

Ponsse

Laaja raportti

11.9.2022 21:57



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Maasto edelleen hankala

Toistamme Ponssen osakkeen vähennä-suosituksen uudella 27,50 (aik. 29,00) euron tavoitehinnalla. Venäjän markkinoiden menetykset teki syvän loven yhtiön liikevaihtoon ja suhteelliseen kannattavuuteen, minkä osittainkin kompensoiminen muilla markkinoilla on työlästä. Vaikka olemme leikanneet ennusteitamme, ovat ne edelleen haastavia ja niiden riskitaso on melko korkealla. Tämän sekä osakkeen nykyisen neutraalin arvostuksen vuoksi emme näe tällä hetkellä positiivisia kurssiajureita.

Venäjän markkinoiden sulkeutuminen oli kova isku

Ukrainan sota johti Venäjän metsäkoneiden sulkeutumiseen länsimaisilta toimijoilta. Vuonna 2021 Venäjän osuus maailman kumipyöräisten metsäkoneiden markkinasta oli noin 15 % ja Ponssen markkinaosuus siellä noin 40 %. Uusien koneiden myynnin menetyksen lisäksi Ponssen huolenaiheena on yhtiön Venäjälle toimittamien 3000 käytössä olevan koneen kohtalo. Määrä vastaa noin 22 %:sta kaikista käytössä olevista Ponsse-koneista. Kokonaisuutena Venäjän synnyttämän aukon täyttämisen on epävarmaa ja aikaa vievää. Ponssen Venäjän-liiketoiminta on myös ollut konsernin keskiarvoa paremmin kannattavaa, mikä kasvattaa menetyksen merkitystä.

Edessä kohtuullista, hinnankorotusten tukemaa liikevaihdon kasvua

Ponssen tuotteiden tärkeimmät kysyntäajurit ovat puun globaalien hakkuuvolyymien kasvu, hakkuiden etenevä koneellistuminen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Hakkuuvolyymien ajureista sekä rakentamisen että sellumarkkinan kasvuennusteet lähivuosille ovat pääosin vaisuja (n. +1...+2 % v/v). Mainittujen muiden kasvuajureiden vuoksi odotamme Venäjän ulkopuolisen tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkinan volyymin kasvun olevan vuosina 2022-2025 kuitenkin kohtuullista 5 %:n p.a. luokkaa. Arvioimme Ponssen markkinaosuuden palaavan Venäjä-notkahduksen jälkeen vuonna 2025 vuoden 2021 tasolle. Hinnankorotukset ovat merkittävä kasvuajuri ja vastaavat uuskonemyynnissä 4 %-yksiköstä odottamastamme 11 %:n p.a. (pro forma) liikevaihdon kasvusta. Vaihtokone- ja huoltoliikevaihto kasvaa vuosina 2022-2025 selvästi uuskoneliikevaihtoa hitaammin, mutta konsernin kasvuvauhti on ennustejaksolla kuitenkin nopea 9 % p.a. (pro forma).

Marginaalit paranevat matalalta lähtötasolta

Odotamme vuodelta 2023 merkittävää marginaaliparannusta Ponssen siirrettyä materiaalikulujen kasvun täysimääräisesti omiin hintoihin ja tämän näkyessä tuloslaskelmassa. Myös Venäjän-liiketoiminnan jäljiltä korkealla olleet liiketoiminnan muut kulut on vuonna 2023 saatu kuriin. Ennustamme liikevoittoprosentin kohoavan vuoden 2022 7,2 %:sta vuoden 2025 10,5 %:iin volyymin kasvaessa ja markkinatilanteen hieman parantuessa. Vuosien 2022-2025 odotettu keskimääräinen tuloskasvu onkin erittäin vahva 19 % p.a. vuoden 2021 lähtötason oltua vaatimaton. Paraneva kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta luovat Ponselle edellytykset kasvaviin osinkoihin.

Arvostus ei tällä hetkellä kerro merkittävästä nousuvarasta

Venäjän markkinoiden menetykset on aiheuttanut Ponssen osakekurssille perustellun tasokorjauksen. EV/EBIT-pohjainen kerroin-arvostus on tällä hetkellä neutraali suhteessa verrokkeihin. Odotettu kokonaistuotto ei kuitenkaan yllä tuottovaatimuksen tasolle. Nousuvara DCF-arvoon on kohtuullinen, muttei kuitenkaan huomattava mallin riskit huomioiden. Arvostuksen arvioinnissa on myös huomioitava, että ennusteemme ovat varsin vaativia.

Suositus

Vähennä

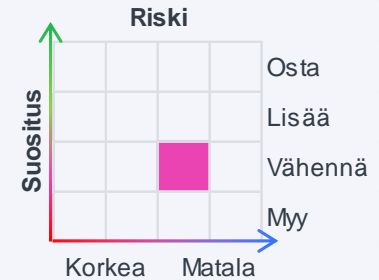
(aik. Vähennä)

27,50 EUR

(aik. 29,00 EUR)

Osakekurssi:

26,25



Avainluvut, pro forma

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	608	736	762	823
kasvu-%	-4 %	21 %	4 %	8 %
EBIT oik.	50,0	53,3	69,3	83,0
EBIT-% oik.	8,2 %	7,2 %	9,1 %	10,1 %
Nettotulos	35,2	38,4	54,9	66,1
EPS (oik.)	1,28	1,47	1,96	2,36

P/E (oik.)	28,3	17,9	13,4	11,1
P/B	3,4	2,3	2,1	1,9
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,0 %	4,0 %	4,6 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	12,3	9,1	7,2
EV/EBITDA	13,5	8,2	6,6	5,4
EV/Liikevaihto	1,6	0,9	0,8	0,7

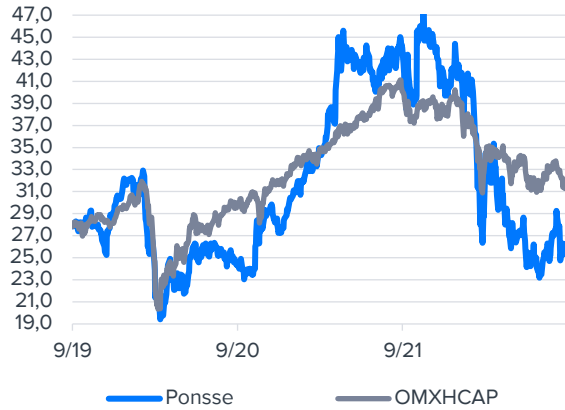
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

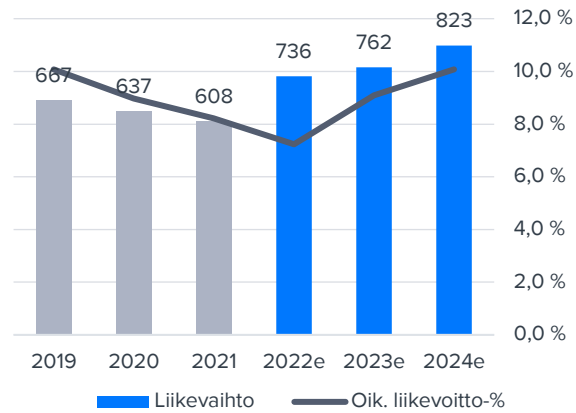
Euromääräisen liike tuloksen arvioidaan olevan vuonna 2022 samalla tasolla kuin vertailukelpoinen jatkuvien liiketoimintojen liike tulos vuonna 2021 (50,0 MEUR; 8,2 % liikevaihdosta). Suhteellisen kannattavuuden arvioidaan kuitenkin heikentyvän merkittävästi.

Osakekurssi



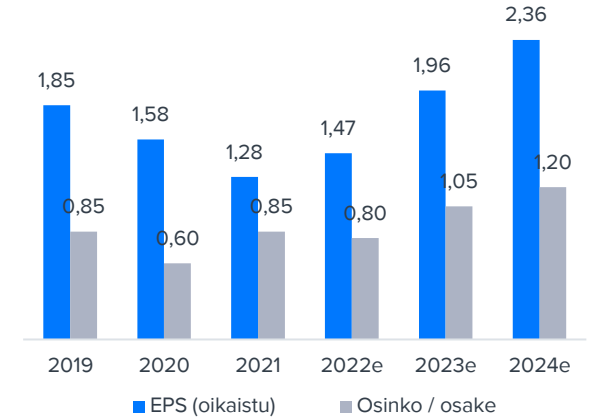
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vankka asema metsäkonemarkkinan kasvusegmentissä
- Vahva ote asiakkaista
- Iso jälkimarkkinapotentiaali
- Puunkorjuun etenevä digitalisaatio
- Kohtuullisen hyvä kannattavuus ja rahavirta



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan yleinen syklisyys
- Puuttuvan Venäjän-kysynnän korvaaminen muilla markkinoilla ei täytä odotuksia
- Kilpailijoiden kasvava aggressiivisuus markkinoinnissa
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	26,3	26,3	26,3
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	735	735	735
Yritysarvo (EV)	654	630	600
P/E (oik.)	17,9	13,4	11,1
P/E	19,2	13,4	11,1
P/Kassavirta	26,4	16,2	12,6
P/B	2,3	2,1	1,9
P/S	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,6	5,4
EV/EBIT (oik.)	12,3	9,1	7,2
Osinko/tulos (%)	58,4 %	53,5 %	50,8 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	4,0 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-13
Sijoitusprofiili	s. 14-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-18
Metsäkonemarkkinat	s. 19-23
Kilpailutilanne	s. 24-27
Taloudellinen asema	s. 28-30
Ennusteet	s. 31-36
Arvonmääritys ja suositus	s. 37-42
Vastuuvapauslauseke	s. 44

Ponsse lyhyesti

Ponsse on yksi maailman johtavista tavaralajimenetelmän metsäkoneiden valmistajista, jonka liiketoimintaan kuuluvat myös huolto- ja vaihtokonepalvelut. Ulkomaantoimintojen osuus liikevaihdosta on noin 80 %.

1970

Perustamisvuosi

1995

Listautuminen

n. 35 %

Globaali markkinaosuus kumipyöräisissä tavaralajimenetelmän metsäkoneissa

+8,6 % 2012-2021

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

50,0 MEUR (8,2 % lv:sta)

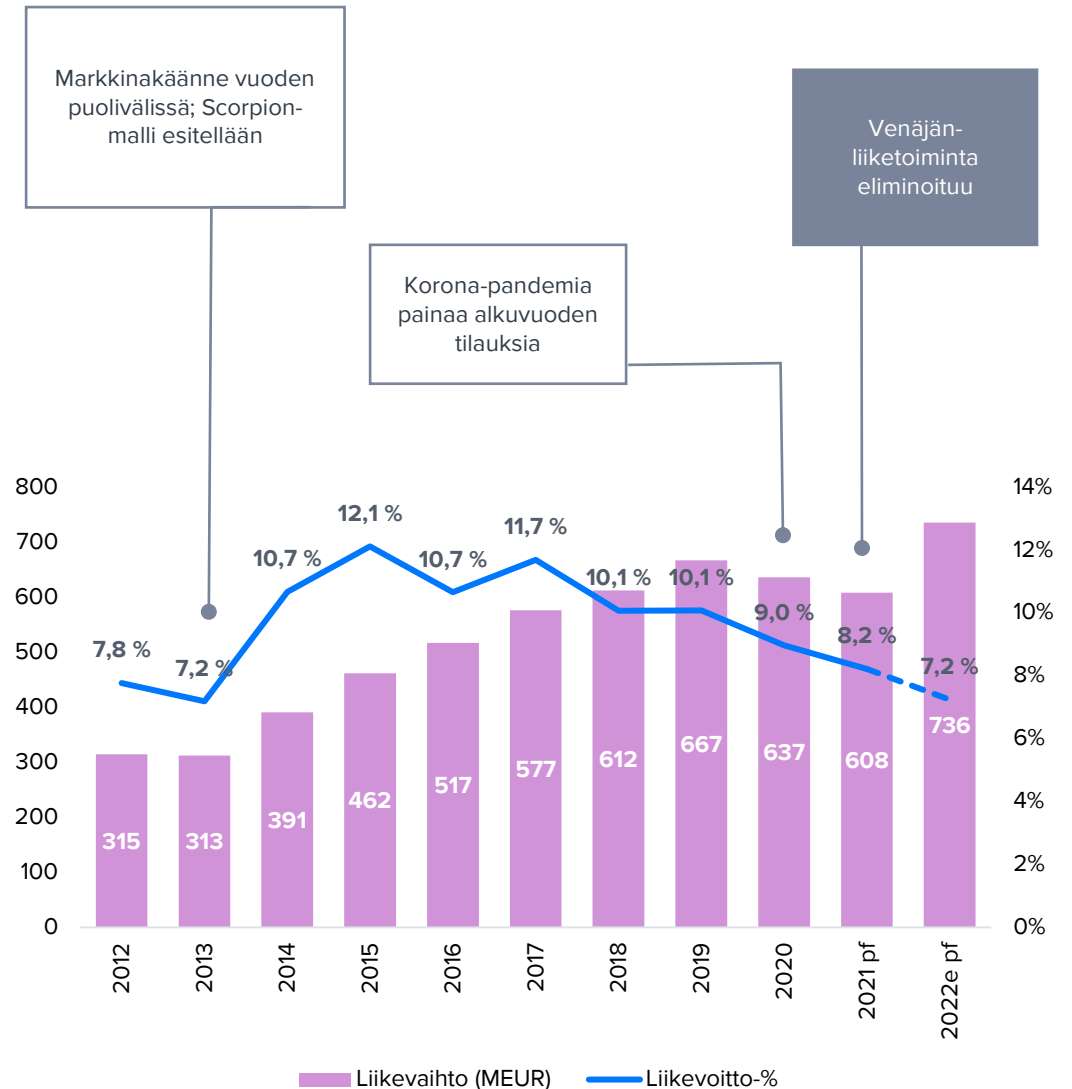
Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2021

2076

Henkilöstö 6/2022

Harvesterit ja metsätraktorit

Päätuotteet



Yhtiökuvaus

Metsäkoneyhtiö keskitetyllä fokuksella ja tuotannolla

Ponsse on konepajayhtiö, joka valmistaa tavaralajimenetelmään perustuvia metsäkoneita ja tarjoaa niihin liittyviä liitännäis- ja tukipalveluja, kuten metsäkoneiden tietojärjestelmiä, huoltopalveluja, vaihtokonepalveluja ja koulutusta.

Yhtiön tuotteiden valmistus on keskitetty Suomeen ja yhteen tehtaaseen Vieremällä. Alhaisella ulkoistusasteella tähdätään prosessin parempaan kokonaisuoptimointiin. Yhtiön kansainvälisessä palveluverkostossa (mukaan lukien jälleenmyyjät ja sopimushuoltajat) on noin 200 huolto- ja varaosapistettä.

Ponsse näkee kilpailuetuinaan markkinoiden uusimman ja laajimman tuotevalikoiman ja innovatiivisimmat ratkaisut (esim. vakaus ja näkyvyys kuljettajan kannalta), tuotteiden tuottavuuden / tehokkuuden, monipuolisimman asiakasrätätöitävyyden sekä kattavimmat huoltopalvelut.

Uusien metsäkoneiden myynti

Ponsse myy itse kehittämiään ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yhteensä yli 2000 metsäkoneurakoitsijalle 36 maahan. Asiakasriski on hyvin hajautunut ja tyypillisellä metsäkoneurakoitsijalla on vain 1-2 konetta.

Vuodessa myytävien metsäkoneiden määrä on viime vuosina ollut noin 1100-1200 kappaletta jakautuen suunnilleen tasan harvestereiden ja metsätraktoreiden kesken. Harvestereiden hintahaarukka on 350-550 TEUR ja kuormatraktoreiden 300-400

TEUR kappaleelta. Kysynnästä noin 90 % tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on toimintansa alusta lähtien toimittanut yli 18000 metsäkoneita, joista arviolta 13500 on edelleen käytössä.

