

# Koskisen

## Laaja raportti

16.01.2025 9.18 EET



**Antti Viljakainen**  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Investointien tukemana kohti suhdannekäännettä

Toistamme Koskisen 7,25 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Koskinen on toteuttanut viime vuonna mittavia investointeja etenkin sahaliiketoimintoihin, joiden hyödyt tulevat arviomme mukaan täysimääräisesti näkyviin vasta lähiaikoina. Lisäksi Koskisen tulokunnan pitäisi saada vetoapua, kun globaali rakentaminen elpyy vallitsevasta heikosta suhdanteesta korkojen laskun mukana. Tätä on mielestämme kuitenkin hinnoiteltu osakkeeseen, sillä pääosa arvonmäärittymenelmistä indikoi osakkeen hinnoittelun olevan yhä oikea.

## Pitkän linjan puunjalostusyhtiö mekaanisesta metsäteollisuudesta

Koskisen on jakautunut Saha- ja Levyteollisuuteen, joissa yhtiön päätuotteet ovat havusahatavara, sahalalosteet, koivuvaneri ja lastulevy. Yhtiön koko tuotanto on Suomessa. Konsernin liikevaihdosta noin 70 % tulee Euroopasta ja molemmat liiketoiminnot (ja etenkin Sahateollisuus) ovat luonteiltaan syklisiä sekä volyyminvetoisia. Koskisen markkinat ovat kansainväliset ja orgaanisesti hitaasti kasvavat, mutta yhtiön kokoon nähden suuret.

Laatustrategiallaan Koskisen pyrkii löytämään markkinoilta taskuja, joissa asiakkaat arvostavat pitkälle räätälöityjä ja laadukkaita tuotteita sekä hyväksyvät niille hintapreemion. Mielestämme sahasektorin kilpailun dynamiikka on valtaosin raadollinen ja marginaalit ohuita, kun taas Levyteollisuudessa tuotteiden korkeampien jalostusarvojen myötä segmentin keskimääräinen kannattavuuspotentiaali on mielestämme parempi. Koskisen pääriskejä ovat talouskehitykselle herkkä kysyntä, hintojen vaihtelu, kilpailun kiristyminen sekä Suomen rakenteellisesti kireä puumarkkina. Koskisen tavoite on 500 MEUR:n liikevaihto vuonna 2027 ja keskimäärin 15 %:n EBITDA-%. Kasvutavoite edellyttäisi mielestämme yritysjärjestelyjä rakenteeltaan hajanaisilla sektoreilla. Marginaalin osalta tavoite on mielestämme haastava yhtiön liiketoimintojen rakenteelliset kannattavuustasot huomioiden.

## Odotamme markkinatilanteen elpymisen ja investointien ajamaa tuloskasvua

Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat ajurit, kuten ekologisen puurakentamisen suosion kasvu. Syklisesti rakentamisen markkinat ovat olleet viime vuosina alamaissa, mutta korkojen laskun pitäisi elvyttää molempien segmenttien kysyntää asteittain lähivuosina. Levyteollisuudessa on lisäksi päällä Euroopassa merkittävä tarjontahäiriö, minkä juurisyy on Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa. Lisäksi yhtiön 2020-luvun alkupuolella etenkin Sahateollisuuden tuotannon tehostamiseen tekemät investoinnit ovat vasta saapumassa hedelmien keräämisen vaiheeseen. Näin ollen odotamme Koskisen Q3'24:lla nousuun kääntyneen tulostrendin pysyvän lähivuosina ylämäessä. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa volyyminvetoisesti noin 10 % vuodessa vuoteen 2027 mennessä ja oikaistu käyttökate-% kohoaa viimeisen 12 kk:n 9 %:sta asteittain 10-11 %:iin. Marginaaleja rajoittavat merkittävästi molemmissa yksiköissä Suomen kireä puumarkkina ja sen myötä korkeat tukkien hinnat.

## Hintalappu on mielestämme oikealla tasolla

Koskisen EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2024 ja 2025 noin 8x ja 6x sekä P/B-kerroin (2024e) on noin 1,1x. Kertoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme pääoman tuoton ja riskiprofiiliin huomioivien hyväksymiemme kerroinhaarukoiden sisälle ensi vuodelle. Myös DCF-arvo on nykyisen kurssitason tienoilla nykyisillä konservatiivisilla parametreillamme. Siten Koskisen tuloskasvusta, kertoimien laskusta (Q3'24 LTM P/E 18x) ja noin 4 %:n osingosta muodostuva tuotto-odotus jää arviomme mukaan tuottovaatimuksen alapuolelle. Jatkamme tarkkailulinjalla osakkeen suhteen, vaikka keskipitkällä sihdillä osakkeessa voisi olla vipua, jos Euroopan rakentamisen ja talouden elpyminen yllättäisi positiivisesti vuosien 2025-2026 aikana.

## Suositus

### Vähennä

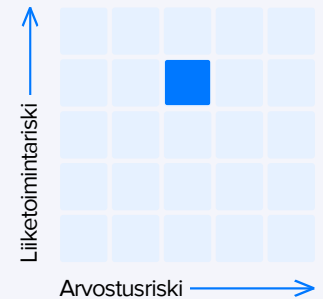
(aik. Vähennä)

7,25 EUR

(aik. 7,25 EUR)

### Osakekurssi:

7,14 EUR



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	271,2	287,6	327,3	369,4
<b>kasvu-%</b>	-15 %	6 %	14 %	13 %
<b>EBIT oik.</b>	24,4	13,5	19,6	27,2
<b>EBIT-% oik.</b>	9,0 %	4,7 %	6,0 %	7,4 %
<b>Nettotulos</b>	20,2	8,5	13,8	20,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,88	0,37	0,60	0,87

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

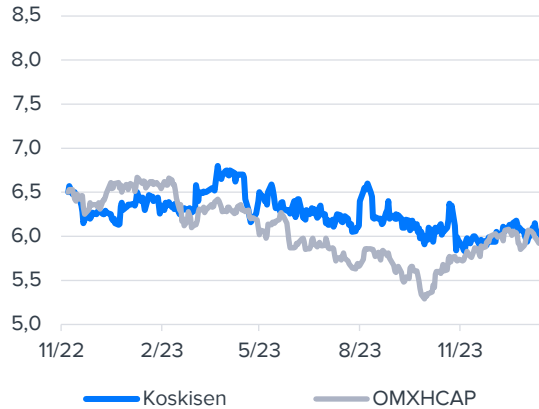
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

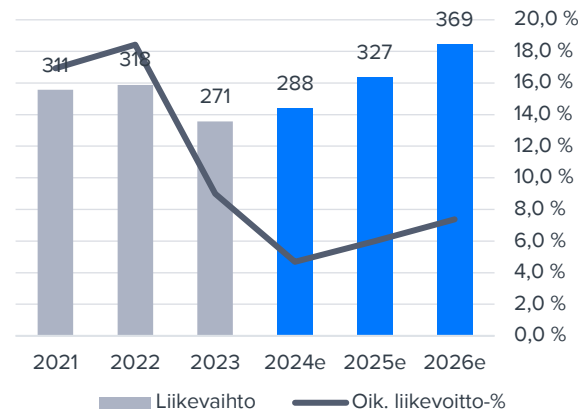
Koskisen-konsernin vuoden 2024 liikevaihdon odotetaan kasvavan vuoden 2023 tasosta. Oikaistun käyttökatemarginaalin odotetaan olevan 8–12 %.

## Osakekurssi



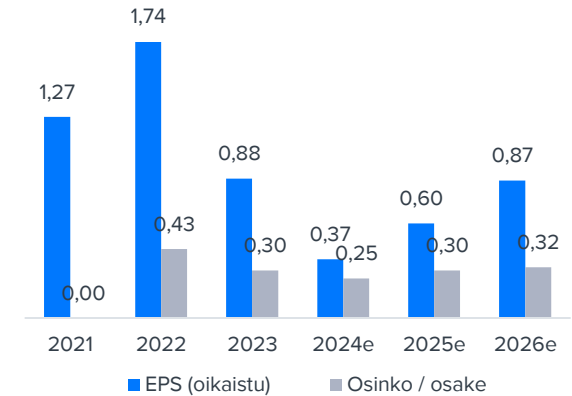
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Terveet pitkän aikavälin kysyntätrendit
- Viennin kasvu ja räätälöintiä arvostavien asiakkaiden löytäminen
- Kannattavuustasossa parannuspotentiaalia
- Liiketoiminta luo arvoa ainakin (ROIC>WACC) suotuisassa syklissä
- Sotapohjainen tarjontahäiriö tukee Levyteollisuutta nähtävissä olevan tulevaisuuden



### Riskitekijät

- Kysynnän syklistyys
- Sahateollisuuden tiukka kilpailutilanne.
- Levyteollisuuden tarjontahäiriön poistuminen
- Suomen kireä puumarkkina

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	7,14	7,14	7,14
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	23,0	23,0	23,0
<b>Markkina-arvo</b>	164	164	164
<b>Yritysarvo (EV)</b>	190	193	188
<b>P/E (oik.)</b>	19,3	12,0	8,2
<b>P/E</b>	19,4	12,0	8,2
<b>P/B</b>	1,1	1,0	1,0
<b>P/S</b>	0,6	0,5	0,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,6	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	7,7	5,9	4,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,1	9,9	6,9
<b>Osinko/tulos (%)</b>	67,9 %	50,2 %	36,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,5 %	4,2 %	4,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Sahateollisuus	<b>s. 6-14</b>
Levyteollisuus	<b>s. 15-22</b>
Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne	<b>s. 23-28</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 29-31</b>
Ennusteet	<b>s. 32-38</b>
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	<b>s. 39-48</b>
Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi	<b>s. 49</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 50-51</b>

# Koskisen lyhyesti

Koskisen on suomalainen puunjalostusyhtiö, jolla on yli sadan vuoden toimintahistoria puutuotemarkkinoilla. Koskisen toimii kahdella liiketoimintasegmentillä: Sahateollisuus ja Levyteollisuus.

**1909**

Perustamisvuosi

**2022**

Listautuminen

**3,2 %**

Liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti 2010-2023

**12,5 % (5,8 %)**

Keskimääräinen oik. käyttökate-% 2019-2023  
(Koskitukki-konserni 2010-2018 ka. Oik. käyttökate-%)

**278 MEUR**

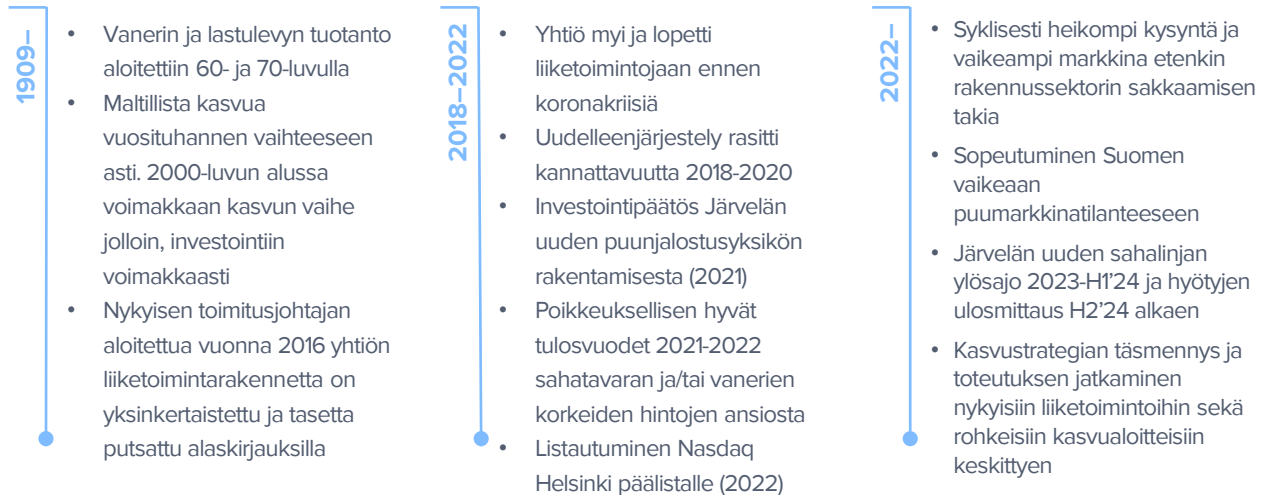
Liikevaihto Q4'23–Q3'24

**24 MEUR (8,6 % liikevaihdosta)**

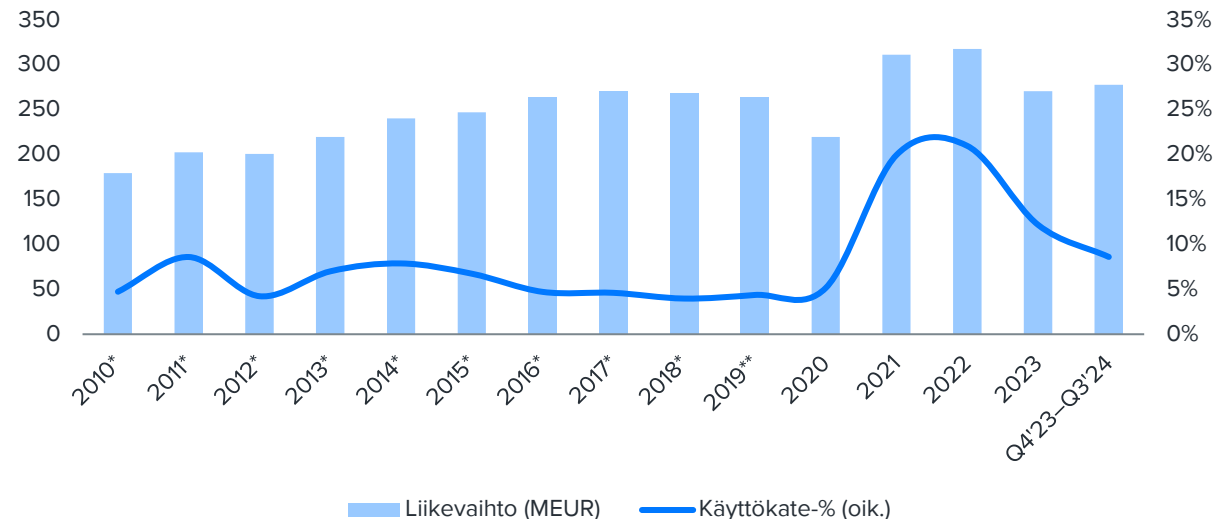
Käyttökate (EBITDA) Q4'23–Q3'24

**951**

Henkilöstömäärä Q3'24 lopussa



## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Koskisen, Inderes

\*FAS-lukuja Koskitukki-konsernin tilinpäätöksistä

\*\*FAS

# Sahateollisuus 1/7

## Sahateollisuudessa myydään sahatavaraa ja –jalosteita sekä tuotannon sivuvirtoja

Koskisen Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin **sahatavara** käsittää sekä vakiosahatavaran että mitallistetun ja lujuuslajitellun sahatavaran, jotka ovat valmistettu kuusesta ja männystä. Tuotteita valmistetaan sekä rakennusteollisuuden käyttäminä vakiokokoisina että räätälöitynä kokoina ja näiden tuotteiden loppukäyttö on tyypillisesti rakennusteollisuudessa. Yhtiö ei ole avannut yksittäisten tuotteidensa liikevaihtoja sitten listautumisesitteen. Arviomme sahatavaran tuoneen yksikön liikevaihdosta viimeisen vuoden aikana karkeasti 40%.

Sahateollisuus- liiketoimintasegmentin **sahajalosteet** käsittää jatkojalostettua sahatavaraa. Koskisen jatkojalostaa noin 40 % tuottamastaan sahatavarasta pääasiassa höyläämällä ja pienemmissä määrin maalaamalla, mikä nostaa tuotteen hintapistettä rajallisella lisäpanostuksella. Jalostuksen todennäköisesti hyvästä tuotos/panos-suhteesta huolimatta jalostusasteen nopea ja merkittävä nostaminen ei kuitenkaan ole mahdollista, sillä monet asiakkaat haluavat ostaa samalta toimittajalta sekä jalosteet että perussahatavaran. Sahajalosteisiin kuuluvat kuusesta ja männystä valmistetut sisä- ja ulkoverhoilut, esikäsitellyt ja maalatut ulkoverhoilut, lattialaudat sekä höylätty ja maalattu puutavara. Sahajalosteiden loppukäyttö on tyypillisesti rakennusten rakentamisessa ja remontoinnissa. Jalosteiden liikevaihdon arviomme olleen viimeisen vuoden aikana noin kolmanneksen yksikön liikevaihdosta.

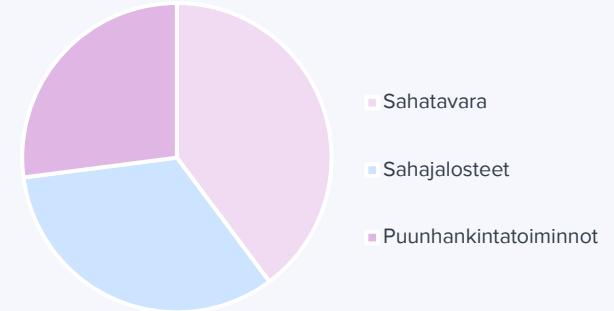
Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin sisällä Koskisella on **puunhankintatoiminto**, joka hankkii puuta (koivua, kuusta ja mäntyä) pääasiassa yksityisiltä metsänomistajilta Suomessa ja tarjoaa näille metsänomistajille metsänhoitopalveluita. Näitä tarjotaan avaimet käteen -periaatteella, mukaan lukien metsien hakkuiden jälkeinen hoito. Koskisen käyttää noin 60 % hankkimastaan puusta omassa toiminnassaan (ml. molemmat liiketoiminta-alueet) ja loput 40 % yhtiö myy kolmansille osapuolille käytännössä selluteollisuuteen. Tämä kuvastaa toisaalta myös suomalaista puumarkkinaa, jossa puunostajat eivät käytännössä voi ostaa metsänomistajilta vain tarvitsemaansa puutyyppiä vaan joutuvat usein ostamaan metsänomistajilta kokonaisia leimikoita.

Puunhankintaan sisältyy myös tuotannon sivutuotteiden ja jätteiden toimittaminen bioenergiaan tuottaville voimalaitoksille, , kuten Loimuan omistamille ja operoimille Koskisen tuotantolaitoksilla sijaitseville voimalaitoksille. Välitystoiminnan kaltainen puunmyynti ja sivutuorevirran hyödyntämiseen sekä yhtiön oman energiatarpeen tyydyttämiseen pohjaava Bioenergia ovat ydinliiketoimintojen tehokkaan pyörittämisen mahdollistavia tukitoimintoja. Puunhankinnan (sis. bioenergia) liikevaihdon osuus Sahateollisuuden liikevaihdosta on arviomme mukaan ollut noin 25 %:n tasolla viimeisen vuoden aikana.

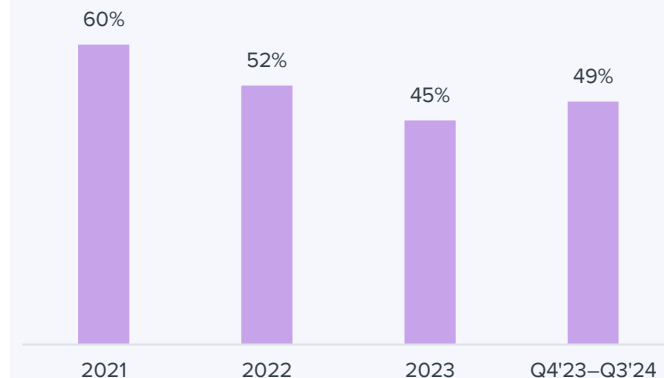
## Liiketoiminta on Eurooppa-vetoinen

Koskisen ei ole avannut myyntinsä maantieteellistä jakaumaa liiketoiminta-alueittain.

## Sahateollisuuden arvioitu liikevaihtojakauma\*



## Sahateollisuuden osuus liikevaihdosta 2021–Q3'24



# Sahateollisuus 2/7

Konserniliikevaihdon maantieteellisen jakauman sekä sahaliiketoiminnan globaalin luonteen myötä arviomme mukaan Sahateollisuuden päämarkkina-alueita ovat kuitenkin Suomi, muu Eurooppa ja Japani. Jälkimmäisen markkinan strategisesta (ml. tyypillisesti korkeat laatuvaatimukset) luonteesta huolimatta liiketoiminta on silti vielä hyvin pitkälti Euroopan rakennusyhtiön ajamaa, sillä Japanin osuus Sahateollisuuden myynnistä on reilut 15 % (levytuotteita Japaniin ei juuri toimiteta). Japanissa yhtiön kasvupotentiaali pitäisi olla hyvä paikallisen markkinan dynamiikan takia.

Kaukomarkkinoiden viennin takia Sahateollisuuteen liittyy tiettyä valuuttariskiä etenkin USA:n dollariin liittyen. Kokonaisuutena Sahateollisuuden ja etenkin konsernin valuuttariskit ovat etenkin suojausten jälkeen näkemysksemme mukaan vähäisiä.

## Sahateollisuuden tuotanto on käytännössä yhden yksikön varassa

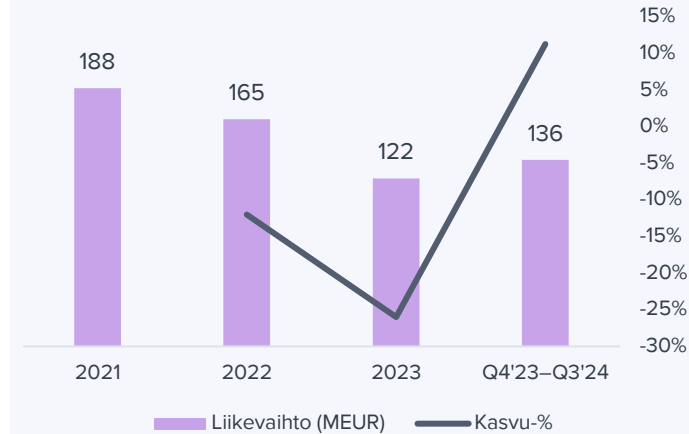
Koskisen Sahateollisuuden ainoa oma tuotantoyksikkö on Järvelässä, jossa vuonna 2023 käyttöön otetun uuden sahalinjan kapasiteetti on 400 000 kuutiometriä sahatavaraa vuodessa. Arviomme mukaan alan edistyskellisintä teknologiaa sisältävän sahalinjan olevan tuotantotehokkuudelta erittäin kilpailukykyinen. Lisäksi Koskisella on ollut vuokrattua (kulurakenne täysin muuttuva) jalostuskapasiteettia käytössä Kouvolassa. Koskisen Sahateollisuuteen liittyy mielestämme kuitenkin yhteen tehtaaseen keskittyneen tuotannon binäärinen riski.

## Sahateollisuus on syklistä

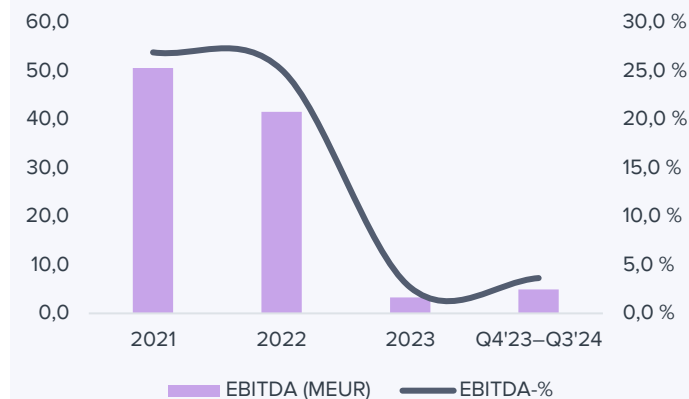
Sahateollisuus on luonteeltaan syklistä, sillä etenkin tärkeimmän loppukäytön eli rakentamisen aktiviteetti ja sitä kautta sahatavaran ja –jalosteiden myyntivolyymit tyypillisesti vaihtelevat taloudellisista olosuhteista, poliittisista ympäristöistä, rahoitusmarkkinoiden muutoksista ja jopa valuuttakursseista johtuen. Arviolta 60 % Sahateollisuuden suorista asiakkaista (ja lisäksi iso osa epäsuorista) operoi rakennussektorilla. Pieni osa asiakkaista tulee pakkausteollisuudesta ja muilla sektoreilla sekä huonekaluteollisuudessa, mutta taloudellisen aktiviteetin vaihtelut vaikuttavat myös näiden asiakasryhmien kysyntään. Yleisellä tasolla liiketoimintaa ajava rakentaminen on jälkisyklistä, koska rakennusyhtiöiden tilauskirjat ovat usein pitkiä. Näin ollen nousu- ja laskusykli vaikuttavat arviomme mukaan myös Koskiseen viiveellä suhteessa talouskasvun muutoksiin, mutta varastosyklarisen eriaikaisuus voi heiluttaa välillä tätä kokonaiskuvaa.

Rakentamisen aktiviteetin muutokset vaikuttavat tyypillisesti sahatavaran pohjakysyntään (ts. kulutukseen) ja sahatavaravarastojen määrään arvoketjussa. Näistä komponenteista aiheutuva kokonaiskysynnän muutos on historiallisesti heiluttanut voimakkaasti etenkin sahatavaran myyntihintoja, sillä tyypillisesti tarjonta sopeutuu selvästi hitaasti toimintaympäristön muutoksiin. Tätä vielä osaltaan korostaa etenkin hintojen volatilitteettista elävien tukkuriin merkittävä rooli globaalissa arvoketjussa tuottajien ja loppukäyttäjien välissä. Siten etenkin hintojen ja volyymin muutokset ovat heiluttaneet Koskisen Sahateollisuuden kannattavuutta voimakkaasti.

## Sahateollisuuden liikevaihto ja kasvu



## Sahateollisuuden EBITDA ja EBITDA-%



# Sahateollisuus 3/7

## Liiketoiminnassa on myös kausivaihtelua

Sahateollisuuden liikevaihdon ja sitä kautta tuloksen kotiuttamisen kausivaihteluun liittyvät vahvasti rakentamisen sesongit ja yhtiön tuotantoseisokit. Yleensä tuotantoseisokit ovat kesäloma-aikaan Q2:n lopulla ja/tai Q3:n alkupuolella sekä joulun tienoilla loppuvuodesta. Kesä on pirteämpää myynnin kannalta, koska pohjoisen pallonpuoliskon rakentamissesonki on tällöin täydessä käynnissä. Arviomme mukaan Sahateollisuudelle Q2 ja Q3 ovat tyypillisesti (normaalioloissa) parhaimmat kysynnän osalta, vaikka Q3:lle ajoittuvatkin tuotannon seisokit. Kysynnällisesti Q4 on tyypillisesti kohtuullinen ja Q1 vuoden heikoin.

## Myyntikanavat ovat suoria ja väliportaaseen kohdistuvia

Arviomme mukaan Koskisella ei ole konsernitasolla huomattavan suuria yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä, mutta isoimmat asiakkuudet voivat käsityksemme mukaan muodostaa karkeasti matalan kaksinumeroisen osuuden Sahateollisuuden liikevaihdosta. Näin ollen liiketoiminta-alueen sisällä on tiettyä mutta silti siedettävää keskittymisriskiä. Koskisen myy tuotteitaan suuremmaksi osaksi suoramyynnin kautta, joka arviomme mukaan käsittää yli puolet Koskisen sahatavaran myynnistä. Loput tuotteista myydään tukkukauppiaille ja jakelijoille.

