseen operatiiviseen suoritustasoon, Yhdysvaltain yksikön odotuksiamme vauhdikkaammin edenneeseen käänteeseen sekä näiden summana piirun verran laskeneeseen kokonaisriskiprofiiliin suhteutettuna.

Näkemystämme tulos pohjaisen arvostuskuvaan järkevyydestä tukee se, että mikäli H1:n vahvaa suoritusta (EPS 0,30 euroa) seuraisi H2:n nollatulos, olisi P/E-luku 19x vielä jokseenkin siedettävällä tasolla poikkeukselliseen toimintaympäristöön suhteutettuna. Vaikka näkyvyys Exelin liiketoimintaan on normaaleissakin olosuhteissa lyhyt ja kysynnän heikentyminen voi iskeä volyyminvirtoihin nopeastikin, on yhtiön joustovara arviomme mukaan kuitenkin kohtuullinen. Lisäksi kun huomioidaan Q2:n lopussa tukevalla tasolla ollut tilauskanta ja lähikuukausien kohtuullisen terveeltä vaikuttava tuotantopotentiaali, näemme nykyisen arvostuskuvaan pitävän sisällään riittävän leveät turvamarginaalit selvästi vallitsevia odotuksiamme heikompaa H2-lopputulamaa ja siten kohollaan olevia toiminta- ja ennusteriskejä vastaan.

Historiallinen diskontto vielä perusteltua

Mielestämme pieni alennus suhteessa historiallisiin kertoimiin on vielä jossain määrin perusteltua yhtiön viime vuosien verrattain ailahtelevaa tulohistoriaa peilaten. Exel on kuitenkin viimeisen vuoden aikana toteuttanut onnistuneesti useita toimenpiteitä kustannusrakenteensa ja operatiivisen toimintansa tehostamiseksi, mikä on nostanut yhtiön perustekemisen aikaisempaa korkeammalle tasolle. Lisäksi Yhdysvaltain yksikkö on alkuvuoden aikana ottanut selvästi odotuksiamme vauhdikkaampia käänneaskelia, mikä on konsernitason pidemmän aikavälin tulos potentiaalin realisoitumisen ja riskiprofiilin laskun kannalta suotuisa kehityskaari. Yhdessä nämä tekijät luovatkin yhtiölle mielestämme rakenteellisesti tukevan lähtökohdan koronapandemian yli katsovaa arvonluontia ajatellen. Historiallisten arvostustasojen hyväksyminen vaatii yhtiöltä kuitenkin normaaleissa toimintaolosuhteissa toistuvia kannattavan kasvun kvartaaleja sekä kannattavuustason hilaamista kestävästi Q2:lla ylitetyn tavoitetason (liikevoittomarginaali > 10 %) tienoolle.

Tuotto-odotus edelleen hyvä

Vuoden tähtäimellä pienestä tuloskasvusta, kertomien maltillisesta nousuvarasta ja 3-4 % osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme edelleen hyvä ja riittää puoltamaan ajallisesti hajautetun osto-ohjelman jatkamista sekä yhtiön epävarmassakin toimintakehikossa oikeasuuntaisesti etenevään sijoittajatarinaan nojaamista. Korostamme kuitenkin, ettei positiiviseksi taipuvasta tuotto/riski-profiilista huolimatta osakkeelle löydy selkeitä tukitasoja tase- tai volyympohjaisesta arvostuksesta (2020e: P/B 2x ja EV/S 1x) mahdollisia tulospettymyksiä vastaan.