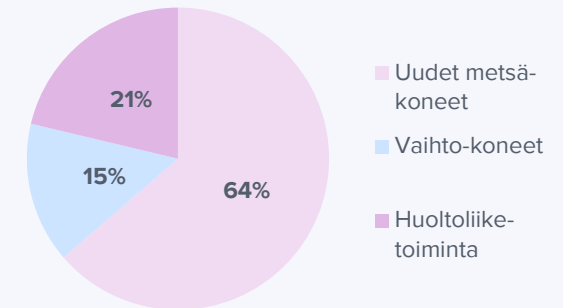
Uusien metsäkoneiden lisäksi Ponsse myy erikseen harvesteripäitä pääasiassa eri valmistajien kaivinkoneisiin. Tämä liiketoiminta on vain noin 3-4 % Ponssen liikevaihdosta, mutta on myös hyvin kannattavaa ja kasvaa metsäkonemyyntiä nopeammin.

Jälkimarkkinapalvelut

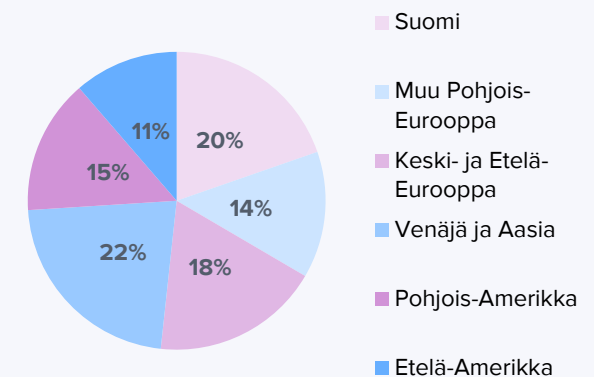
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (21 % liikevaihdosta) sekä vaihtokone-liiketoiminnasta (arviolta 15 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta 90 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä n. 120 toimipisteen kautta, joista 30 on Ponssen omia ja noin 90 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä.

Ponsse myy noin 65 % uusista koneistaan omien myyntiyhtiöidensä kautta, jolloin asiakas hyvin usein tarjoaa oman vanhan koneensa vaihdossa. Ponsse myy edelleen ko. vaihtokoneen ja saa useimmiten kaupan yhteydessä taas (vanhemman ja halvemman) vaihtokoneen. Tämä prosessi voi toistua 2-4 kertaa, kunnes asiakkaalla ei enää ole relevanttia vaihtokonetta tarjolla. Koneiden myyntituotot luonnollisesti kirjataan Ponssen liikevaihtoon.

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain 2021



Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti 2021



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 1/3

Suurin osa valmistuksesta omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit, metsätraktorit ja hakkuupäät tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Ponsse valmistaa itse koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit. Ponsse on pyrkinyt varmistamaan tuotannon riittävän joustavuuden normaalitilanteissa sekä laatuksentrollin ja ydinosaamisen säilymisen yhtiöllä itsellään.

Alihankkijayhteistyö tiivistä, komponenttitalanne yhä haastava

Tärkeimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit sekä hydraulikka- ja valukomponentit. Ponsse korostaa alihankkijayhteistyön tiiviyttä ja koko toimitusketjun läpinäkyvyyttä, jolla toimittajasuhteet pyritään varmistamaan. Ponssellalla on omista valmistusmääristä ja komponenttiarpeista koko ajan liukuva, jopa yli vuoden päähän ulottuva ennuste.

Tilanne komponenteissa on edelleen haastava ja Vieremän tehtaalla on pulaa puolijohteista, hydraulikkaosista, laakereista ja voimansiirron komponenteista. Yhtiöllä ei myöskään ole tällä hetkellä kykyä rakentaa komponenttien puskurivarastoja. Ponsse on kuitenkin korkealla alihankkijoiden suosituimmuuslistalla ja yhtiön mukaan heikompi prioriteetti alihankkijoiden keskuudessa olisi jo useampaan otteeseen pysäyttänyt tuotannon Vieremällä.

Kireän komponenttitalanteen vuoksi valmistuslinjalla on pumppausliikettä, mikä alentaa tehokkuutta.

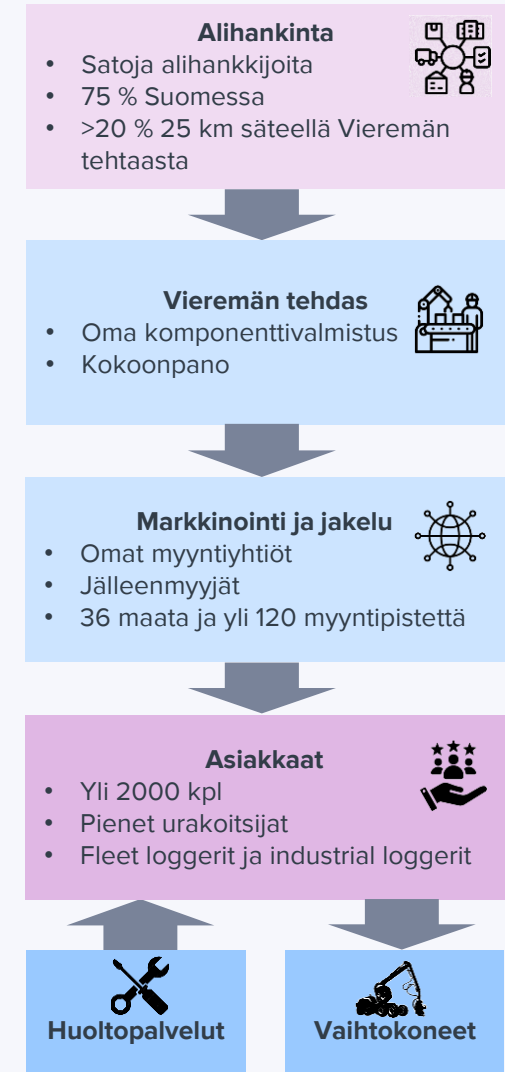
Toimituksia on myös jonkin verran viivästynyt, mutta toistaiseksi viiveet ovat pahimmillaankin olleet viikkojen, ei kuukausien mittaisia. Myöskään toimitusaikoihin liittyviä asiakasmenetyksiä ei ole koettu, sillä kilpailijat kärsivät samoista ongelmista. Toimitusajat ovat edelleen normaalitasoa eli suunnilleen 7 kuukautta.

Laajennusinvestoinnin tavoitteet on saavutettu

Ponsse investoi vuosina 2016-2018 yhteensä 38 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa Vieremän tehtaan pinta-ala kasvoi 27000 m²:sta 40000 m²:iin. Investointi sisälsi uuden kokoonpanolinjan, automatisointiasteen kohottamisen sekä tehokkaamman varaston. Uudessa varastojärjestelmässä komponentti- ja varustekokonaisuudet kootaan valmiiksi asiakkaan kanssa etukäteen sovitun spesifikaation mukaan. Ponssen valmistusfilosofia, jossa kaikki tapahtuu tilauksesta ja jossa myös osavalmistus toimii päätilauksen mukaan, ei investoinnin myötä muuttunut. Investoinnilla tähdättiin etenkin toimitusaikojen selvään lyhentämiseen. Arvioimme, että aiempi 1100-1200 koneen vuotuinen kapasiteetti kasvoi investoinnin myötä 1500-1600 koneeseen (n. +30-35 %) emmekä usko Ponssen oman kapasiteetin lähiaikoina muodostuvan rajoitteeksi toimitusnopeudelle ja -määrille.

Laajennusinvestointiin liittyvät laatu- ja tuottavuusohjelmat ovat yhtiön mukaan edenneet tavoitellusti. Laadun kuvataan olevan ”hyvällä tasolla” ja tuottavuuden 5 %:n vuosiparannuksessa (mittarina maksetut työtunnit / toimitettu kone) ollaan niin ikään päästy tavoitteisiin.

Operatiivinen toimintamalli



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 2/3

Tuotteet teknisesti alansa huippua

Ponssen tuotteita on aina pidetty alan teknisesti edistyneimpiin kuuluvina. Esimerkkejä ovat pc:n tuominen harvesterin ohjaamoon 1992 ja 8-pyöräisen harvesterimallin tuominen ensimmäisenä markkinoille vuonna 2009. Ponssen merkittävimmät tuotelanseeraukset vuoden 2022 aikana ovat olleet mallistojen raskaammassa päässä eli Scorpion Giant -harvesteri ja Mammoth-kuormatraktori. Samaan aikaan vuonna 2018 lanseerattua Active frame –vaimennusjärjestelmää ollaan ajamassa alas ja tilalle ollaan tuomassa yhtä tehokasta mutta rakenteeltaan yksinkertaisempaa Active cabin -vaimennusjärjestelmää. Itse mallistosta ollaan karsittu pois 6-pyöräiset Ergo- ja Fox-harvesterit.

Ponssen keskeinen kehityskohde viime vuosina on ollut uuden sukupolven tietojärjestelmä ja käyttöliittymä (markkinointinimellä 5G). 5G on Ponssen mukaan vastaanotettu asiakkaiden keskuudessa erittäin hyvin. Käyttöliittymä on jo tarjolla lähes kaikkiin harvesterimalleihin ja tullaan jatkossa ulottamaan myös kuormatraktoreihin. Elokuussa 2022 yhtiö esitteli kokonaan sähköiseen voimansiirtoon perustuvan EV1-kuormatraktori-konseptin ja mahdollisimman vähäpäästöiset tai täysin päästöttömät laitteet ovat tulevan tuotekehityksen keskiössä.

Ponsselle asiakkailta saatava palaute on aina keskiössä yhtiön tuotekehityksessä. Samaten yhtiö tähdentää, että sillä on halu ja kyky ottaa isojakin riskejä tuotekehityksessä ja tarjota omintakeisiakin ratkaisuja asiakkaiden esiin tuomiin ongelmiin.

Tarjooma sovitetaan eri asiakassegmentteihin

Metsäkoneasiakkaiden keskikoko on kasvussa. Yksittäisiä koneita omistavien ja käyttävien metsäurakoitsijoiden rinnalle on tullut ja tulee ns. fleet loggereita, joilla on tyypillisesti konekannassaan 20-70 konetta ja jotka tarvitsevat erilaisia palvelukokonaisuuksia kuin perinteiset urakoitsijat. Fleet loggerit ovat usein Ponssen huoltosopimuksen piirissä ja ovat huollonkin suhteen hyvin hintatietoisia. Isompia asiakkaita edustavat myös ns. teolliset urakoitsijat (industrial loggers), jotka usein ovat suuria metsäyhtiöitä. Näillä yhtiöillä voi olla merkittäviä metsävaroja ja hakkuut ovat vain osa ketjua, jonka loppupäässä useimmiten myydään sellua. Tyyppiasiakkaita ovat brasilialaiset Fibria ja Suzano. Teollisilla urakoitsijoilla on myös korkeat vaatimukset tietojärjestelmien suhteen. Tuoteportfolion osalta avainkysymys onkin, onko Ponssella oikea tarjooma eri asiakassegmentteihin.

Arvelemme, että Ponssen eri konemalleille yhteisten komponenttien ja osakokonaisuuksien osuus on 40-50 %. Suuri keskenään vaihtokelpoisten osien määrä mahdollistaa paitsi synergiaedut kulutus- ja varaosatoiminnoissa, myös laajan malliston ja koneiden tehokkaan massaräätälöinnin.

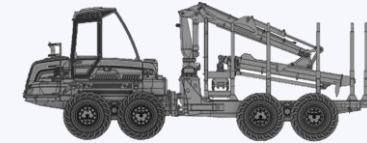
Ponssen päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, tn	16,7-23,8
Pituus x leveys, m	7,3-9,0 x 2,9-3,1
Moottorin teho, kW	145-240
Moottorin vetovoima, kN	130-230
Nosturin ulottuma, m	10-11
Hinta, 1000 EUR	380-600

Kuormatraktorit (ajokoneet)



Paino, tn	16,3-28,5
Pituus x leveys, m	9,9-11,9 x 2,8-3,3
Moottorin teho, kW	165-320
Nostomomentti, kN	106-160
Nosturin ulottuma, m	10
Hinta, 1000 EUR	330-440

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 3/3

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle ja sieltä edelleen satamien kautta jakelijoille. Vuonna 2021 rahdit ja huolinta vastasivat vain 2,2 %:sta Ponsse liikevaihdosta, joten tehtaan sijainti etäällä rahtiliikenteen solmukohtista ei ole ongelma. Pääkilpailijoidenkin tehtaot sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponsse jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu 11 oman myyntiyhtiön sekä noin 40 jälleenmyyjäyhtiön avulla. Jakeluverkosto toimii tällä hetkellä 36 maassa ja myyntipisteitä on yhteensä 121. Jakeluverkoston vuoden 2022 uutuuksia omat myyntiyhtiöt Tsekissä ja Chilessä.

Ponsse mukaan jälleenmyyjien myynti on kehittynyt hyvin vuonna 2022, mutta suurta muutosta niiden liikevaihto-osuudessa ei ole tapahtunut. Arvioimme omien myyntiyhtiöiden osuudeksi liikevaihdosta noin 65 % ja jälleenmyyjien 35 %. Ponsse hakee koko ajan tasapainoa pääomatehokkaamman jälleenmyyjämyynnin ja paremman asiakaskontaktin tarjoavan oman myynnin välillä.

Digitalisaation rooli kasvaa edelleen

Puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat yhä voimakkaasti. Megatrendejä ovat 1) digitaalisten palvelujen lisääntyminen metsäresurssien hallinnassa, kaluston hallinnassa ja huollossa sekä tuottavuuden raportoinnissa; 2)

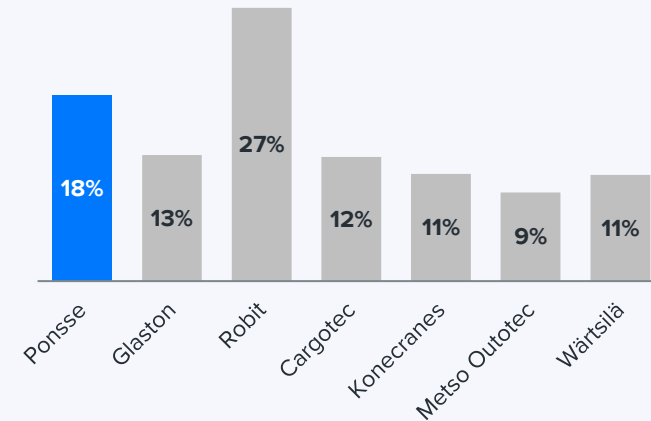
kestävyys eli ympäristövaikutusten havainnointi ja minimoiminen; 3) liitettävyyssratkaisut eli optimaalinen tiedonsiirtotapa metsäkoneesta /-koneeseen (5G-teknologia tulee avaamaan tässä paljon uusia mahdollisuuksia) sekä 4) automaatio ja etäohjaus.

Ponsse toimintatapana on digitaalisten palvelujen rakentaminen kerätyn datan päälle. Yhtiö on aktiivisesti kasvattanut ohjelmoijien määrää konsernissa ja se on nykyisin noin 120. Lisäksi on huomioitava näiden luomat verkostot, jotka eivät näy ohjelmoijamäärissä. Ohjelmointirajapinnat (API) on myös hiljattain avattu asiakkaille, jolloin asiakkaat pääsevät käsiksi dataan ja kehittämään tähän perustuvia omia sovelluksiaan. Ponsse taas voi laskuttaa asiakkaita näiden API-yhteydenotoista (API calls). Lisäksi Ponsse testaa yhdessä asiakkaiden kanssa kehitettävien palvelujen toimivuutta ja rahaksimuutettavuutta (proof of concept).

Liiketoimintamallin arvio

Oma komponenttivalmistus tekee toiminnasta pääomaintensiivistä. Aineellisten hyödykkeiden suhde liikevaihtoon (18 %) onkin selvästi kotimaisen konepajasektorin mediaania (12 %) korkeampi. Näyttöjen perusteella liiketoimintamalli toimii kuitenkin hyvin. Yhden tehtaon ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmä voi silti olla riskialtis erilaisissa häiriötilanteissa (tärkeän koneen rikkoutuminen, tulipalo, energiantoimitushäiriö, lakko joko tehtaassa tai esim. rautateillä) ja kaventaa yhtiön sopeutumismahdollisuuksia. ”Digitaalisen loikan” onnistumisen arviointiin on edelleen käytettävissä liian vähän tietoa.