Myynti pienemmille asiakkaille hoidetaan jakelijoiden ja tukkukauppiaiden kautta, kun taas isoimpia asiakkaita palvelee suoramyynnillä. Suoramyyntiin pyrkiminen on käsityksemme mukaan strateginen valinta, sillä suoramyynnillä

yhtiö kykenee saamaan korkeammat katteet, kun jakelijan/tukkurin välistä ottama kate jää yhtiölle. Lisäksi suoramyynnin avulla Koskisen on suorassa vuorovaikutuksessa asiakkaan kanssa ja sitä kautta voi saada nopeammin ja paremman käsityksen asiakkaan tulevaisuuden tarpeista ja sitä kautta kykenee ohjaamaan omaa tuotantoaan, räätälöimään tuotteita tai esimerkiksi optimoimaan käyttöpääomaansa tehokkaammin. Käytännössä Koskisen siis pyrkii olemaan ketterä toimija, joka suoramyynnin avulla löytää itselleen kannattavuuden ja asiakaspidon kannalta oikeat asiakkaat ja vahvasti asiakkaiden liiketoiminnoissa kiinni olevien myyntihenkilöiden avulla kykenee myymään tuotteita asiakkaille tuotannon lainalaisuudet (raaka-aineen saanti tilanne, tuotannon suunnittelu ja ohjaus) järkevästi huomioiden. Lisäksi Koskisen pyrkii asiakkaiden silmissä erottamaan itsensä kilpailijoistaan luotettavana, pitkäaikaisena kumppanina tarjoamalla vastuullisesti hoidetuista suomalaisista metsistä peräisin olevasta lujasta puusta valmistettuja tuotteita korkeaa laatua arvostaville asiakkailleen maailmanlaajuisesti.

Sahateollisuuden päämarkkinoiden (ts. Suomi, Japani ja isoimmat Euroopan maat) myynnin yhtiö hoitaa pääosin Suomessa sijaitsevien omien myyntihenkilöiden toimesta, kun muutoin käytetään myyntiagentteja. Myyntiagenttien palkitseminen toimii komissipohjaisesti, ja nämä komissiot on sidottu tyypillisesti myyntivolyymeihin. Agenttiverkoston hyödyntäminen antaa tiettyä joustovaraa kulurakenteeseen ja toisaalta helpottaa myynnin ohjaamista. Agenttiverkostosta huolimatta

suoramyynti asettaa myyntiorganisaation kaupallisen kyvykkyyden kriittiseksi toiminnoksi. Tämä strateginen valinta on vaatinut investointeja myyntiorganisaatioon, joka näkyy myös kulurakenteessa väliporrasvetoisempaa mallia korkeampana kiinteänä kulumassana. Lisäksi yhtiön täytyy onnistua myös myynnin ohjaamisessa, jotta agentit tuovat volyymien lisäksi myös tavoitekatetta yhtiölle. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen suoramyynti ja agenttiverkosto kykenee myös kauppaamaan selvästi nykyistä korkeammankin myyntivolyymin, joten kasvun ei lähtökohtaisesti pitäisi aiheuttaa merkittäviä kiinteitä lisäkustannuksia myyntiin.

## Sahateollisuus operoi laatustrategialla

Ketteryys ja ylläkuvatun laatuun nojaavan asiakasarvolupauksen toteuttaminen on mielestämme tärkeää, sillä sahaliiketoiminnassa volyymi ja edullisen raaka-aineen saatavuus ovat yleisellä tasolla keskeisimpiä kilpailutekijöitä. Toimialan mittakaavassa Koskisen on pieni peluri ja tukkipuumarkkina Suomessa on etenkin Venäjän puun tuonnin loppumisen jäljiltä erittäin kireä. Näin ollen yhtiöllä ei ole Järvelän uuden sahalinjan sinänsä tehokkaasta tuotannosta huolimatta kestäviä kustannusetuja ainakaan kansainvälisesti. Siten kilpailukykyä täytyy siten hakea korkeasta laadusta sekä joustavuudesta. Emme kuitenkaan ole vielä täysin vakuuttuneita, että nämä olisivat kokonaisuuden kannalta Sahateollisuudelle kestäviä ja rakenteellisia kilpailuedun lähteitä absoluuttisessa ja globaalissa vertailussa, vaikka yhtiö vaikuttakin saaneen viime vuosina kohtuullisen laatu-preemion myyntihintoihinsa.



# Sahateollisuus 4/7

## Hinnoittelumalli on toimialalle tavanomainen

Koskisen asiakassopimukset ovat tyypillisesti tilauskohtaisia, tuotteiden hinnat asetetaan markkinastandardien mukaisesti ja ne neuvotellaan asiakaskohtaisesti. Hinnoittelua tehdään kvartaalikohtaisesti eli edellisen kvartaalin aikana tunnustellaan seuraavan kvartaalin kysyntää ja hintatasoja. Hinnoittelumallin runko pohjautuu näkemyksemme mukaan kustannuksiin ja tavoitevolyyymiin ja -katteeseen mieluummin kuin asiakkaan tuotteesta saamaan arvoon. Tämä on tyypillistä perinteisessä valmistavassa teollisuudessa emmekä usko, että logiikka voi suuresti muuttua.

Käsityksemme mukaan sahatavara määritellään jokaiselle puutavaralajille yksikköhinta erikseen ennen kaupan solmimista. Lopullinen kauppahinta määräytyy toteutuneiden puutavaralajikohtaisten puumäärien ja aiemmin sovittujen yksikköhintojen mukaisesti. Joissakin sopimuksissa yhtiö on saanut sisällytettyä ehtoja, jotka sallivat Koskisen siirtää tiettyjä kuluja (esim. rahti) asiakkailleen.

Toimialan hajanainen rakenne ja Koskisen pieni koko huomioiden, Sahateollisuus on markkinoilla isossa kuvassa hinnan ottaja. Sahateollisuuden hinnoittelumalli onkin alisteinen maailmanmarkkinahinnoille, vaikka markkinat toki jakautuvat hinta- ja laatutietoisiin markkinoihin ja asiakkaisiin. Maantieteellisesti esimerkiksi laatuveitosesta markkinasta on Japani, kun taas suomalaiselle sahatuotteelle tärkeässä Pohjois-Afrikassa hinta on keskimäärin pääosassa.

Kokonaisuutena yhtiön hinnoittelumallit ovat

sykleiltään lyhyitä ja käsityksemme mukaan iso osa kaupasta on kertaluonteista kauppaa, vaikka asiakassuhteet ovatkin parhaimmillaan kymmeniä vuosia. Tämä toisaalta johtaa arviomme mukaan siihen, että myynnin näkyvyys voi jäädä lyhyeksi, mutta yhtiöllä on joustoa tilanteessa, jolloin uudelleenhinnoittelutarve on akuuttia. Pidemmässä myyntisopimuksissa olisi vaarana tehdä kannattamatonta kauppaa, mikäli raakapuun hinta nousee äkillisesti. Emme usko, että Koskisen hinnoittelumallin runko poikkeaa oleellisesti kilpailijoista tai toimialan yleisistä käytännöistä, mutta tietyn hintapreemion saavuttaminen on toki yksikön kannattavuuden näkökulmasta kriittistä.

Sahateollisuuden Bioenergiassa hinnat asetetaan yleensä kausipohjaisesti eli seuraavan lämmityskauden hinnat lukitaan sitä edeltävän ensimmäisen ja toisen kvartaalin aikana. Yleisellä tasolla yhtiö joutuu säättämään myyntisopimuksia yleisen markkinatilanteen ja asiakaskohtaisten tarpeiden perusteella. Puun välitystoimintojen osalta hinnoittelu seuraillee Suomen kuitu- ja energiapuumarkkinoiden hintakehitystä.

## Tuotekehitys

Tuotekehitys Sahateollisuuden puolella on pientä ja kehitystoiminta painottuukin näkemyksemme mukaan enemmän prosessikehitykseen ja erinäisten laatusertifikaattien hankkimiseen. Odotamme tämän kypsälle liiketoiminnalle tavanomaisen tilanteen jatkuvan myös tulevaisuudessa ja kehityspanoksien pysyvän rahallisesti vähäisinä.

## Sahatavaramarkkina on suuri

Sahatavaruotteita liikutellaan valtamerien yli maanosasta toiseen, joten luonteeltaan sahatavaramarkkina on globaali. Globaalin havusahatavaramarkkinan arvon arvioitiin olevan 155 miljardia euroa vuonna 2021. Vuonna 2022 markkina todennäköisesti kasvoi hinta- ja volyymivetoisesti selvästi, mutta 2023 molemmat komponentit supistivat luultavasti markkinaa tuntuvasti. Näin ollen vuoden 2021 arvioitu markkinakoko on näkemyksemme mukaan edelleen relevantissa pallokentässä.

Tästä kuitenkin Koskiselle osoitettavissa olevana markkinana on arvioitu olevan vuoden 2021 listautumisesitteessä noin 22 % eli absoluuttisesti noin 35 miljardia euroa. Tähän peilaten kasvutilaa Koskisella siis riittää eikä markkinakoko sinällään aseta yhtiölle rajoja. Markkinaosuuden kasvattaminen sahasegmentin kaltaisilla hyvin kypsillä hitaan kasvun markkinoilla on kuitenkin vaikeaa, joten suuresta markkinakoosta ei pelkästään kannata innostua. Lisäksi edellä mainittu lukema tulee käsittää mielestämme indikaatiivisena arviona, etenkin kun suurempi osa Sahateollisuuden liikevaihdosta muodostuu Euroopasta ja iso osa vielä Suomesta.

## Isoja trendejä ovat kaupungistuminen ja ympäristötietoisuus

Rakentamisen ja siten sahatavaramarkkinan isoista trendeistä kaupungistuminen on kysyntää tukeva trendi niin Suomessa kuin muualla maailmassa. Maakohtaisesti tähän olennaisesti vaikuttavat kuitenkin maan väestön ja

# Sahateollisuus 5/7

aluerakenteen muutokset. Tyypillisesti uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti kasvukeskuksiin. Rakennuskannan ikääntyminen puolestaan lisää tarvetta korjausrakentamiselle.

Toinen keskeinen megatrendi, joka vaikuttaa Koskisen molempien segmenttien markkinoiden kasvuun on ympäristötietoisuus. Esimerkiksi lisääntyvä sääntely päästöjen vähentämiseksi tukee hiiltä sitovien puutuotteiden käyttöä. Vastuullisuusteemojen yleistymisen pitäisi tukea myös puun kasvavaa käyttöä huonekaluissa vastuullisempana ja kestävämpänä vaihtoehtona.

Rakentaminen on yksi resurssi-intensiivisimmistä teollisuudenaloista ja sen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä. Siten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla materiaalivalintojen muutoksilla on ilmastonmuutosasioiden kokonaisuuteenkin merkitystä. Tähän liittyen Suomessa ja EU:ssa on asetettu merkittäviä tavoitteita ja myös sääntelyä, jotka tukevat parhaimmillaan hiilinegatiivista puurakentamista ja siten myös Sahateollisuuden kysyntänäkymiä. Trendin eteneminen viime vuosina on kuitenkin ollut näkemysemme mukaan varsin hidasta, kun akuutit talousongelmat ovat riivanneet useita maita.

## Markkina kasvaa hitaasti

Maailmanlaajuisen havusahatavaramarkkinan kysynnän määrän (ts. volyymin) odotetaan kasvavan vuoden 2021 tasosta keskimäärin noin 2 % vuodessa vuoteen 2030 asti globaalisti. Havusahatavaramarkkinan odotetaan kasvavan erityisesti rakennusvolyymin kasvun ja ympäristöhyötyjen ajamina. AFRY:n

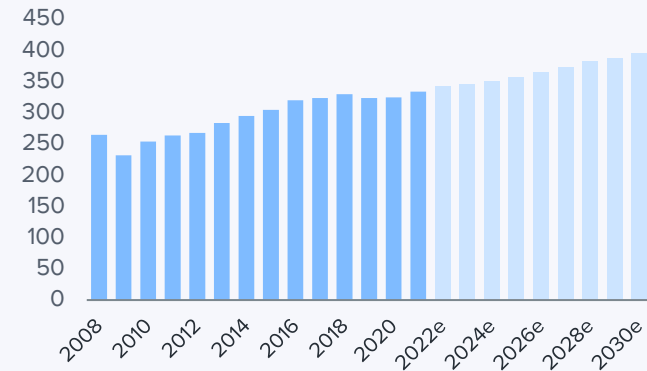
markkinatutkimuksen mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 1,3 %, hinnat 2,8 % eli yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,1 % vuositasolla. Arviomme mukaan hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi

## Viime vuodet ovat olleet markkinoilla tuulia

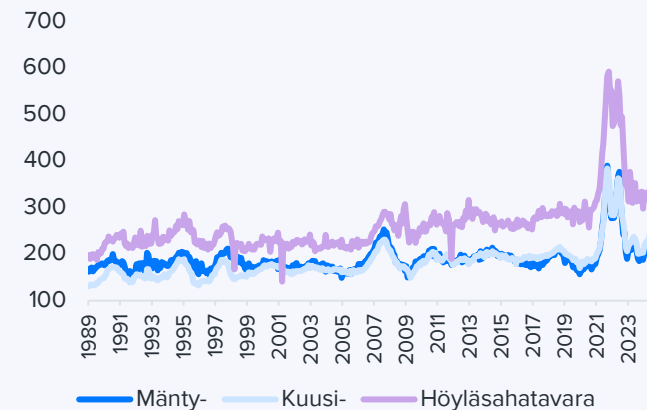
Koronapandemian seuraukset (mm. korkojen lasku ja kuluttajien remontti-into) ja pandemian akuutin vaiheen jälkeen puhjennut inflaatio (ml. Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan) ovat heiluttaneet sahatavaran maailmanmarkkinahintoja historiallisen rajusti viime vuosina. Sahatavaran hinta kohosi vuosien 2021-2022 aikana täysin poikkeuksellisille tasoille 400 €/kuutiometri ennen putoamistaan useilla kymmenillä prosentilla H2'22:n ja vuoden 2023 aikana. Hintojen pudotukseen vaikutti luonnollisesti etenkin heikentynyt pohjakysyntä ja korkeat varastot.

Viimeisimmän Luonnonvarakeskuksen (11/2023) tiedon mukaan kuusisahatavaran keskimääräinen vientihinta oli 240 euroa kuutiometriltä. Taso on edelleen pitkän aikavälin keskiarvoa (reilut 200 € / kuutiometri) korkeampi taso, mutta toki myös tuottajien viime vuosien inflaatioissa kohonnut kulutaso (etenkin puu) ylittää merkittävästi pitkän aikavälin keskimääräisen tason. Näin ollen monien sahayhtiöiden vuosien 2021-2022 häikäisevän hyvät ennätystulokset vaihtuivat nopeasti jo käyttökattetasolla tappiollisiin tuloksiin vuoden Q4'22:n ja vuoden 2023 aikana. Vuosi 2024

## Havusahatavaran globaali kysynnän määrä (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m<sup>3</sup>)\*



## Sahatavaran hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



# Sahateollisuus 6/7

on sahatavaramarkkinoilla mennyt vaisun kysynnän, alhaisten keskihintojen, korkean kulutason ja kannattavuusongelmien värittämässä markkinatilanteessa. Suomessa lopputuote- ja raaka-ainemarkkinoiden syklien eritahtisuus on vielä korostunut ja rokottanut sahurien kannattavuutta pahanpäiväisesti.

## Kilpailudynamiikka

Sahateollisuuden useiden eri tuoteryhmien, globaalin luonteen sekä pääomavaltaisuuden takia yksikön kohtaama kilpailu markkinoilla on pirstaloitunutta. Kilpailuympäristö vaihtelee tuoteryhmittäin kansainvälisten toimijoiden ja paikallisilla markkinoilla toimivien ulkomaisten kilpailijoiden sekä paikallisten kotimaisten kilpailijoiden kanssa. Näin ollen Koskisen Sahateollisuudella on lintuperspektiivistä katsottuna satoja kilpailijoita, mutta yksittäisillä markkinoilla ja yksittäisissä asiakkuuksissa kilpailijoiden määrä on toki oleellisesti pienempi.

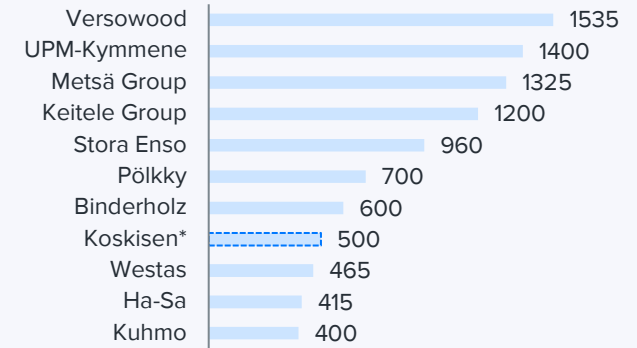
Keskeisimpiä kilpailutekijöitä toimialalla ovat arviomme mukaan volyyymi, hintakilpailukyky, laatu ja oikeiden kohdemarkkinoiden löytäminen. Lisäksi paikalliset raaka-aineen saatavuuden ja hintojen muutokset ja valuuttakurssit voivat väliaikaisesti tai pysyvästi muuttaa eri toimijoiden suhteellisia asemia. Myös energian ja logistiikan kustannuksilla ja vallitsevilla vero- ja tukipolitiikoilla on ollut merkitystä sektorin toimijoiden suhteellisiin kilpailukykyihin. Teknologialla alalla on mielestämme vaikea saavuttaa pitkäaikaista etumatkaa, sillä alan modernein teknologia on

vakiintunutta ja IPR:t ovat laitetoimittajien hallussa. Kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii kuitenkin ajoittaisia investointeja riittävän moderniin teknologiaan. Koskiselle keskeisiä kilpailijoita löytyy Suomen lisäksi esimerkiksi Ruotsista, Keski-Euroopasta (ml. Saksa, Tšekki, Itävalta) ja Kanadasta. Siten etenkin paikallisiin raakapuumarkkinoihin ja valuuttoihin liittyviä muutoksia ei ole syytä aliarvioida kilpailukyvyyn muodostumisen näkökulmasta, kun taas lopputuotemarkkina on kaikille pääosin samankaltainen. Myös Venäjä oli merkittävä kilpailija ennen maan aloittamaa hyökkäyssotaa Euroopassa, mutta nyt maa on ulkona Koskiselle relevanteilta markkinoilta pakotteiden vuotoa lukuun ottamatta.

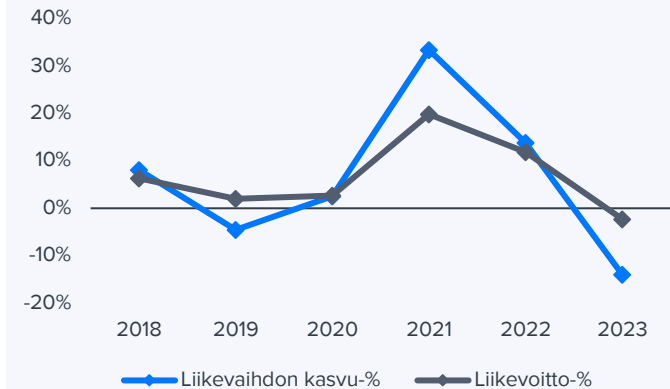
Lopputuotemarkkinoiden osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että yksittäisen yhtiön ydinmarkkinoiden ulkopuolellakin tapahtuvat muutokset voivat aiheuttaa sivuheiasteita. Koskisen ei esimerkiksi myy sahatavaraa Pohjois-Amerikkaan (vrt. kilpaillulla ja tukkurivetoisella markkinalla yhtiön olisi vaikea päästä kiinni oikeisiin laatutietoiisiin asiakkaisiin), mutta suuren USA:n markkinan kysyntämuutokset voivat vaikuttaa globaaleihin tavaravirtoihin ja siten epäsuorasti Koskisen ydinmarkkinoiden kysyntä/tarjonta-dynamiikkaan.

Arviomme mukaan kiristynyt puumarkkinatilanne on heikentänyt Suomen suhteellista kilpailukykyä Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen, kun taas ruotsalaiset ovat hyötäneet heikosta kruunusta. Keski-Euroopassa vastaavasti oli

## Suurimmat sahatavaran tuottajat, Suomi, tuhatta kuutiometriä vuonna 2021



## Suomalaisten yksityisten kilpailijoiden<sup>1</sup> kasvu ja kannattavuus



Lähde: Inderes, Koskisen listautumisesite, AFRYN:n markkinatutkimus

\*Koskisen tuotantokapasiteetti Järvelän uuden yksikön valmistuksen ja lisäkapasiteetin jälkeen

<sup>1</sup>Versowood, Kuhmo Oy, Westas Group, Haapajärven Ha-Sa, Keitele, Pölkku Oy

# Sahateollisuus 7/7

2010-luvulla merkittäviä tuholaisongelmia, minkä myötä kasvanut raaka-aineen tarjonta paransi lyhyen sihdin kilpailukykyä, mutta loi vastaavasti pidemmän ajan riskejä. Monilla alueilla (ml. Suomi) sahayhtiöt ovat myös investoineet vuosien 2021-2022 huikeita voittojaan kapasiteettiensa kehittämiseen, millä on arviomme mukaan kilpailua lisääviä (uudet laitokset) ja toisaalta pitkässä juoksussa myös karsivia vaikutuksia (investoinnit väliin jättäneiden pelurien heikentynyt asema).

## Kuumasta kylmään

Sahateollisuus on hitaan kasvun, vähäisten tuotteella erottautumisen mahdollisuuksien, tarjonnan hajanaisen rakenteen takia keskimäärin matalan katteen liiketoimintaa. Vuosien välillä kannattavuuden vaihtelu voi olla syklistyyden takia huomattavaa. Koskisen Sahateollisuuden kannalta keskeisimmän mittatikun eli Suomen sahateollisuudessa (sis. myös Koskisen tuottamaan kuusisahatavaraa edullisempi mäntysahatavara) kiinni olevien yhtiöiden (n= 28) liikevoitto-% on ollut 2017-2023 noin 4 % mediaanitasolla, kun vastaavasti vuonna 2023 luku oli 2 % (kts. Seuraava sivu). Vuonna 2024 teollisuuden alan kehitys Suomessa on jatkunut heikkona.

Isojen metsäkonsernien sahayksiköiden kannattavuuksista ei valitettavasti ole tietoa saatavilla, sillä ne raportoidaan joko osana selluliiketoimintoja ja/tai niissä on mukana muita puutuotteita. Myös kansainvälisestä kilpailijakentästä selkeästi vertailukelpoisten

mittatikkujen hakeminen on vaikeaa. Sahaliiketoiminnan keskimäärin matala kannattavuus koskettaa arviomme mukaan kuitenkin myös alan suurempia ja ulkomaalaisia yhtiöitä.

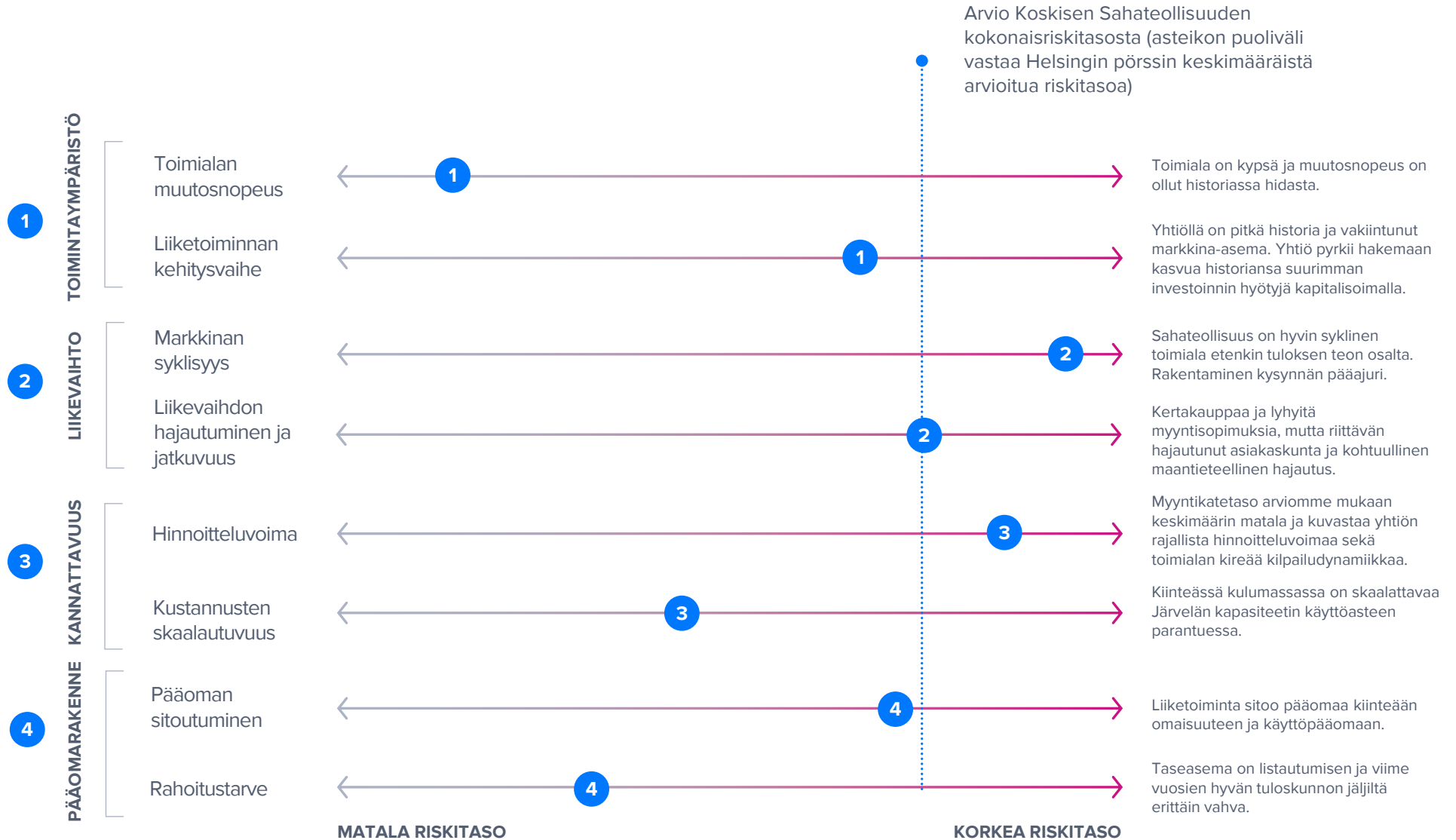
## Mielestämme historia antaa indikaation myös alan tulevasta kannattavuudesta

Mielestämme toimialan pitkän aikavälin dynamiikassa ei ole tapahtunut suomalaisen sahateollisuuden kannalta merkittäviä rakenteellisia muutoksia kannattavuuksien hintavetoisesti hurjasta heilunnasta huolimatta, sillä kysynnän kasvun vastapainoksi myös tarjonta on lisääntynyt ja tehostunut, kun monet sahayhtiöt ovat investoineet viime vuosien voittojaan takaisin liiketoimintoihin. Myös kulutaso on noussut. Siten on mielestämme todennäköistä, että suomalaisten sahayhtiöiden kannattavuustasot heijastelevat jokseenkin pidemmän ajan potentiaalia myös tulevaisuudessa. Yhtiökohtaiset erot voivat kuitenkin olla isojakin.