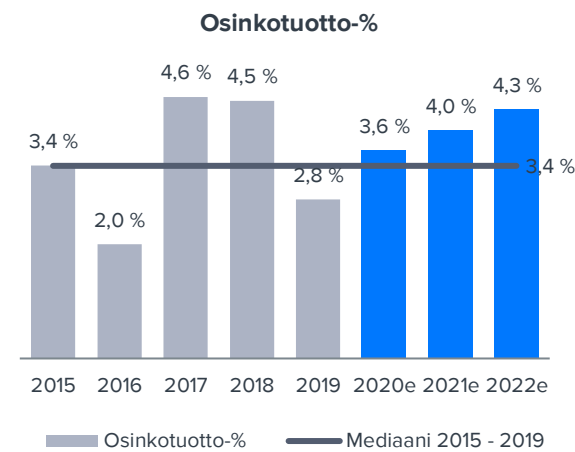
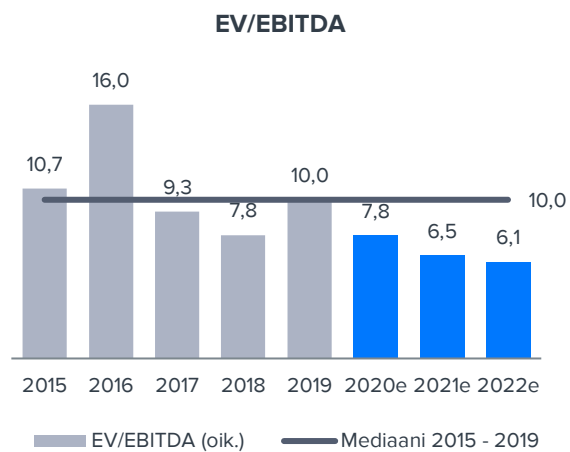
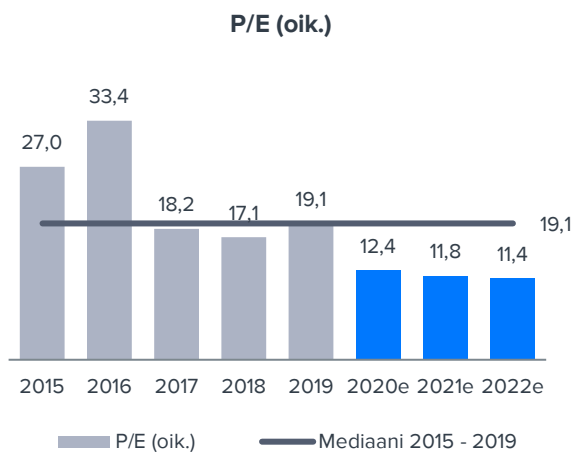
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,52	5,52	5,52
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	97	93	89
P/E (oik.)	12,4	11,8	11,4
P/E	13,3	11,8	11,4
P/Kassavirta	32,5	9,5	9,2
P/B	2,3	2,0	1,9
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,5	6,1
EV/EBIT (oik.)	12,3	11,3	10,5
Osinko/tulos (%)	48,2 %	46,9 %	49,4 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	4,0 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,53	5,02	6,57	4,00	6,48	5,52	5,52	5,52	5,52
Osakemäärä, milj. kpl	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Markkina-arvo	78	60	78	48	77	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	78	63	87	72	107	97	93	89	85
P/E (oik.)	27,0	33,4	18,2	17,1	19,1	12,4	11,8	11,4	11,1
P/E	27,5	>100	18,4	>100	32,0	13,3	11,8	11,4	11,1
P/Kassavirta	neg.	48,3	neg.	neg.	20,1	32,5	9,5	9,2	8,8
P/B	2,5	2,2	2,7	1,8	2,9	2,3	2,0	1,9	1,7
P/S	1,0	0,8	0,9	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	1,0	0,7	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	10,7	16,0	9,3	7,8	10,0	7,8	6,5	6,1	5,7
EV/EBIT (oik.)	16,3	24,3	13,8	14,4	14,9	12,3	11,3	10,5	9,7
Osinko/tulos (%)	92,5 %	502,0 %	84,1 %	554,7 %	88,8 %	48,2 %	46,9 %	49,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	2,0 %	4,6 %	4,5 %	2,8 %	3,6 %	4,0 %	4,3 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Gurit	1498,00	597	646	11,8	12,0	9,4	9,2	1,2	1,2	16,6	16,2	1,7	1,9	4,0
Hexagon	49,84	879	1048	170,1	28,5	22,5	13,7	1,6	1,3	116,9	87,5			4,0
Exel Composites (Inderes)	5,52	66	97	12,3	11,3	7,8	6,5	0,9	0,9	12,4	11,8	3,6	4,0	2,3
Keskiarvo				90,9	20,2	15,9	11,4	1,4	1,2	66,8	51,9	1,7	1,9	4,0
Mediaani				90,9	20,2	15,9	11,4	1,4	1,2	66,8	51,9	1,7	1,9	4,0
Erotus-% vrt. mediaani				-86 %	-44 %	-51 %	-43 %	-33 %	-29 %	-81 %	-77 %	111 %	108 %	-43 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	96,6	27,1	26,5	23,6	26,6	103,8	27,8	27,2	22,3	25,3	102,6	105,2	107,6	109,7
Konserni	96,6	27,1	26,5	23,6	26,6	104	27,8	27,2	22,3	25,3	102,6	105,2	107,6	109,7
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,3	1,5	3,8	2,5	2,9	10,7	3,2	3,8	2,9	2,7	12,5	14,3	14,6	14,9
Poistot ja arvonalennukset	-7,1	-1,1	-1,7	-1,1	-1,8	-5,6	-1,3	-1,0	-1,3	-1,3	-4,9	-6,1	-6,1	-6,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,0	2,0	2,2	1,7	1,3	7,2	2,1	2,9	1,6	1,4	7,9	8,2	8,5	8,8
Liikevoitto	2,2	0,4	2,1	1,5	1,1	5,1	1,9	2,8	1,6	1,4	7,6	8,2	8,5	8,8
Konserni	5,0	2,0	2,2	1,7	1,3	7,2	1,9	2,8	1,6	1,4	7,6	8,2	8,5	8,8
Oikaisuerät	-2,8	-1,6	-0,1	-0,2	-0,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9
Tulos ennen veroja	1,7	0,2	2,0	1,2	0,6	3,9	1,3	3,0	1,3	1,1	6,6	7,4	7,7	7,9
Verot	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,2	-1,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	-0,5	1,6	0,8	0,4	2,4	0,7	2,5	0,9	0,8	4,9	5,6	5,8	5,9
EPS (oikaistu)	0,23	0,05	0,15	0,08	0,05	0,34	0,07	0,23	0,08	0,07	0,44	0,47	0,49	0,50
EPS (raportoitu)	0,03	-0,04	0,14	0,07	0,03	0,20	0,06	0,21	0,08	0,07	0,41	0,47	0,49	0,50
Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	12,0 %	28,0 %	3,3 %	2,3 %	-0,5 %	7,4 %	2,6 %	2,9 %	-5,5 %	-5,0 %	-1,1 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-20,1 %	9,7 %	13,4 %	239,4 %	74,6 %	43,5 %	5,8 %	28,8 %	-6,5 %	1,6 %	9,3 %	4,6 %	3,2 %	3,7 %
Käyttökate-%	9,6 %	5,4 %	14,4 %	10,6 %	11,0 %	10,3 %	11,4 %	13,9 %	12,8 %	10,5 %	12,2 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	7,2 %	8,5 %	7,0 %	5,0 %	6,9 %	7,5 %	10,6 %	7,0 %	5,4 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %
Nettotulos-%	0,4 %	-1,7 %	6,2 %	3,6 %	1,4 %	2,3 %	2,4 %	9,3 %	4,2 %	3,2 %	4,8 %	5,3 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	34,4	41,6	48,6	47,6	46,5
Liikearvo	12,8	13,0	13,0	13,0	13,0
Aineettomat hyödykkeet	4,2	4,3	6,3	6,4	6,4
Käyttöomaisuus	16,6	22,8	28,9	27,8	26,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,7	1,4	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	40,1	43,8	41,1	42,1	43,0
Vaihto-omaisuus	15,2	16,9	14,4	14,7	15,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,1	20,0	17,4	17,9	18,3
Likvidit varat	4,8	6,9	9,2	9,5	9,7
Taseen loppusumma	74,6	85,4	89,6	89,6	89,5