Konepajojen aineelliset hyödykkeet / liikevaihto 2021



Huollon liiketoimintamalli 1/2

Toiminnan pohjana kattava huoltopalveluverkosto

Ponssen huolto liiketoiminta vastasi 21 %:sta konsernin liikevaihdosta vuonna 2021 ja oli noin 160 MEUR. Tällä hetkellä yhtiöllä on kaikkiaan 160 huoltopistettä 35 maassa. Huoltopisteistä 39 on Ponssen omia ja 121 jälleenmyyjän tai sopimus-huoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (25), Ruotsissa (26) ja Yhdysvalloissa (20). Venäjän-tytäryhtiön myyminen kesäkuussa 2022 ja liiketoiminnan päättyminen maassa johti merkittävään pudotukseen huoltopisteiden määrässä (-41 kpl; -20 %). Huoltoverkostoon kuuluu vielä 650 asiakkaiden työskentelypisteissä kiertävää huoltoautoa, joista valtaosa on vihkiytynyt juuri Ponsse-huoltoon. Huollon käytettävissä on kaikkiaan 1080 mekaanikkoa.

Ponssen toimittamista reilusta 18000 koneesta käytössä on edelleen arviolta reilu 13500 kpl eli noin 75 %. Konekanta on kasvanut noin 7 %:n vuosivauhtia viimeisten viiden vuoden aikana. Huoltopotentiaalista pitää nykytilanteessa kuitenkin poistaa Venäjällä käytössä oleva noin 3000 koneen kanta. Käytännössä kaikki loput eli reilu 10500 metsäkoneita ovat huollon piirissä, sillä vähintään koneen varaosat hankitaan Ponssen tai sen edustajan kautta. Ponssen pitkän aikavälin tavoitteena on saada yli 50 % vuosittain käytössä olevasta konekannasta myös omien huoltosopimusten piiriin. Ponsse ei ole julkistanut nykyistä osuutta, mutta uskomme sen olevan noin 20-25 %, vaikka konekannasta yli puolet käy Ponssen huollossa vuosittain. Ponssen mukaan sen intressissä on huoltosopimusten määrän kasvattaminen myös

siksi, että huoltosopimusasiakkaista suurempi osa hankkii kulutusosatkin (kuten teräketjut ja -levyt) Ponssen kautta, jolloin Ponssen osuus asiakkaan konehuoltoon käyttämästä rahamäärästä kasvaa.

Takuukustannusten katteena 4,6 MEUR:n varaus

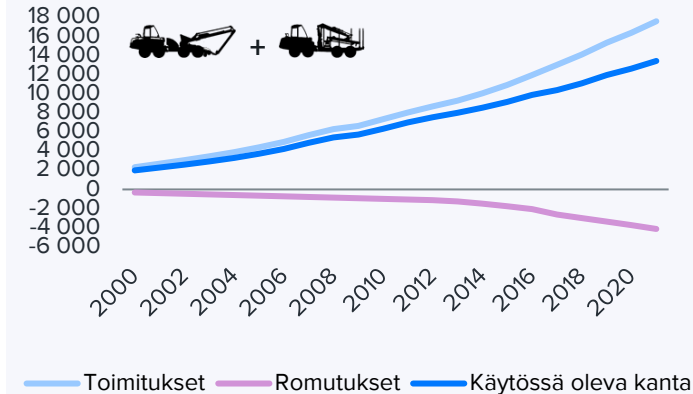
Ponsse myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2021 lopussa 4,6 MEUR:n takuuvaraus, joka perustuu aiemmilta vuosilta kertyneeseen tuotteiden vikaantumishistoriaan. Takuuvarauksen trendi on ollut viime vuosina laskeva, mikä kertoo hyvää laadun kehityksestä.

Huoltosopimuksilla haetaan ennustettavuutta

Kulutus- ja varaosien lisäksi Ponsse tarjoaa esim. kolmen vuoden tai 7200 käyttötunnin mittaisia huoltosopimuksia (Ponsse Active Care), joihin kuuluu tehtaan määrittelemä kiinteähintainen määräaikais-huolto alkuperäisillä varaosilla. Huoltopalveluihin kuuluu myös tekninen tuki eli huoltoneuvonta sekä huoltokorjaamo ja kenttähuolto (huoltoauto ajaa asiakkaan työmaalle).

Huoltopalvelujen liikevaihto vaihtelee voimakkaasti eri markkinoiden välillä. Koska huollon liikevaihdosta 90 % muodostuu kulutus- ja varaosista, on koneiden käyttötunneilla ratkaiseva vaikutus kysyntään. Hakkuukoneen käyttötunnit Pohjoismaissa ovat yleensä reilut 2000 tuntia vuodessa ja Pohjois-Amerikassa vain noin 1500 tuntia vuodessa, mutta toisaalta Venäjällä (Ukrainan sotaan asti) ja Brasiliassa usein yli 5000 tuntia vuodessa. Koneen

Ponssen kumulatiiviset konemäärät 2000-2021 (kpl)



Huollon liiketoimintamalli 2/2

tekninen elinkaari päättyy yleensä 25000-30000 käyttötunnin jälkeen ja on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on merkittävästi suurempi viimeisten 10000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10000 käyttötunnin aikana.

Arvelemme, että huoltopalvelujen osuus Ponsse liikevaihdosta Latinalaisessa Amerikassa voi olla 30-40 %, kun se konsernitasolla on 21 %.

Paljon eväitä huollon kasvulle ja hyvälle kannattavuudelle

Venäjän markkinoiden poistumisen jälkeenkin seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) toimitetun metsäkonekannan kasvu yli 1000 koneella vuosittain merkiten vajaan 10 %:n lisäystä käytössä olevaan konekantaan; 2) metsäkoneyrittäjät yhä useammin ulkoistavat huollon eivätkä enää yritä huoltaa koneita itse; 3) metsäkoneiden ristiinhuolto eri konemerkkien välillä on hyvin vähäistä eli Ponsse käytännössä yksin huoltaa toimittamaansa konekantaan ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten piraattiosien merkitys kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

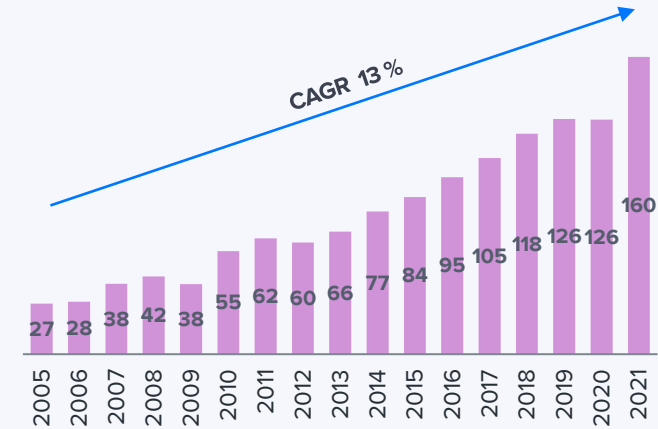
Ponsse on kommentoinut huoltoliiketoimintansa kannattavuutta vain toteamalla, että kulutus- ja varaosaliiketoiminta on kannattavampaa kuin uusien koneiden myynti. Tässä suhteessa Ponsse ei poikkea muista konepajayhtiöistä. Ponsse näkee huoltopalvelut osaksi konemyyntiä ja siihen liittyvää palvelua. Huollon kannattavuutta ei sen vuoksi pyritä erikseen maksimoimaan, vaan Ponsse tavoitteena on asiakkaan koneen elinkaari-

kustannusten optimointi. Elinkaarikustannukset ratkaisevat asiakastyytyvyyden ja vaikuttavat oleellisesti merkkiuskollisuuteen uusintaostotilanteessa.

Liiketoimintamallin arvio

Liiketoimintamallin vahvuuksiin kuuluu kattava huoltopalveluverkosto, joka kuitenkin painottuu jälleenmyyntiin ja sopimushuoltajiin pitäen siten Ponsse omat kiinteät kustannukset kurissa. Positiivista on myös kilpailun vähyys erityisesti hyvin kannattavassa kulutus- ja varaosatoiminnassa. Kokonaisarviointia vaikeuttaa tiedon puute varsinaisten huoltosopimusten määrästä ja konversioasteesta uusien koneiden kaupassa. Uskomme, että digitalisoitumisen mahdollistamassa ennakoivassa huollossa on joka tapauksessa kasvuvaraa. Tällä hetkellä huoltoliiketoiminnan suurin epävarmuus liittyy Venäjällä käytössä olevien noin 3000 Ponsse-koneen kohtaloon, mitä käsittelemme tarkemmin raportin ennusteosiossa.

Huollon liikevaihto 2005-2021
(MEUR)



Vaihtokonekaupan liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta lähes aina vaihtokone

Kypsillä markkinoilla kuten Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa uuden metsäkoneen myyminen tarkoittaa lähes aina vaihtokoneen vastaanottamista. Nopeasti kasvaneilla markkinoilla kuten Brasiliassa vaihtokoneiden rooli on vähäisempi. Ponsse hoitaa itse vaihtokonekaupan silloin kun se on myynyt myös uuden koneen (n. 65 % osuus). Toisaalta jälleenmyyjäyhtiöt (lopun 35 %) hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

Vaihtokoneliiketoiminta on tyypillisesti kertautuvaa. Mydessään uuden koneen Ponsse ottaa vastaan asiakkaan vaihtokoneen ja sama tilanne usein toistuu ”vaihtokoneen vaihtokoneetta” myytäessä. Uuden koneen myynnistä voikin lopulta koitua Ponssele 2-4 vaihtokonekauppaa. Kuitenkin kierros kierrokselta 1) myytävien vaihtokoneiden keskihinta laskee ja 2) kaupassa vaihtokoneen tarjoavien asiakkaiden osuus alenee.

Arvioimme, että mydessään itse uuden koneen saa Ponsse 90 %:ssa tapauksista taseeseensa vaihtokoneen. Vaihtokoneetta myytäessä arvioimme osuuden laskevan 65 %:iin ja vaihtokoneen vaihtokoneetta myytäessä edelleen 40 %:iin. Koneet ovat tässä vaiheessa usein jo elinkaarensa päätös-vaiheessa. Ponssen mukaan vaihtokonemarkkina on aktiivinen eivätkä kaikki metsäkoneasiakkaat suinkaan halua uutta konetta. Vaihtokoneet myydään useimmiten samoilla markkinoilla, joilla ne on vastaanotettu.

Fokus varaston kierrossa ja rahavirrassa

Ponssen fokus vaihtokoneliiketoiminnassa on varaston hallinnassa ja rahavirrassa. Keskimääräinen myyntiaika vaihtokoneella on 3-6 kuukautta. Ponssele ei ole ollut tarvetta kampanjoille tai huutokaupoille, sillä vaihtokoneiden kysyntä on ollut hyvää uusien koneiden toimitusajan ollessa pitkä.

Ponsse tähtää tarjoamissaan vaihtohinnoissa siihen, ettei vaihtokoneetta tarvitse myydä tappiolla. Vaihtokonekaupan marginaalit ovat kuitenkin muihin liiketoimintoihin verrattuna pieniä.

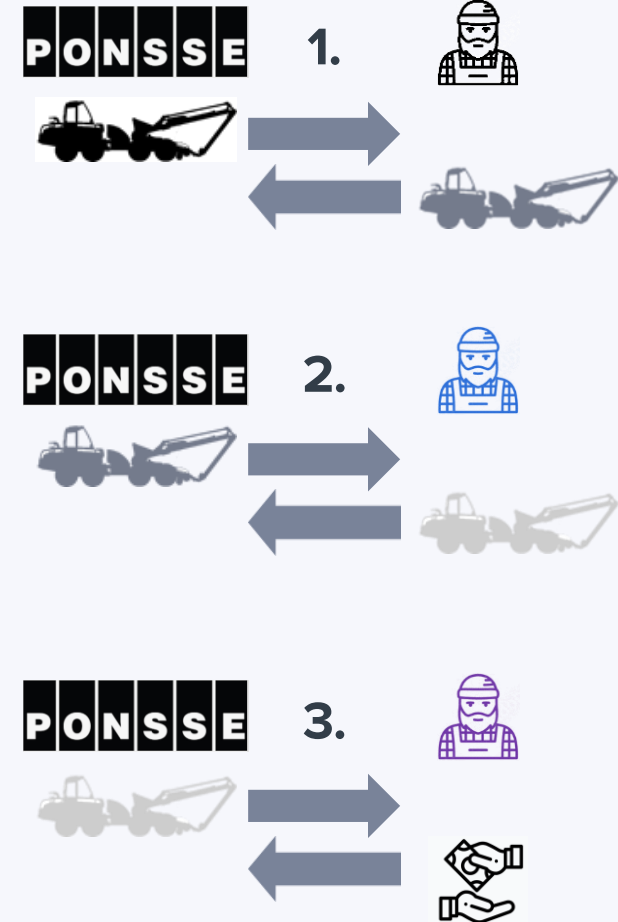
Vaihtokoneiden liikevaihto 110-120 MEUR

Oletamme, että Ponssen taseen ”muu vaihtomaisuus” (2021: 29 MEUR; 2020: 34 MEUR) on lähes kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä vastaa 10-13 % omasta pääomasta eli arvostukseen liittyvät riskit ovat kohtuullisia. Jos vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi oletetaan 3-4 kuukautta ja myynnin katetasoksi 3 %, saadaan vaihtokoneiden vuosien 2020-2021 liikevaihdoksi 106-119 MEUR eli 16-17 % konsernin liikevaihdosta.

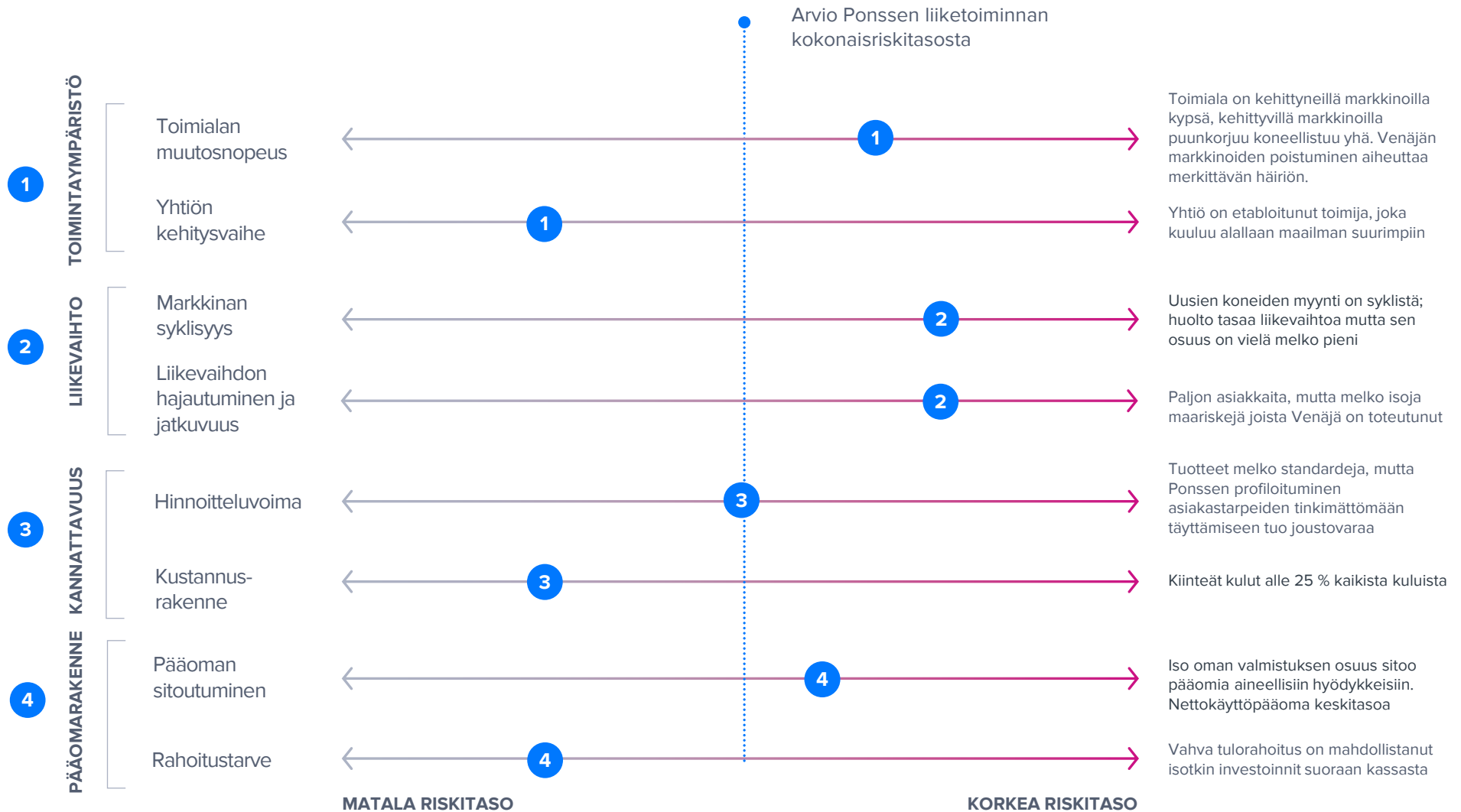
Liiketoimintamallin arvio

Dynamiikka on tervettä, sillä vaihtokoneen taseeseen tuloa on aina edeltänyt uuden koneen myynti ja vaihtokonevaraston koko on kohtuullinen. Keskittyminen rahavirtaan on perusteltua ja se, että liiketoiminta on mitä ilmeisimmin kannattavaa on positiivinen lisäpiirre. Jos varaston kiertonopeudeksi oletetaan 4x ja liikevoittomarginaaliksi 3 %, tekee Ponsse vaihtokoneliiketoiminnassa kohtuullista noin 12 %:n sijoitetun pääoman tuottoa.