# Suomen sahateollisuuden toimijoiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2017-2023

Liikevaihdon kasvu-%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Liikevoitto-%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Pienet ja keskikokoiset kilpailijat</b>								<b>Pienet ja keskikokoiset kilpailijat</b>							
FMTimber Oy	-3,7 %	18,4 %	-3,5 %	85,4 %	-4,1 %	-48,0 %		FMTimber Oy	1,3 %	7,4 %	3,1 %	2,8 %	20,2 %	13,8 %	-7,7 %
Haka-Wood Oy	11,6 %	3,8 %	3,2 %	31,7 %	36,3 %	-8,5 %		Haka-Wood Oy	3,9 %	9,6 %	9,8 %	4,1 %	10,7 %	31,4 %	16,9 %
Iisveden metsä Oy	3,7 %	-3,2 %	3,3 %	66,5 %	8,2 %	-16,5 %		Iisveden metsä Oy	2,4 %	3,1 %	2,8 %	2,0 %	22,1 %	12,3 %	-1,9 %
Isojoen saha Oy	14,4 %	-6,7 %	-3,6 %	61,1 %	5,5 %	-15,2 %		Isojoen saha Oy	3,2 %	9,3 %	3,4 %	4,0 %	25,0 %	22,2 %	3,8 %
Jet-puu Oy	0,0 %	4,9 %	-0,9 %	33,2 %	-7,2 %	-52,6 %		Jet-puu Oy	4,6 %	3,6 %	2,0 %	3,6 %	14,5 %	15,5 %	-9,8 %
JPJ-Wood Oy	4,1 %	-28,7 %	22,1 %	77,3 %	-0,1 %	-12,1 %		JPJ-Wood Oy	5,0 %	4,3 %	-4,8 %	9,8 %	24,8 %	24,8 %	4,7 %
Junnikkala Oy	0,8 %	4,8 %	3,0 %	49,1 %	2,4 %	-18,3 %		Junnikkala Oy	1,8 %	6,1 %	1,7 %	3,2 %	25,5 %	22,1 %	2,8 %
Kinnaskoski Oy	5,3 %	-1,5 %	1,1 %	36,8 %	14,5 %	-20,9 %		Kinnaskoski Oy	3,0 %	6,2 %	5,5 %	4,4 %	18,8 %	21,3 %	5,5 %
MM Kotkamills Wood Oy	223,6 %	-3,7 %	2,2 %	36,5 %	6,4 %	-57,0 %		MM Kotkamills Wood Oy	1,9 %	1,4 %	-6,1 %	-2,6 %	16,5 %	10,5 %	-33,0 %
Kouvolan saha Oy	-13,4 %	-14,4 %	-63,8 %	91,2 %	13,4 %	-43,8 %		Kouvolan saha Oy	-3,3 %	2,7 %	-12,6 %	-15,9 %	20,3 %	29,0 %	-0,1 %
Lapuan saha oy	10,8 %	3,4 %	8,6 %	24,5 %	4,6 %	-52,1 %		Lapuan saha oy	-3,3 %	2,9 %	0,8 %	2,3 %	24,3 %	19,3 %	5,3 %
Luopajarven Saha Oy	19,8 %	-13,6 %	-13,1 %	38,0 %	21,3 %	-30,3 %		Luopajarven Saha Oy	-0,4 %	2,6 %	2,1 %	-4,8 %	16,8 %	19,3 %	2,9 %
Luvian Saha Oy	-0,3 %	-3,0 %	-8,5 %	54,7 %	1,9 %	-18,1 %		Luvian Saha Oy	3,3 %	8,0 %	4,6 %	6,3 %	27,7 %	21,7 %	5,1 %
Mäntsälän Saha Oy	9,7 %	9,5 %	27,3 %	19,3 %	44,2 %	-36,4 %		Mäntsälän Saha Oy	3,9 %	6,0 %	6,1 %	4,9 %	5,3 %	5,2 %	3,9 %
Misawa Homes of Finland	-0,1 %	-11,3 %	-12,8 %	39,0 %	0,0 %	3,1 %		Misawa Homes of Finland	2,2 %	1,2 %	2,1 %	1,4 %	0,9 %	0,9 %	2,0 %
Multian Saha Oy	5,6 %	4,3 %	-2,8 %	11,3 %	36,2 %	-20,8 %		Multian Saha Oy	3,0 %	2,4 %	2,6 %	-1,5 %	10,5 %	24,8 %	-1,0 %
Orasko Oy	63,1 %	9,9 %	20,6 %	14,8 %	-19,1 %	-0,4 %		Orasko Oy	1,9 %	1,4 %	1,8 %	2,5 %	2,0 %	3,7 %	2,6 %
Sahakuutio Oy	-10,6 %	23,0 %	-4,3 %	50,5 %	17,4 %	-17,2 %		Sahakuutio Oy	3,4 %	3,3 %	0,3 %	3,0 %	15,9 %	17,2 %	-0,2 %
Södra Wood Finland Oy	12,8 %	-13,0 %	4,7 %	57,5 %	2,8 %	-21,6 %		Södra Wood Finland Oy	7,1 %	9,7 %	-3,3 %	7,4 %	40,5 %	24,7 %	1,9 %
Veljekset Vaara Oy	7,2 %	-9,8 %	24,4 %	28,4 %	3,2 %	-16,3 %		Veljekset Vaara Oy	5,0 %	6,6 %	5,5 %	5,4 %	17,6 %	12,5 %	-2,1 %
Vuokila Wood		19,8 %	5,3 %	85,4 %	31,6 %	-48,8 %		Vuokila Wood		5,3 %	7,8 %	8,9 %	14,1 %	12,7 %	11,8 %
Ålands Skogsindustrier Ab	-1,0 %	48,8 %	-12,9 %	-4,2 %	7,8 %	-		Ålands Skogsindustrier Ab	2,9 %	8,0 %	1,4 %	5,0 %	9,2 %	10,4 %	-
<b>Isommat kilpailijat</b>								<b>Isommat kilpailijat</b>							
Kuhmo Oy	5,2 %	-1,4 %	-7,4 %	44,5 %	-0,5 %	-19,1 %		Kuhmo Oy	1,5 %	8,2 %	2,6 %	1,6 %	26,0 %	19,8 %	-3,0 %
Westas Group Oy	4,4 %	-0,2 %	-6,7 %	26,9 %	17,4 %	14,3 %		Westas Group Oy	0,8 %	0,6 %	0,9 %	-0,5 %	-1,2 %	0,3 %	1,5 %
Haapajarven Ha-Sa Oy	15,7 %	-8,7 %	-2,6 %	60,4 %	8,4 %	-		Haapajarven Ha-Sa Oy	2,8 %	10,8 %	2,8 %	3,3 %	27,0 %	21,6 %	-
Keitele Group	15,4 %	-0,3 %	4,0 %	32,0 %	31,3 %	-35,7 %		Keitele Group	7,9 %	8,2 %	5,1 %	3,6 %	17,1 %	3,6 %	5,1 %
Versowood	3,8 %	-9,9 %	31,5 %	41,1 %	-22,7 %	-		Versowood	5,5 %	4,8 %	0,4 %	8,5 %	28,8 %	8,2 %	-
Pölkky Oy	4,1 %	-7,0 %	-3,5 %	-4,5 %	48,9 %	-14,7 %		Pölkky Oy	1,8 %	5,3 %	0,3 %	-0,4 %	21,2 %	17,7 %	-21,1 %
<b>Mediaani (yhteensä)</b>	<b>5,2 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>38,5 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>-19,1 %</b>		<b>Mediaani (yhteensä)</b>	<b>2,9 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>18,2 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>2,0 %</b>
<b>Keskiarvo (yhteensä)</b>	<b>15,2 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>42,4 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>-24,3 %</b>		<b>Keskiarvo (yhteensä)</b>	<b>2,7 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>16,0 %</b>	<b>-0,2 %</b>

# Koskisen Sahateollisuuden riskiprofiili



# Levyteollisuus 1/7

## Levyteollisuudessa päätuote on koivuvaneri

Levyteollisuus-liiketoimintasegmentissä Koskisen valmistaa **koivuvaneria** eli räätälöityjä koivuvanerilevyjä ja lattiatuotteita suurta lujuutta ja/tai korkeaa laatua vaativiin sovelluksiin, kuten rakentamiseen, kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin, pakkauksiin, sisustukseen, kalusteisiin ja puusepänteollisuuteen. Vaneri valmistetaan ohuista puuviiluista liimaamalla yleensä säänkestävällä fenolihartsiliimalla. Vanerilevyjä voidaan päällystää erityyppisillä pinnoitteilla teknisen suorituskyvyn ja ominaisuuksien parantamiseksi, jotta parannetaan sen kulutus-, iskun-, sään- ja kemikaalinkestävyyttä sekä kitkaominaisuuksia. Päällystys nostaa myös tuotteen jalostusarvoa. Vaneriprosessissa on useita osaprosesseja, joista osassa tarvitaan automaatiosta huolimatta myös tuntuvaa määrää henkilöstöä.

Koskisen koivuvaneritehdas sijaitsee sahayksikön tavoin Järvelässä. Sijainti on kuitenkin eri tehdasalueella kuin Sahateollisuuden tuotantolaitos. Koskisen vanerituotteiden suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat logistiikka-, hyötyajoneuvo- ja rakennusteollisuus. Yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Iso-Britanniaan, joten Levyteollisuuden päämarkkina-alueena toimii Keski-Eurooppa. Vaneriliiketoimintaan liittyy arviomme mukaan vain pieniä valuuttariskejä. Koivuvanerin osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviomme mukaan noin kaksikolmannesta viimeisen vuoden aikana.

**Muita tuotesegmenttejä ovat lastulevy,**

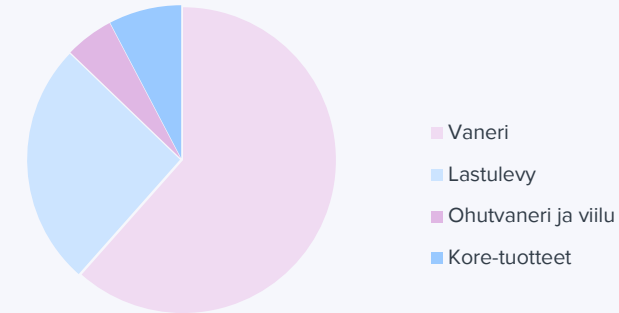
## ohutvaneri-, koivuviilu ja Kore-tuotteet

Vanerin lisäksi Koskisen valmistaa **lastulevyä** tuotannossa sivutuotteena syntyvästä sahanpurusta ja puuhakkeesta Järvelän tuotantolaitoksella samalla tehdasalueella koivuvaneritehtaan kanssa. Yksikkö on Suomen ainoa lastulevytehdas. Lastulevyä valmistetaan räätälöidyillä mitoituksilla ja suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat huonekalu- ja rakennusteollisuus. Arviomme mukaan noin 75 % Koskisen tuottamasta lastulevystä myydään Suomessa ja loput 25 % menee vientiin Eurooppaan. Lastulevyn osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli suunnilleen 20 % viimeisen vuoden aikana. Arviomme mukaan Koskisen Järvelässä sijaitseva koivuvaneri- ja lastulevykapasiteetti kattaa valtaosan koko yksikön 175 000 kuutiometrin kapasiteetista

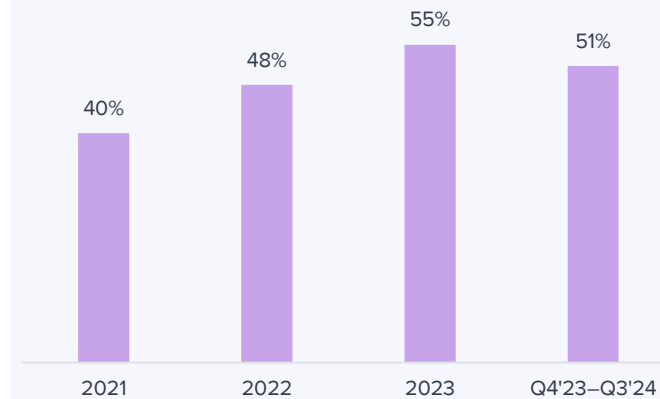
Lisäksi Levyteollisuus valmistaa Hirvensalmella kestäväää ja taipuisaa **ohutvaneria ja koivuviilua**, jotka sopivat laserleikkaukseen, muotopuristeisiin, designtuotteisiin, sisutuselementteihin, valaisimiin, teknisiin levyihin ja CNC-työstöön. Koskisen ohutvanerin ja viulun suurimpia loppukäyttäjät ovat huonekalu- ja puusepänteollisuudet. Ohutvanerin ja viulun osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviolta noin 5 % viimeisen vuoden aikana.

Levyteollisuuden viimeisenä tuotesegmenttinä Koskisen valmistaa Puolan Toporowissa Kore-brändin alla sisustusratkaisuja kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin. Ratkaisut käsittävät lattia- ja vuorauskomponentit, pyöräkotelot ja lisävarusteet.

## Levyteollisuuden arvioitu\* liikevaihtojakauma



## Levyteollisuuden osuus liikevaihdosta 2021-Q3'24





# Levyteollisuus 2/7

Kore-tuotteiden osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviolta noin 10 % viimeisen vuoden aikana. Kore on Koskiselle jalostava ja pääomakevyt kasvuliiketoiminta, jonka laajentamiseen yhtiö investoi noin 3 MEUR Toporowissa vuoden 2024 aikana.

Myös ohutvaneri, koivuviilu ja Kore-tuotteet myydään valtaosin Eurooppaan. Kore-liiketoiminnan pienen koon takia Koskisen Puolan zlotyyn liittyvät valuuttariskit ovat pieniä.

## Levyteollisuus on lähtökohtaisesti Sahateollisuutta vakaampaa liiketoimintaa

Levyteollisuuden asiakkaista noin puolet muodostuu logistiikkasektorista (ml. kevyet ja raskaat hyötyajoneuvot) ja kolmannes rakennussektorista. Siten Levyteollisuus on Sahateollisuutta vähemmän riippuvainen rakentamisesta ja osaltaan tästä syystä se on vähemmän syklinen toimialana. Levyteollisuuteen yleinen talouskehitys vaikuttaa etenkin logistiikkasektorin investointisykliden kautta ja sitä kautta tulokuntoon heijastuu myös tiettyä syklisyyttä. Lisäksi arvoketjun varastojen muutokset voivat luoda liiketoimintaan heiluntaa pitkilläkin viiveillä (ts. koko arvoketju on pitkä).

Liikevaihdon kertymisen kausiluonteisuuteen vaikuttaa rakentamisen sesongit ja liiketoiminnan omat tuotantoseisokit. Kysynnän arvioimme olevan hieman Sahateollisuutta alkuvuosipainotteisempaa, kun taas etenkin Q3 on omien tuotantoseisokkien takia hiljainen Koskiselle. Kokonaisuutena Levyteollisuudessa logistiikkasektorin kysyntä on kuitenkin

Sahateollisuutta tasaisempaa, joka luonnollisesti tasoittaa konsernitason liikevaihdon kehitystä.

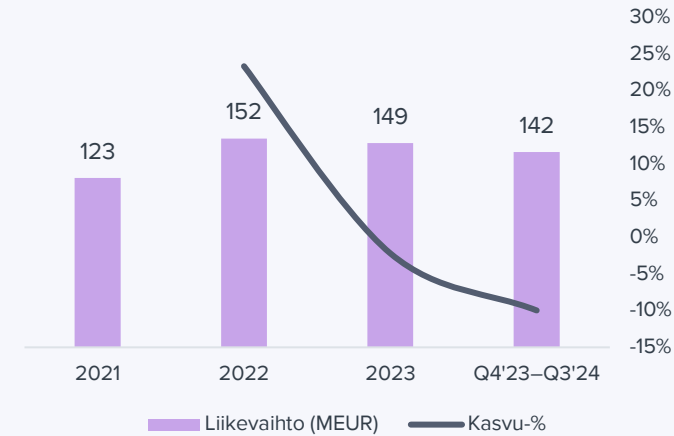
## Suoramyynti sitoo käsipareja myyntiorganisaatioon

Arviomme mukaan Levyteollisuuden suurimmat asiakkaat voivat muodostaa karkeasti kaksinumeroisen prosenttiosuuden liiketoiminta-alueen liikevaihdosta, mutta lukumääräisesti asiakkaita on paljon ja myyntiä on myös pienille asiakkaille. Koskisen myy myös levytuotteitaan suuremmaksi osaksi suoramyyntin kautta. Vanerin ja lastulevyn mynnistä 70-80 % on arviomme mukaan suoramyyntiä asiakkaille. Tämän lisäksi pienempi lohko (Inderes arvio 20-30 %) tuotteista myydään tukkukauppiaille ja jakelijoille. Yhtiön mukaan myynti pienemmille asiakkaille hoidetaan jakelijoiden ja tukkukauppioiden kautta, kun taas isoimpia asiakkaita palvellaan suoramyyntillä.

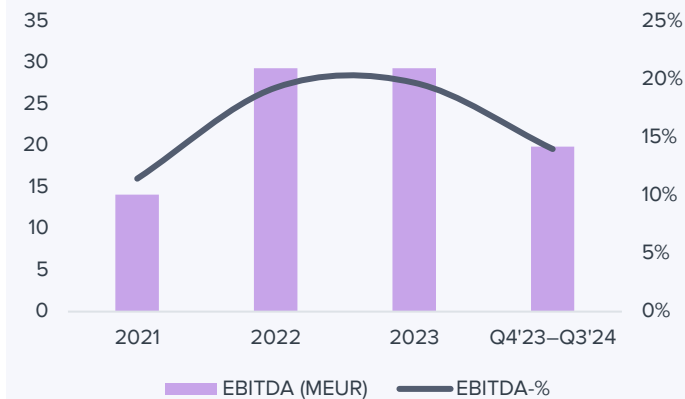
Myös Levyteollisuudessa suoramyyntiin pyrkiminen on käsityksemme mukaan strateginen valinta, sillä suoramyyntillä yhtiö kykenee saamaan korkeammat katteet (jakelijan/tukkurin välistä ottama kate jää yhtiölle) verrattuna myyntiin tukkukauppiaille ja jakelijoille. Levyteollisuudessa suoramyyntillä pyritään optimoimaan etenkin katetasoja, etenkin kun yhtiön asiakkuudet (suurin osa hyötyajoneuvosektorissa) tarvitsevat räätälöityviä tuotteita (esim. pinnoitteet) ja ovat keskimääräistä laatu-tietoisempia.

Levyteollisuudessa Koskinen hoitaa myyntinsä täysin suoraan ilman agentteja. Keskeisillä markkinoilla Euroopassa yhtiöllä on myyntiorganisaatio, myyntiä avustavat toiminnot

## Levyteollisuuden liikevaihto ja kasvu



## Levyteollisuuden EBITDA ja EBITDA-%





# Levyteollisuus 3/7

ja Kotimaan myyntiorganisaatio on Suomessa. Myös Levyteollisuudessa Koskisen pyrkii asiakkaiden silmissä erottamaan itsensä kilpailijoistaan luotettavana, pitkäaikaisena kumppanina tarjoamalla vastuullisesti hoidetuista suomalaisista metsistä peräisin olevasta lujasta puusta valmistettuja tuotteita laatua arvostaville asiakkailleen etenkin Euroopassa. Tämä asiakasarvolupaus sekä laatuun keskittyminen ovat mielestämme järkeviä valintoja, sillä myöskään Levyteollisuudessa Koskisella ei mielestämme ole kestäväää kustannusetua vaan pikemminkin kuluhaitta Suomen koivutukkimarkkinan kireän tilanteen takia.

## Hinnoittelumallit

Koskisen Levyteollisuudessa asiakassopimukset ovat tyypillisesti tilauskohtaisia. Tuotteiden hinnat asetetaan markkinastandardien mukaisesti ja ne neuvotellaan asiakaskohtaisesti. Yhtiö on panostanut arvopohjaiseen myyntiin, sillä sen joustavat tuotelinjat mahdollistavat tuotekehityksen sekä räätälöidyt tuotteet ja siten asiakaskohtaiset ratkaisut. Asiakaskohtaisten tuotetarpeiden takia vanerille ei olekaan ohjaavia globaaleja tai alueellisia markkinahintoja.

Hinnoittelua tehdään kvartaalikohtaisesti eli edellisen kvartaalin aikana tunnustellaan seuraavan kvartaalin kysyntää ja hintatasoja. Levyteollisuuden hinnoittelusykli on ollut historiassa pidempiä, mutta nykyisin myös tässä segmentissä hinnoittelu on kvartaalipohjaista. Arviomme mukaan Koskisen pyrkii välttämään pidempiä volyymisitoumuksia myyntisopimuksissa etenkin kun Venäjän tarjonta on pois Euroopan

levymarkkinoilta. Tässä turbulenssissa takia lopputuote- ja raaka-ainemarkkinoiden liikkeet voivat olla voimakkaitakin, mikä ei puolla pitkäaikaisia taloudellisia sitoumuksia.

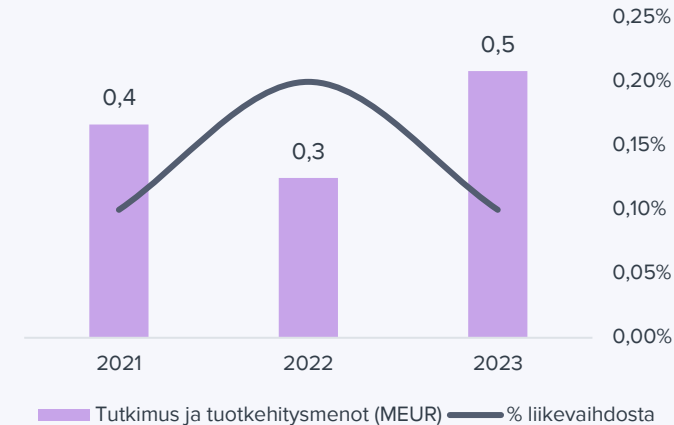
Levyteollisuuden kertaluonteisesta kaupasta ja lyhyestä hinnoittelusyklistä huolimatta Koskisen asiakassuhteet ovatkin parhaimmillaan kymmeniä vuosia. Myynnin varma näkyvyys on siten lyhyt, vaikka toisaalta pitkäaikaiset asiakkuudet luovat kysyntään tiettyä jatkuvuutta ja ennustettavia kehityspolkuja.

## Tuotekehitys painottuu Levyteollisuuteen

Koskisen pyrkii kehittämään uusia ratkaisuja pysyäkseen puutuoteollisuuden kehityksen mukana sekä ylläpitääkseen ja vahvistaakseen asiakassuhteita tarjoamalla asiakkaille uusia yksilöllisesti valmistettuja tuotteita. Koska sahatavaran tuoteominaisuudet ovat pitkälti standardoituja, tuoteominaisuuksien osalta tuotekehitys keskittyy pitkälti Levyteollisuuteen. Levyteollisuudenkin kypsän luonteen takia tuotekehityspanostusten määrä on kuitenkin absoluuttisesti ja suhteellisesti vähäinen: viime vuosina Koskisen on käyttänyt konsernina alle 0,5 MEUR/v tai 0,1 % vuosittaisesta liikevaihdosta tutkimukseen ja tuotekehitykseen.

Levyteollisuuden tuotekehityksessä Koskisen pyrkii keskittymään asiakkaille räätälöityihin ratkaisuihin. Viimeisempänä esimerkkinä toimii Koskisen lanseeraama Zero Kalustelevy, joka on puhtaasti luonnonmukainen biopohjaisista raaka-aineista (valmistusprosessien sivuvirroista) valmistettu ratkaisu kalusteteollisuuden tarpeisiin.

## Konsernin tuotekehityskulut



# Levyteollisuus 4/7

Zero Kalustelevy -tuotteet voidaan valmistaa räätälöityihin mittoihin Koskisen nykyisillä tuotantokoneilla. Innovaatiot on mielestämme kiinnostava, mutta myynnin osalta se ovat vielä todella alkutelineissä ja siksi näiden suurempaa läpilyönnin todennäköisyyttä ja voimaa on erittäin vaikea arvioida. Vallitseva heikko taloustilanne on myös lyönyt kapuloita uusien preemiohintaisten tuottajien kaupallistamiseen viime aikoina.

## Koivuvanerimarkkina on pienempi ja paikallisempi

Suurin osa koivuvanerimarkkinoista sijaitsevat Euroopassa, sillä alueella on ollut perinteenä käyttää koivuvaneria muiden levyvaihtoehtojen sijasta. Markkina on historiassa kasvanut vakaasti kuljetus- ja rakennussektorien kasvun vetämänä. Näin ollen kyseessä on selvästi suurta ja globaalia sahatavaramarkkinaa pienempi ja paikallisempi markkina. Koivuvanerin jalostusarvo on myös merkittävästi sahatavaraa korkeampi, minkä takia raaka-aine ei dominoi samaan tapaan kulurakennetta kuin sahapuolella vaan myös muiden raaka-aineiden ja henkilöstötehokkuuden rooli on merkittävä. Tuotteella erottautuminen ja laadulla kilpailu on Levyteollisuudessa Sahateollisuutta helpompaa, mutta isossa kuvassa profiloimme myös vaneriliiketoiminnan volyymivetoiseksi liiketoiminnaksi.

AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan globaalin koivuvanerimarkkinan arvon arvioitiin olevan vuonna 2021 3,1 miljardia euroa, josta 66 % eli yli 2 miljardia euroa pidetään Koskisen osoitettavissa olevana markkinana. Arviomme mukaan markkina

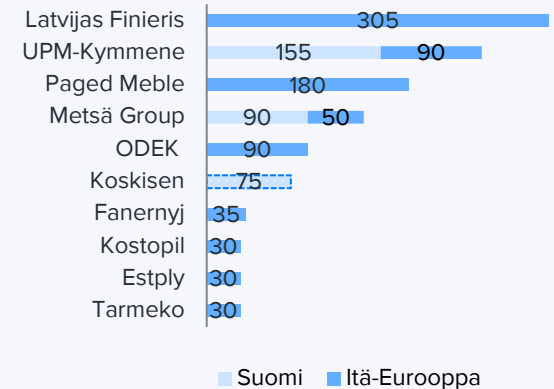
on sittemmin kasvanut etenkin hintojen nousun ajamana, mutta toisaalta puutteellinen tarjonta on voinut supistaa kysyntää ainakin EU-maissa. Koivuvanerimarkkinan kasvuajureiden odotetaan olevan historian tapaan logistiikka- ja rakennussektoreiden kasvu.

## Markkina on hitaasti kasvava

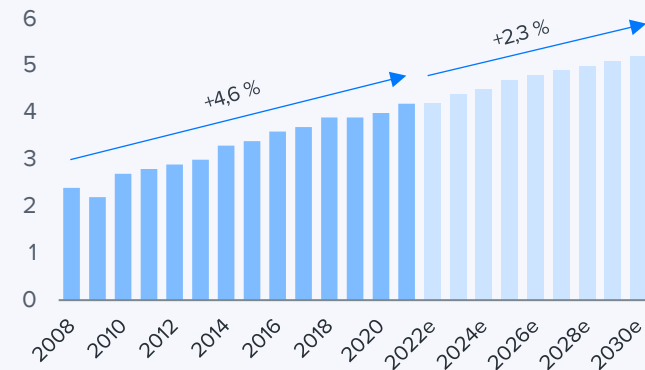
AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan koivuvanerimarkkinan kysynnän odotetaan kasvavan 2,3 %:n vuosivauhtia vuosina 2022-2030. Markkinatutkimuksen mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 2,5 %, hinnat 1,7 % ja yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,2 % vuositasolla. Arviomme mukaan hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi. Isossa kuvassa koivuvanerimarkkina on kuitenkin hitaasti kasvava ajan yli.