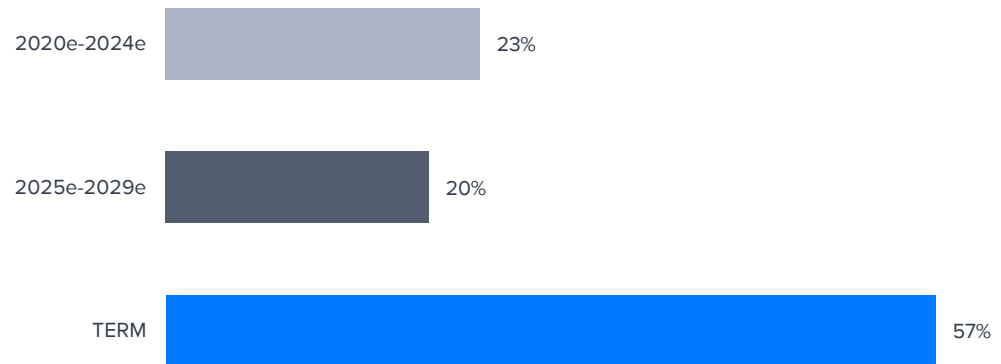
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	25,8	26,3	28,9	32,1	35,3
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	18,6	19,0	21,8	25,0	28,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,0	5,2	5,0	5,0	5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,0	15,6	31,3	28,6	25,8
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	11,4	14,8	30,6	27,9	25,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	36,7	43,4	29,4	28,9	28,5
Lainat rahoituslaitoksilta	18,2	22,4	9,9	9,0	8,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,5	21,0	19,5	20,0	20,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	74,6	85,4	89,6	89,6	89,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	5,1	7,6	8,2	8,5	8,8	9,2	9,4	9,6	9,5	9,7	9,9	
+ Kokonaispoistot	5,6	4,9	6,1	6,1	6,1	6,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,7	
- Maksetut verot	-2,4	-0,6	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-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	1,9	3,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,9	15,1	11,9	12,2	12,5	13,1	12,1	12,1	11,8	11,9	11,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,1	-13,0	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-4,6	-4,6	-4,6	-4,3	-4,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,8	2,0	6,9	7,2	7,4	8,0	7,6	7,5	7,3	7,6	7,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,8	2,0	6,9	7,2	7,4	8,0	7,6	7,5	7,3	7,6	7,7	129
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	6,2	5,9	5,7	5,7	5,0	4,6	4,1	4,0	3,7	62,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		109	107	101	94,8	89,1	83,5	78,5	74,0	69,9	65,9	62,2
Velaton arvo DCF		109										
- Korolliset velat		-37,2										
+ Rahavarat		6,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,1										
Oman pääoman arvo DCF		76,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,4										