Vaihtokonekauppa on kertautuvaa



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvuyhtiö, jolla on esittää näyttöjä

Ponsse on kasvanut viimeiset 10 vuotta ennen Venäjän markkinoiden sulkeutumista 9 %:n vuositahia pääkilpailijoiden jäätyä 6-7 %:iin. Samalla yhtiö on noussut tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman toiseksi suurimmaksi.

Perustajasuvun omistus ja ote yhtiön asioihin on säilynyt merkittävänä ja tällä hetkellä Vidgrenin suvun omistusosuus on noin 64 %. Vahva omistajuus tuo yhtiön toimintaan pitkäjänteisyyttä ja riskinsietokykyä. Toisaalta tämä pitkälti eliminoi ulkopuolisen osto-/lunastusmahdollisuuden.

Toimialan syklistyydestä huolimatta Ponssen vakaa kasvu- ja tuloshistoria tekevät osakkeesta varsin turvallisen kohteen arvosijoittajalle.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet

Vahva markkina-asema. Ponssen markkinaosuus kumipyöräisissä tavaralajimenetelmän metsäkoneissa on noin 35 %, mikä tekee siitä markkinoiden toiseksi suurimman toimijan ja tarjoaa skaalaetuja tuotekehityksestä jälkimarkkinoihin asti. Toimialalle tulon kynnyks on korkea vaadittavien investointien ja koko markkinan suhteellisen pienuuden vuoksi.

Uusien koneiden markkina kasvaa pitkällä aikavälillä. Ponssen toimintaympäristössä on sekä nykyisiä että potentiaalisia kasvuajureita. Ensin mainittuja ovat globaalien hakkuuvolyymien kasvu, jota ajavat yleisen talouskasvun lisäksi kasvava sellumarkkina ja siellä meneillään olevat / tulevat investoinnit, puurakentamisen osuuden kasvu sekä puun käytön lisääntyminen muovin korvaajana

esimerkiksi pakkausteollisuudessa. Muita ajureita ovat puunkorjuun lisääntyvä koneellistuminen sekä Ponssen edustaman tavaralajitekniikan markkinaosuuden nousun jatkuminen. Potentiaaliset kasvuajurit liittyvät puunkorjuun etenevään digitalisaatioon ja automatisoitumiseen.

Huollossa on kasvupotentiaalia. Ponssen edelleen käytössä oleva toimitettu konekanta on reilu 13500 kpl (mukaan lukien Venäjällä käytössä olevat koneet). Pääasiassa hyväkattaisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 21 % Ponssen liikevaihdosta ja arviomme mukaan 40 % liikevoitosta. Vaikka Venäjällä käytössä olevien koneiden huolto onkin avoin kysymys ja vaikka uusien koneiden markkina kohtaisi muitakin vaikeuksia, suuri ja edelleen kasvava sekä ikääntyvä toimitettu konekanta tuo pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia huollolle.

Tuloskehitys on melko ennustettavaa. Vuosina 2012-2021 Ponssen EBIT-marginaali liikkui välillä 7,2 %...12,1% mediaanin ollessa 10,1%. EBIT-marginaalin variaatiokerroin oli samaan aikaan matala 16 % eli yhtiön tuloksen ennustettavuus on hyvä ja riskiprofiili melko alhainen muutoin syklisellä toimialalla.

Vahva rahavirta tarjoaa mahdollisuuksia. Ponssen operatiivinen rahavirta investointien jälkeenkin on ollut vuodesta 2013 selvästi positiivinen. Kun huomioidaan konsernin alhainen velkaantuneisuus (nettovelat / käyttökate = 0,2x), on Ponsella hyvät mahdollisuudet panostaa digitaalisten tuotteiden kehitykseen, läsnäolon vahvistamiseen esimerkiksi Amerikoissa ja Aasiassa tai entistä suurempiin osinkoihin.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Toimiala on syklinen. Uusien kumipyöräisten tavaralajimenetelmän koneiden markkina romahti 65 %:lla finanssikiisvuonna 2009 ja markkina on laskenut yli 20 %:lla myös vuosina 2012 ja 2020. Venäjän markkinoiden poistuminen Ukrainan sodan seurauksena merkitsee noin 17 %:n aukon syntymistä tavaralajimenetelmän konemarkkina. Tämän aukon täyttäminen muiden markkinoiden kasvulla lähivuosina tulee olemaan haastavaa.

Toimialan laajennusinvestointien ajoitus epäsuotuisa. Ponssen pääkilpailijat ovat investoineet osin merkittävästikin kapasiteetin kasvattamiseen. Negatiivisen markkinaskenaarion toteutuessa ja vaisun suhdanteen pitkittyessä alan yritysten kapasiteetin käyttöaste jäisi odotuksista ja hintakilpailu kiristyisi, mikä toisi marginaalipainetta.

Komponenttitilanne on edelleen hankala. Ponsse ja sen kilpailijat ovat kärsineet keskeisten komponenttien kireästä saatavuudesta ja niiden kohonneiden hintojen tuomasta marginaalipaineesta ja melko pitkään. Laajamittaista ja nopeaa helpotusta tilanteeseen ei ole näkyvissä.

Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa, kuten tulipaloissa tai lakoissa.

Omistuksen keskittyminen. Jo mainittu Ponssen osakkeenomistuksen keskittyminen vähentää osakkeen likviditeettiä sekä mahdollisuutta ulkopuolisen ostajan tekemään tarjoukseen yhtiöstä tai muihin toimialajärjestelyihin.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Näytöt pitkäkestoisesta markkinaa nopeammasta kasvusta

2.

Ennustettava kannattavuus ja vahva tase

3.

Uusien koneiden markkina on syklinen

4.

Alalla on voitu yli-investoida

5.

Perheyritys, jota tuskin myydään

Potentiaali



- Ponsella on näyttöjä pitkäkestoisesta markkinaa nopeammasta kasvusta ja yhtiö on segmentissään maailman #2
- Huoltoliiketoiminnassa on kasvupotentiaalia, vaikka Venäjän huoltomarkkinan poistuminen aiheuttaakin lähiaikoina paineita
- Yhtiön tuloskehitys on hyvin ennustettavaa ja vahva tase sekä kassavirta tarjoavat edellytykset suunnitelmien toteuttamiseen
- Uudet digitaaliset palvelut

Riskit



- Uusien koneiden markkina on syklinen ja Venäjän jättämän aukon täyttäminen haastavaa
- Toimialan viime vuosien isot investoinnit voivat johtaa tiukentuvaan hintakilpailuun ja marginaalipaineisiin
- Komponenttitilanne on edelleen hankala
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi aiheuttaa ongelmia erilaisissa häiriötilanteissa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Ei julkituotua strategiaa

Ponssella ei ole varsinaista julkistettua strategiaa. Yhtiö puhuu mieluummin jatkuvasta strategia-prosessista, jossa toimintasuunnitelmat päivitetään vuosittain ja ne ”jalkautuvat budjetin kautta”. Ponssen ajatuksena on, että yhtiö ei halua nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä ja teknologiamurroksessa jäädä minkään strategian vangiksi. Pidämme julkistetun strategian puutetta negatiivisena sijoittajille, mutta mielestämme kokonaiskuva on kuitenkin kohtuullisen kirkas ja arviointia helpottaa se, että yhtiöllä on selkeät taloudelliset tavoitteet.

Oletuksemme strategisiksi avainkohdiksi

Ponssen johdon kanssa käymiemme keskustelujen sekä muun aineiston perusteella näemme seuraavat seikat yhtiön strategisiksi kulmakiviksi:

- 1. Tiukka fokus.** Toisin kuin kansainvälisten konglomeraattien osana toimivilla pääkilpailijoilla, Ponssen koko toiminta on valjastettu ainoastaan kumipyöräisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kehittämiseen, valmistamiseen ja myymiseen.
- 2. Asiakastarpeiden huomioiminen kaikessa toiminnassa.** Tämä tarkoittaa asiakaspalautteen eli käyttökokemusten, kritiikin ja kehitysideoiden laajamittaista ja jatkuvaa keräämistä ja sen heijastumista koko ketjuun tuotekehityksestä valmistuksen ja

jakelun kautta jälkimarkkinatoimintoihin. Asiakkaiden henkilökohtainen tunteminen ja jopa heidän perheidensä huomioiminen toiminnassa on hyvin keskeistä ja arviomme mukaan erottaa yhtiön edukseen kilpailijoista.

- 3. Innovatiivisuus.** Ponссе antaa suunnittelijoille vapaat kädet kehittää uudenlaisia ratkaisuja ja yhtiö on valmis ottamaan merkittäviäkin riskejä tuotekehityksessä. Esimerkki tällaisesta innovaatiosta on nosturin sijoittaminen ohjaamon taakse Scorpion-harvesterissa, mikä osoittautui erinomaiseksi ratkaisuksi.
- 4. Osaaminen omissa käsissä.** Ponссе on keskittänyt tuotteiden valmistuksen yhteen yksikköön ja laskee hyötyvänsä merkittävästi kaiken keskeisen osaamisen pitämisestä omissa käsissä sekä tuotekehityksen, hankintojen ja valmistuksen läheisestä integraatiosta. Yhtiön mukaan tämä näkyy niin tehokkuudessa, laadussa kuin reaktionopeudessaakin.
- 5. Kestävä kehitys ja vastuullisuus.** Ponssen visiona on olla kestävä metsätalouden halutuin yhteistyökumppani ja pitkällä aikavälillä hiilineutraali. Yhtiön vastuullisuusmalli on jaettu a) sosiaaliseen vastuuseen (tuotteet ja palvelut, henkilöstö, toimintatapa), b) ympäristö vastuuseen (kestävä metsätalous, tuotteen elinkaaren hallinta, luonnonvarojen säästävä toimintatapa) ja c) taloudelliseen

vastuuseen (tasapainoinen ja kestävä talous, ennakoiva ja riskit huomioiva talousjohtaminen sekä sidosryhmien jatkuvuuden tukeminen).

Strategiapäivitys ei johtanut isoihin muutoksiin

Ponссе on vastikään käynyt laajat strategiapäivitys-keskustelut. Strateginen peruslinja ei ole muuttumassa. Yhtiön mukaan ”pitää vain palata perusasioihin ja kyetä elämään ilman Venäjää”, jonka korvaaminen nopeasti ei ole mahdollista. Yksilöllisen asiakaskokemuksen ja uusien digitaalisten palvelujen tarjoaminen ovat edelleen fokuksessa. Asiakasviesti profiloituaan siihen, että ”Ponссе tarjoaa maailman parhaat metsäkoneet ja niiden huollon”. Digitaalisten ratkaisujen keskiössä on Ponссе Opti 5G –tietojärjestelmä. Myös kannattavuuden ja rahavirran roolit ovat jatkossa aiempaakin korostuneempia.

Strategian arviointi

Pidämme edellä esitetyistä Ponssen strategisista kulmakivistä erityisesti kahdesta ensin mainitusta. Tiukka keskittyminen yhtiön omaan ydinosaamisalueeseen on sijoittajien intresseissä ja yhtiön tavoite pitää asiakastarpeet toiminnan johtavana periaatteena auttaa sekä saamaan tilauksia että differoitumaan kilpailijoista. Sitä vastoin pidämme yhden tehtaan valmistuskonseptia sen hyvistä puolista huolimatta riskinä eikä se, että pääkilpailijoilla tilanne on melko samanlainen muuta näkemystämme.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian onnistumisen mittari on sen toimivuus käytännössä ja Ponssen strategia vaikuttaa tehokkaalta. Se ei ole helposti kopioitavissa ja sekä yhtiön kasvu, kannattavuus että rahavirta ovat olleet hyvällä tasolla. Tilanteeseen vaikuttaa myös tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan oligopolistinen rakenne ja se, että metsäkoneala ei ole Ponssen pääkilpailijat omistavien konsernien ydinliiketoimintaa. Kilpailutilanne on edelleen melko rauhallinen, mutta voi muuttua jos esimerkiksi alalle syntyvä ylikapasiteetti johtaa hintakilpailun merkittävään tiukentumiseen. Tällöin Ponsse joutuisi todennäköisesti arvioimaan uudelleen tuote-, markkina- ja hinnoittelustrategioitaan.

Taloudelliset tavoitteet

Ponssen julkistettut taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon markkinaa nopeampi kasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali $\geq 12\%$
- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta \geq käyttökate
- **Pääomatehokkuus:** Pääoman kierto nopeus $\geq 2x$

Tavoitteiden suhde viime vuosien toteutuneisiin lukuihin on seuraava:

- **Kasvu:** Ponssen liikevaihto kasvoi vuosina 2017-2021 keskimäärin $+8\%$ vuodessa (ilman Venäjää arviolta $+7\%$ v/v), mikä ylittää arvioimamme $+4\%$:n markkinakasvun. Pääkilpailijan Deere Forestry Oy:n kasvuvauhti oli samaan aikaan

keskimäärin vain $+3\%$ v/v.

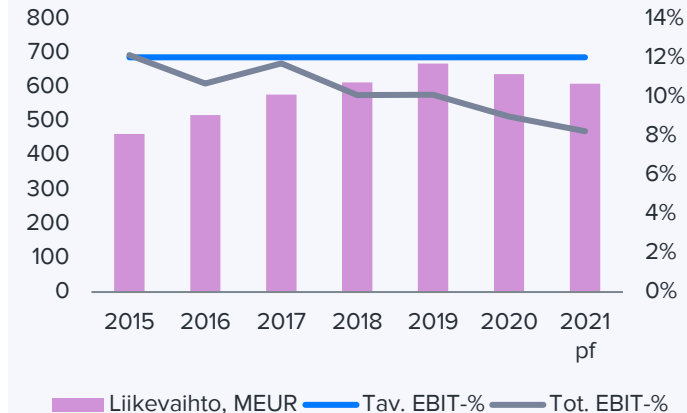
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali oli vuosina 2017-2021 $8,2-11,7\%$ eli parhaimmillaan lähellä tavoitetasoa. Koronapandemia vaikutti negatiivisesti vuoden 2020 kannattavuuteen ($9,0\%$) ja vuoden 2021 luvussa ($8,2\%$ pro forma) näkyy hyvin kannattaneen Venäjä-liiketoiminnan eliminointi.
- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta oli vuosina 2017-2021 $64-121\%$ käyttökatteesta, (keskimäärin 97%), joten tavoite on realistinen.
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -lukuna. Vuosina 2017-2019 tavoitteesta jäätin hieman ($1,7x-1,8x$) ja vuosina 2020-2021 selvästi ($1,4x-1,5x$).

Ponssen taloudelliset tavoitteet asetettiin aikana, jolloin Ukrainan sodasta ei ollut tietoa. Yhtiö näkeekin tavoitteiden saavuttamisen suurimpina riskeinä Venäjän markkinoiden poistumisen lopulliset vaikutukset, mahdollisen stagflaation sekä korkojen ja sen myötä rahoituksen hinnan nousun.