Huomionarvoista on kuitenkin se, että yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Iso-Britanniaan. Siksi kyseisen segmentin kilpailudynamiikka sijoittuu ennemminkin Eurooppaan, mutta pääkilpailijat tulevat etenkin Itä-Euroopasta ja Suomesta (Ruotsi ei ole vanerin tuottajamaa). Itä-eurooppalaisten vahvuutena on länsimaita alemmat henkilöstökustannukset, kun taas Baltiassa kärsitään Suomen tavoin kireästä puumarkkinasta. Teknologista etua myöskään vaneriteollisuudessa ei ole helppo saavuttaa, sillä modernia tuotantoteknologiaa on hyvin saatavilla.

## Suurimmat koivuvanerin tuottajat, Eurooppa, tuhatta kuutiometriä



## Koivuvanerin globaali kysynnän määrä (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m<sup>3</sup>)\*



# Levyteollisuus 5/7

Koivuvanerimarkkinassa UPM:n vaneriliiketoiminta (on suurin aktiivinen toimija Suomen markkinoilla ja Koskisen sijoittuu mittelössä vasta kolmanneksi Suomen markkinalla Metsä Groupin (Metsä Wood) jälkeen. UPM Vaneri ja Metsä Wood tekevät toki myös rakennussektorin ajamaa havuvaneria. Siten kokoluokan tuomalla mittakaavaedulla Koskisen ei pääse pullistelemaan vaan yhtiö markkinan mittakaavassa pieni peluri.

Koskisen Levyteollisuus on kyennyt tekemään vuosina 2021-Q3'24 LTM 11-20 % oikaistua käyttökatemarginaalia, kun UPM Vaneri on kyennyt tekemään samalla jaksolla 2015-Q3'24 LTM 14-25 %:n käyttökatemarginaalia. Tämän UPM on kuitenkin tehnyt karkeasti kymmenkertaisella tuotantokapasiteetilla ja sitä kautta merkittävästi isommilla volyymeilla ja sitä kautta tulevilla skaalaeduilla. Lisäksi tuntuva osa on ollut alhaisemman kulutason maissa Virossa ja vuoteen 2022 asti myös Venäjällä. Metsä Wood puolestaan on kyennyt tekemään keskimäärin noin 9 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2016-2023. Huomautamme, että Metsä Wood ja UPM Vaneri ei ole täysin vertailukelpoisia Koskisen Levyteollisuuteen vaan niiden tuotemixit eroavat Koskisen Levyteollisuudesta.

Ulkomaisista toimijoista Levyteollisuuden verrokkiyritys latvialainen Latvijas Finieris AS on kyennyt tekemään 5,5 %-19,5 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2013-2023. Pidempää aikasarjaa Koskisen Levyteollisuuden kannattavuudesta ei ole, joten Koskisen pidemmän aikavälin suhteellista kilpailukykyä tässä segmentissä ei ole täysin suoraviivaista arvioida.

## Koivuvanerien hinnat

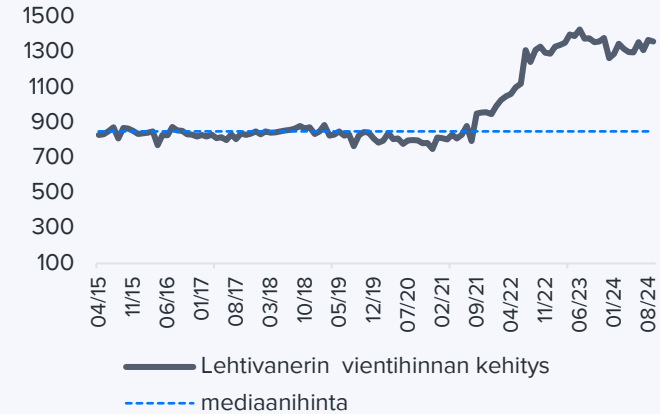
Vanerien hinnat ovat olleet historiassa sahatavarahintoja vakaampia erityisesti viimeiset 10 vuotta ennen vuotta 2022. Tämä johtuu arviomme mukaan vanerien sahatavaraa selvästi korkeammasta jalostusarvosta. Vanerin hinnatkin ovat nousseet viimeisen 1-2 vuoden aikana ennätystasoilla, joka on antanut osaltaan myös voimakasta tukea Levyteollisuuden tulokselle etenkin vuosina 2022-2023. Levyteollisuuden myyntihinnat ja kannattavuus alkoi kvartaalitasolla nousta heti sodan puhkeamisen jälkeen Q2'22:Ita alkaen ja kannattavuuskehitys oli pääosin hyvää aina Q3'23:lle asti, jolloin koivutukin noussut hinta puraisi katteita kausiluonteisesti heikolla jaksolla.

Euroopan markkinoilla on vuoden 2022 alusta lähtien ilmennyt suurta tarjontavajetta Venäjältä tuontiin kohdistuvien pakotteiden johdosta, vaikka eurooppalaiset toimijat ovat pyrkineet tätä aukkoa parhaansa mukaan paikkaamaan. Venäjä oli aikaisemmin suurin koivuvanerin viejä Eurooppaan, joka vastasi parhaimmillaan jopa 60 %:sta Euroopan koivuvanerin tarjonnasta. Käytännössä Venäjän koivuvanerin tuonti Eurooppaan on kielletty. Vuoden 2023 aikana ainakin UPM on kertonut pakotteiden vuotaneen jossain määrin, mutta kesällä 2024 EU ainakin pyrki tulppaamaan vuotoja tullimaksujen avulla.

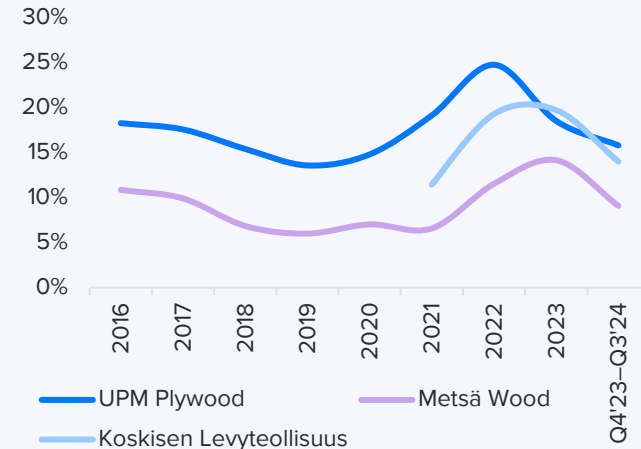
## Raaka-ainemarkkinan kiristyminen tuntuu myös Levyteollisuudessa

Lisäksi Venäjältä tuotiin koivutukkeja Suomeen ennen Venäjän Ukrainassa vuonna aloittamaa

## Koivuvanerin hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



## EBITDA-% 2016-Q3'24



# Levyteollisuus 6/7

Hyökkäyssotaa. Tuonnin poistuminen on aiheuttanut ongelmia koivupuun saatavuudessa, vaikka Koskisen onkin välttänyt suoranaisen raaka-ainepulan aktiivisen ostotoiminnan ja sahausvolyymien mukana nousseiden puuostojen ansiosta (ts. koivua on saatu sivussa enemmän) Yhtiö on myös pyrkinyt käyttämään pienempiä tukkikokoja, höllentämällä lajittelua ja optimoimalla sorvien automaatiikkaa materiaalisaantoa parantaen. Käsityksemme mukaan Venäjältä tehtaalle asti tuotu koivutukki ei kustannukseltaan ole ollut poikkeuksellisen edullista ainakaan sotaa edeltäneisiin tukkihintoihin verrattuna. Suomessa sodan puhkeamisen jälkeen koivutukin hinnat ovat kuitenkin merkittävästi nousseet, joten osa markkinan kiristymisen hyödyistä on valunut metsän omistajille, mikä on näkynyt yhdessä heikon suhdanteen kanssa negatiivisesti myös Levyteollisuuden kannattavuuskehityksessä vuonna 2024.

## Investointien painopiste siirtyy Levyteollisuuteen

Koskisen ilmoitti joulukuussa 2024 aloittavansa kolmivuotisen investointiohjelman Levyteollisuudessa. Investointiohjelma ulottuu Koskisen strategiakauden eli vuoden 2027 loppuun asti. Investointiohjelman ensimmäinen vaihe toteutetaan vuoden 2025 aikana ja siihen liittyvien investointien kokonaisarvo on noin 12 MEUR. Koko ohjelma kasvattaa Koskisen vanerin tuotannon kapasiteettia Järvellä noin 30 % 85 000 m<sup>3</sup>:iin. Investointiohjelmalla mahdollistetaan Levyteollisuuden volyymikasvua, suoraviivaistetaan tuotantoa sekä helpotetaan siihen liittyvää sisälogistiikkaa. Toteutettaviin

investointeihin sisältyy myös tuotantovaiheiden automatisointia. Koko-ohjelman investointisummaa ei avattu vielä tässä vaiheessa, mutta arvioimme sen olevan noin 25-35 MEUR:n haarukassa kumulatiivisesti.

## Painopisteen siirtäminen Levyteollisuuteen oli odotettu liike

Koskisen investoinnit ovat painottuneet viime vuosina voimakkaasti Sahateollisuuteen. Koskisen viittasi myös Q3-raportissaan investointien painopisteen siirtyvän ensi vuodesta alkaen Levyteollisuuden puolelle. Levyteollisuudessa markkina on valitsevasta heikosta suhdanteesta huolimatta voimakkaasti tarjontarajoitteinen Euroopassa (koivuvanerin päämarkkina), kun jopa 60 % tarjonnasta kattanut Venäjän tuotanto on toistaiseksi valtaosin (ts. pakotteiden vuoto) pois pelistä. Mielestämme paras arvio toistaiseksi myös on, että tarjontarajoite tulee jatkumaan nähtävissä olevan tulevaisuuden, vaikka Ukrainassa saavutettaisiinkin rauhansopimus lähivuosina.

Tämä tilannekuva voisi puoltaa aggressiivisempaakin panostusta koivuvanerinsegmentin kapasiteetin kasvattamiseen, mutta koivutukin saatavuus on rajoite myös Koskiselle. Arvioimme mukaan Koskisella on kuitenkin kasvussa olevat sahausvolyymit (vrt. Järvellä uuden sahalinjan ylösajo) ja sen vaatima puuhankinta huomioiden edellytykset hankkia maltillisesti lisää myös koivutukkia. Myös jatkuva laatupyramidin yläosaan pyrkiminen on keskeinen osa Koskisen kilpailukykyä, mihin myös investointiohjelma

tähtää. Lisäksi vaneriteollisuus on edelleen työvoimavaltaista etenkin tiettyjen osaprosessien osalta, joten automaatioinvestoinneilla on edellytyksiä alentaa kustannuksia. Näin ollen näemme investointiohjelman loogisena jatkumona Koskisen kasvustrategian toteuttamisessa. Arvioimme mukaan Koskisen pystyvän rahoittamaan koko investointiohjelman nykyisten kassavarojensa ja liiketoiminnan generoiman rahavirran turvin, vaikka kokonaisuutena ohjelma lienee vuodelle 2025 kohdistuvaa osuutta selvästi suurempi.

## Lastulevysegmentissä kilpailua tulee Suomen ulkopuolelta

Koskisella on erittäin vahva asema kotimaassa lastulevysegmentissä, sillä yhtiön mukaan sen markkinaosuus Suomessa on ainoana paikallisena lastulevytoimittajana noin 50 %. Koskisen pystynee myymään lastulevyään hintapreemiolla, sillä tuote on kestävästi valmistettu ja myös toimitusaika Suomeen on nopea. Lisäksi korkea markkinaosuus auttaa Levyteollisuutta lastulevyn hintatason ylläpitämisessä Suomessa, sillä yhtiö pystyy kontrolloimaan tuotantoa säätämällä paikallista kysyntä/tarjontadynamiikkaa. Rakennussyklin heikon vaiheen takia Koskisen on myös rajoittanut vuoden 2023 loppupuolelta lastulevyn tuotantoaan.

Vaikka lastulevysegmentissä nykytilanne on syklisesti heikko rakentamisen kyntäessä, pidemmällä aikavälillä lastulevyn kysynnän odotetaan kasvavan Euroopassa noin 2,2 %:n kasvuvauhtia seuraavan 10 vuoden aikana

# Levyteollisuus 7/7

huonekalutuotannon ja rakennusteollisuuden vetämänä. Arvioimme tämän ennusteen peilaavan myös Suomen markkinan kasvua. Kokonaisuudessaan Euroopan lastulevymarkkinan arvioitiin olevan vuonna 2021 11 miljardia euroa. Tästä noin 5 % voidaan pitää Koskiselle relevanttina markkinana, sillä valtaosa markkinasta on alhaisen laatuluokan lastulevyä.

Lastulevymarkkinasegmentissä Koskisen kohtaa kilpailua ainoastaan ulkomailta. Maantieteellisesti kilpailijat tulevat Keski-Euroopasta. Lisäksi IKEA on suuri lastulevytuottaja, mutta se ei kilpaile suoraan Koskisen kanssa, koska se käyttää suurimman osan tuotannostaan sisäisesti.

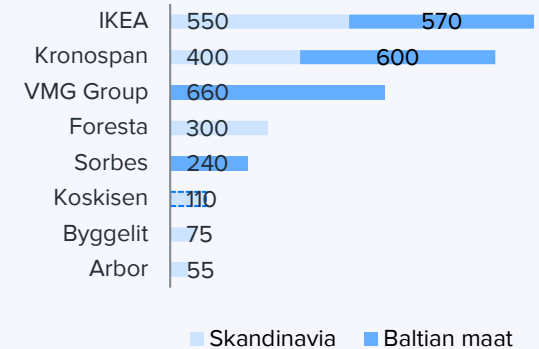
## Koren kilpailijat ovat pieniä yhtiöitä

Koskisen Kore-liiketoiminnan pääkilpailijat ovat käsityksemme mukaan pieniä keski- ja itäeurooppalaisia yhtiöitä ajoneuvoratkaisuuteollisuudessa. Suurimmalla osalla kilpailijoista ei ole omaa levytuotantoa toisin kuin Koskisella vaan ne kattavat arvoketjusta Koskista lyhyemmän pätkän. Oman tuotannon sijaan kilpailijat ostavat levyjä suuremmilta tuottajilta ja jalostavat nämä lopputuotteiksi.

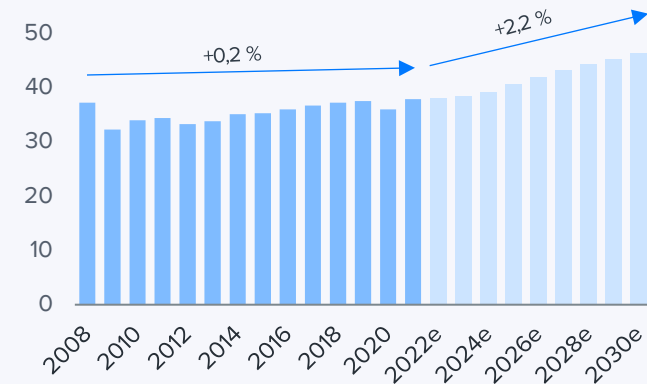
Kore-tuotteiden taustalla oleva ajuri on käytännössä kevyiden ajoneuvojen sekä perävaunujen tuotannon määrä. Lisäksi yhtiö pyrkii laajentamaan kasvaneen kapasiteettinsa myyntiä myös junasegmenttiin. Lähtökohtaisesti Koren kaltaisen niche-segmentin Koskiselle relevantti markkina on absoluuttisesti pieni, mutta arvioimme myös sen olevan Koskisen Kore-liiketoiminnan

kokoluokkaan peilattuna merkittävä. Vastaavasti pienen niche-markkinan kasvuvauhti lienee kypsiä markkinoita korkeampi. Koskisen mittakaavassa Koren kasvun vaikutus konsernin kokonaislukuihin on kuitenkin melko pitkään rajallinen, vaikka pidämmekin pääomakevyeen (ts. hyvä pääoman tuottopotentiaali) segmenttiin panostamista järkevänä, kun huomioidaan yhtiön portfolioa dominoivien saha- ja vaneriliiketoimintojen hyvin pääomavaltainen luonne.

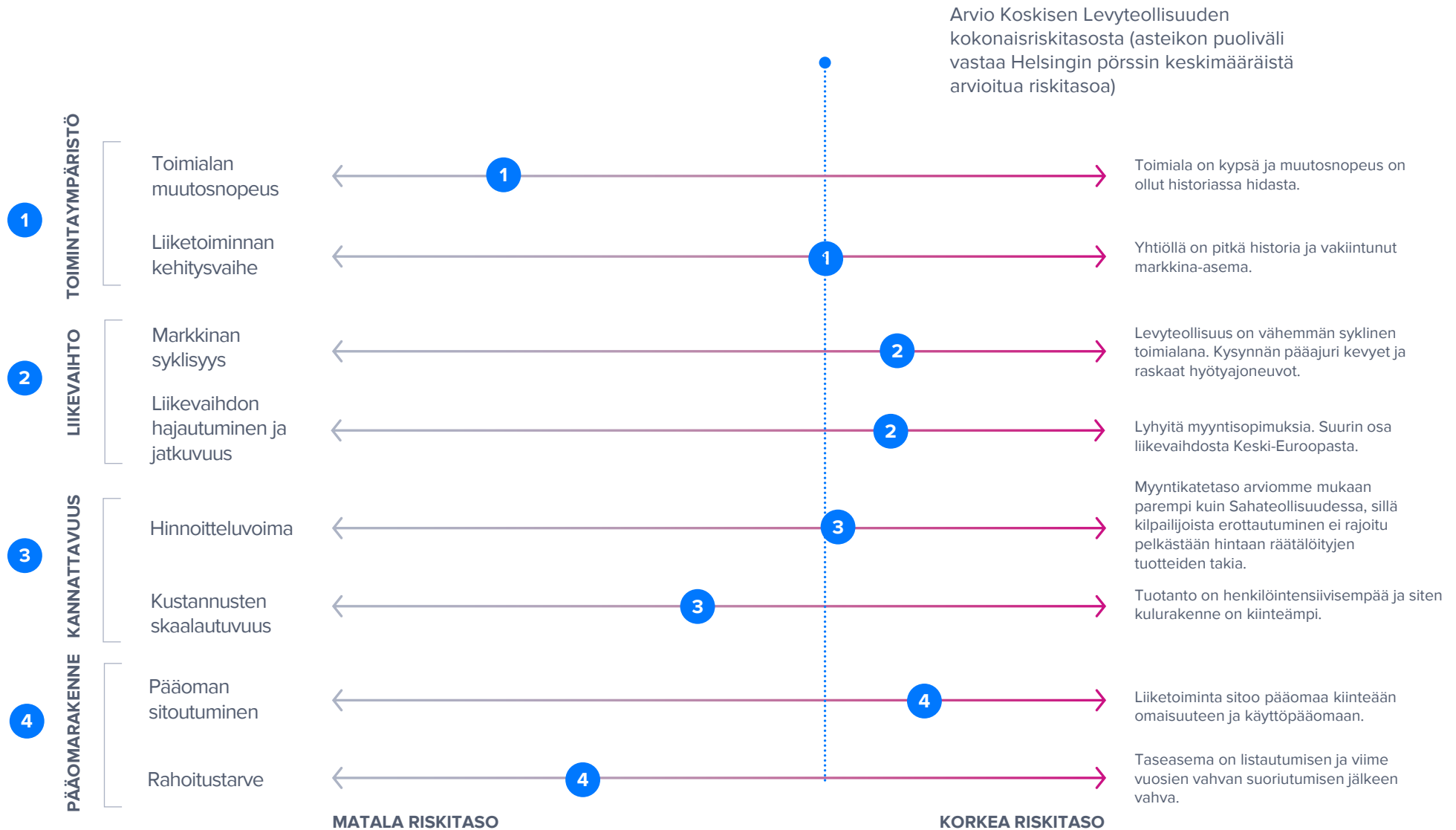
## Suurimmat lastulevyn tuottajat, Pohjois-Eurooppa, tuhatta kuutiometriä



## Lastulevyn kysynnän määrä Euroopassa (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m<sup>3</sup>)\*



# Koskisen Levyteollisuuden riskiprofiili



# Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/5

## Puunhankintatoiminto ja puutukkien hinnanmuodostus

Raaka-aineiden ostot ovat merkittävin kuluerä Koskisen tuloslaskelmassa. Arviomme mukaan raaka-aineostot vastaavat karkeasti 40 % Koskisen liikevaihdosta. Suurimman osan raaka-ainekuluista muodostavat raakapuun ostot. Puun hintaan ja sitä kautta puuostoihin vaikuttaa ensisijaisesti kysynnän ja tarjonnan tasapaino Suomen paikallisilla puumarkkinoilla. Puun kysyntäpuolella Koskisen on kilpailtava sekä suomalaisten suurten metsäyhtiöiden keskitettyjen puunhankintaorganisaatioiden että itsenäisten sahayritysten kanssa. Puun tarjontapuoli taas muodostuu Suomessa yksityisten metsän omistajien, valtion sekä kuntien ja muiden julkisyhteisöiden luomasta tarjonnasta sekä tuonnista. Kysynnän ja tarjonnan tasapainoa on hetkauttanut muun muassa se, että Venäjältä ja Valko-Venäjältä puun tuonti on kielletty vastauksena meneillään olevaan Ukrainassa käytävään sotaan.

Puun tehdashinnan muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä ovat kysynnän ja tarjonnan lisäksi esimerkiksi puun korjaamisen ja kuljettamisen kulut, energian hinta sekä tukki- ja kuitupuun hintaerot. Lisäksi sääntelyn puolelta hinnan muodostumiseen voivat vaikuttaa suojelu, pakotteet ja vientirajoitukset. Tilapäistä vaikutusta hintoihin voi myös aiheuttaa muutokset puun korjuuolosuhteet, jotka voivat aiheuttaa tilapäistä puupulaa paikallisilla markkinoilla esimerkiksi kelirikon tai metsäpalariskien takia. Lähtökohtaisesti korjuukulut ovat kausiluonteisesti

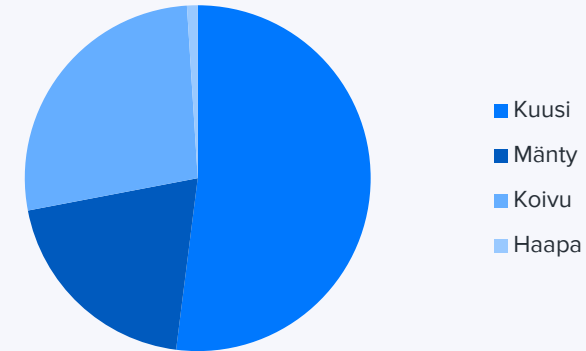
hieman korkeamman talviaikaan, mutta tyypillisesti puun vuosihinnat Suomessa ovat kausiluonteisesti korkeimmillaan keväällä ja alkukesästä kysyntäpohjaisista syistä.

## Koskisen ostaa puuta Etelä- ja Itä-Suomesta

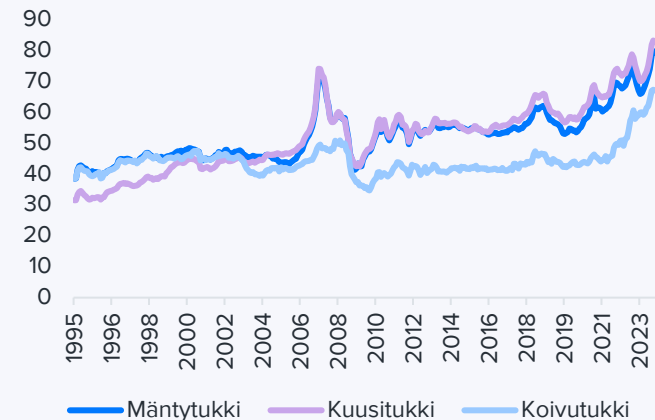
Vuonna 2023 Koskisen puunhankintatoiminnon kautta hankitun puun määrä oli 1,45 miljoonaa kuutiometriä. Tästä arviomme mukaan noin puolet oli kuusta, viidesosa mäntyä ja noin neljännes koivua. Karkeana nyrkkisääntönä yhtä kuutiometriä sahatavaraa kohden tarvitaan kaksi kuutiometriä tukkipuuta. Vanerissa saanto on korkeampi. Koskisen hankkii suurimman osan puustaan tuhansilta metsänomistajilta Etelä- ja Itä-Suomesta.

Luonnonvarakeskuksen tilastojen mukaan Etelä-Suomessa mänty-, kuusi-, ja koivutukkihinnat ovat olleet keskimäärin noin 0-5 % korkeammalla kuin koko maan tilastoissa. Vastaavasti Kymi-Savon (Itä-Suomi) tilastojen mukaan puunhinta on mukailut samoja tasoja kuin hinnat koko Suomessa keskimäärin. Näin ollen puun hankinnan osalta Koskisen maantieteellinen altistuminen ei ole optimaalinen, mutta Etelä-Suomen korkeampien ostojen vastineeksi keskimääräiset kuljetusmatkat tehtaalle ovat arviomme mukaan pääosin kilpailukykyisessä alle 150 kilometrin haarukassa. Lisäksi Järvelään painottuva tuotanto on lopputuotelogistiikan kannalta etu, sillä rakentaminen painottuu Etelä-Suomeen ja keskeiset vientisatamat ovat etelärannikolla. Tämä paikkaa ainakin osin yhtiön Suomen keskiarvoa luultavasti korkeampaa puun keskiostohintaa.

## Koskisen hankkiman puun arvioitu jakautuminen puulajeittain vuonna 2023 (yht. 1,45 milj. m<sup>3</sup>)



## Puun kantohinnat kuukausittain Suomessa (koko maa)





# Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/5

## Metsäjätien operointi puumarkkinalla aiheuttaa puutuoteyhtiöille haasteita

Suomessa puuostoja dominoivien isojen metsäyhtiöiden osin strategisella raakapuun ostamisella on merkittävä rooli puumarkkinan kysynnän ja siten hinnan muodostumisen kannalta. Tätä dynamiikkaa korostaa se, että suurten metsäyhtiöiden liiketoimintamallit ja puun hankinta on optimoitu kemiallisen metsäteollisuuden näkökulmista, minkä takia isoille yhtiölle on tärkeää saada konsernitulosten muodostumisen kannalta tärkeämmät kuitupuun hinta pidettyä kurissa. Tämä myös onnistui melko hyvin aina Venäjän aloittamaan hyökkäyssotaan asti.

Käytännössä isot metsäyhtiöt saattavatkin olla valmiita maksamaan tukista (ja aiemmin Venäjän tuontipuusta) suhteessa enemmän ja jopa ”ylihintaa”. Vastaavasti metsän omistajan puun myynnin tulo muodostuu etenkin arvokkaammasta tukista. Nämä tekijät hankaloittavat puumarkkinan dynamiikkaa pelkästään puutuotteisiin keskittyneiden yhtiöiden, kuten Koskisen, näkökulmista. Tämän dynamiikan emme oleta murtuvan, vaikka puutuoteteollisuus onkin pyrkinyt haastamaan metsäjätien tapaa toimia puumarkkinoilla jo pitkään. Venäjän hyökkäyssodan jälkeen tukkipuun ja kuitupuun hintaero on kuitenkin hieman supistunut, mikä on lähtökohtaisesti positiivinen asia Koskiselle.