Rahavirran jakauma jaksoittain



■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	5,00 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	86,3	96,6	103,8	102,6	105,2	EPS (raportoitu)	0,36	0,03	0,20	0,41	0,47
Käyttökate	9,4	9,3	10,7	12,5	14,3	EPS (oikaistu)	0,36	0,23	0,34	0,44	0,47
Liikevoitto	6,1	2,2	5,1	7,6	8,2	Operat. kassavirta / osake	0,55	-0,11	0,83	1,27	1,00
Voitto ennen veroja	5,4	1,7	3,9	6,6	7,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,20	-1,03	0,32	0,17	0,58
Nettovoitto	4,2	0,4	2,4	4,9	5,6	Oma pääoma / osake	2,42	2,17	2,21	2,43	2,70
Kertaluontoiset erät	-0,1	-2,8	-2,1	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,30	0,18	0,18	0,20	0,22
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	64,4	74,6	85,4	89,6	89,6	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	12 %	7 %	-1 %	3 %
Oma pääoma	28,8	25,8	26,3	28,9	32,1	Käyttökateen kasvu-%	138 %	-1 %	15 %	16 %	15 %
Liikearvo	13,5	12,8	13,0	13,0	13,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	143 %	-20 %	44 %	9 %	5 %
Nettovelat	8,7	24,8	30,2	31,3	27,3	EPS oik. kasvu-%	140 %	-35 %	45 %	31 %	6 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	10,9 %	9,6 %	10,3 %	12,2 %	13,6 %
Käyttökate	9,4	9,3	10,7	12,5	14,3	Oik. Liikevoitto-%	7,3 %	5,2 %	6,9 %	7,7 %	7,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-8,8	1,9	3,5	-0,3	Liikevoitto-%	7,1 %	2,3 %	4,9 %	7,4 %	7,8 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	-1,3	9,9	15,1	11,9	ROE-%	15,2 %	1,4 %	9,3 %	17,9 %	18,3 %
Investoinnit	-8,8	-10,9	-6,1	-13,0	-5,1	ROI-%	14,9 %	4,4 %	8,6 %	11,4 %	11,9 %
Vapaa kassavirta	-2,4	-12,3	3,8	2,0	6,9	Omavaraisuusaste	44,7 %	34,6 %	30,8 %	32,3 %	35,8 %
						Nettovelkaantumisaste	30,3 %	96,3 %	114,9 %	108,1 %	85,2 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Swedbank Robur Fonder			9,8 %			EV/Liikevaihto	1,0	0,7	1,0	0,9	0,9
Handelsbanken Fonder			7,8 %			EV/EBITDA (oik.)	9,3	7,8	10,0	7,8	6,5
OP Fonder			6,6 %			EV/EBIT (oik.)	13,8	14,4	14,9	12,3	11,3
Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy			5,5 %			P/E (oik.)	18,2	17,1	19,1	12,4	11,8
Lazard Freres Gestion			5,2 %			P/B	2,7	1,8	2,9	2,3	2,0
						Osinkotuotto-%	4,6 %	4,5 %	2,8 %	3,6 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 neuvonantaja. 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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	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 €
11.5.2018	Lisää	6,70 €	6,10 €
25.7.2018	Lisää	6,70 €	6,04 €
1.11.2018	Vähennä	4,70 €	4,58 €
9.1.2019	Vähennä	4,35 €	4,17 €
18.2.2019	Vähennä	4,35 €	4,15 €
5.3.2019	Vähennä	4,35 €	4,19 €
15.4.2019	Vähennä	4,35 €	4,14 €
6.5.2019	Lisää	4,60 €	4,25 €
24.7.2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
31.10.2019	Lisää	5,30 €	4,80 €
22.11.2019	Lisää	6,30 €	5,76 €
18.2.2020	Lisää	6,50 €	6,14 €
16.3.2020	Lisää	4,10 €	3,96 €
7.5.2020	Lisää	5,10 €	4,80 €
22.7.2020	Lisää	6,00 €	5,52 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**