Liikevaihdon kasvutavoite on realistinen

Tavoite on saavutettu viime vuosina ja sen saavuttaminen on mielestämme mahdollista myös jatkossa pro forma -tasolla eli markkinassa, josta Venäjä on eliminoitu. Kasvua tukee jakeluverkoston edelleen jatkuva laajentaminen. Muista markkinaa nopeamman kasvun ajureista Ponsse toteaa, että

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Scorpion-harvesteria kysyttäisiin enemmänkin kuin tällä hetkellä voidaan sitoutua toimittamaan. Myös uuden Mammoth-metsötraktorin osalta odotukset ovat korkealla ja palaute on ollut erittäin hyvää Skandinaviassa ja Amerikoissa. Tavoitteen saavuttamisen arviointia kuitenkin vaikeuttaa vähäiset tiedot markkinoiden kasvuvauhdista.

Kannattavuustavoite on pitkällä tulevaisuudessa

Ponsse on aiemmin saavuttanut 12 %:n EBIT-marginaalitavoitteen vain erittäin suotuisissa oloissa. Normaalitylanteessakin tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi onnistumista volyymikasvussa, Vieremän tehtaan hyvää tuottavuutta ja tiukkaa kulukontrollia. Ukrainan sodan alettua Ponsse on indikoinut tavoitteen olevan melko kaukana tulevaisuudessa, tulkintamme mukaan noin viiden vuoden päässä. Tavoite on siirtynyt eteenpäin paitsi Venäjän markkinoiden poistumisen myös viime aikojen voimakkaan kustannusinflaation seurauksena.

Rahavirtatavoite realistinen

Koska operatiivinen rahavirta on jo matemaattisesti lähellä käyttökatetta, kuvastaa tavoite Ponssen halukkuutta pitää nettokäyttöpääoma kurissa. Tavoitteen saavuttamisessa on viime vuosina onnistuttu hyvin.

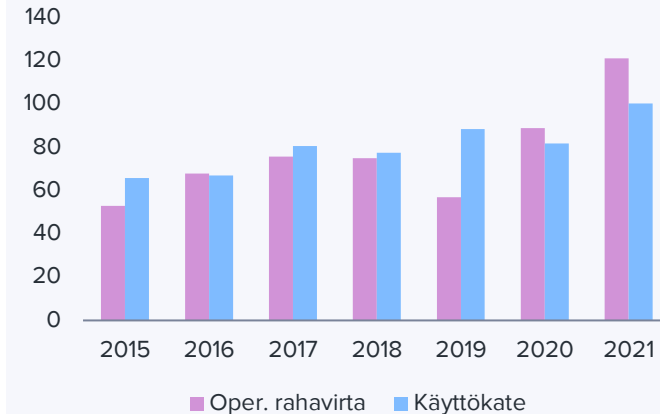
Suuremmat osingot kasvattaisivat pääomatehokkuutta

Laskeva pääomatehokkuus Ponssen tavalla mitattuna ei ole huolestuttavaa, sillä sen takana on ollut taseen kasvu oman pääoman kasvun (eli hyvän kannattavuuden) ja kasvuinvestointien seurauksena vuosina 2018-2019 sekä maksuvalmiusreservin kasvattaminen koronavuosina 2020-2021. Sijoittajan kannalta mielekäs tapa taseen supistamiseen ja tunnusluvun parantamiseen jatkossa olisi tietenkin runsaampi osingonjako.

Ei täsmällistä osingonjakopolitiikkaa, mutta osinkosumman kasvu jatkunee

Ponssen osinkopolitiikan mukaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääoma-vaatimusten mukaisesti”. Osingonjakosuhte on ollut 43-52 % vuosina 2018-2021. Odotamme osinkosumman kohoavan vuodesta 2023 eteenpäin nettovelkaantumisasasteen painuessa yhä enemmän negatiiviseksi. Uskomme kuitenkin osingonjakosuhteen säilyvän noin 50 %:ssa.

Operatiivinen rahavirta ja käyttökatte (MEUR)



Metsäkonemarkkinat 1/5

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 2,0 miljardia kuutiota

Metsäkoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 2,0 miljardia kuutiota vuodessa sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun lisäksi suunnilleen saman suuruinen määrä puuta käytetään polttopuuna. Teollisen raakapuun eli tukki- ja kuitupuun suurimmat loppukysyntämarkkinat löytyvät rakentamisesta (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muusta puutuoteteollisuudesta (mm. vaneri- ja muu puulevy- ja puutuoteteollisuus) sekä sellu- ja massateollisuudesta. Kaksi ensin mainittua toimialaa vastaavat noin 65 %:sta % raakapuun kysynnästä ja kuitupuun osuus on noin 35 %.

Toimiala on globaalisti kypsä ja tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden (painopaperi) kysynnän vähittäisellä laskulla. Tosin painopapereiden kulutuksen supistuminen ei merkitse vastaavaa vähennystä sellun käytössä, sillä markkinoilta häviävän kierrätyskuidun määrä on korvattava sellulla.

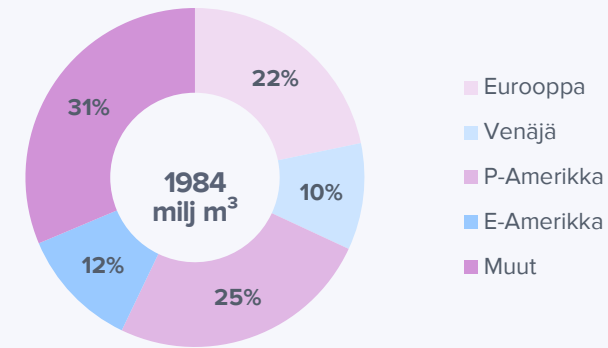
Globaalit hakkuuvolyymit kasvoivat tarkastelujaksolla 2011-2020 keskimäärin 1,4 % vuosittain. Nopeinta kasvu oli Venäjällä (2,3 %), kun taas

Euroopassa (1,5 %) ja Amerikoissa (0,8 %) kasvu oli hitaampaa. Uskomme globaalien hakkuuvolyymien trendikasvun säilyvän jatkossakin 1,5 %:ssa vuosittain kasvun ollessa nopeinta Latinalaisessa Amerikassa istutusmetsien yhä lisääntyessä. Kasvua ylläpitää mm. ennustettu markkinasellun kysynnän 1,5 %:n vuosikasvu 2021-2025 (lähde: UPM).

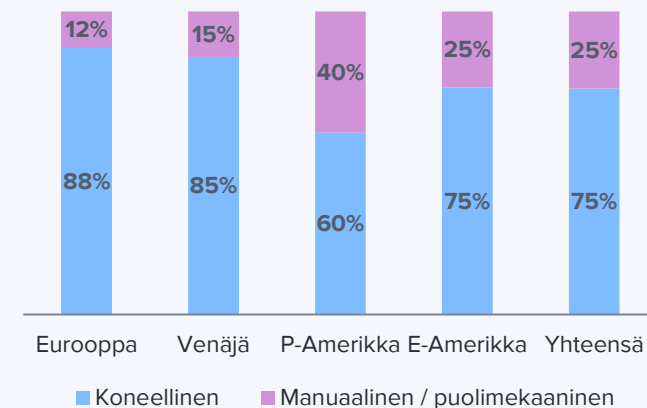
Hakkuiden koneellistumisaste jatkaa nousuaan

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja kuormatraktorin yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on noussut jo yli 60 %:iin ja Ponsen arvion mukaan yhtiön tärkeimmillä markkinoilla eli Euroopassa, Venäjällä ja Amerikoissa se oli vuonna 2020 yhteenlaskettuna jo 75 %. Koneellistumisasteen nousu jatkuu, sillä a) kehittyneillä markkinoilla puoliautomaattiset korjuuketjut (metsurikaato + vajerijuonto + tienvarsiprosessointi) voidaan tehokkaasti korvata harvesterilla ja b) kehittyvillä markkinoilla kaivuri + harvesteripää -yhdistelmä korvaa metsurityötä yhä enemmän.

Puunhakkuuvolyymit alueittain 2020



Puunkorjuun koneellistumisaste Ponsen ydinmarkkinoilla 2020



Metsäkonemarkkinat 2/5

Tavaralajimenetelmällä useita kilpailuetuja

Koska globaalit hakkuuvolyymit kasvavat hitaasti, on Ponsen kannalta tärkeintä koneellistumisen eteneminen ja ennen kaikkea metsäkoneissa käytettävä teknologia.

Metsäkoneiden markkinat on jaettu käytännössä kokonaan kahden teknologian eli kokopuu-menettelmän (full-tree method tai tree-length method FT/TL) ja tavaralajimenettelmän (cut-to-length method, CTL) kesken. Kokopuumenettelmässä puu 1) kaadetaan kaatokoneella; 2) kuljetetaan metsästä juontokoneella; 3) karsitaan karsimakoneella ja tarvittaessa 4) katkotaan kuljetuksiin sopiviin pituuksiin katkomakoneella. Tavaralajimenettelmässä 1) harvesteri kaataa, karsii, mittaa ja katkoo puun jo metsässä asiakkaan (esim. saha tai paperitehdas) haluamiin mittoihin. Puut kasataan puutavaralajeittain ajouran varteen, josta ne 2) kuljetetaan kuormatraktorilla metsäautotien varteen lajiteltuihin kasoihin.

Markkinatarkastelussa keskityimme kumipyöräisten tavaralajimenettelmän koneiden (rubber-tyre cut-to-length; RTCTL) markkinaaan. Maailmanlaajuisesti CTL-hakkuista 80-85 % tapahtuu RTCTL-koneilla ja loput tela-alustaisilla koneilla. Kuitenkin tela-alustaisetkin koneet käytännössä aina tarvitsevat kumipyöräisen kuormatraktorin puun lähikuljetukseen. Näin ollen RTCTL-koneiden osuus kaikista CTL-koneista on arviomme mukaan 92-93 %.

RTCTL:n etuja FT/TL:iin nähden ovat:

- **Vähäisemmät ympäristörasitukset** (karsitut latvukset ja oksat toimivat työskentelyalustana jolloin kone ei rasita maaperää sekä toisaalta harvennuksissa jäljelle jäävien puiden vauriot ovat pienemmät)
- **Hakkuiden korkeampi saanto**
- **Parempi soveltuvuus pehmeään maaperään**
- **Säästöt kuljetuskustannuksissa** (kuormatraktorin kapasiteetti on selvästi juontokonetta isompi)
- **Korkeampi laatu ja puhtaampi lopputulos**, joka johtuu vähemmistä käsittelykerroista ja ”pehmeämmästä” käsittelystä (puut kannetaan eikä niitä raahata)

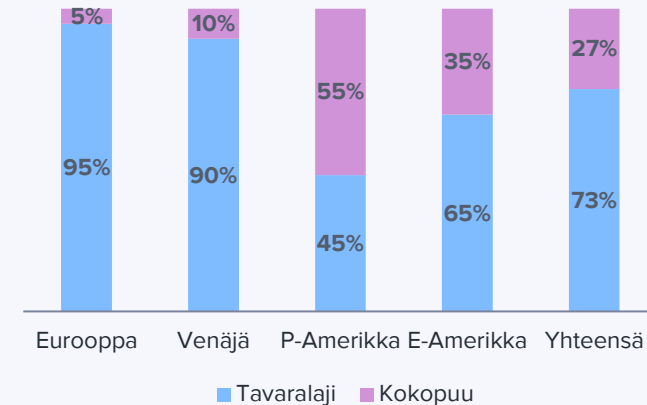
RTCTL:n haittoja taas ovat:

- **Korkeampi investointikustannus**
- **Korkeammat vaatimukset koneenkäyttäjän osaamiselle**
- Monimutkaisemman teknologian **toimivuusriskit**
- **Harvesteripään heikompi toimivuus** joidenkin puulajien kanssa

Tavaralajimenettelmän markkinaosuus kasvanut

Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenettelmä on kasvattanut tasaisesti suosiotaan kokopuu-

Koneelliset hakkuumenetelmät Ponsen ydinmarkkinoilla 2020



Metsäkonemarkkinat 3/5

menetelmän kustannuksella ja on nykyisin yli 60 % oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Taustalla on tavaralajimenetelmän yleistymisen etenkin Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa. Ponsen arvion mukaan RTCTL-koneiden osuus koneellisista hakkuista oli yhtiön ydinmarkkinoilla Euroopassa, Venäjällä ja Amerikoissa noin 73 % vuonna 2020. Osuus olisi ollut 70 %, vaikka Venäjän markkinat eliminoitaisiin laskelmasta.

Maantieteelliset erot ovat edelleen isoja

Pohjois-Euroopassa tavaralajimenetelmän osuus koko koneellisesta puunkorjuusta on täydet 100 % ja muuallakin Euroopassa 85-95 %. Näillä alueilla tavaralajimenetelmän osuuden kasvun kautta syntyvä markkinakasvupotentiaali on siten pieni.

Venäjällä tavaralajimenetelmän yleistymisen oli nopeaa ennen Ukrainan sotaa ja sen osuus koneellisessa puunkorjuussa nousi vuoden 2012 65 %:sta vuoden 2021 93 %:iin. Venäjällä tavaralajimenetelmä on ollut suosittu kaikkialla, missä on länsimaista metsäteollisuutta. Menetelmää ovat suosineet koneiden kantavuus pehmeällä maalla, soveltuvuus kelirikkoajan puunkorjuuseen sekä puunkorjuun siirtyminen hoidettuihin istutus- ja viljelymetsiin. Venäjän markkinan sulkeutumisen vaikutuksia käsitellään tarkemmin jäljempänä.

Pohjois-Amerikassa tavaralajimenetelmän osuus on muita markkinoita pienempi (n. 45 %). Syitä tähän ovat: 1) puutavaran näkeminen raaka-aineena jonka

käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joilla puutavaran varastointi, muu logistiikka sekä prosessointi on viritetty käsittelyyn bulkkituotteena sekä 3) tavaralajimenetelmän edellyttämän korkean osaamisen ja kielitaidon puuttuminen metsäalan työvoimalta. Tavaralajimenetelmän osuus Pohjois-Amerikassa on kuitenkin ollut nousussa viime vuosina, edeten alueellisesti idästä länteen ja etelävaltioihin.

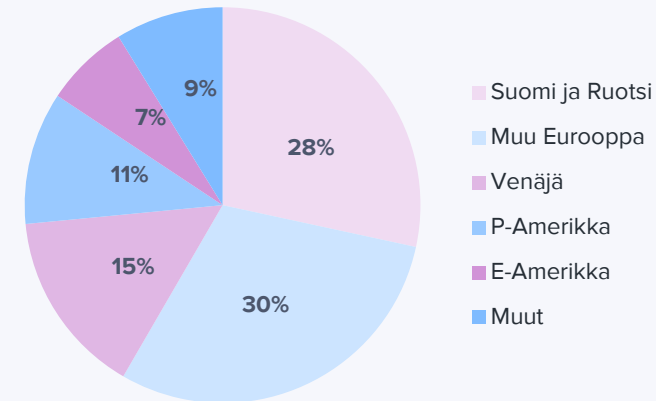
Latinalaisessa Amerikassa koneellinen puunkorjuu keskittyy pääasiassa istutusplantaaseille, joilla tavaralajimenetelmän kuormatraktoreiden toimivuus on hyvä. Puut kuitenkin kaadetaan tavallisten harvestereiden sijasta usein tela-alustaisilla kaatokoneilla, joita Ponsse ei valmista. Tavaralajimenetelmän osuudeksi Brasilian koneellisessa puunkorjuussa arvioidaan noin 70 % ja osuus on kasvanut viime vuosina. Toinen tärkeä markkina Uruguay on lähes täysin tavaralajimenetelmän hallitsema.

Aasiassa Kiinan puunkorjuun koneellistuminen tela-alustaisten koneiden ja irtokourien yhdistelmällä on avannut Ponselle irtokouramarkkinaa. Aasian muut markkinat ovat pieniä.