Koskisella on tyypilliseen kotimaiseen sahayhtiöön verrattuna laajempi puunhankinaverkosto, sillä yhtiö tarvitsee vanerin tuotantoon myös koivua. Tämä toisaalta vaatii suhteellisesti enemmän

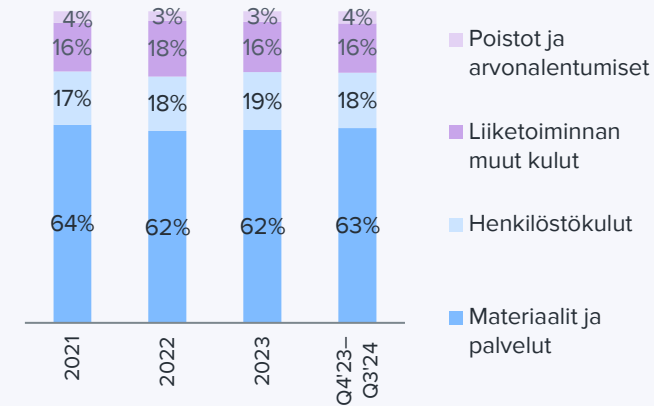
käsipareja puunhankinnassa ja tuo sitä kautta tuo kiinteää kulumassaa. Korjuu- ja kuljetustoiminnan yhtiön on ulkoistanut alihankkijoille (erä noin 12 % liikevaihdosta). Toisaalta vastapainoksi yhtiö hyötyy raaka-ainehuollon paremmasta hallinnasta. Tästä on ollut myös konkreettisesti havaittavia hyötyjä, sillä Koskisen on onnistunut erittäin kireästä koivutukin saatavuustilanteesta huolimatta hankkimaan koivutukkia tarpeeksi tuotantonsa pyrittämiseksi vuosina 2023–2024. Puun hankintaan liittyen Koskisen tarjoaa metsänomistajille myös säännöllisen kumppanin etuja sekä tiettyjä palveluita, mikä on vastuullisuuden ja kireän raaka-ainekilpailun takia mielestämme tarpeellista.

## Liiketoiminnan suurin kuluerä on materiaalit- ja palvelut

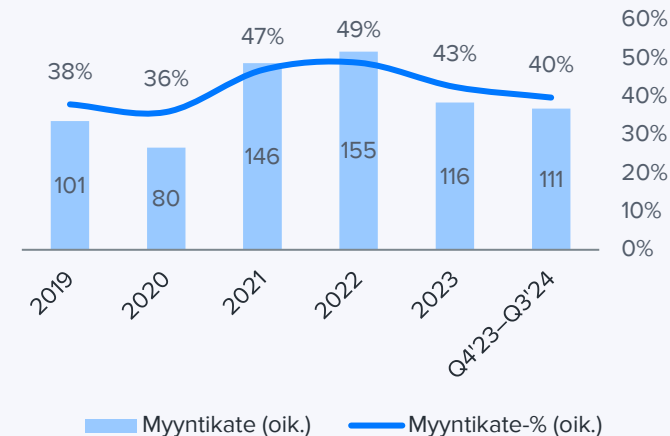
Koskisen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on ansaintalogiikkaa mukailien materiaali- ja palvelukulut, joka on vuosina 2021–2023 vastannut noin 51–57 % liikevaihdosta. Kuten todettua, suurin osa yhtiön materiaalikuluista muodostuu etenkin puun ostoista (ml. eteenpäin myytävä kuitupuu), sahajalosteiden ja vanerin valmistukseen liittyvistä pinnoitteista ja liimoista ja muista tuotantomateriaaleista. Lisäksi erään kuuluu ulkopuolisia palveluita, jotka käsittävät puunkorjuuseen, -kuljetus- ja koneiden korjauksiin liittyvät palvelut.

Materiaalikulut korostuvat arviomme mukaan etenkin raaka-aineintensivisessä Sahateollisuudessa, mutta myös korkeamman jalostusasteen Levyteollisuudessa puuostot ovat

## Kulurakenne, osuus kokonaiskuluista



## Myyntikatteen kehitys





# Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 3/5

suurin yksittäinen kuluerä. Tukkikustannukset eli tukin tehdashinta voidaan jakaa seuraaviin komponentteihin: pystyssä olevan puun kantohinta, korjuukustannukset, kuljetuskustannukset sekä yleiskustannukset. Näistä kantohinta on suurin kustannuserä, mutta tukin tehdashinta on silti selvästi kantohintaa korkeampi. Kokonaisuudessaan Koskisen materiaali- ja palvelukulut ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia kuluja.

Vuosina 2021-Q3'24 LTM Koskisen myynkateprosentti on liikkunut 43–49 %:n haarakassa. Myyntikate-%:iin vaikuttaa luonnollisesti myös liikevaihtotaso ja sen osakomponenttina etenkin myyntihinnat jopa enemmän kuin muuttuvien kulujen taso. Tarkastelujakso on ollut myyntikatteen ja sitä kautta koko yhtiön kannattavuuden muodostumisen kannalta varsin hyvä, sillä vuosina 2021-2022 sahatavaran hinnat ja vuosina 2022-2023 koivuvanerien olivat erittäin korkealla.

Koskisen ei ole avannut segmenttikohtaisia myyntikatteitaan, joten lukujen täsmällinen arviointi on hankalaa. Arvioimme kuitenkin myyntikateprofiiliin olevan matalampi Sahateollisuudessa, kun taas Levyteollisuudessa kateprofiili on parempi sen lopputuotteiden ollessa jalostusasteeltaan ja sitä kautta arvoltaan korkeampia. Vastaavasti Levyteollisuus on selvästi Sahateollisuutta henkilöstöintensivisempää. Etenkin Sahateollisuuden toimialalla myyntikatteen ovat suhteellisen matalia, ja toimijakohtaisesti tähän vaikuttaa kunkin toimijan hinnoittelustrategia sekä suoramyynnin osuus, vaikka

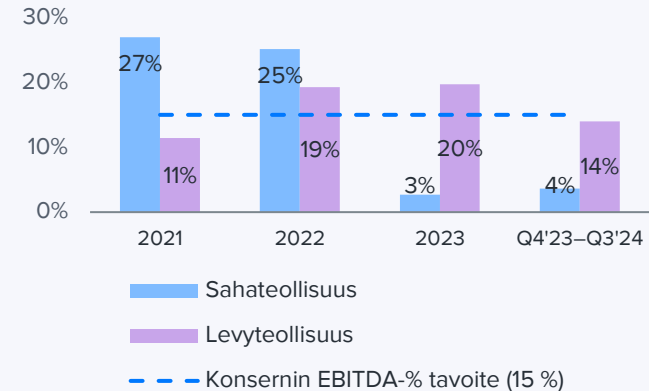
markkinahintojen sekä kysyntä/tarjonta-suhde sanelevat kuitenkin lopulta hintojen muodostumista pääasiallisesti.

## Tuotanto vaatii käsipareja

Koskisen toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut. Niiden osuus liikevaihdosta on ollut vuosina 2019-2023 14-17 %. Vaikka tuotannon automaatioaste on parantunut ja paranee uuden Järvelän yksikön myötä Sahateollisuudessa, on liiketoiminta silti melko henkilöstöintensivistä etenkin useita tuotannon osaprosesseja sisältävässä ja keskimäärän vanhemmalla kapasiteetilla (ts. alemmalla automaatioasteella) operoivassa Levyteollisuudessa, vaikka käynnistetty investointiohjelma tulee toki parantamaan Levyteollisuuden henkilöstöhokkuutta. Myös Koren jalostava liiketoiminta on henkilöstöintensivistä, mutta Koren henkilöstö on toki matalamman palkkatason Puolassa. Tämän lisäksi puunhankintatoiminto sekä suoramyyniin keskittyminen sitovat henkilöstöresursseja.

Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat jossain määrin skaalautuvia tuotannon automaatioasteen parantuessa. Myös kalliiden työvuorojen (ts. yöt ja viikonloput) osuuden pitäisi olla jatkossa selvästi lähihistoriaa vähäisempi. Henkilöstökulut ovat tietyn aikaviiveen jälkeen alaspäin joustavia, mitä tukee myös Suomen joustava lomautusmahdollisuus. Tämä toisaalta antaa tietynlaista joustavuutta kulutason sopeuttamiseen heikossa kysyntäympäristössä, vaikka aiemmin Koskisen on usein heikompinakin aikoina pyrkinyt molemmilla toimialoilla pienenä pelurina

## Liiketoimintasegmenttien käyttökatemarginaalit



# Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 4/5

täyttämään kapasiteettinsa ja jättänyt markkinatasapainosta huolehtimisen suurempien toimijoiden huoleksi. Tämä on toiminut vuoden 2023 aikana Sahateollisuudessa kohtuullisesti, sillä yksikön kannattavuus on ollut useita keskeisiä verrokkeja parempi.

## Muiden kulujen rooli liki yhtä suuri kuin henkilöstökulujen

Koskisen liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut vuosien 2019-2023 aikana noin 13-15 %. Kulut sisältävät pääasiassa myyntirahteihin, huolintaan ja toimituksiin liittyviä kuluja ja myyntiprovisioita myyntiagenteille sekä kiinteistöjen kunnossapitokuluja. Näiden lisäksi tavanomaisia hallintoon liittyviä tietotekniikka-, konsultointi- ja hallintopalvelukuluja. Sähkön osuus kokonaiskuluista on arviomme mukaan 2-3 %, joten osuus ei ole merkittävä. Koskisen myös suojaa sähkön hintaa. Muiden kulujen suhteellista osuutta voidaan pitää melko korkeahkona, joskin toimialalle tyypillisenä tasona. Arviomme mukaan liiketoiminnan muut kulut ovat pääosin melko kiinteitä ja siten skaalautuvia kuluja.

## Tase sitoo kiinteää omaisuutta

Koskisen pitkäaikaiset varat muodostuvat pääasiassa aineellisista omaisuuseristä (Q3'24: 109 MEUR), josta suurimman osan muodostaa yhtiön tuotantolaitosten rakennukset että tuotannossa käytettävät koneet ja muu kalustoa. Loput pitkäaikaisista varoista käytännössä kattaa 34 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuserä, josta suurin osa koostuu Järvelän voimalaitoksen vuokrasopimuksen myötä tulleesta

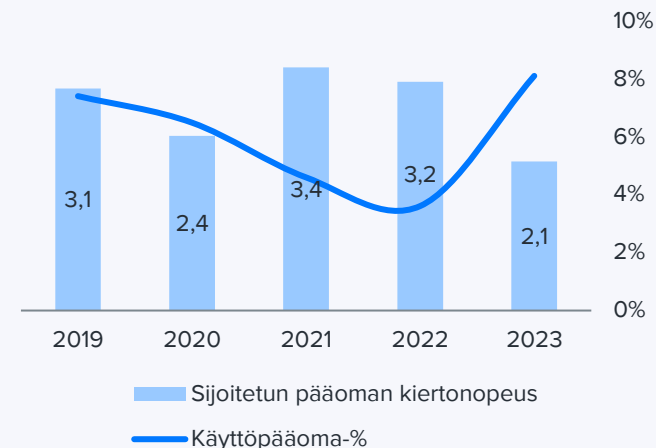
käyttöoikeusomaisuuserästä. Liikearvoa Koskisen tase ei sisällä ja muunkin aineettoman omaisuuden osuus taseesta on pieni. Emme näe Koskisen pitkäaikaisessa omaisuudessa alaskirjauriskejä.

Q3'24:n lopun taseen lyhytaikaiset varat 128 MEUR) sisältävät operatiiviseen toimintaan sitoutuvia vaihto-omaisuutta 41 MEUR sekä myyntisaamisia 32 MEUR. Vastaavasti ostovelkoja oli katsauskauden päättyessä 33 MEUR (ml. maksumenettelyn korolliset ostovelat 6 MEUR). Kassa oli Q3'24:n lopussa 32 MEUR.

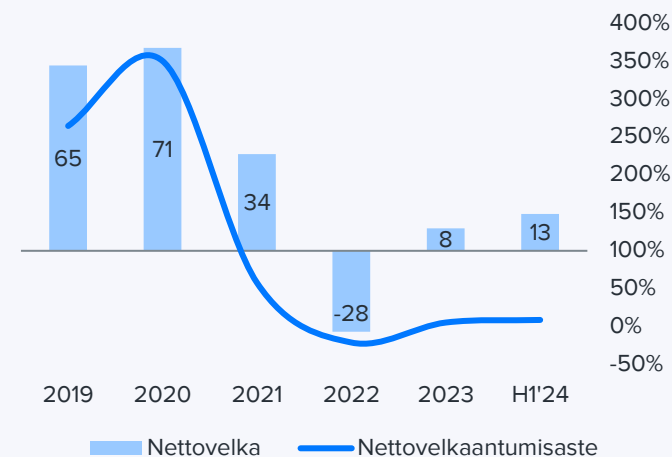
Käyttöpääoman tehokkuuden näkökulmasta myyntisaamisten kiertoaika on pyörinyt 30 päivän molemmiin puolin viimeisen 3 vuoden aikana, kun taas ostovelkojen maksu on kestänyt keskimäärin 80 päivää. Vaihto-omaisuuden kiertoaika vastaavalla ajanjaksolla on ollut 40–50 päivää. Käyttöpääomaerien kiertoaajat ovat olleet arviomme mukaan historiassa suhteellisen vakaat.

Koskisen tarjoaa puumyyjille KoskiRaha-palvelua, joka on käytännössä yhtiön ostovelkojen rahoittamiseen liittyvä työkalu. Mikäli puun myyjä haluaa lykätä puusta saatavaa maksua Koskiselta, saa myyjä korkoa rahoilleen vastineeksi. Tällä hetkellä korko 3,5 % alle 20 000 euron summille ja 4,0 % yli 20 000 euron summille. Korot ovat historiallisesti liikkuneet markkinakorkojen suuntaisesti ja arvioimme tämän jatkuvan (ts. seuraava korkoliike on luultavasti alas) KoskiRahan kokoluokka on kuitenkin pieni suhteessa taseen kokoon ja siten sen merkitys yhtiön tuloksen muodostumisen kannalta on rajallinen.

## Pääoman sitoutuminen



## Nettovelka (MEUR) ja velkaantumisaste



# Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 5/5

## Liiketoiminta sitoo pääomaa kiinteään omaisuuteen

Koskisen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yhtiölle. Yhtiön käyttöomaisuus (ml. IFRS 16 standardin mukaiset vuokratut käyttöomaisuushyödykkeet) muodosti vuonna Q3'24:n lopussa noin 50 % taseesta ja näiden omaisuuserien osuus vuotuisesta liikevaihdosta taaksepäin katsoen oli reilun 50 %. Näin ollen Koskisen liiketoiminta sijoittuu selkeästi pääomavaltaiten yhtiöiden laariin, vaikka viime vuosien merkittävien investointien takia tase lieneekin nyt pidemmän ajan keskiarvoja hieman pulskempi. Sijoittajien tulee kuitenkin varautua pidemmällä sihdillä kilpailukyvyn ylläpitämiseen ja liiketoiminnan kasvattamiseen vaadittaviin investointeihin liiketoiminnan luonne huomioiden.

Kiinteän omaisuuden lisäksi liiketoiminta sitoo operatiivista käyttöpääomaa. Käyttöpääoman osuus liikevaihdosta on ollut viime vuosina noin 4–13 %:n luokkaa. Tämä koostuu etenkin varastosta, sillä ostovelkojen ja myyntisaamisten suhde yhtiöllä on ollut selvästi positiivisella puolella (ts. ostovelat > myyntisaamiset). Kokonaisuutena liiketoiminnan käyttöpääomaintensiteetti on mielestämme noin keskitasoa Helsingin pörssin kontekstissa. Näin ollen liiketoiminnan kasvattaminen vaatii panostuksia kiinteän omaisuuden lisäksi myös käyttöpääomaan.

## Vakavarainen tase

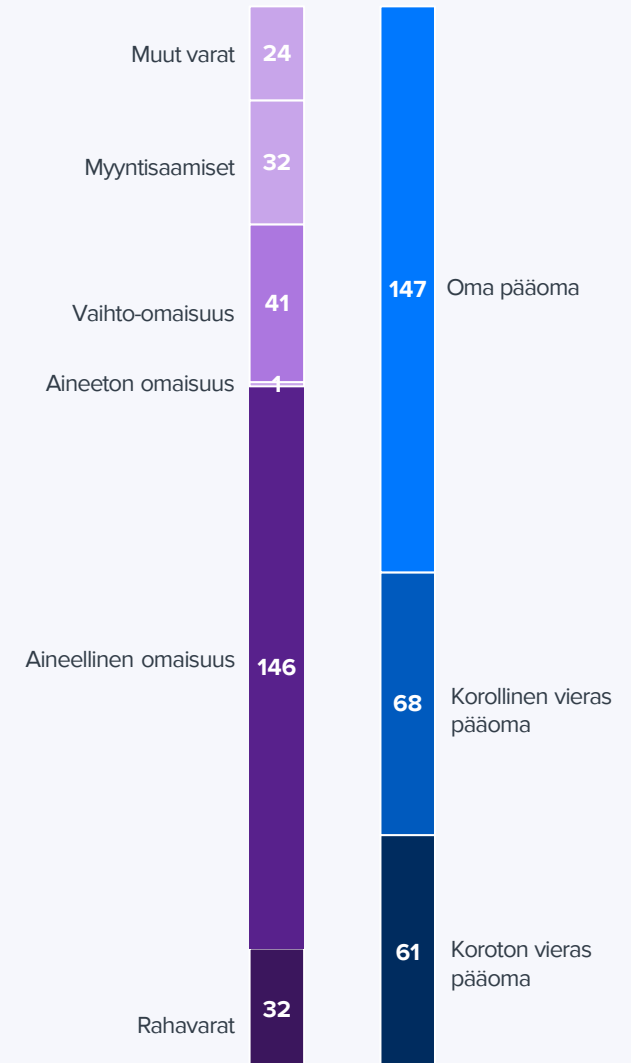
Rahavaroja Q3'24 lopun taseessa Koskisella oli noin 32 MEUR listautumisannin ja viime aikojen

pääosin hyvän tuloskehityksen ansiosta. Lisäksi mielestämme rahoitusvaroihin lukeutuvat käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat rahoitusvarat (lyhyt + pitkä aik.) noin 12 MEUR. Näin ollen Koskisen likviditeettitilanne on vahva.

Omaa pääomaa Koskisen vuoden Q3'24:n taseessa oli noin 147 MEUR. Puolestaan korollista velkaa (sis. vuokavastuuvelat ja korolliset ostovelat) oli noin 68 MEUR ja korotonta velkaa noin 61 MEUR. Näin ollen yhtiöllä oli raha- ja rahoitusvarat huomioituna Q2'24:n taseessa nettovelkaa reilu 10 MEUR. Täten yhtiön vuoden Q3'24:n nettovelkaantumisaste oli noin 17 % ja vastaavasti omavaraisuusaste oli noin 53 %.

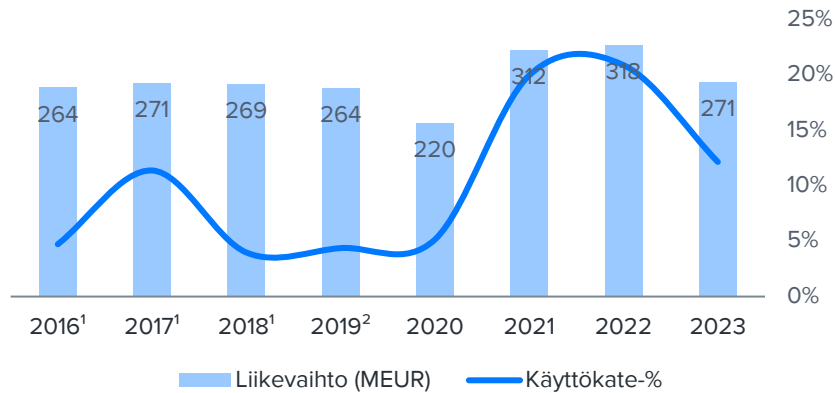
Koskisella ei ole numeerisia tasetavoitteita, mutta mielestämme Koskisen kestäisi liiketoiminnan syklisestä luonteesta huolimatta maltillista velkavipua ilman osakkeen riskiprofiiliin merkittävää kasvua. Mielestämme sopiva taso voisi olla esimerkiksi yli 45 %:n omavaraisuusaste, noin 20–30 %:n nettovelkaantumisaste ja karkeasti 1x–2x tasolla oleva nettovelka/käyttökate-suhde. Näin ollen yhtiön Q3'24:n lopun taseasema on mielestämme tukeva ja se mahdollistaa ainakin orgaanisen kasvun rahavirran ja velan turvin. Yritysjärjestelyt sen sijaan vaatisivat ainakin aivan pienimpiä ostoksia lukuun ottamatta lisää omaa pääomaa tai osakkeen käyttämistä maksuvälineenä. Lisäksi Koskisen osinkokapasiteetti on mielestämme kohtuullinen, jos yhtiö ei tee epäorgaanisia tai suurempia orgaanisia kasvuinvestointeja. Osinkotasot riippuvat kuitenkin luonnollisesti lähivuosien tuloskehityksestä.

Tase  
(Q3'24, 277 MEUR)

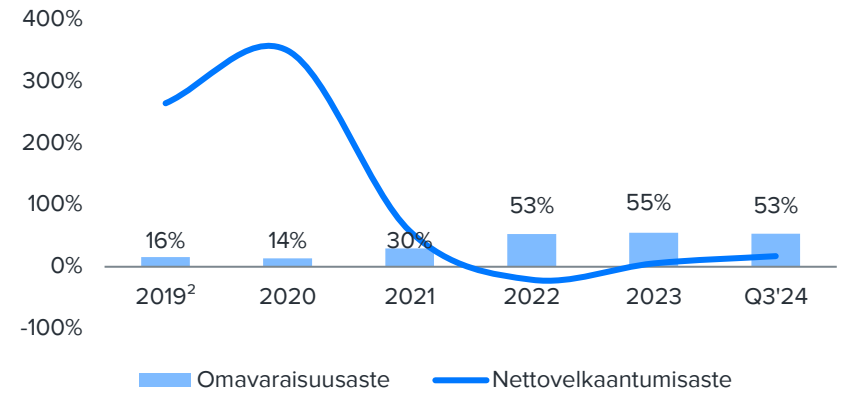


# Taloudellinen tilanne 2/2

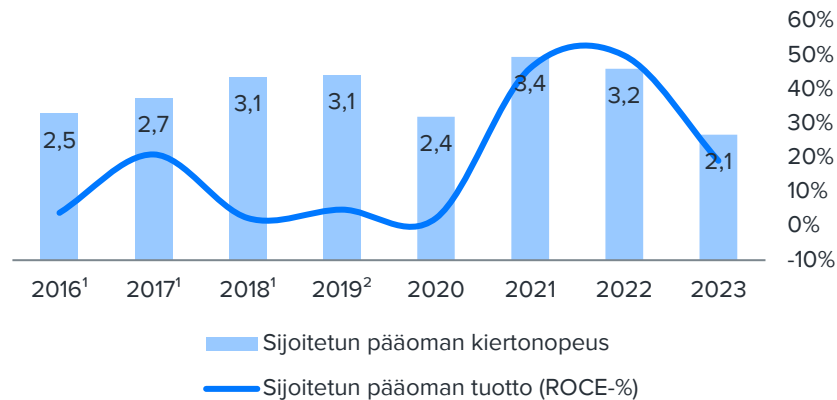
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



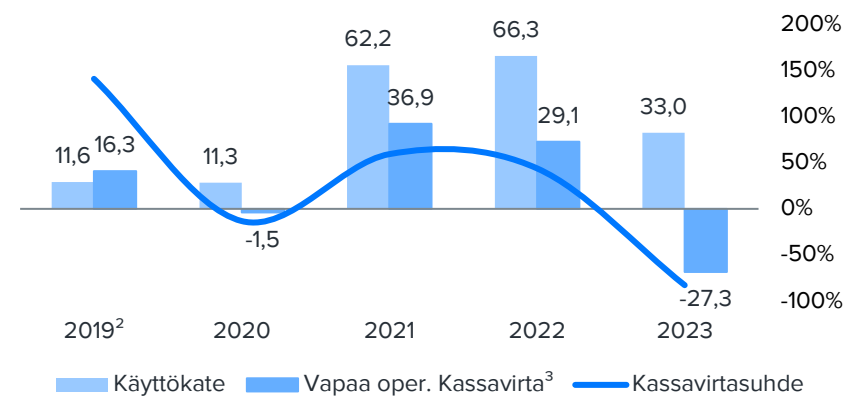
## Taseaseman kehitys



## Pääoman tehokkuus



## Kassavirran kehitys (MEUR)



Lähde: Koskisen, Inderes

<sup>1</sup>FAS-lukuja Koskitukki-konsernin tilinpäätöksistä

<sup>2</sup>FAS, <sup>3</sup>Liiketoiminnan kassavirta investointien jälkeen

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

-2018

2019  
-  
2022

2024-

## Muovautuminen puunjalostusyhtiöksi

- Fokus pitkien asiakassuhteiden vaalimisessa ja kehittämisessä
- Taloudellisen suorituskyvyn kehittäminen yli syklien
- Vuonna 2010 pakettiautojen sisustusratkaisuiden tuotannon aloittaminen Kore-brändin alla Puolassa
- Vaneri- ja lastulevyliiketoiminnot yhdistyminen Levyteollisuus-liiketoimintasegmentiksi

## Kilpailukyvyn vahvistaminen ja rakenteen selkiyttäminen

- Taloteollisuus-liiketoiminnan myyminen
- Brändiuudistus ja integroidun online-höyläyslinjan sekä Bio8-kattilan käyttöönotto Järvelässä
- Investointipäätös Järvelän uuden yksikön rakentamisesta
- Listautuminen
- Venäjän toimintojen lopettaminen

## Kasvun kiihdyttäminen ennätysinvestoinnilla

- Järvelän investoinnin hyötyjen varmistaminen
- Orgaaninen kasvu asiakasymmärryksen (ml. tuoteräätälöinti), kilpailukykyisen myynnin ja laadukkaan asiakaspalvelun avulla
- Ketterän liiketoimintamallin kehittäminen ja ylläpitäminen: nopea reagointikyky asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin
- Kireään puumarkkinaa sopeutuminen
- Investointien jatkaminen
- Vastuullisuuden edelläkävijyys pienentämällä Koskisen valmiiksi pientä hiilijalanjälkeä ja kasvattamalla sen hiilikädenjälkeä kehittämällä vastuullisempia tuotteita

## Strategian ydinkohdat ja haasteet

### Toteutunut

- Konsernirakenteen selkiyttäminen
- Suurininvestointi kapasiteettia tuovaan ja tehokkuutta parantavaan Järvelän uuteen sahayksikköön ja pienemmät investoinnit tuotantolinjojen osiin oman kilpailukyvyn vahvistamiseksi
- Onnistunut pääomien kerääminen listautumisannilla
- Erittäin vahvat tulosvuodet 2021-2022

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Järvelän investoinnin loppuunsaattaminen ja investoinnin hyötyjen varmistaminen
- Vaihteleviin taloussuhdanteisiin ja Suomen kireään puumarkkinaa sopeutuminen
- Uusien tuotteiden, räätälöinnin ja asiakaspalvelun kehittäminen
- Levyteollisuuden investointiohjelman aloittaminen
- Mahdollinen investointi uuden tuotteen tuotantoon
- Konsolidaatiomahdollisuuksien kartoittaminen etenkin Sahateollisuudessa

### Seuraavat 5 vuotta

- Korkeamman lisäarvon tuotteiden kehittäminen ja myynti
- Asiakassuhteiden laadukas ylläpito
- Tuoteportfolion kehittäminen orgaanisesti sekä yritysostoin
- Levyteollisuuden investointiohjelman viimeistely ja mahdollisen uutta tuotetta valmistavan linjan investoinnin hyötyjen ulosmittaus
- Asiakaskuntaa laajentavat, kapasiteettia kasvattavat ja synergistiset yritysostot todennäköisesti Sahateollisuudessa

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Koskisen strategian painopistealueet



### Arvon luominen asiakkaille

Koskisen panostaa korkealaatuisiin ja räätälöityihin tuotteisiin, asiakaslähtöiseen palveluun ja innovatiivisiin ratkaisuihin.



### Nykytoiminnan kehittäminen

Koskisen pyrkii vahvistamaan tehtaidensa kilpailukykyä ja erottautumista, tuotekehitystä sekä ottamaan uudet avaukset käyttöön tehokkaasti



### Rohkeiden askeleiden ottaminen

Koskisen suunnittelee ja valmistautuu mahdollisiin yritysostoihin ja investointeihin.



### Vastuullisuuden ja kestävän kehityksen edistäminen

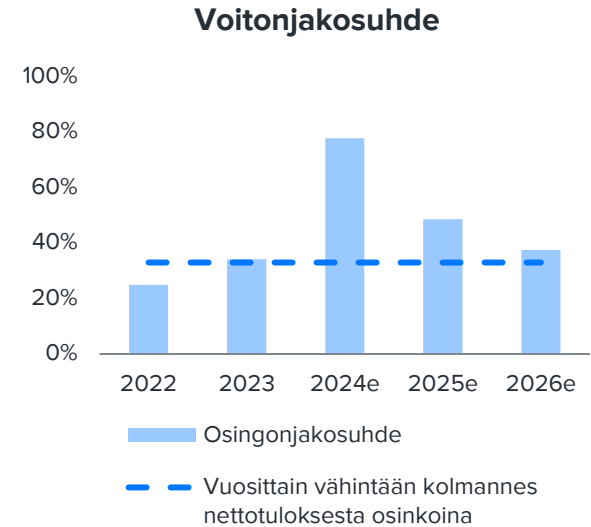
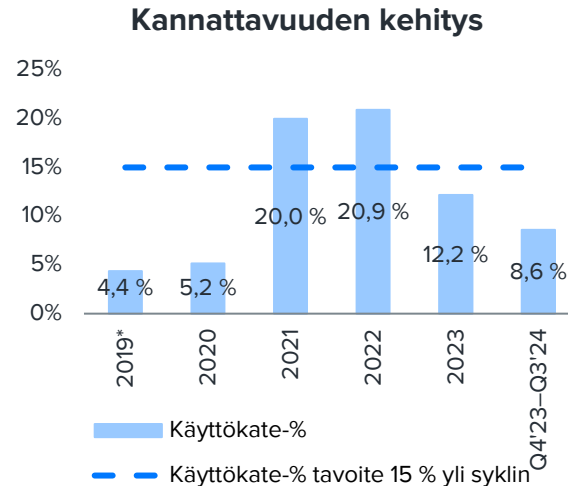
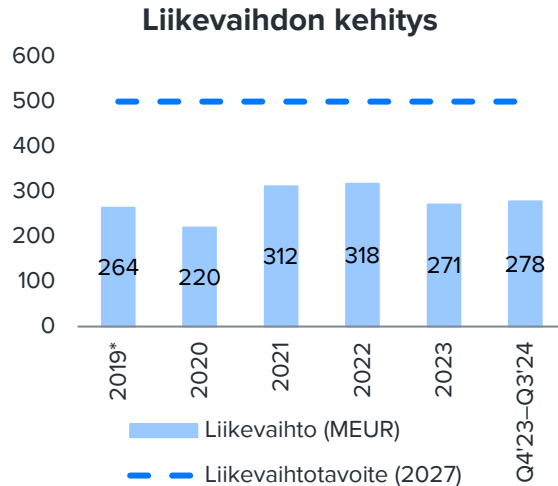
Koskisen huomioi toiminnassaan luonnonvarojen viisaan käytön, pyrkii hillitsemään ilmaston muutosta sekä investoi kestäviin biotalouden ratkaisuihin

## Inderesin kommentit Koskisen strategisista painopistealueista

- Koskisella ei mielestämme ole Suomen korkea tuotannon kustannustaso huomioiden kestäviä kustannusetuja, vaikka yhtiön tehtaat (etenkin Järvelän uusi sahalinja) ovatkin sinällään tehokkaita. Näin ollen laatuun, räätälöintiin ja innovatiivisiin ratkaisuihin keskittyminen on mielestämme yhtiölle looginen ja lähes ainoa vaihtoehto toimialan keskimääräisiä tasoja paremman kannattavuuden saavuttamiseksi.
- Asiakasarvon luonnin osalta keskeistä on myös tuotannon jalostusarvon asteittainen hilaaminen ylöspäin esimerkiksi jalostuksen, Kore-tuotteiden ja täysin uusien puutuotteiden avulla.
- Arviomme mukaan nykyisen liiketoiminnan kehittäminen sisältää kaupallisen puolen ja tehtaiden tuotanto-tehokkuuden kehittämisen (ml. mm. Levyteollisuuden investoinnit).
- Tehokkuuden osalta Järvelän vielä ylösajon lopulla olevassa sahalinjassa on merkittävää parannuspotentiaalia eikä investoinnin hyötyjä ole vielä nähty tuloslaskelmassa täysin.
- Kaupallisella puolella yhtiön pitää onnistua myymään etenkin Järvelän uutta ja edelleen mahdollisesti kasvavaa kapasiteettia ja myös muita nykytuotteita enenevässä määrin markkinoille kannattavasti
- Yhtiö tarkastelee mahdollisia yritysjärjestelyjä etenkin Sahateollisuudessa Suomessa sekä Levyteollisuudessa orgaanisia investointimahdollisuuksia.
- Sahateollisuudessa selkeästi isompaan mittakaavaan kasvattava, ilman suurempia päällekkäisyyksiä oleva ja kulusynergioita (etenkin puunhankinta) tuova yritysjärjestely Suomessa voisi olla järkevää. Kore-segmentissä yritysostoilla on mahdollisuus luoda arvoa segmentin liiketoimintojen arvioitu hyvä pääomantuotto kyky huomioiden.
- Rohkeat askeleet tulevat luultavasti vaatimaan merkittäviä pääomia, mikä edellyttää yhtiöltä vahvan taseen säilyttämistä
- Metsien käyttöön liittyy kasvavia paineita eri sektorilta, minkä takia metsäteollisuuden yleisen hyväksyttävyyden varmistaminen edellyttää järkevää raaka-aineen käyttöä.
- Koskisen tuotteet ovat selvästi hiilinegatiivisia ja siten ilmastonmuutosta hillitseviä, mikä antaa yhtiölle poikkeuksellisen hyvät lähtökohdat vastuullisuustrendistä hyötymiseen
- Vastuullisuuteen panostus tulee vaatimaan yhtiöltä myös investointeja, mutta osa näistä avanee myös uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Koskisen taloudelliset tavoitteet



### Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet



**Kasvu:** Liikevaihto 500 MEUR sisältäen sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun



**Kannattavuus:** Keskimäärin 15 %:n käyttökatemarginaali yli syklin



**Tase:** Vahvan taseen säilyttäminen



**Voitonjako:** Houkutteleva osinko – vuosittain vähintään kolmannes nettotuloksesta

### Inderesin kommentit tavoitteista

- Liikevaihtotavoitteen saavuttaminen vaatisi merkittävää epäorgaanista kasvua. Arviomme mukaan yritysjärjestelyjen tulisi ohjautua sahateollisuuden suurimpiin toimijoihin Suomessa, jotta teollinen logiikka (kapasiteetin kasvu, asiakaskunnan laajentuminen ja synergiat) ja mittakaava olisi sopiva.
- Kannattavuustavoite on haastava toimialakontekstiin ja yhtiön historiaan suhteutettuna. Etenkin sahateollisuudessa kannattavuustasot ovat rakenteellisesti matalat ja hyvin volatiilit. Lisäksi levyteollisuudessa erittäin harva toimija on kyennyt ulosmittamaan yli 15 %:n käyttökateetta yli syklisen. Näin ollen pidämme tavoitetta varsin haastavana saavutettavaksi.
- Liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden taseen vahvana pitäminen on kriittistä rahoitusriskien hallitsemiseksi. Mielestämme yhtiön maltillisesti nettovelallinen nykytase kuitenkin täyttää jo tasetavoitteen kirkkaasti ja antaa yhtiölle reserviä ainakin orgaanisiin kasvuinvestointeihin.
- Voitonjakotavoite mahdollistaa kasvuinvestoinnit, mikäli houkuttelevia mahdollisuuksia ilmenee. Joustava tavoite antaa myös liikkumavaraa.

# Ennusteet 1/5

## Ennustemalli

Mallinamme Koskisen liikevaihdon lyhyen ja keskipitkän ajan kehitystä liiketoimintasegmenttien arvioidun volyymikasvun, lopputuotteiden ennustetun keskihintakehityksen ja yksikkökustannusten ennusteiden pohjalta. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme myös konsernin myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioihimme markkinan pidemmän aikavälin kasvuvauhdista, Koskisen markkinaosuuden kehityksestä ja Koskisen kestävästä kannattavuustasosta (vrt. yhtiön historiallinen track-record sekä arviomme yhtiön kannattavuuspotentiaalista).

## Makrotalouden näkymä

Koskisen päämarkkina-alueilla Euroopassa ja Suomessa talouskasvu on ollut hyvin vaikeaa vuonna 2024, kun keskuspankkien inflaation taltuttamiseksi tekemät koronnostot sekä geopoliittinen epävarmuus ovat kuristaneet taloudellista aktiviteettia sekä yksityisen kulutuksen että investointien osalta. Etenkin Koskiselle tärkeä rakentaminen on kärsinyt länsimaissa korkojen noususta rankasti ja rakentamisen sakkauksen on arvioitu johtavan asuntopulaan Atlantin molemmin puolin myöhemmässä vaiheessa.

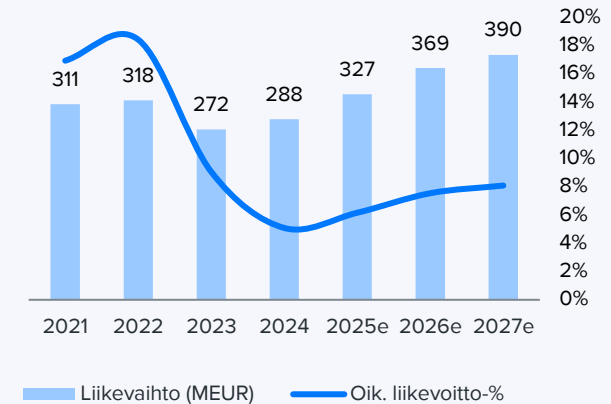
Positiivista kuitenkin on, että läntisten keskuspankkien toimet ovat saaneet inflaation taittumaan, mikä on mahdollistanut korkojen laskut

jo tänä vuonna. Markkinat odottavat korkojen laskun myös jatkuvan, minkä pitäisi aikanaan herätellä sekä kulutus- että investointikysyntää ja näitä reittejä pitkin myös rakentamista normaalin taloudellisen suhdannekierron mukaisesti. Tämä toki vaatii, että geopoliittinen tilanne ei eskaloitu nykyisestä jo valmiiksi jännittyneestä tilanteesta.

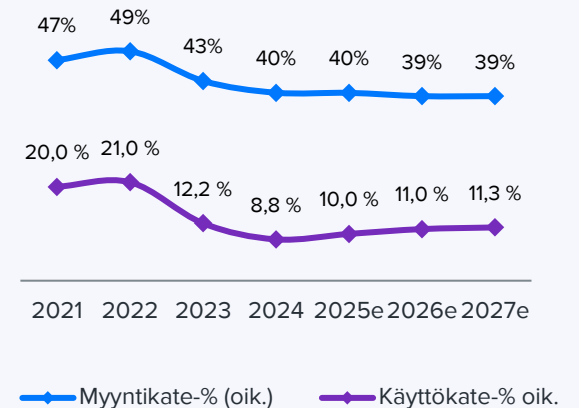
Japanissa Euroopan kaltaista inflaatio- ja korko-ongelmaa ei ole ollut, mutta pidempään jatkuneen heikon talouskehityksen takia rakentamisen kysyntä saarella on myös ollut heikokko. Japanissakin seuraavan käänteen odotetaan kuitenkin olevan yläsuuntainen.

Ekonomisten odotuksissa on, että Suomessa ja Euroopassa talous kääntyy vuosien 2025-2026 aikana hitaaseen 1-2 %:n kasvuun. Myös Japanissa kasvun odotetaan olevan hidasta karkeasti 1 %:n tasoa. Jälkisykliselle rakentamiselle vuoden 2025 alkupuoli tulee todennäköisesti olemaan vielä hankala, mutta koronlaskujen toteutuessa ja suhdanteen asteittain parantuessa odotamme rakentamisen toipuvan muun talouden mukana etenkin H2'25:n aikana. Logistiikkasektorin ajamassa Levyteollisuudessa kehityskaari on mielestämme jokseenkin samansuuntainen, sillä esimerkiksi Volvo odottaa rekkamarkkinan olevan suunnilleen vakaa ensi vuonna. Sekä Sahateollisuudessa että Levyteollisuudessa arvoketjujen varastot ovat käsityksemme mukaan alhaiset, joten myönteisen käänteen alkuvaiheessa varastojen normalisointi voisi arviomme mukaan tukea ainakin lievästi ja väliaikaisesti kysyntää sekä hinnoittelua molemmissa segmenteissä.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Myyntikate-% ja oik. liikevoitto-%





# Ennusteet 2/5

Suomen puumarkkinan odotamme pysyvän erittäin kireänä lähivuodet, kun sekä kemiallisen että mekaanisen metsäteollisuuden tuotanto toipuu suhdanteen mukana eikä tarjonta kasva oleellisesti. Odotamme kapasiteetin sulkemisten kuitenkin rajoittavan puun hinnan nousun kulmakerrointa ennustehorisontilla.

Koskisen perusskenaario ennusteemme perustuvat ylläkuvattuun globaalin talouden ja päämarkkina-alueiden makronäkymään lähivuosille. Makrotalouden tilanne on kuitenkin inflaation taittumisesta ja koronaskujen todennäköisestä jatkumisesta huolimatta varsin hauras, mitä osaltaan korostaa myös geopoliittisen tilanteen luultavasti pitkäaikaisesti kasvanut epävarmuus. Lisäksi tuleva USA:n presidentti Donald Trump voi sekoittaa todennäköiseen tulleeineen globaalia taloutta ja globaaleja tavaravirtoja. Näin ollen makrotalouteen liittyvät ennusteriskit ovat edelleen tuntuvat, vaikka vuoden 2024 aikana epävarmuus kuitenkin on mielestämme laskenut keskuspankkien saatua inflaation haltuun.

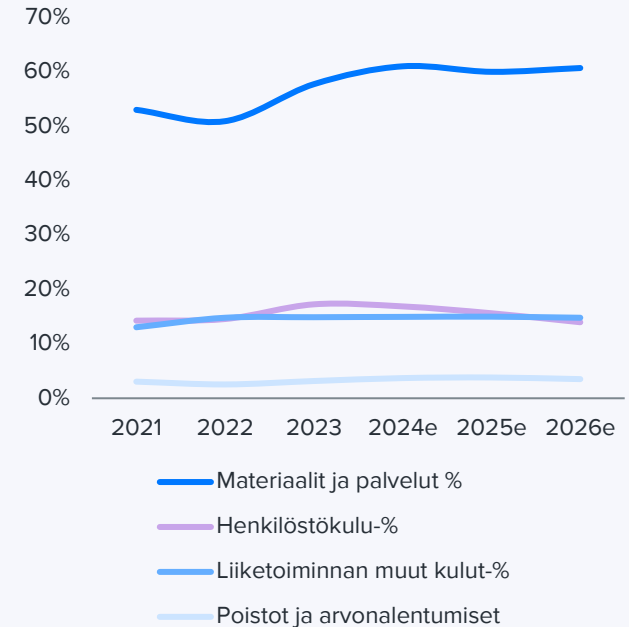
## 2024: Q4:lta on tuskin ihmeitä luvassa

Koskisen ohjeisti tilinpäätöksensä yhteydessä kuluvalle vuodelle liikevaihdon kasvua ja 8-12 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Vuosi on sujunut näiden askelmerkkien mukana, sillä yhdeksän kuukauden jälkeen yhtiön liikevaihto on kasvanut 3 % vertailujaksosta ja oikaistu käyttökatemarginaali on ollut 9 %. Tulos laski H1:llä selvästi varsin hyvistä vertailuluvuista, mutta suunta kääntyi Q3:lla vertailulukujen heikennyttyä.

Kasvu on tullut Sahateollisuudesta, jossa Järvelän uuden linjan mahdollistama volyymikasvu ja lievän hintojen nousu ovat tukeneet myyntiä. Sahateollisuuden kannattavuus (1-9/2024 oik. EBITDA-% 4 %) on kuitenkin pysynyt heikkona kireän raaka-ainemarkkinan takia. Myöskään Järvelän investoinnit tehokkuushyödyt eivät ole vielä tukeneet lukuja. Levyteollisuudessa kysyntä on ollut Q3:n loppua lukuun ottamatta melko hyvää ja hinnat vakaita kireän tarjontatilanteen takia, mutta volyymikasvun puute ja kireä raaka-ainemarkkina on rokottanut kannattavuutta. Levyteollisuuden kuluvan vuoden 9 kuukaudelta saavuttama 14 %:n oikaistu käyttökatemarginaali on mielestämme kuitenkin suhdannetilanteeseen peilattuna vielä hyvä, mikä menee tuntuilta osin sotapohjaisen tarjontahäiriön piikkiin.

Q4:lla Koskisen markkinatilanne on arviomme mukaan pysynyt nihkeänä, sillä rakentaminen ei ole elpynyt. Myös koivuvanerisegmentissä kysyntä on heikentynyt loppuvuotta kohti. Puun hinta nousee edelleen ainakin tuloslaskelmasta tarkasteltuna ja loppuvuodelle osuu vähintään jouluseisokkeja, joiden lisäksi Levyteollisuudessa voi olla myös markkinapohjaisia tuotannon rajoituksia. Sen sijaan Järvelästä pitäisi tulla Sahateollisuuteen jo tehokkuushyötyjä. Kausiluonteisesti Q4 on Sahateollisuuden ytimelle vaisu, mutta lämmityskauden alkaminen tukenee sivutuotemyyntiä. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme Koskisen liikevaihdon kasvaneen Q4:lla 14 % 78 MEUR:oon ja oikaistun käyttökateen nousseen 17 % 6,2 MEUR:oon Sahateollisuuden (ts. kasvu ja tehokkuus) ajamana.

## Myyntikatteen ja kuluerien suhteelliset osuudet liikevaihdosta



# Ennusteet 3/5

Odotamme siis Koskiselta koko vuodelta 6 %:n liikevaihdon kasvua ja 8,6 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia, mitkä ovat linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Koko vuoden liikevoiton odotamme olleen 13 MEUR poistojen kasvettua etenkin H2:lla. Lievästi kohoavien rahoituskulujen ja normaalin veroasteen jälkeinen EPS:n ennusteemme on 0,37 euroa (-58 % vs. 2023).

Vapaan rahavirran arvioimme jääneen pakkaselle heikommaksi poistoja suurempien investointien (etenkin Järvelän tukkikenttä) sekä Sahateollisuuden volyymikasvun aiheuttaman käyttöpääoman sitoutumisen takia. Vuoden lopussa Koskisen omavaraisuusaste on ennusteillamme 54 % ja nettovelkaantumisaste 18 %, joten yhtiön tase on pysynyt vahvana. Osinkoennusteemme on hieman viime vuotta alempi 0,25 eurossa, sillä tulosvuosi 2024 jää vaisuksi ja arvioimme yhtiön mieluummin säästävän pääomiaan kasvustrategian toteutukseen (ml. esim. Levyteollisuuden investointiohjelma) kuin voitonjaon ylläpitoon.

Olemme laskeneet markkinapohjaisista syistä Q4:n tulosenusteitamme hieman.

## 2025: Tulokäänteen jatkamiselle on mielestämme edellytykset

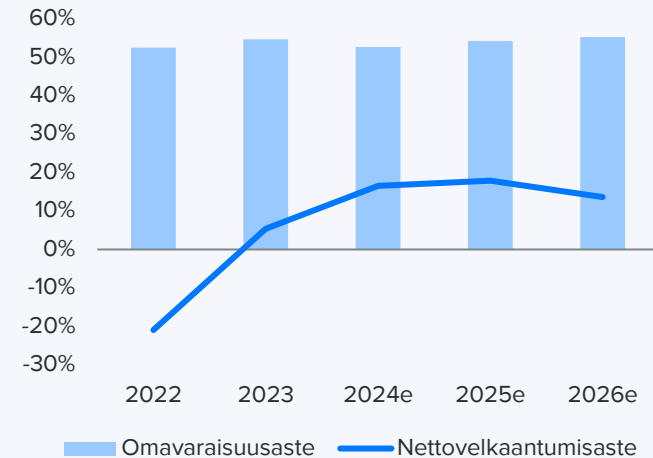
Odotamme Koskisen kysyntäympäristön pysyvän Sahateollisuudessa vaisuna H1'25:lla ja paranevan loppuvuotta kohti päämarkkinoiden makrotalouden mukana. siten yhtiön myyntiorganisaatiolla on täysi työ Järvelän lisäkapasiteetin myynnissä hyvään hintaan. Sahatavaramarkkinan hintatasojen osalta näemme kehittyvän vuoden 2024 tavoin lievän positiivisesti,

sillä monet pelurit ovat nykyisellä hinta- sekä kustannustasolla kannattavuusrajoilla ja siten pakotettuja rajoittamaan tuotantoaan. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme Sahateollisuuden myynnin kasvavan vuonna 2025 etenkin volyymien ja myös hintojen ajamana 19 % 169 MEUR:oon. Sahateollisuuden kannattavuuden arvioimme parantuvan 4 %-yksikköä 8 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin, kun Järvelän sahan ja uuden puunkentän investointien tehokkuushyödyistä valtaosa tulee läpi. Sahateollisuuden marginaaliparannusta rajoittaa kuitenkin arvioimme mukaan edelleen ensi vuonna jatkuva tukkipuun hinnan nousu, jonka myötä sahasegmentin historiallisen heikko lopputuotehintojen ja raaka-ainekustannusten suhde ei oleellisesti parane.

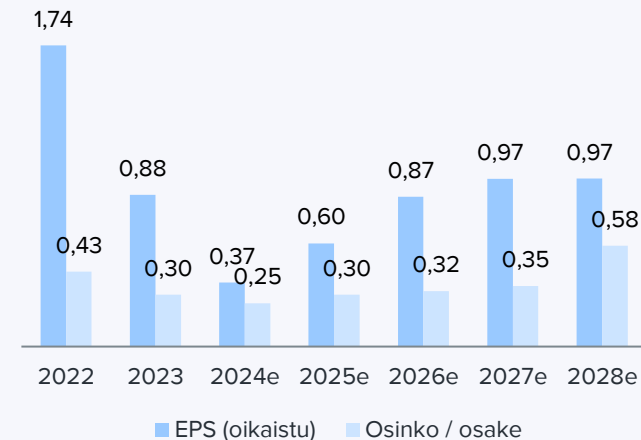
Levyteollisuudessa tilanne on hyvin kaksijakoinen. Arvioimme mukaan Venäjän koivuvanerin tarjonta pysyy pääosin poissa Euroopan markkinoilta myös ensi vuonna, mutta kysynnän selkeämpi piristyminen voi jäädä loppuvuoteen. Lisäksi koivutukin korkea ja mahdollisesti yhä kohoava keskihintataso pitää kulutasoa ylhäällä. Lastulevysegmentin odotamme käyttäytyvän suunnilleen Sahateollisuuden kaltaisesti ja Koren pitäisi kasvaa arvioimme mukaan selvästi uuden kapasiteetin valmistumisen ansiosta.

Näitä tekijöitä ja Koren kasvua peilaten odotamme Levyteollisuuden volyymien kasvavan vuonna 2025. Keskihintojen arvioimme nousevan lievästi, mutta kysyntä ei arvioimme mukaan mahdollista ensi vuonna voimakkaita hintojen korotuksia päällä olevasta tarjontahäiriöstä sekä korkeasta kulutasosta huolimatta. Näin ollen arvioimme

## Taseaseman kehitys



## Osakekohtainen tulos- ja osinko



# Ennusteet 4/5

Levyteollisuuden liikevaihdon kasvavan 8 % 158 MEUR:oon volyymivetoisesti. Levyteollisuuden kannattavuuden taas arvioimme pysyvän vakaana 13 %:n oikaistussa EBITDA-%:ssa, sillä koivutukin kallistuminen tasapainottaa kasvun tulosvivun.

Konsernitason käyttökateen ennusteemme (ei kertaeriä) vuodelle 2025 on 33 MEUR, mikä vastaa 10 %:n EBITDA-%. Käyttökatearvioimme yhtiön tuloksen paranevan volyymikasvun ja tehokkuushyötyjen reilut 30 % suhteessa edellisvuoteen. Vuonna 2025 Koskisen poistot kasvavat, kun Järvelän uutta sahalinjaa poistetaan täyttä vauhtia läpi vuoden ja myös poistot uudesta tukkikentästä alkavat alkuvuodesta. Liikevoittoennusteemme kuitenkin kohoaa vivulla suhteessa käyttökateeseen. Koskisen rahoituskulut ovat lievästi negatiivisia vuonna 2025 vahvan taseen ansiosta ja veroprosentti on tavanomaisella tasolla 20 %:ssa. Näin ollen EPS:n ennusteemme on 0,60 eurossa. Osinkoa ennustamme Koskisen maksavan vuoden 2025 tuloksesta 0,30 euroa osakkeelta voitonjakopolitiikkaa heijastellen.

Rahavirran puolella volyymikasvusta johtuva käyttöpääoman nousu jättää ennusteessamme rahavirran suhteessa hieman vaisuksi käyttökateeseen nähden (vrt. maksetut korot ja verot vastaavat tuloslaskelmaeriä). Sen sijaan taas investoinnit putoavat vuosien 2021-2024 korkeista tasoista, vaikka yhtiö investoi ylläpidon lisäksi Levyteollisuuteen ensi vuonna 12 MEUR. Pidämme kuitenkin orgaanisien (ja epäorgaanisien) investointien kiihtymistä mahdollisena, mutta lisäämme niitä ennusteisiimme sekä investointien että kasvu- ja tulosennusteiden puolelle yhtiön suunnitelmien tarkentuessa. Nettovoiton ja

positiivisen vapaan rahavirran ansiosta Koskisen tase pysyy vahvana.

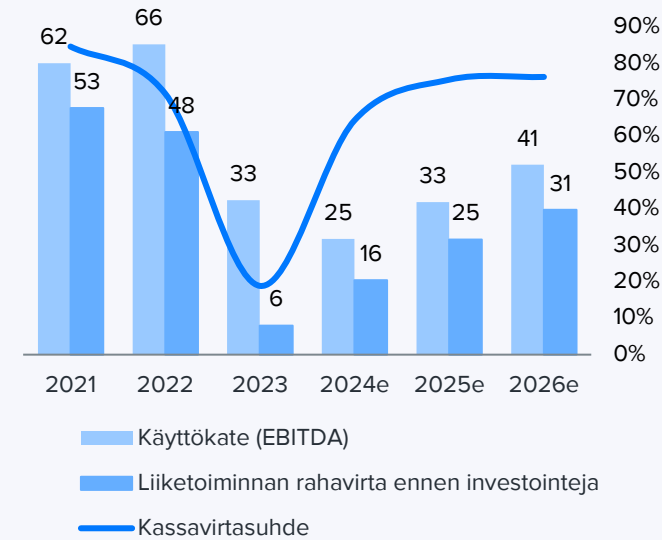
Olemme leikanneet hieman yhtiön tulosennusteitamme etenkin Levyteollisuudessa, sillä markkinatilanteen sekä koivutukin hinnan kehitys on ollut viime aikoina hieman odotuksiamme vaisumpaa.