Markkinan painopiste Euroopassa

Vuonna 2021 tavaralajimenetelmän metsäkone-markkina kasvoi selvästi koronapandemian painettua vuoden 2020 lukuja. Markkina oli kuitenkin edelleen varsin Eurooppa-painotteinen ja

CTL-konemarkkina maantieteellisesti (2021)



Metsäkonemarkkinat 4/5

Eurooppa kokonaisuutena vastasi 58 %:sta koko markkinasta, jakautuen Suomen ja Ruotsin 28 %:n osuuteen ja muun Euroopan 30 %:n osuuteen. Venäjän metsäkonemarkkinan osuus kohosi 15 %:iin edellisen vuoden 12 %:sta ja se oli vuonna 2021 Ruotsin ohella edelleen maailman suurin CTL-konemarkkina. Pohjois-Amerikka vastasi 11 %:sta ja Latinalainen Amerikka 7 %:sta markkinaa.

Metsäkonekysyntä on syklistä

Vaikka kumipyöräisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisten 25 vuoden aikana, on ala syklinen. Vuonna 2009 globaali markkina putosi 1400 koneeseen edellisen vuoden 4000 koneesta eli kaikkiaan -65 %. Markkina ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2018. Merkittävä notkahdus markkinassa koettiin myös 2012 (n. -25 %) ja koronan vuoksi vuonna 2020 (n. -20 %). Viimeisin markkinashokki koettiin kun Venäjän hyökkäys Ukrainaan johti länsimaisten metsäkonevalmistajien vetäytymiseen markkinalta, joka vastasi 15 %:sta vuoden 2021 globaaleja volyymejä. Erikokoiset markkinashokit ovat jatkossakin mahdollisia.

Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,6-1,8 miljardia euroa v. 2021

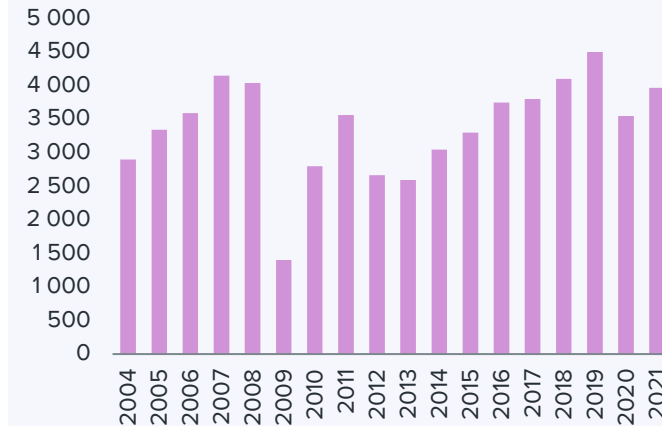
Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla varsin vähän. Ponselle relevanttia markkinaa olisi helpointa arvioida myytävien konemäärien ja tärkeimpien toimijoiden

liikevaihdon kautta. Valmistajat eivät kuitenkaan julkista toimitusvolyymejään yksittäisinä vuosina eivätkä myöskään pelkästä uuslaitemyynnistä kertynyttä liikevaihtoa. Ponsse on arvioinut, että maailmassa myytiin vuonna 2021 reilu 3600 RTCTL-metsäkonetta. Luku ei jakaudu tasan harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken, sillä tela-alustaisetkin hakkuukoneet (joilla tehdään 15-20 % kaikista konehakuista) tarvitsevat avukseen kumipyöräisen kuormatraktorin. Arvioimme tämän vuoksi, että myydyistä RTCTL-koneista 54 % oli kuormatraktoreita ja 46 % harvestereita. Jos lisäksi oletamme kuormatraktoreiden keskimääräiseksi myyntihinnaksi 450 TEUR ja kuormatraktoreiden 360 TEUR, saadaan RTCTL-uuslaitemyynnin globaalin markkinan kooksi vuonna 2021 noin 1400-1500 MEUR. Koko CTL-laitemarkkinaan tulee lisäksi liittää maataloustraktoreihin ja tela-alustaisiin koneisiin liitettävien hakkuupäiden markkina, joka on arvioimme mukaan 200-300 MEUR:n kokoinen.

Venäjän markkinan sulkeutumisella iso merkitys

Ukrainan sota on johtanut Venäjän metsäkone-markkinan sulkeutumiseen länsimaisilta toimijoilta, joista ainakin Ponsse sekä sen pääkilpailijat Deere Forestry ja Komatsu Forest ovat vetäytyneet markkinalta. Venäjän RTCTL-koneiden markkina on ollut viime vuosina volatiili, mutta vuonna 2021 se oli maailmassa sijoilla #1...#2 noin 600 koneen volyymillä ja 15 %:n markkinaosuudella. Globaalin markkinan tavoin myös Venäjän konemarkkina on

CTL-metsäkonemarkkina 2004-2021 (kpl)



CTL-laitemarkkinan osat 2021



Harvesterit 750 MEUR



Kuormatraktorit 700 MEUR



Hakkuupäät 200-300 MEUR

Yhteensä 1650-1750 MEUR

Metsäkonemarkkinat 5/5

ollut kolmen suuren länsimaisen toimijan hallitsema: Ponsse arvioi Venäjän-markkinaosuutensa olleen viime vuonna noin 40 %, Deere Forestry'n samoin 40 % Komatsun osuuden oltua selvästi pienempi (10 %). Pakotteisiin osallistumattomista maista on tuskin tulossa apua, sillä esimerkiksi valkovenäläisen Amkodorin metsäkoneissa käytetään länsimaisia akselistoja, hydraulikomponentteja ja hakkuupäitä.

Venäjältä tapahtuvan puuntuonnin lakkaaminen ja puunhakkuumarkkinoiden sulkeutuminen länsimaisilta koneilta ei automaattisesti merkitse hakkuiden ja konemarkkinan merkittävää kasvua muissa maissa, sillä Venäjän noin 200 milj. m³:n vuotuiset hakkuut ovat päättyneet noin 80 %:sti kotimaahan. Ponsse arvelee, että noin puolet Suomen puuntuonnista Venäjältä (9 milj.m³ v. 2021) korvautuu kotimaisella puulla ja loput tuonnilla muista Itämeren maista. Tämäkään tuskin kasvattaa kotimaan metsäkonemarkkinaa vaan mieluummin nostaa koneiden ajotuntimääriä.

Ponssen huolenaiheena on myös yhtiön Venäjälle toimittaman 3000 käytössä olevan koneen kohtalo. Määrä vastaa noin 22 %:sta kaikista käytössä olevista Ponsse-koneista. Korkeiden ajotuntimäärien vuoksi ko. konekannan huolto on ollut aktiivista ja hyvin kannattavaa Ponsselle. Yhtiön kesäkuussa myymällä Venäjän-tytäryhtiöllä oli noin 120-180 päivän kulutusta vastaava varaosavarasto ja sen ehdyttyä koneita todennäköisesti yritetään ylläpitää kotikutoisilla varaosilla. Kun tämä tie on

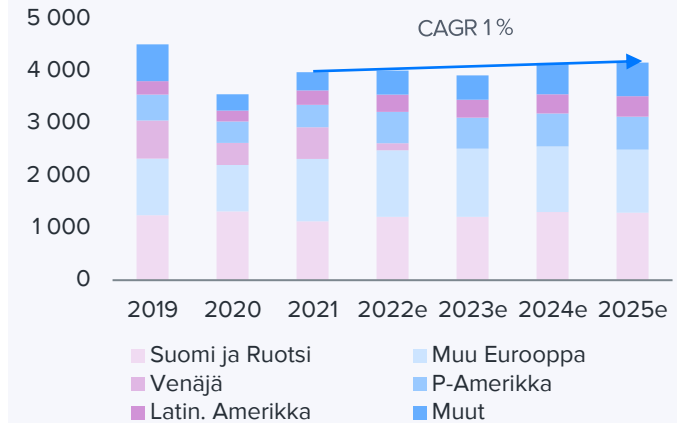
kuljettu loppuun ja kone ei enää toimi, puretaan se varaosiksi. Kokonaisuutena ko. konekannan kohtalo näyttää tällä hetkellä synkältä ja lähivuosina Venäjän hakkuumäärät voivat jopa puolittua.

Metsäkonemarkkinan ennusteet 2022-2025

Teollisen puutavaran tärkeimmistä kysyntäajureista rakentamisen kasvuennusteet vuosille 2022-2024 ovat pääosin vaisuja. Euroconstruct odottaa Euroopan talonrakentamisen vuosien 2022-2024 volyymikasvuksi +1,7...+1,9 % p.a. Yhdysvalloissa asuinrakentamisen volyymimuutokseksi vuosina 2022-2023 ennustetaan -5 % p.a. ja liike- ja toimistorakentamisen +1 % p.a. (lähde: edzarenski.com). Sellumarkkinan volyymikasvuennuste vuosille 2021-2025 on jo aiemmin mainittu +1,5 % p.a.

Teollisen puutavaran loppukysynnän kasvun ollessa lähivuosina 1,5-2,0 %:n luokkaa, on CTL-metsäkone-markkinan tätä nopeampi volyymikasvu mahdollista 1) koneellisen puunkorjuun yleistymisen; 2) CTL:n markkinaosuuden kasvun sekä 3) Venäjän markkinoiden kompensoitumisen kautta. Edellä mainitut tekijät ovat erikseen vaikutukseltaan melko pieniä, mutta antavat yhdessä kohtuulliset kasvuedellytykset. Venäjän poistuminen markkinoilta painaa ennusteessamme globaalin CTL-metsäkone-markkinan vuosien 2022-2025 laskun hitaaksi (+1 % p.a.), mutta mikäli Venäjä eliminoidaan laskelmasta on kasvu jo kohtuullista eli +5 % p.a.

CTL-metsäkonemarkkina 2019-2025e (kpl)



Kilpailutilanne 1/4

Markkina käytännössä kolmen kauppa

Kumipyöriäisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden (RTCTL) 3600-3700 kappaleen (2021) globaali markkina jakautui valtaosin eli arviolta 80-85 %:sesti kolmen toimijan kesken. Nämä ovat Ponsse, Deere Forestry Yhdysvalloista sekä japanilainen Komatsu Forest. Näistä ainoastaan Ponsse keskittyy pelkästään tavaralajimenetelmään, kun taas Deere Forestry ja Komatsu Forest valmistavat Yhdysvalloissa myös kokopuumenetelmän koneita. Kaikki Deeren tavaralajimenetelmän koneet valmistetaan Joensuussa ja Komatsun tavaralajimenetelmän metsäkoneet puolestaan Uumajassa Ruotsissa.

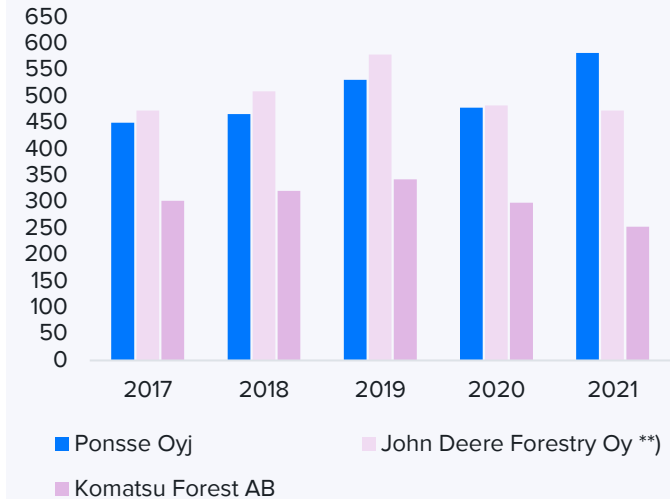
Vertailukelpoista kilpailijatietaoa ei juuri ole

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuuksien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Olemme kiertäneet ongelmaa vertailemalla vain tavaralajimenetelmän metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden lukuja. Sekä Deeren että Komatsun tilikaudet poikkeavat kalenterivuodesta. Parantaaksemme vertailukelpoisuutta Ponsseen olemme lisänneet John Deere Forestry Oy:n liikevaihtolukuihin hakkuupäitä valmistavan tytäryhtiö Waratah OM Oy:n liikevaihdon. Komatsu Forest AB:n edellinen raportoitu tilikausi päättyi jo 31.3.2021, mutta olemme käyttäneet mm. Suomen ja Ruotsin markkinoilta saatuja markkinaosuustietoja ja arvioineet Komatsu Forest AB:n kruunumääräisen

liikevaihdon laskeneen 9 % v/v 31.3.2022 päättyneellä tilikaudella.

Oheisessa graafissa on koottu Ponsse Oyj:n, John Deere Forestry Oy:n ja Komatsu Forest AB:n lähinnä vertailukelpoiset liikevaihtotiedot vuosilta 2017-2021. Lukujen perusteella Ponsse Oyj on kuvattuna jaksolla kasvanut mukavasti (CAGR = 7 %), John Deere Forestry Oy pysynyt paikoillaan (CAGR = 0 %) ja Komatsu Forest AB ollut laskussa (CAGR = -4 %). Graafin tulkintaan yhtiöiden eroista tulee kuitenkin suhtautua varauksin, sillä poikkeavien tilikausien lisäksi eroja voivat aiheuttaa 1) poikkeamat konsernin sisäisissä siirtohinnoissa ja katteissa; 2) erilainen myyntimix eli vaihtokoneliiketoiminnan ja jälkimarkkinaliiketoiminnan osuus liikevaihdosta sekä 3) Ponsse Oyj:n poikkeuksellisen vahva (+121 % v/v) kasvu Venäjällä eli markkinalla joka on nyt poistunut. Kerättyjen volyymitietojen ja omien arvioidemme perusteella Ponsse Oyj:n globaali markkinaosuus RTCTL-koneissa oli viime vuonna 33-35 %, Deere Forestry:n 28-30 % ja Komatsu Forestin jo reilusti pienempi eli 17-18 %.

Metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden liikevaihto, MEUR *)



*) yhtiöiden tilikaudet poikkeavat toisistaan

***) vertailukelpoisuuden parantamiseksi mukaan on liitetty Waratah Oy:n (hakkuupäät) luvut

Kilpailutilanne 2/4

Ponssen osuus säilyy vahvana vaikka Venäjä menetetäänkin

Oheisessa graafissa on osittain indikatiivinen arviomme eri valmistajien volyymeista kumipyöräisten tavaralajimenetelmän koneiden maantieteellisillä markkinoilla vuonna 2021. Esitetyllä jaottelulla Ponsse on vahva kaikilla tarkastelluilla alueilla ja sen markkinaosuus vaihtelee 30-40 %:ssa. Venäjän metsäkone-markkinoilla Deere Forestry ja Ponsse pitivät kahta kärkipaikkaa ja niiden yhteenlaskettu markkinaosuus oli noin 80 %. Vaikka Venäjän markkinoiden menetys on Ponsselle huomattava isku, on huomioitava että yhtiön markkinaosuus säilyy yli 30 %:n myös markkinalla, josta Venäjä on eliminoitu.

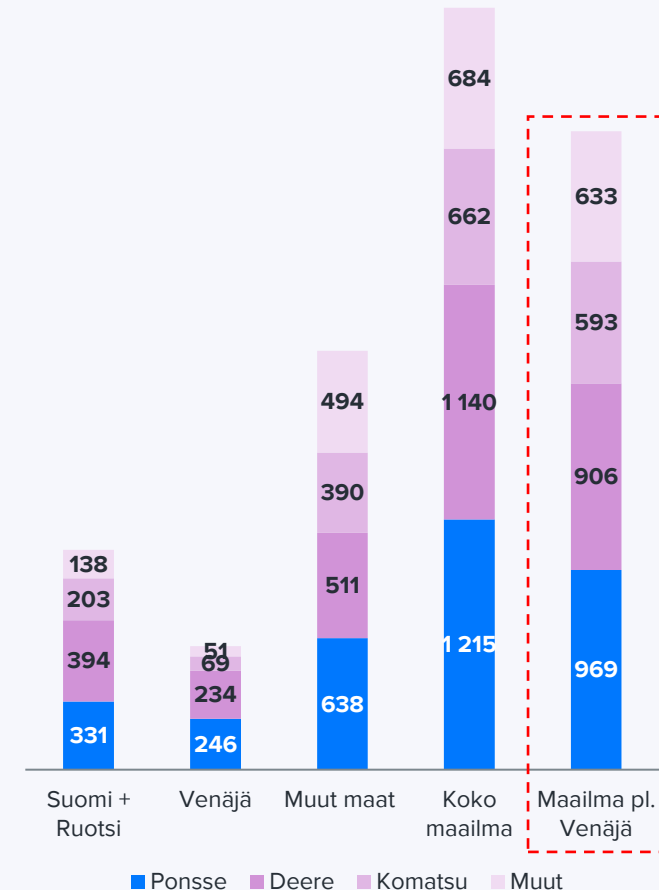
Ponsse kilpailijoita aktiivisempi malliston uudistaja

Ponssen globaalinen markkinaosuuden nousu vuoden 2018 26 %:sta vuoden 2021 33-35 %:iin on arviomme mukaan johtunut paitsi Vieremän laajennusinvestoinnin onnistuneesta ylösajosta myös modernista tuotemallistosta. Viime vuosina Ponssen tuotevalikoiman suurimmat uutuudet ovat olleet vuoden 2021 alussa lanseerattu uudistettu Scorpion-harvesteri sekä vuonna 2022 esitelty Scorpion Giant –harvesteri sekä Mammoth-kuormatraktori. Elokuussa 2022 esitelty täysin sähköiseen voimansiirtoon perustuva EV1-kuormatraktorikonsepti luo kilpailijoille painetta vastaavien ratkaisujen esittelyyn.