## Vuosina 2026-2027 markkinatilanne voisi olla vihdoin normaalimpi

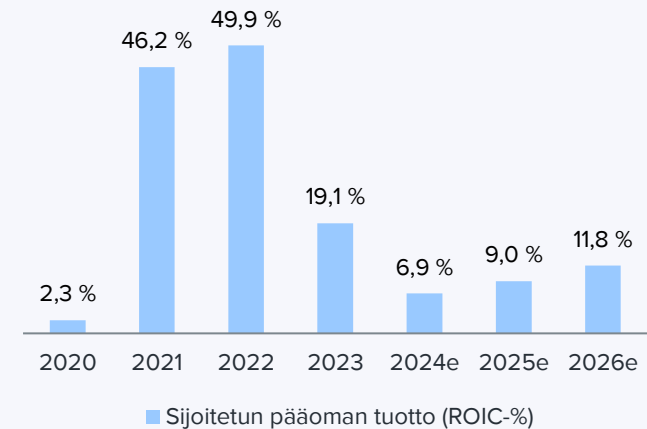
Vuoteen 2026 Koskisen pääsee lähtemään arviomme mukaan paranevassa suhdannetilanteessa. Odotamme myös Venäjän tarjonnan olevan edelleen poissa Euroopan markkinoilta, mikä kiristää Levyteollisuuden koivuvanerimarkkinoita Euroopassa, vaikka asiakasteollisuuksilla on toki ollut jo aikaa sopeutua tilanteeseen. Levyteollisuudella pitäisi olla vuonna 2026 hieman nykyistä enemmän kapasiteettia käytössä investointien ansiosta. Toisaalta tukkien raaka-ainemarkkina pysynee kireänä Suomessa.

Ennustamme Koskisen liikevaihdon kasvavan 13 % 369 MEUR:oon vuonna 2026 ja 6 % 390 MEUR:oon vuonna 2027. Kasvu tulee arviomme mukaan etenkin molempien liiketoimintojen volyymeistä. Odotamme Järvelän investoinnin mahdollistaman volyymikasvun jatkuvan ja myös hintojen nousevan hieman toipuvan rakentamisen kysynnän myötä. Levyteollisuudessa suhdanteen toipuminen ja investointien mahdollistama lisäkapasiteetti heijastuu arviomme mukaan sekä volyymeihin että hintoihin. Kasvu mahdollistaa koivutukin korkeasta hinnasta huolimatta Koskiselle lievän marginaaliparannuksen näiden vuosien ennusteissamme.

## Kassavirran kehitys (MEUR)



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



# Ennusteet 5/5

Vuosina 2026-2027 ennustamme Koskisen oikaistun käyttökateen asettuvan noin 41-44 MEUR:oon ja tulostasot vastaa noin 11 %:n käyttökatemarginaalia. Ennusteessamme molemmat yksiköt parantavat kannattavuuttaan hieman. Odotamme Levyteollisuuden kannattavuuden pysyvän rakenteellisesti Sahateollisuutta korkeampana, vaikka emme uskokaan Levyteollisuuden yltävän sodan alkuvaiheen (ts. vuodet 2022-2023) korkeille kannattavuustasojille lähivuosina lähinnä raaka-ainehinnoista johtuen.

Kannattavuusennusteemme ovat kuitenkin yhtiön tavoitteiden alapuolella ja niihin jää myös positiivinen yllätysriski, jos Levyteollisuus pystyisi palaamaan markkinahäiriöiden jatkumisen myötä huippuvuosien kannattavuustasojille ja/tai syklin toipuminen nostattaisi Sahateollisuuden kannattavuuden korkeasuhdanteelle tyypilliselle kaksinumeroiselle tasolle. Negatiiviset riskit taas liittyvät raaka-ainekustannusten tasoon, taloustilanteeseen ja Levyteollisuuden normaalin markkinaolosuhteiden kannattavuustasoon.

Ennustamme Koskisen poistojen kasvavan asteittain kohti 14 MEUR:n tasoa, rahoituskulujen olevan maltillisia (ts. alle 1 % liikevaihdosta) ja veroasteen noin 20 % vuosina 2026-2027. Siten ennustamme EPS:n asettuvan vuosina 2025-2026 kohtuullisen operatiivisen tuloksen myötä 0,87-0,97 euroon ja voitonjaon 0,32-0,35 euroon osakkeelta

Kasvu tulee sitomaan luultavasti hieman käyttöpääomaa, mutta arviomme mukaan Koskisen liiketoiminnan rahavirran olevan vuosina

kohtuullisella tasolla 31-36 MEUR:ssa. Investointien sen sijaan ennustamme pysyvän hieman poistoja korkeampana (vrt. Levyteollisuuden investointiohjelma) ja olevan 15-17 MEUR:ssa. Ennusteillamme Koskisen tase pysyy vahvana.

Ennusteemme eivät toistaiseksi sisällä Koskisella harkinnassa olevaa investointia uutta tuotetta valmistavaan tuotantolinjaan, sillä hankkeen toteutumisen todennäköisyys ei arviomme mukaan ylitä selvästi 50 % tällä hetkellä, eikä suunnitelmasta ole julkaistu mallintamiseen tarvittavia tietoja. Tämä olisi arviomme mukaan kymmenissä miljoonissa mitattava investointiprojekti ja toteutuessaan hanke vaikuttaisi merkittävästi yhtiön vuosikymmenen loppupuolen kasvu- ja tulosennusteisiimme.

Nostimme tulosennusteitamme lievästi vuosille 2026-2027 Levyteollisuuden odotuksiamme piirun suurempaan investointiohjelmaan liittyen.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

Odotamme Koskisen pidemmän aikavälin orgaanisen kasvunäkymän olevan terve, kun ympäristötietoisuus ja puurakentamisen suosio kasvaa tulevaisuudessa. Odotamme isossa kuvassa yhtiön kykenevän noin globaalien talouskasvun tasoiseen liikevaihdon kasvuun, mikä tarkoittaa pitkällä aikavälillä 2-3 %:n kasvua. Huomautamme kuitenkin, että vuositason muutokset voivat olla erittäinkin voimakkaita riippuen talouden ja rakentamisen syklien vaiheista. Ennusteemme eivät sisällä yritysjärjestelyjä vaan pohjautuvat orgaaniseen kasvuun.

Odotamme Koskisen kykenevän pitkällä aikavälillä noin 9-11 %:n käyttökatemarginaaliin yhtiön toimialojen arvioimaamme kireää pitkän aikavälin kilpailudynamiikkaan ja yhtiön vielä rajallisia syklien ylittäviä näyttöjä peilaten. Tämä vastaa 5,6-7,5 % liikevoittomarginaalia. Vuositasolla kannattavuus voi kuitenkin heilua selvästi ja ennusteemme heijastelevan arviotamme normaalisoidusta kannattavuudesta yli syklien. Terminaalin liikevoittomarginaalin ennuste on konservatiivinen 5,6 %, jolla yhtiön terminaalin pääoman tuotto vastaa karkeasti pääoman kustannusta. Terminaalin suhteen olemme vielä varovaisia ennen kuin Koskisen saa kerrytettyä kannattavuudesta vahvempaa track-recordia erityyppisissä markkinatilanteissa ja yli ajan.

Pääomatarpeiden osalta investointitarpeet (ml. IFRS 16 erät) odotamme olevan pidemmällä sihdillä noin 3-5 %:n luokkaa liikevaihdosta. Tämä perustuu oletukseen, jossa kasvu pitkällä aikavälillä on noin markkinan mukaista. Näin ollen aggressiivisemmän kasvun hakeminen suuremmilla tai uusiin tuotteisiin kohdistuvilla investoinneilla heijastuisi sekä investointi- että kasvuennusteisiimme. Koskisen nettokäyttöpääomatarpeiden odotamme olevan noin 13-14 % liikevaihdosta pidemmällä aikavälillä. Emme siis odota merkittäviä muutoksia pääomatarpeissa suhteessa yhtiön historiaan toimialojen lainalaisuudet huomioiden. Koskisen taseen arviomme pysyvän korkeintaan maltillisesti nettovelallisenä ilman suurempia orgaanisia tai epäorgaanisia kasvuhankkeita. Pitkän ajan veroasteen ennusteemme on 20 % Suomen yritysveroastetta peilaten.

# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>318</b>	<b>73,2</b>	<b>73,9</b>	<b>55,5</b>	<b>68,7</b>	<b>271</b>	<b>63,7</b>	<b>77,8</b>	<b>67,8</b>	<b>78,3</b>	<b>288</b>	<b>327</b>	<b>369</b>	<b>390</b>
Sahateollisuus	166	32,1	29,6	24,9	35,8	122	29,0	47,2	23,9	41,7	142	169	185	189
Levyteollisuus	152	41,1	44,2	30,6	32,9	149	34,7	30,6	43,9	36,7	146	158	185	201
Muut / Eliminoinnit	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
Poistot	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
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
<b>Käyttökate</b>	<b>66,3</b>	<b>12,6</b>	<b>13,8</b>	<b>1,3</b>	<b>5,3</b>	<b>33,0</b>	<b>5,5</b>	<b>9,4</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>24,7</b>	<b>32,6</b>	<b>40,6</b>	<b>44,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,1	-2,0	-2,1	-2,3	-2,3	-8,6	-2,4	-2,5	-3,2	-3,2	-11,3	-13,0	-13,4	-13,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>58,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>24,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>13,5</b>	<b>19,6</b>	<b>27,2</b>	<b>30,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>58,2</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>24,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>13,4</b>	<b>19,6</b>	<b>27,2</b>	<b>30,6</b>
Sahateollisuus (EBITDA)	41,6	1,6	1,6	-1,0	1,0	3,3	0,7	1,6	1,7	2,0	5,8	12,8	16,5	17,7
Levyteollisuus (EBITDA)	29,3	9,8	12,2	2,6	4,7	29,3	5,3	8,1	1,8	4,3	19,5	21,1	25,4	28,1
Muut / Eliminoinnit	-4,3	1,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,1	-0,6	-1,3	-1,3	-1,5
Poistot	-8,1	-2,0	-2,1	-2,3	-2,3	-8,6	-2,4	-2,5	-3,2	-3,2	-11,3	-13,0	-13,4	-13,7
Oikaisuerät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-0,7	-2,7	-2,3	-2,2	-2,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>57,8</b>	<b>10,3</b>	<b>12,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>24,0</b>	<b>2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>10,6</b>	<b>17,2</b>	<b>25,0</b>	<b>28,0</b>
Verot	-11,8	-1,5	-2,5	0,4	-0,2	-3,8	-0,5	-1,3	0,1	-0,5	-2,1	-3,5	-5,0	-5,6
Vähemmistöosuudet	-6,2	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
<b>Nettotulos</b>	<b>39,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>20,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>8,5</b>	<b>13,8</b>	<b>20,0</b>	<b>22,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,74</b>	<b>0,38</b>	<b>0,43</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,88</b>	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,37</b>	<b>0,60</b>	<b>0,87</b>	<b>0,97</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,73</b>	<b>0,38</b>	<b>0,43</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,88</b>	<b>0,10</b>	<b>0,21</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,37</b>	<b>0,60</b>	<b>0,87</b>	<b>0,97</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-78,4 %	-14,6 %	-13,0 %	5,3 %	22,3 %	14,0 %	6,1 %	13,8 %	12,9 %	5,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	20,9 %	17,2 %	18,7 %	2,4 %	7,6 %	12,2 %	8,7 %	12,0 %	5,4 %	7,9 %	8,6 %	10,0 %	11,0 %	11,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	18,4 %	14,5 %	15,9 %	-1,8 %	4,4 %	9,0 %	4,9 %	8,9 %	0,6 %	3,8 %	4,7 %	6,0 %	7,4 %	7,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	12,5 %	12,0 %	13,3 %	-1,8 %	3,8 %	7,4 %	3,6 %	6,3 %	-0,8 %	2,3 %	2,9 %	4,2 %	5,4 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Vuoden 2022 EPS ja oikaistu EPS on laskettu listautumisen jälkeisellä osakemäärällä

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	289	288	0 %	331	327	-1 %	363	369	2 %
<b>Käyttökate</b>	25,1	24,7	-2 %	33,5	32,6	-3 %	39,4	40,6	3 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	13,9	13,5	-3 %	21,0	19,6	-7 %	26,5	27,2	3 %
<b>Liikevoitto</b>	13,9	13,4	-3 %	21,0	19,6	-7 %	26,5	27,2	3 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	11,1	10,6	-4 %	18,9	17,2	-9 %	24,6	25,0	2 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,39	0,37	-4 %	0,66	0,60	-9 %	0,85	0,87	2 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,30	0,25	-17 %	0,32	0,30	-6 %	0,32	0,32	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>105</b>	<b>130</b>	<b>142</b>	<b>149</b>	<b>153</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	1,3	1,7	2,1	2,5
Käyttöomaisuus	99,0	124	135	142	146
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>154</b>	<b>140</b>	<b>141</b>	<b>140</b>	<b>154</b>
Vaihto-omaisuus	34,2	37,5	37,4	42,5	48,0
Muut lyhytaikaiset varat	9,9	22,9	22,9	22,9	22,9
Myyntisaamiset	25,5	23,4	31,6	35,3	39,2
Likvidit varat	84,4	55,8	48,9	39,3	44,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>259</b>	<b>269</b>	<b>283</b>	<b>289</b>	<b>308</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>136</b>	<b>147</b>	<b>149</b>	<b>157</b>	<b>170</b>
Osakepääoma	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kertyneet voittovarot	60,6	51,5	53,1	61,1	74,1
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	73,7	94,2	94,2	94,2	94,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>56,3</b>	<b>64,1</b>	<b>75,5</b>	<b>69,8</b>	<b>70,0</b>
Laskennalliset verovelat	3,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Varaukset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Korolliset velat	49,4	55,2	66,5	60,9	61,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>66,5</b>	<b>57,8</b>	<b>58,3</b>	<b>62,6</b>	<b>67,7</b>
Korolliset velat	6,5	8,5	7,0	6,5	6,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	59,1	32,8	34,8	39,6	44,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	16,5	16,5	16,5	16,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>259</b>	<b>269</b>	<b>283</b>	<b>289</b>	<b>308</b>

# Arvonmääritys 1/5

## Pääpaino EV-pohjaisissa hinnoittelukertoimissa

Annamme Koskisen arvonmäärityksessä pääpainon tulospohjaisille arvostuskertoimille. Tulospohjaisten kertoimien tarkastelussa käytämme sekä yhtiön pääomarakenteen huomioivia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia sekä nettotulospohjaista P/E-lukua, sillä Koskisen rakenteessa (ml. IFRS 16 vaikutukset) ei ole tuloslaskelman ala- tai ylärivien käyttökelpoisuutta heikentäviä tekijöitä. Lisäksi kassavirtaperusteinen P/FCFE on Koskiselle seuraamisen arvoinen kerroin, mikäli yhtiö siirtyy lähivuosina investointisyklin rauhallisempaan vaiheeseen.

Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista sekä osin myös Koskisen historiallisesta hinnoittelusta markkinoilla. Lisäksi olemme peilanneet arvostusta verrokkirytysten pidemmän aikavälin historiallisiin kertomiin. Keskitymme absoluuttisia arvostuskertoimia tarkastellessa ennustevuoteen ja sitä seuraavaan vuoteen, sillä Koskisen syklinen luonne ei mielestämme puolla tähtäimen asettamista erityisen kauas.

Tarkastelemme Koskisen arvostusta myös taseperusteisesti. Suosimme tarkastelussa perinteistä P/B-kerrointa sekä EV/Sijoitettu pääoma -kerrointa (EV/IC)<sup>1</sup>. EV/Sijoitettu pääoma-arvostuskerroin on verrannollinen P/B-kertoimeen, sillä erotuksella, että se huomioi P/B-luvusta poiketen myös yhtiön pääomarakenteen. Olemme suhteuttaneet Koskisen taseperusteista arvostusta

yhtiölle arvioimaamme pääoman tuottokykyyn (ROE-% ja ROIC-%). Olemme lähestyneet taseperusteista arvostusta myös verrokkien historiallisten tasojen kautta. Mielestämme taseperusteisen arvostuksen tarkastelu on myös siksi järkevää, koska yhtiön liiketoiminta on syklistä ja siten vuositason tuloksen heilahtelu voi olla hyvinkin volatiilista. Toisaalta kypsällä, kilpaillulla ja investointeja vaativilla sektorilla pääoman tuotto on pidemmällä sihdillä rajattu melko tiukkaan viitekehukseen useamman vuoden keskiarvojen kautta tarkasteltuna.

Arvostuskertoimien lisäksi hyödynnämme Koskisen arvonmäärityksessämme DCF-mallia, joka huomioi arvostuskertoimia paremmin pitkää perspektiiviä. Mielestämme DCF soveltuu Koskiselle melko hyvin yhtiön syklisestä luonteesta huolimatta, sillä yhtiö operoi rajallisen orgaanisen kasvun, arvioitavissa olevan pitkän ajan keskimääräisen kannattavuuden sekä selkeiden pääomatarpeiden liiketoiminnassa.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat Koskisen arvostusta:

**Tuloskasvunäkymä** on nykyiseltä (Q3'24 LTM) matalahkolta tasolta melko hyvä. Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat pitkän tähtäimen ajurit ja myös seuraava syklinen käänne on rakennusmarkkinoilla todennäköisimmin ylös. Lisäksi Levyteollisuuden hyvän hinnoittelutilanteen sekä vielä realisoitumatta olevat Järvelän uuden puunjalostusyksikön tehokkuushyödyt tukevat tuloskasvunäkymiä. Kestävä tuloskasvu olisi osakkeelle arviomme mukaan väkevä ajuri.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	7,14	7,14	7,14
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	23,0	23,0	23,0
<b>Markkina-arvo</b>	164	164	164
<b>Yritysarvo (EV)</b>	190	193	188
<b>P/E (oik.)</b>	19,3	12,0	8,2
<b>P/E</b>	19,4	12,0	8,2
<b>P/B</b>	1,1	1,0	1,0
<b>P/S</b>	0,6	0,5	0,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,6	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	7,7	5,9	4,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,1	9,9	6,9
<b>Osinko/tulos (%)</b>	67,9 %	50,2 %	36,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,5 %	4,2 %	4,5 %

Lähde: Ideres

<sup>1</sup>EV/IC = (oman pääoman markkina-arvo + nettovelat) / (oma pääoma + nettovelat)



# Arvonmääritys 2/5

**Vankka tase** listautumisen jälkeen takaa mahdollisuuden keskittyä puhtaasti operatiivisen toiminnan kehittämiseen sekä myös yritysjärjestelyjen kartoittamiseen.

**Liiketoiminnan syklinen perusluonne** heikentää pidemmän aikavälin näkyvyyttä ja kohottaa riskiprofiilia sekä siten rajaa osakkeelle hyväksyttävistä arvostuskertoimista. Lisäksi lyhyellä aikavälillä riski käynnissä olevan heikon syklin pitkittymisestä luo epävarmuutta.

**Yhtiön pieni koko ja rajallinen likviditeetti** voivat raja tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta osakkeeseen ja sitä kautta rajoittaa osakkeen hinnan muodostusta. Lisäksi yksittäisiin tuotantolaitoksiin keskittynyt tuotanto nostaa osakkeen riskitasoa.

## Tulospohjainen arvostus

Näkemyksemme mukaan Koskiselle hyväksyttävänä vuoden eteenpäin katsovina EV/EBITDA-kertoimina voidaan pitää karkeasti 4x-7x -haarukkaa liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuustaso sekä riskiprofiili huomioden. Nämä tasot vastaavat karkeasti vuoden eteenpäin katsovia EV/EBIT-kertoimia 7x-10x sekä P/E-kertoimia 10x-14x. Vuositasolla kertoimet voivat venyä ajoittain erittäin leveälle vaihteluvälille syklisen vaiheista riippuen etenkin pienillekin kannattavuusvaihteluille herkillä alempien tulosrivien mittareilla.

Edellä mainitut arvostuskertoimet ovat linjassa myös lähimpien verrokkien (Interfor Corp, Boise Cascade, Steico) pidemmän aikavälin

keskimääräisten tasojen kanssa. Myös sektorilla nähdyt teolliset yritysostot ovat tehty keskimäärin 5-6x EV/EBITDA-kertoimilla, mikä mielestämme tukee arvioitamme hyväksyttävästä arvostuksesta.

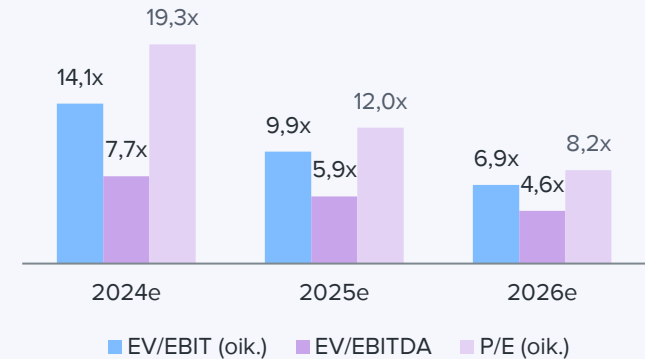
Koskisen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat 12x ja 8x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x sekä EV/EBIT-kertoimet 9x ja 7x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle arvioimiemme haarukoiden sisällä etenkin pääpainon tässä vaiheessa saavilla vuoden 2025 kertoimilla. Siten pidämme osakkeen hinnoittelua tulospohjaisesti melko neutraalina, kun huomioidaan houkuttelevilta näyttävät mutta epävarmat vuoden 2026 kertoimet sekä yli hyväksymiemme tasojen olevat vuoden 2024 tulokseen pohjautuvat kertoimet.

Koskisen osinkotuotot nousevat vuosien 2024-2025 voitonjakoennusteillamme reiluun 4 %:iin. Siten osinko antaa kohtuullista tukea osakkeelle ja pohjatuottoa sijoittajille. Mielestämme Koskisen asemoituu strategiassaan kuitenkin ensisijaisesti kasvuyhtiöksi. Siten osingon rooli tulee lähtökohtaisesti olevamaan yhtiössä tuotto-odotusta tukeva eikä dominoiva, sillä enemmän tai myöhemmin kasvu tulee vaatimaan yhtiöltä pääomia investointeihin, mikä taas rajoittaa osingon maksukykyä lyhyellä tähtäimellä.

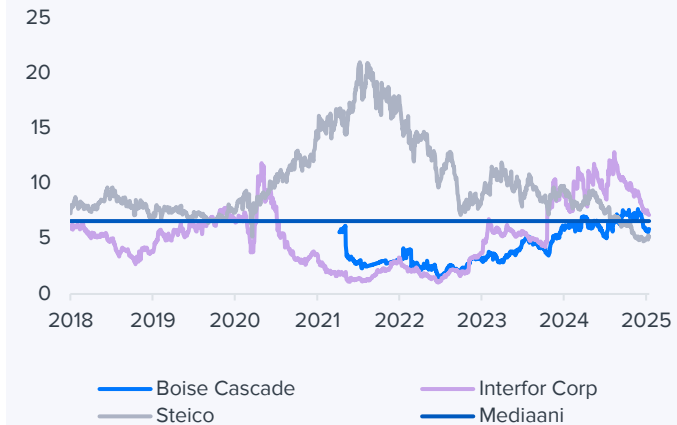
## Tasepohjainen arvostus

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Koskisen yltävän lähivuosina ja pitkällä sihdillä 10 %:n molemmilla puolilla pyörivään sijoitetun pääoman tuottoon. Oman pääoman tuoton osalta

## Tuloskertoimet



## Verrokkien EV/EBITDA fwd. 12kk





# Arvonmääritys 3/5

ennusteemme ovat samansuuntaiset varsinkin lähivuosien osalta. Koska odotamme yhtiön pääoman tuottojen olevan yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa suunnilleen pääomankustannuksen tuntumassa, tulisi lähtökohtaisesti yhtiö arvostaa pitkällä aikavälillä keskimäärin karkeasti noin 1x P/B- ja 1x EV/Sijoitettu pääoma-kertoimella. Ennusteidemme vaihteluväli ja soveltamamme pääoman kustannus huomioiden hyväksyttävä taseperusteinen arvotustaso (P/B ja EV/IC) olisi näkemyksemme mukaan noin 0,7x-1,3x tasolla. Ylälaita on perusteltu syklin suotuisissa vaiheissa. Lisäksi tasearvon ylittävä arvostus voitaisiin perustella, jos Järvelän investointien voitaisiin todeta nostaneen kestävästi Koskisen pääoman tuottokykyä selvästi kaksinumeroiseksi tai jo pääoman kustannus laskisi (vrt. esim. korkotaso) selvästi nykyolettamaamme alemmas. Vastaavasti alalaidan tasolla osakkeen pitäisi mielestämme saada taseesta jo kohtuullista tukea syklin heikoissakin vaiheissa, kun huomioidaan pidemmän ajan pääoman tuottokyky sekä taseen laatu (ts. oman pääoman vastineena taseessa on konkreettisia omaisuuseriä)

Koskiselle EV/Sijoitettu-pääoma ja P/B ovat molemmat kuluvan vuoden ennusteillamme 1,1x. Näin ollen molemmat kertoimet ovat yhtiölle hyväksyiemme haarukoiden keskivaiheille ja mielestämme myös osakkeen tasepohjainen hinnoittelu on suunnilleen oikealla pallokentällä nykyoletukset huomioiden.

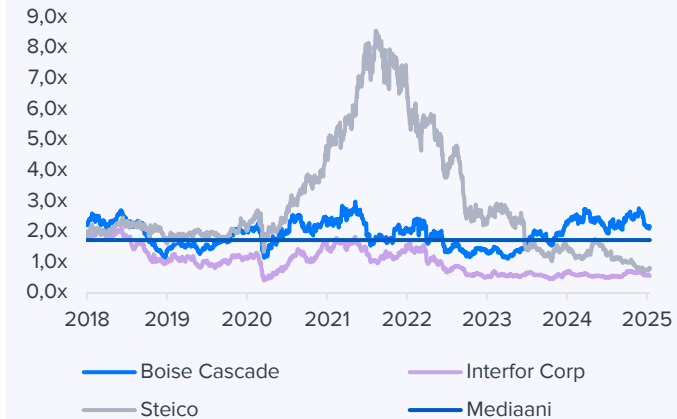
**Verrokkiryhmä kohtuullinen suhteelliseen vertailuun**

Koskiselle on vaikea löytää täysin verrannollisia listattuja verrokkeja ja rakentamamme ydinverrokkiryhmä muodostuu sahateollisuudessa että levyteollisuudessa kiinni olevista listatuista yhtiöistä. Verrokkit toimivat Koskisen kanssa eri markkinoilla (ts. etenkin Pohjois-Amerikassa) ja jossain määrin eri tuoteportfolioilla, mitkä osaltaan edelleen rajoittavat vertailukelpoisuutta. Pohjoismaisia metsäyhtiötä, jotka ovat keskittyneet valtaosin kemialliseen metsäteollisuuteen, emme ole juuri sisällyttäneet verrokkiryhmään.