Pääkilpailijat ovat olleet tuoteuutuuksien lanseeraamisessa selvästi Ponssea konservatiivisempia. Deeren julkistettujen tuoteuutuudet ovat painottuneet uusiin hakkuupäihin. Komatsu lanseerasi vuonna 2020 kolme kevyemmän pään kuormatraktorimallia (825TX, 835TX ja 845), mutta muutoin viime vuosina on ollut kyse enemmän tuotepäivityksistä. Ponssen arvion mukaan malleihin tehtävillä pienillä, esimerkiksi kuormaan ja hallintaan liittyvillä parannuksilla yleensä säilytetään kilpailukykyä, mutta harvoin voitetaan markkinaosuutta.

Ponssen tuotemallisto on pitkään ollut kilpailijoita laajempi. Jos saman tuotteen 6- ja 8-pyöräisiä versioita ei lasketa omiksi malleikseen, on Ponsella sekä harvestereissa että kuormatraktoreissa tarjolla 8 eri mallia kun taas Deerellä ja Komatsulla on sekä harvestereissa että kuormatraktoreissa 5-6 eri mallia. Yksittäisen koneen kutsuminen omaksi mallikseen on tietenkin pitkälti määrittelykysymys. Keskeisillä teho/kapasiteettimittareilla Ponssen, Komatsun ja Deeren mallitarjonnat ovat melko lähellä toisiaan.

Valmistajien indikatiiviset RTCTL-konevolyymit eri alueilla 2021 (kpl)



Kilpailutilanne 3/4

Pääkilpailijoiden profiilit ja niiden erot

Maantieteellisten painotuserojen lisäksi keskeisimmät erot Ponssen, Deere Forestry ja Komatsu Forestin strategioissa ja toimintamalleissa ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Itsenäisyys.** Deere Forestry ja Komatsu Forest ovat suurempien konsernien tulosyksiköitä, kun Ponsse on itsenäinen toimija. Tämä saattaa kahden ensin mainitun osalta johtaa lyhempään tarkastelujaksoon metsäkoneliiketoiminnan menestystä arvioitaessa ja ongelmien mahdollisesti pitkittyessä liiketoiminnan myymiseen, rankkaan saneeraamiseen tai jopa alasajoon.
- **Konsernin tuki.** Deere Forestryn osa maatalous- ja muita ulkokäyttöisiä työkoneita valmistavassa Deeressä on strategisesti luontevaa. Deere Forestry Oy:n 10/2021 päättyneen tilikauden tutkimus- ja kehityskulut olivat 22 % pienemmät kuin Ponsella, mutta Deere Forestry pystyy kuitenkin hyödyntämään Deere-konsernin isoja (1,3 mrd euroa v. 2021) tuotekehityspanostuksia. Ponssen mukaan isommat panostukset näkyvät esim. digitalisaatio- ja automaatio-osaamisena, jossa Deere voi olla jonkin verran Ponssea edellä.

Komatsu-konsernin hajautunut tuote- ja asiakaskunta ei mielestämme puolla panostamista niche-alueeksi luettavaan

metsäkoneliiketoimintaan. Metsäkoneiden lisäksi Komatsu valmistaa maansiirto- ja rakennuskoneita sekä metalli- ja kaivosteollisuuden koneita ja laitteita. Komatsu Forestin tutkimus- ja kehityskulut ovat myös vain 50 % Ponssen vastaavista. Komatsun vasta aloittanut uusi metsäkonetehtas Uumajassa kuitenkin kertoo sitoutumisesta liiketoimintaan.

- **Hinnoittelu.** Ponssen ja Deere Forestry vertailukelpoiset koneet ovat suurin piirtein samanhintaisia. Ponsse kuitenkin korostaa haluavansa pitää tuotteidensa koko elinkaaren kustannukset Deereä alempana. Komatsu Forestin koneet ovat keskimäärin 5-15% halvempia ja yhtiö myös tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana, viime aikoina etenkin Etelä-Amerikassa. Kokonaisuutena hintakilpailu ei ole Ponssen mukaan kiristynyt, mutta yhtiö sanoo kuitenkin, että kaikkia kauppoja ei kannata ottaa sisään ja että kannattavuus ajaa volyymin edelle.
- **Digitalisaatio.** Asiakkaiden liiketoiminnan tietotarpeiden sekä kaluston kunnossapidon tukemisessa digitalisaation merkitys on keskeinen. Avainasemassa ovat konekannan hallinnan (fleet management) ohjelmistot, joilla hankitaan, välitetään ja analysoidaan tietoa toiminnasta ja suorituskyvystä sekä leimikkotasolla että yksittäisen rungon, koneen ja kuljettajan tasolla. Kaikilla isoilla valmistajilla

on omat pilvipohjaiset fleet management -ratkaisunsa (Ponsse Manager, Komatsu MaxiFleet, Deere TimberManager), joihin kehitetään koko ajan uusia ominaisuuksia ja joihin ominaisuuksien lisääminen on teknisesti vaivatonta. Arvioimme, että nykytilanteessa erot ohjelmistojen kehittyneisyydessä ovat pieniä ja kyse on viime kädessä metsäkoneen ostajan / käyttäjän prioriteeteista. Isoimmista metsäkonevalmistajista Deereä on pidetty edelläkävijänä digitaalisissa palveluissa, mutta Ponsse uskoo ottaneensa tätä etumatkaa kiinni. Mielenkiintoista on mm. nähdä, miten Ponsse Data API –palvelu saavuttaa suosiota asiakkaiden keskuudessa. Palvelussa yksittäisistä metsäkoneista kerätyt tiedot prosessoidaan pilviympäristössä ja tuodaan sen jälkeen tarjolle asiakkaan IT-järjestelmiin. Tietääksemme kilpailijoilla ei ole tarjolla vastaavaa järjestelmää.

Kilpailutilanne 4/4

Kapasiteetin kasvun ajoitus nyt epäsuotuisa

Ponssen vuosien 2017-2019 tehdaslaajennuksen jälkeen myös sen pääkilpailijat ovat investoineet tehtaisiinsa. Komatsu Forest rakensi vuosina 2020-2021 uuden metsäkonetehtaansa Uumajaan. Tehtaaseen on keskitetty Komatsun koko tavaralajimenetelmän metsäkonetuotanto. Investoinnin koko oli noin miljardi kruunua (n. 100 MEUR) ja tehtaan tuotantopinta-ala on 30000 m². Vertailukohtana on Ponssen Vieremän tehdas, jonka tuotantotilojen koko nykyisin on 40000 m². Investoinnin kokoa selittää se, että Komatsu on pelkän loppukokoonpanon ohella panostanut myös omaan osavalmistukseen eli laajentumiseen arvoketjussa taaksepäin. Uuden tehtaan ylösajossa vuosina 2021-2022 on kuitenkin ollut monia operatiivisia ongelmia sekä oman valmistusprosessin optimoinnissa että alihankintaketjussa.

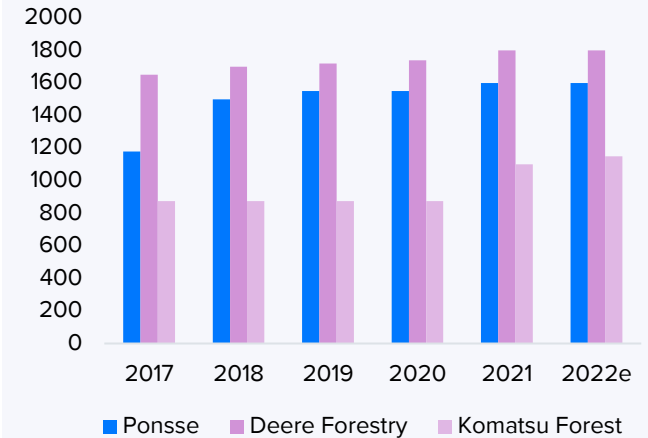
Myös Deere Forestry teki vuosina 2019-2021 Joensuun tehtaaseensa 15 MEUR:n investoinnin, jolla parannettiin ja laajennettiin tehtaan kokoonpano- ja koeajotiloja sekä lisättiin komponenttivalmistuksen kapasiteettia. Tuotantotilojen määrä nousi 32000 m²:iin. Deere Forestryn mukaan investointi auttaa vastaamaan paremmin huppusuhdanteen kysyntään sekä mahdollistaa konevalmistuksen kapasiteetin kasvattamisen myöhemmin.

Pelkkä eri valmistajien tehtaiden lattiapinta-alojen tai henkilöstömäärän vertailu ei anna täyttä kuvaa koko kapasiteetista, sillä valmistuskonseptit (tehtaan layout ja oman osavalmistuksen vs. alihankinnan osuus) vaihtelevat merkittävästi. Arviomme on, että tehdasinvestoinnin myötä Komatsu Forestin kapasiteetti kasvoi vajaasta 900 kappaleesta noin 1100-1200 kappaleeseen ja Deere Forestryn vastaavasti melko marginaalisesti noin 1700 kappaleesta noin 1800 kappaleeseen. Ponssen nykyinen kapasiteetti on noin 1500-1600 metsäkonetta. Metsäkonemarkkinan ennustetun kasvun ollessa hidasta vuosina 2022-2025 voi etenkin Komatsun kapasiteetin lisäys johtaa ylikapasiteettitilanteeseen ja hintakilpailun merkittävään kiristymiseen.

Pienet valmistajat pysynevät pieninä

Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä suomalainen Logset pitävät yhdessä hallussaan 12-13 %:n osuutta kotimarkkinoillaan Suomessa ja Ruotsissa (2020-2021). Emme kuitenkaan usko niiden markkinaosuuden nousuun muualla ja mahdollisesti käykin päinvastoin. Arviomme mukaan pieniltä yhtiöiltä puuttuu kriittinen massa kilpailukykyiseen tuotekehitykseen ja ennen kaikkea riittävän kattavan huoltoverkoston rakentamiseen.

Valmistajien päätehtaiden indikatiivinen kapasiteetti (kpl/vuosi)



Taloudellinen asema 1/3

Liikevaihdon kasvusta vahvat näytöt

Vaikka Ponsse toimiala on perusluonteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina vankka. Viimeisten 20 vuoden aikana yhtiön raportoitu liikevaihto on laskenut vain viitenä vuotena (2008, 2009, 2012, 2013 ja 2020). Näistä vuoden 2009 laskua (-50 %) voidaan pitää poikkeuksellisena ja muina mainittuina vuosina lasku on ollut maltillista (-1 %...-5 %). Vuosina 2012-2021 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli ripeää eli 10 %. Huoltoliiketoiminnan kasvu oli samalla jaksolla yhtä nopeaa eli 10 % p.a. Ponsse vahvan pitkän aikavälin kasvutarinan taustalla on hyvin vetäneen markkinan lisäksi ajanmukaisena pidetty tuotemallisto. Kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääasiassa palveluverkoston laajentamisella.

Venäjän menetys on iso, muttei katastrofaalinen

Venäjän Ukrainan-hyökkäyksen seurauksena Ponsse joutui luopumaan Venäjän-liiketoiminnasta ja myi tytäryhtiönsä maassa kesäkuussa 2022. Paluuta markkinoille ei ole näköpiirissä. Venäjän-liikevaihto vastasi vuonna 2022 19 %:sta konsernin liikevaihtoa. Olemme arvioineet Ponsse liikevaihdon historiallista kehitystä ilman Venäjää ja oheinen graafi kuvastaa tätä. Tärkeimmät havainnot ovat, että 1) Venäjän-liikevaihto kasvoi vuosina 2012-2021 hieman konsernin liikevaihtoa nopeammin (12-13 % p.a. vs. 10 % p.a.), mutta jatkuvien toimintojenkin liikevaihdon kasvu on ollut 9-10 % p.a. Venäjä ei siis suinkaan ole ollut Ponsse

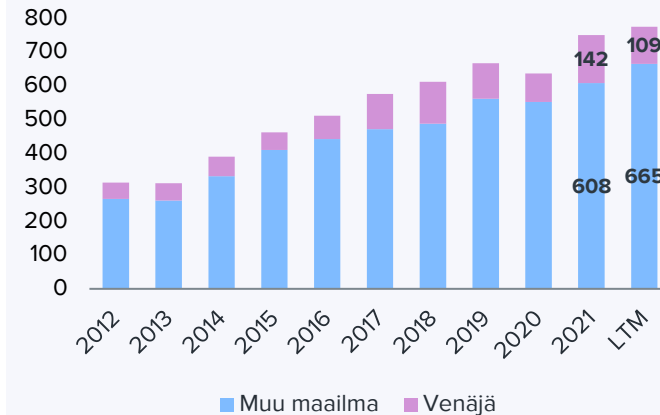
kasvun ainoa moottori; 2) Ponsse Venäjän-liikevaihdon vuosien 2012-2021 variaatiokerroin (40 %) on melko selvästi konsernin keskiarvoa (28 %) korkeampi, joten Venäjän markkinoiden sulkeutuminen alentaa aavistuksen Ponsse riskiprofiilia.

Kiinteiden kulujen osuus suhteellisen pieni

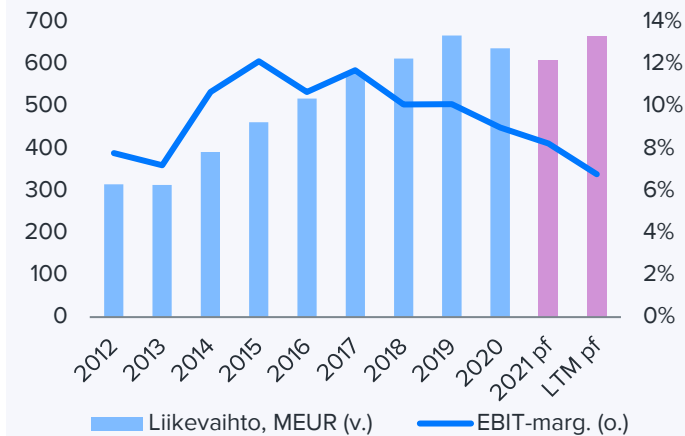
Vuosina 2012-2021 Ponsse kannattavuus on ollut sykliseksi yhtiöksi varsin stabiili ja liikevoittoprosentti (EBIT-marginaali) alimmillaan 6,8 % (Q3'21-Q2'22, pro forma) ja korkeimmillaan 12,1 % (2015). Ponsse kulurakenteessa korostuvat materiaalit ja palvelut (n. 65 % liikevaihdosta) sekä henkilöstökulut (n. 14 %). Liiketoiminnan muiden kulujen (mm. käyttö ja ylläpito, rahat, vuokrat, markkinointi sekä hallinto) osuus on noin 9 % ja poistojen 3 %. Tällä kulurakenteella Ponsse tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti vähintään 9-10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponsse kulurakenteessa huomio kiinnittyy kiinteiden kulujen konepajaksi alhaiseen osuuteen liikevaihdosta (24-26 % v. 2019-2021). Olemme laskeneet kiinteiksi kuluiksi henkilöstökulut, poistot sekä liiketoiminnan muut kulut oikaistuna rahti- ja huolintakuluilla. Muilla konepajoilla osuus usein ylittää 40 %. Ero selittyy suurimmaksi osaksi vertailuyhtiöiden omien huolto- ja palveluorganisaatioiden henkilöstö- ja muilla ylläpitokuluilla. Ponsse huollon osuus liikevaihdosta on verrokkeihin nähden pieni (21 %) ja tästäkin liikevaihdosta 90 %

Liikevaihto Venäjällä ja muualla, MEUR



Liikevaihto ja EBIT-marginaali



Taloudellinen asema 2/3

muodostuu kulutus- ja varaosapalveluista, jotka eivät ole erityisen henkilötöytäntensiivisiä.