Myös verrokkiryhmän kasvu ja kannattavuusprofiilit eroavat osittain paljonkin Koskisen vastaavista. Näin ollen Koskisen osakkeen hinnoittelua ei voi pelkästään tämän varaan muodostaa ja verrokeista saatavaa arvostusindikaatiota on mielestämme tulkittava varoen. Lisäksi muistutamme, että myös verrokkiryhmän yhtiöt ovat erittäin syklisiä. Näin ollen myös niiden tulokertoimet voivat heilua rajusti tulostasojen mukana.

Koskisen lähimmät verrokkit arvostetaan vuoden 2024 konsensusennusteilla mediaanina EV/EBITDA-kertoimella 12x, P/E-kertoimella 26x ja P/B-kertoimella 1,0x. Tulokertoimet ovat korkeita, mutta ne johtuvat etenkin heikoista tuloksista eivätkä sijoittajien luottamuksesta yhtiöiden näkymiä kohtaan. Myös vuoden 2025 ennustettu mediaani EV/EBITDA 9x ja P/E 16x ovat samasta syystä korkeahkoja. Koskisen on arvostettu tulospohjaisesti verrokkejaan alemmas, mutta verrokkiryhmän korkeiden kertoimien takia tämä ei suuremmin innosta. Suhteellisesti Koskisen tasepohjainen P/B on preemiolla, mikä kuvaa myös yhtiön verrokkeja parempaa tuloskuntoa.

## Verrokkien P/B-kertoimet



## Herkkyysanalyysi P/B-luvulle

CoE-%	Hyväksyttävä P/B-luku Oman pääoman tuotto-%				
	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
12 %	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
11 %	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
10 %	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3
9 %	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
8 %	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7

# Arvonmääritys 4/5

## DCF-malli

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa mielestämme konservatiivisia arvioita, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentiaalin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,3 euroa osakkeelta, mikä tukee muiden käyttämiemme menetelmien tapaan näkemystämme osakkeen jokseenkin oikeasta hinnoittelusta. DCF-arvonmäärityksessä Koskisen soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 11 %. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuuden vajaan 20 %:n tasolle, sillä pidämme kohtuullisen velkataakan tasetta perusteltuna Koskisen liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden. Tästä ja 20 %:n verokannasta johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) asettuu 9,9 %:iin. Diskonttauskorot ovat Helsingin pörssin yhtiölle hieman keskimääräistä korkeampia, sillä Koskisen riskiprofiilikin on mielestämme toistaiseksi keskimääräistä pörssi-yhtiötä korkeampi. Yhtiön taloudellisen track-recordia kertyessä sekä vahvistuessa ja/tai korkotason vakautuessa myös tuottovaatimuksissamme voisi olla laskuvaraa, mutta toistaiseksi emme tee oleellisia muutoksia tuottovaatimukseemme.

## Tavoitteiden mukainen arvostus jää arvailujen varaan

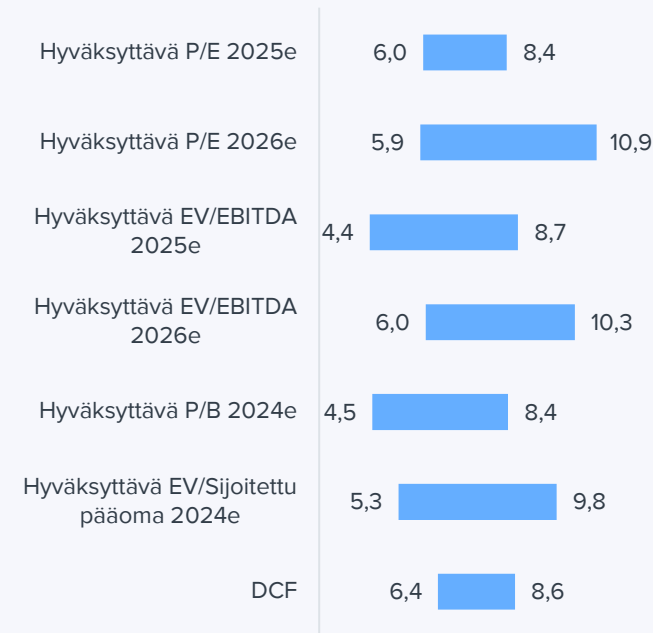
Mikäli yhtiö kykenisi saavuttamaan vuoden 2027 tavoitteensa 500 MEUR:n liikevaihdosta sekä yli syklin 15 %:n EBITDA-%:n tavoitteensa tarkoittaisi tämä noin 75 MEUR:n käyttökatekuormaa. Mikäli tämä kokonaisuus hinnoiteltaisiin noin 4x-7x EBITDA-kertoimella muodostuisi velattomaksi yritysarvoksi 300-525 MEUR (vrt. nykyinen EV alle 200 MEUR). Tästä osakkeenomistajien osuutta (ja osakkeen käypää arvoa) on kuitenkin erittäin vaikea arvioida, sillä 500 MEUR:n liikevaihto ei arviomme mukaan ole tavoitteiden aikaikkunassa mahdollinen yhtiölle ilman yritysostoja.

Yritysostojen laatua, hintaa ja synergia-potentiaalia ja niihin liittyviä rahoituspäätöksiä on taas mahdotonta arvioida etukäteen ilman konkreettisia yksityiskohtia. Lisäksi huomautamme, että merkittävää liikevaihtoa tuovien yritysjärjestelyjen tekeminen (ts. etenkin matalakatteisen sahatteollisuuden konsolidaatio Suomessa) ja kannattavuuden samanaikainen nostaminen voi käytännössä olla hyvin vaikea kombinaatio toteutettavaksi yhtäaikaan lähivuosina. Näin ollen sijoittajien ei tulisi mielestämme nojata sijoituspäätöksissään tavoiteskenaarioon toistaiseksi.

## Tuotto-odotus ei vielä riitä perustelemaan ostoja

Arvonmääritysmenetelmien kokonaiskuva huomioiden arviomme, että Koskisen osakkeen käypä arvo on noin 6,5-8,5 euroa osakkeelta. Melko selvästä tuloksen kasvusta, arvostuksen

## Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



# Arvonmääritys 5/5

laskuvarasta (Q3'24 LTM P/E 18x) ja reilun 4 %:n osinkotuotosta muodostuva osakkeen tuotto-odotus on positiivinen mutta tuottovaatimusta alempi tasolla seuraavalle 12 kuukaudelle, joten pidämme osakkeen noin käyvän arvon haarukkamme puolivälissä olevaa hinnoittelua (kurssi noin 7 €/osake) neutraalina

Tuotto-odotus nousisi positiiviseksi, jos yhtiö ylittäisi ennustemme etenkin ensi vuonna esimerkiksi Euroopan talouden ja rakentamisen odotettua nopeamman elpymisen avulla. Vastaavasti osakkeessa voisi olla maltillista laskuvaraa, jos yhtiön tuloskunto ei paranisi odotustemme suuntaisesti vuonna 2025. Kun ennusteissa olevat riskit ovat mielestämme suunnilleen tasapainossa tai lievästi negatiivisia (ml. konsensusodotukset ovat omia ennusteitamme ylempänä), emme näe osakkeessa vuoden tähtäimellä suurempaa hinnoitteluvirhettä.

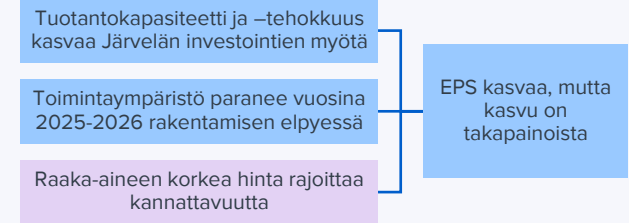
Selvemmin positiiviseksi tuotto-odotus nousisi, jos Koskisen pysyisi nostamaan kannattavuutensa tavoitteensa mukaiselle keskimääräiselle 15 %:n oik. EBITDA-%:n tasolle (vrt. ennusteissamme oik. EBITDA-% 10-11 %). Tämä on parhaimmillaankin mahdollista vasta paremman syklin koittaessa keskipitkällä tähtäimellä, sillä rakentamisen nopeaa toipumista ei edelleenkään näy. Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-kuva on mielestämme neutraali keskipitkälläkin sihdillä, sillä alasuuntaisia ennusteriskejä ei voida sulkea pois rakentamisen vielä vaikean tilannekuvan ja Suomen kireän puumarkkinan takia. Näin ollen jäämme odottamaan ennen ostoihin siirtymistä

merkkejä siitä, että yhtiön strategian toteutuksen eteneminen ja/tai syklinen elpyminen jyrkentää/varmistaa lähivuosien tuloskasvuodotuksia ja/tai osakkeen riskitaso laskee esimerkiksi tuottovaatimuksen alentumisen myötä (vrt. korkotaso ja track-recordin kertyminen).

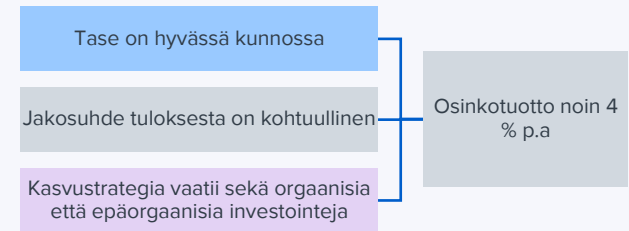
## Osaketuoton ajurit Q3'24 LTM-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

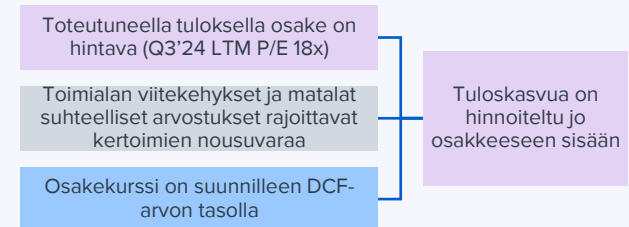
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus on positiivinen, mutta jää tuottovaatimuksen alapuolelle etenkin 12 kuukauden sihdillä

# Sijoitusprofiili

1.

**Yhtiö hakee laatustrategialla nicheä pääosin volyymivetoisilla markkinoilla**

2.

**Liiketoiminta on syklistä, vaikka vaneriliiketoiminta tasoittaa sahatavaramarkkinan heiluntaa**

3.

**Järvelän tuotantolaitosinvestoinnin hyödyt ovat vielä ulosmittaamatta**

4.

**Toimialojen kireä kilpailu on pitänyt pääoman tuotot historiassa matalina**

5.

**Teollisilta logiikoiltaan järkevät, laadullisesti hyvät ja hintalapultaan maltilliset yritysostot voivat luoda arvoa**

## Potentiaali



- Markkinoita nopeampi kasvu räätälöinnin, uusien tuotteiden ja myyntiorganisaation onnistumisen kautta
- Hiiltä sitovien puutuotteiden pitkän aikavälin kysyntätrendi on terve
- Investointi Järvelän puunjalostusyksikköön pitäisi nostaa yhtiön normalisoitua kannattavuutta tehokkuushyötyjen myötä jo lähiajoista alkaen
- Hajanaisen toimialan luomat epäorgaaniset mahdollisuudet

## Riskit



- Sykliset riskit (+/-)
- Kroonisesti erittäin kireä ja hintavetoinen kilpailu etenkin Sahateollisuudessa ja syklien heikkoina hetkinä (ts. rajalliset erilaistumisen mahdollisuudet)
- Skaalaetujen puute, Suomen kireä puumarkkina ja muutenkin korkea kustannustaso haastavat kustannuskilpailukykyä
- Yritysjärjestelyt (+/-)
- Keskittynyt tuotantorakenne

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				6,28	6,00	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>
Osakemäärä, milj. kpl				23,0	23,0	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>
Markkina-arvo				145	138	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>164</b>
Yritysarvo (EV)				116	146	<b>190</b>	<b>193</b>	<b>188</b>	<b>179</b>
P/E (oik.)				3,6	6,8	<b>19,3</b>	<b>12,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>
P/E				3,6	6,8	<b>19,4</b>	<b>12,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>
P/B				1,1	0,9	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/S				0,5	0,5	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/Liikevaihto				0,4	0,5	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/EBITDA				1,8	4,4	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>
EV/EBIT (oik.)				2,0	6,0	<b>14,1</b>	<b>9,9</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>
Osinko/tulos (%)				25,1 %	34,2 %	<b>67,9 %</b>	<b>50,2 %</b>	<b>36,9 %</b>	<b>36,0 %</b>
Osinkotuotto-%				6,9 %	5,0 %	<b>3,5 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Interfor Corp	585	1187			19,9		0,5	0,6					0,5
Boise Cascade	4611	4333	7,0	9,2	5,9	7,1	0,7	0,7	10,1	12,9	7,0	4,7	2,2
West Fraser Timber	6923	6492		198,7	11,8	10,1	1,1	1,1	8635,9	202,7	1,4	1,5	1,0
Canfor	1203	1329			68,8		0,4	0,4					0,4
Stora Enso	7637	11254	44,4	19,4	12,0	9,6	1,2	1,3	51,0	21,5	2,9	2,6	0,7
STEICO	292	448	14,7	10,2	7,5	5,3	1,2	1,2	16,0	11,5	2,1	2,8	1,0
Louisiana-Pacific	7450	7451	26,1	14,3	17,8	11,4	3,0	2,6	35,6	19,4	0,9	1,0	5,2
Stella-Jones	2482	3571	10,6	10,6	8,7	8,4	1,6	1,5	11,8	12,0	1,4	1,5	2,2
<b>Koskisen (Inderes)</b>	<b>164</b>	<b>190</b>	<b>14,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>19,3</b>	<b>12,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>20,6</b>	<b>43,7</b>	<b>19,0</b>	<b>8,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1460,1</b>	<b>46,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,7</b>	<b>12,5</b>	<b>11,9</b>	<b>9,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>25,8</b>	<b>16,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-4 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>101 %</b>	<b>105 %</b>	<b>13 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

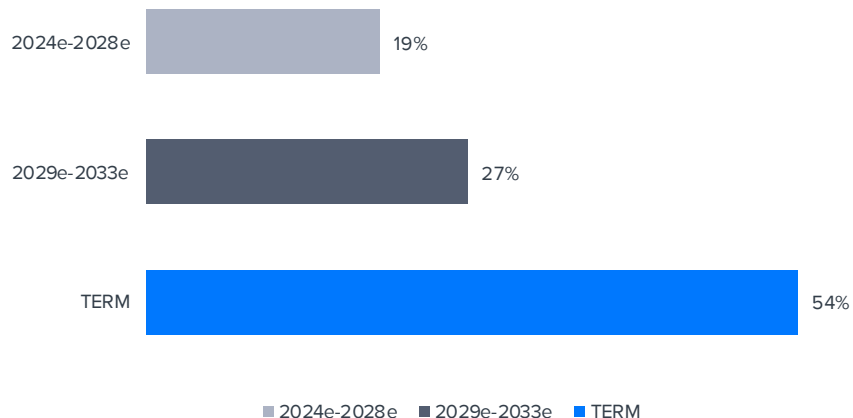
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,6 %	6,1 %	13,8 %	12,9 %	5,7 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	9,0 %	4,7 %	6,0 %	7,4 %	7,8 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>24,4</b>	<b>13,4</b>	<b>19,6</b>	<b>27,2</b>	<b>30,6</b>	<b>30,2</b>	<b>28,8</b>	<b>27,5</b>	<b>26,0</b>	<b>24,9</b>	<b>25,4</b>	
+ Kokonaispoistot	8,6	11,3	13,0	13,4	13,7	14,0	14,1	14,2	14,3	14,3	14,4	
- Maksetut verot	-1,8	-2,1	-3,5	-5,0	-5,6	-5,6	-5,4	-5,2	-4,9	-4,7	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-24,9	-6,1	-4,1	-4,2	-2,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,2</b>	<b>15,9</b>	<b>24,6</b>	<b>31,0</b>	<b>35,8</b>	<b>36,8</b>	<b>36,0</b>	<b>35,0</b>	<b>33,8</b>	<b>33,0</b>	<b>33,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-33,7	-23,4	-20,4	-17,4	-17,4	-15,4	-15,4	-15,4	-15,4	-15,4	-15,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-27,3</b>	<b>-7,5</b>	<b>4,2</b>	<b>13,6</b>	<b>18,4</b>	<b>21,4</b>	<b>20,6</b>	<b>19,6</b>	<b>18,4</b>	<b>17,6</b>	<b>18,1</b>	
+/- 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	-27,3	-7,5	4,2	13,6	18,4	21,4	20,6	19,6	18,4	17,6	18,1	234
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-7,5</b>	<b>3,9</b>	<b>11,3</b>	<b>13,9</b>	<b>14,7</b>	<b>12,9</b>	<b>11,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>101</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		186	194	190	179	165	150	137	126	117	108	101
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>186</b>										
- Korolliset velat		-63,7										
+ Rahavarat		55,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>171</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,4</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	17,5 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,82
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,9 %</b>

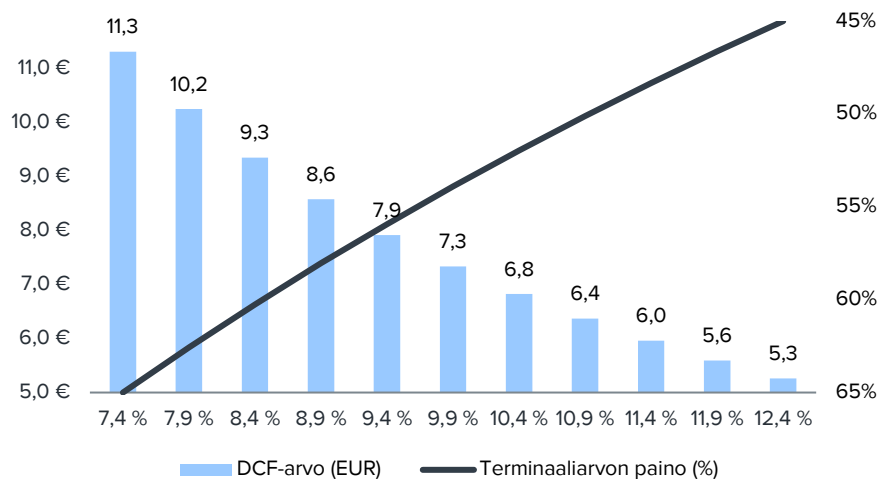
Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain

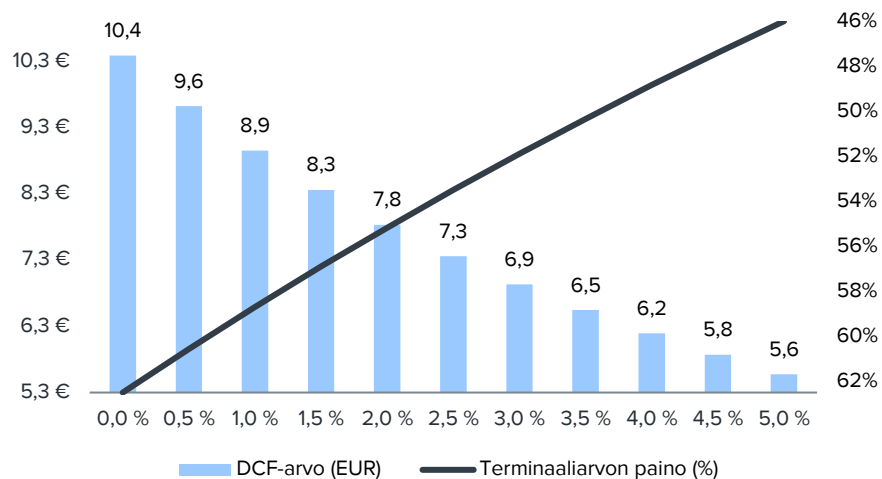


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

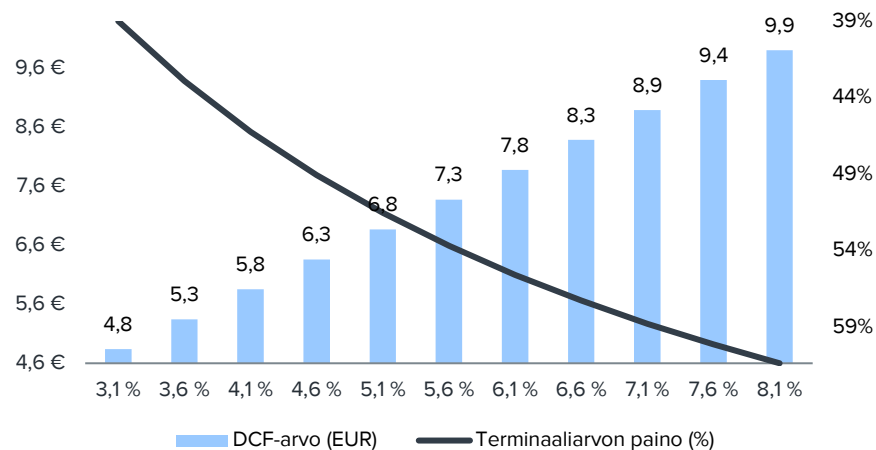
## DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



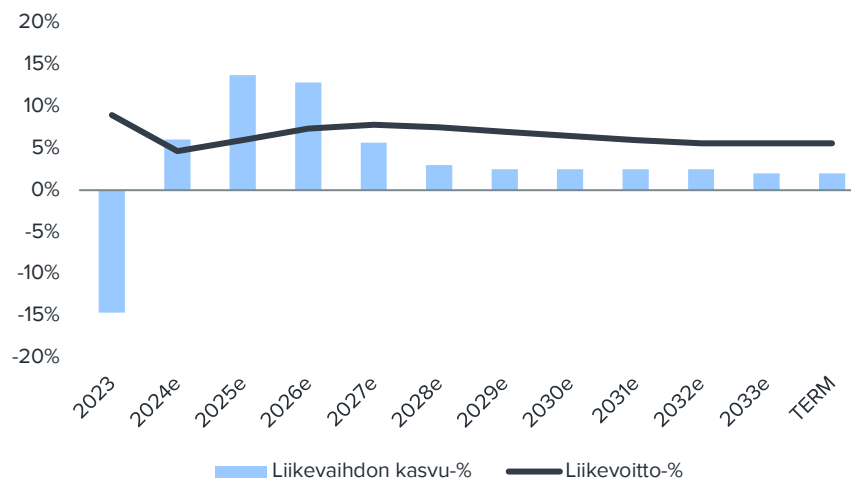
## DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



## DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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



# Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

## Ydinliiketoiminnot ovat taksonomialuokittelun ulkopuolella

Koskisen liiketoiminnassa taksonomiakelpoisia olivat vuonna 2023 liikevaihdon osalta metsänhoito sekä rakennusten energiatehokkuuslaitteiden valmistus. Pääomamenojen ja operatiivisten kulujen kannalta kelpoisia olivat lisäksi mm. pilaantuneiden paikkojen ja alueiden kunnostus, olemassa olevien rakennusten kunnostus, sähköntuotanto aurinkosähköteknologialla, lämmön tai jäähdytyksen ja sähkön tuotanto bioenergialla lämmön tai jäähdytyksen ja sähkön yhteistuotanto bioenergialla, vedenotto-, vedenpuhdistus- ja vedenjakelujärjestelmien rakentaminen, laajentaminen ja käyttö, energiatehokkuuslaitteiden, asennus, huolto ja korjaus, datavetoisten IT/OT-ratkaisujen tarjoaminen ja muiden vähähiilisten teknologioiden valmistus. Näin ollen valtaosan Koskisen liikevaihdosta tuovat sahatavara-, vaneri- ja lastulevytuotteet eivät ole taksonomialuokiteltuja.

Tästä syystä Koskisen liikevaihdon, operatiivisten kustannusten ja investointien taksonomiaprosentti jää alhaiseksi. Taksonomiaprosenteilla ei myöskään ole edellytyksiä lähivuosina nousta, mikäli taksonomian tulevat määritelmät eivät sisällä selvästi nykyistä suurempaa osaa yhtiön ulkoista liikevaihtoa generoivista tuotteista. Emme usko, että alhainen taksonomiaprosentti aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Koskisen rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita liiketoimintaan.

## Liiketoimintoihin liittyy poliittista elementtiä

Taksonomia ei toistaiseksi juurikaan kata metsäteollisuuden päätuotteita ja metsäteollisuuden arvoketjua, mutta Koskisen liiketoimintaan liittyy

mielestämme tietty poliittinen elementti, sillä etenkin metsien rooli ilmastomuutoksen hidastamisessa ja biodiversiteetikysymyksissä tiedostetaan yleisesti. Koskisen on toki keskittynyt pelkästään niin sanottuihin pitkän kierron puutuotteisiin, mihin liittyy myös merkittäviä ja laaja-alaisesti tunnustettuja positiivisia elementtejä rakentamisen ilmastopäästöjen vähentäjänä. Etenkin uusia metsien käyttöön liittyviä säännöksiä ja linjauksia voi kuitenkin tulla eri sääntelykokonaisuuksista. Koskisen liiketoiminnan osalta tämä on tärkeää, sillä puu on yhtiön ylivoimaisesti tärkein raaka-aine. Toistaiseksi metsien käyttöön liittyvä sääntely ei mielestämme ole heikentänyt oleellisesti Koskisen pitkän aikavälin liiketoimintaedellytyksiä.

## Yhtiö asetti päästövähennystavoitteita vuonna 2024

Koskisen tavoittelee scope1:n ja scope2:n päästöjen vähentämistä 50 %:lla ja scope3:n päästöjen vähentämistä 20 %:lla vuoteen 2027 mennessä vuoteen 2022 verrattuna. Pidämme tavoitteita realistisina ja varsinkin yhtiön omat päästöt ovat melko maltillisia, koska liiketoiminta ei ole erityisen energiantensiivistä. Koskisen tuotteet myös sitovat hiiltä merkittävästi ja pitkäaikaisesti, minkä takia Koskisen tuotteiden hiilikädenjälki on positiivinen (ts. hiiltä sitoutuu enemmän kuin tuotteiden tuotanto aiheuttaa).

Arviomme mukaan asetettavia ilmastotavoitteita kohti eteneminen ei aiheuta yhtiöille lyhyellä aikavälillä merkittäviä välittömiä lisäkustannuksia. Keskipitkällä tähtäimellä ilmastotavoitteet tulevat todennäköisesti vaatimaan yhtiöltä investointeja tai kulupanostuksia ainakin lopputuotteiden valmistamisessa vaadittavan energian tuotantoon, tuotannon energiatehokkuuteen ja mahdollisesti myös logistiikan päästökuorman alentamiseen.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	7,5 %	9,9 %
OPEX	11 %	20 %
CAPEX	7,5 %	11 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	4,0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analytiikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkömyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Recommendation history (>12 mo)

Date	Recommendation	Target	Share price
24/02/2023	Reduce	6,00 €	6,35 €
17/03/2023	Reduce	6,00 €	6,29 €
-----			
Analytiikko vaihtuu			
25/05/2023	Vähennä	6,75 €	6,40 €
11/08/2023	Lisää	6,75 €	6,19 €
25/08/2023	Lisää	7,50 €	6,40 €
20/11/2023	Lisää	7,00 €	6,35 €
13/02/2023	Lisää	6,75 €	6,05 €
19/02/2024	Lisää	6,75 €	6,18 €
12/04/2024	Vähennä	6,75 €	7,18 €
15/05/2024	Vähennä	7,00 €	7,60 €
19/08/2024	Vähennä	7,50 €	7,50 €
18/11/2024	Vähennä	7,25 €	7,08 €
16/01/2025	Vähennä	7,25 €	7,14 €

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**