Myös kiinteät kulut joustavat tarvittaessa

Jako muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin on yksinkertaistava ja mielekkyys riippuu tarkastelujaksosta. Kun Ponssen liikevaihto laski koronapandemian vuoksi 5 %:lla vuonna 2020, laskivat yhtiön henkilöstökulut 8 %:lla ja liiketoiminnan muut kulut peräti 17 %:lla. Henkilöstökulujen leikkaamisessa Ponsse hyödynsi lomautuksia ja muissa liiketoiminnan kuluissa näkyivät etenkin markkinointikulujen 37 %:n ja matkakulujen 60 %:n aleneminen. Leikkausten ansiosta Ponsse kykeni säilyttämään liikevoittomarginaalinsa kohtuullisella 9,0 %:n tasolla (2019: 10,1 %) vaikka koronavuonna materiaalikulujen liikevaihto-osuus kasvoikin 2 %-yksikköä.

Venäjän myötä menetettiin korkeakatteista liiketoimintaa

Venäjän-liiketoiminnan poistumisen seurauksena Ponssen kulurakenteessa tapahtui melko huomattava muutos. Vuoden 2021 jatkuvien liiketoimintojen pro forma -luvuissa materiaali-, henkilöstö- ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on kussakin kululajissa 0,6-0,7 %-yksikköä suurempi kuin vastaavissa raportoiduissa luvuissa. Tämän seurauksena Ponssen jatkuvien toimintojen vuoden 2021 EBIT-marginaali oli 1,8 %-yksikköä pienempi (tot. 8,2 %) kuin raportoitujen lukujen mukainen marginaali (10,0 %). Sekä Ponssen

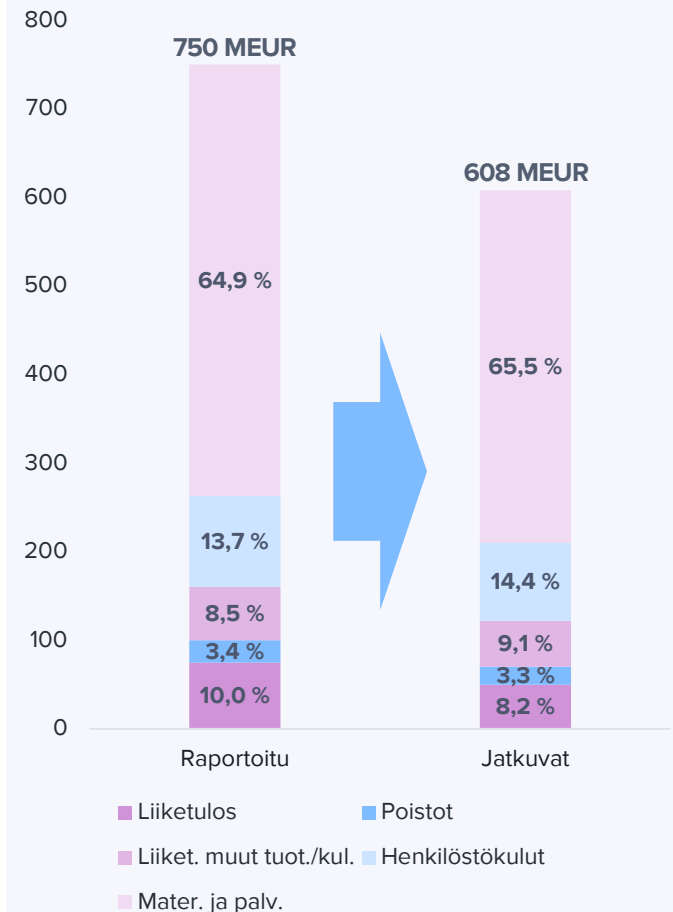
uuslaitemyynti että etenkin huolto liiketoiminta ovat nähtävästi olleet Venäjällä selvästi kannattavampia kuin konsernissa keskimäärin. Ponssen julkistamien pro forma -lukujen perusteella yhtiön lopetettujen Venäjän-liiketoimintojen EBIT-marginaali oli peräti 17,7 % vuonna 2021. Venäjän-liiketoiminnat vastasivatkin 33 %:sta Ponssen vuoden 2021 raportoitua liikevoittoa eli menetys on varsin huomattava.

Hyvä käyttö pääoman hallinta tukee rahavirtaa

Ponsse on joka vuosi vuoden 2008 jälkeen raportoinut positiivisen operatiivisen rahavirran, joka on vaihdellut 11,2 MEUR:n (2009) ja 102,4 MEUR:n (2021) välillä. Vahva rahavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden myös onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Vaihtokone liiketoiminta kasvattaa Ponssen varastoja, mutta niidenkin kiertoaika on laskenut vuoden 2016 reilusta 140 päivästä vuoden 2021 reiluun 90 päivään.

Koska Ponsse myy koneensa valtaosin käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli viime vuosina 20-21 päivää. Tähän on tosin vaikuttanut Venäjän merkittävä rooli liiketoiminnassa. Ostovelkojen kiertoaika taas on 50-70 päivää. Ero kiertoajoissa selittää, miksi vuosien 2017-2021 liikevaihdon kasvun (keskimäärin 8 % vuodessa) aikana yhtiön nettokäyttöpääoman muutos on ollut hyvin maltillista (yhteensä vain +6 MEUR).

Raportoitu ja pro forma – kulurakenne 2021 (MEUR & % liikevaihdosta)



Taloudellinen asema 3/3

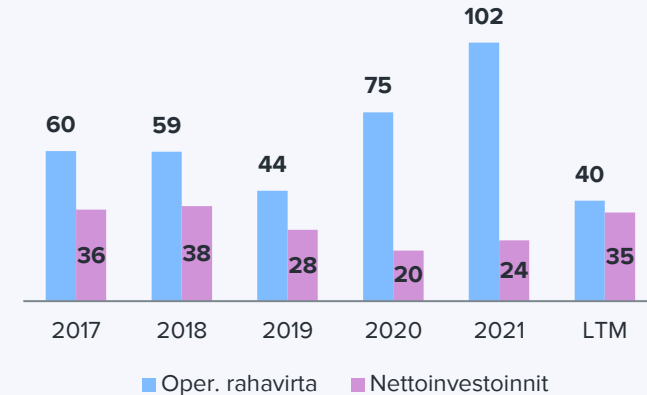
Investoinnit rahoitetaan kokonaan omalla kassalla

Investointien rahoittaminen operatiivisella rahavirralla on osa Ponssen varovaista rahoitusstrategiaa. Viimeisten 20 vuoden aikana vain kahdesti (2008 ja 2012) konsernin investoinnit ovat ylittäneet operatiivisen rahavirran. Viimeisinä viitenä vuotena (2017-2021) Ponssen operatiivinen rahavirta on ollut 128 % suurempi kuin nettoinvestoinnit samaan aikaan (337 MEUR vs. 148 MEUR) ja tähän jaksoon mahtuu Vieremän 38 MEUR:n laajennusinvestointi. Rahavirran näkökulmasta Ponssella on siten runsaasti operatiivista pelivaraa.

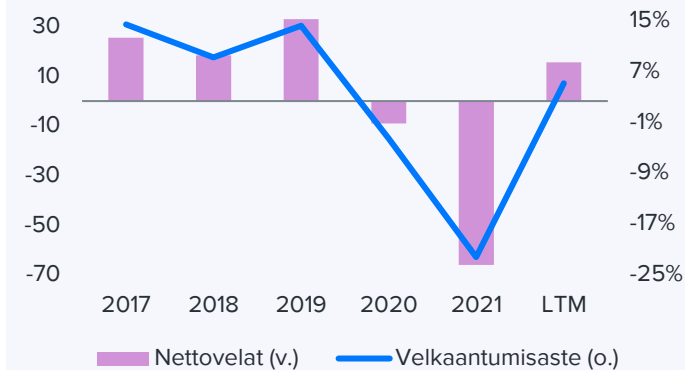
Rahoituksen tunnusluvut ovat kunnossa

Vahva rahavirta on johtanut myös rahoituksen tunnuslukujen oleelliseen vahvistumiseen. Q2'22:n lopussa Ponssen nettovelkaantumisaste oli 5 %. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate - tunnusluku oli sekin edelleen erinomainen 0,2x vaikka heikentyikin hieman vuoden takaisesta (0,0x). Kaikkiaan Ponssen rahoitusriski on pieni. Vuonna 2022 yhtiön velkakirjaluotoistaan maksama keskikorko on suunnilleen 1 %, mutta tämän odotetaan nousevan noin 2 %:iin vuonna 2023. Rahoituksesta ei ole asetettu reaalivakuuksia eikä siihen kohdistu finanssikovenantteja.

Operatiivinen rahavirta ja nettoinvestoinnit (MEUR)



Nettovelat (MEUR) ja velkaantumisaste



Ennusteet 1/4

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustamme Ponszen liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myyntivolyymien ja tähän liittyvän vaihtokoneliiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huolto-liiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Ennusteemme pohjaa aiemmin esittämäämme oletukseen tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan 1 % km. vuosikasvusta 2022-2025 (5 % p.a. pro forma eli ilman Venäjää).

Oheisessa taulukossa on arviomme markkina-volyymien lisäksi Ponszen volyymikehityksestä ja markkinaosuudesta vuosina 2020-2024. Markkinaosuuden lasku vuonna 2022 johtuu siitä, että Ponszen riippuvuus Venäjän markkinoista on hieman korkeampi kuin muilla konetoimittajilla keskimäärin. Kaikkiaan Ponszen markkinaosuus säilyy ennustejaksolla varsin stabiilina yhtiön vahvan ja ajanmukaisen tuoteportfolion auttaessa kompensoimaan Venäjällä aiheutunutta menetystä. Emme ole ennusteessamme olettaneet komponenttipulan vaikuttavan Ponszen toimituskykyyn, sillä vaikutus on toistaiseksi jäänyt melko vähäiseksi ja oletamme komponenttien saatavuuden olevan paranemassa.

Kaikkiaan odotuksemme Ponszen uusien koneiden myynnin liikevaihdon kasvuksi vuosina 2022-2025 on 5 % p.a. (11 % p.a. pro forma). Kasvusta 1 %-yksikkö (6 %-yksikköä pro forma) muodostuu volyymeistä ja 4 %-yksikköä hinnoista, joiden

korotukset näkyvät Ponszen liikevaihdossa ja kannattavuudessa keskimäärin 7 kuukauden viiveellä eli tilauskannan kiertoajan mukaisesti. Ennustetut hinnankorotukset ovat hyvin etupainotteisia, sillä jo vuonna 2022 myytävien (ei siis vielä toimitettavien) koneiden hinnankorotukset ovat arviomme mukaan 10 %:n luokkaa.

Metsäkonekaupan rinnalla Ponsse myy hakkuupäitä (irtokouria) joiden vuoden 2022 liikevaihdoksi arvioimme 27-28 MEUR ja kasvuvauhdiksi tämän jälkeen noin 5 % p.a.

Uusien koneiden markkinakasvun ollessa melko vaisua heijastuu tämä myös vaihtokonekauppaan. Odotamme vaihtokonekaupalta keskimäärin 1 %:n p.a. kasvua (+3 % p.a. pro forma) vuosina 2022-2025. Ennusteessa on huomioitu Valko-Venäjän melko merkittävän vaihtokonekaupan jääminen pois. Venäjällä vaihtokonekauppa on ollut vähäistä.

Huoltoliiketoiminnan kasvuodotuksemme vuosille 2022-2025 on -2 % p.a. Venäjän 3000 Ponsse-koneen huollon jäädessä pois. Venäjän ulkopuolisen huoltoliiketoiminnan odotetaan kasvavan ennustejaksolla 6 %:n vuosivauhtia, missä kasvussa kulutus- ja varaosien hinnankorotuksilla on keskeinen rooli.

Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponsse-konsernin raportoiduksi liikevaihdon kasvuksi vuosina 2022-2025 on 3 % p.a. ja pro forma –kasvuksi 9 % p.a..

CTL-metsäkonemarkkinan ja Ponszen volyymikehitys 2020-2024e (koneet kpl)

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Koko markkina	3 550	3 970	4 000	3 911	4 149
- muutos	-21 %	12 %	1 %	-2 %	6 %
Ponsse	1 060	1 215	1 160	1 158	1 253
- muutos	-13 %	15 %	-5 %	0 %	8 %
Markkinaosuus	29,9 %	30,6 %	29,0 %	29,6 %	30,2 %

Ennusteet 2/4

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennusteemme jatkuvien toimintojen vuosien 2022-2025 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Laitemyynti on ennustekauden alkuvaiheessa edelleen kuormatraktoripainotteista, mikä on marginaaleille epäedullista. Syynä tähän on kasvava myynti alueilla, joilla harvesterimyynti painottuu hakkuupäihin ja alustakoneena voi olla esim. kaivinkone. Arvioimme, että vuonna 2022 myydyistä kappalemääristä noin 45 % on harvestereita ja 55 % kuormatraktoreita. Arvioimme mixin tasapainottuvan 50 % / 50 % -tilanteeseen vuodesta 2024 eteenpäin.
- Eri segmenttien liikevaihto-osuudet jatkuvista toiminnoista muuttuvat siten, että laitemyynnin osuus nousee vuoden 2021 64 %:sta vuoden 2025 69 %:iin kun taas vaihtokoneiden osuus laskee vuoden 2021 15 %:sta vuoden 2025 14 %:iin ja huollon osuus vuoden 2021 21 %:sta vuoden 2025 18 %:iin. Kannattavuusmielessä muutosten nettovaikutus on neutraali.
- Jo aiemmin käsitellyn Venäjän-liiketoiminnan poistumisen vaikutusten lisäksi muut muutokset kulurakenteessa ovat melko pieniä. Odotamme vuosien 2022-2025 tuloslaskelmassa materiaali- ja palvelukulujen osuuden liikevaihdosta olevan 64,0-64,5 % (2021 jatkuvien toimintojen tot. 65,5 %), henkilöstökulujen

osuuden 14,1-14,6 % (14,4 %), liiketoiminnan muiden kulujen osuuden 8,2-10,3 % (9,1 %) ja poistojen osuuden 3,2-3,6 % (3,3 %). Kulurakenteen stabiilius kuvastaa yhtiön melko alhaista operatiivista vipua ja Ponsen hyvää historiallista näyttöä materiaalikulujen kasvun siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin. Vuoden 2022 ennusteessa korkeahko liiketoiminnan muiden kulujen osuus (10,3 %) selittyy ostopalvelujen H1'22:lla liiaksi kasvaneella määrällä suhteessa liikevaihtoon, josta Venäjä on poistunut. Uskomme, että Ponsse saa tilanteen korjattua varsin nopeasti.

- Ponsen lainoistaan maksama korko nousee 1,0 %:sta (2022) 2,4 %:iin (2025).
- Konserniveroaste vuosina 2022-2025 on 22,0-23,4 %.

Investoinneissa palataan normaaliin

Yhtiön investoinnit vuosina 2022-2025 ovat arviomme mukaan hieman normaalin yläpuolella eli 27-32 MEUR. Lukua nostaa 15-16 MEUR:n investointi Epecin uuteen tehtaaseen vuosina 2022-2023. Samalla Ponsse on hyvin valikoiva muissa kiinteän käyttömaisuuden investoinneissa ja keskittyy vain välttämättömiin ylläpito- ja korvausinvestointeihin.

Vuoden 2022 ennuste

Jatkuvien toimintojen osalta Ponsen H1'22:n

tilauskertymä (397 MEUR) oli vuoden takaisella tasolla (-1 % v/v). Sekä hinnankorotukset että valuutat tukivat tilauskertymää ja sen volyyminkehitystä on vaikea arvioida. Tilauskertymä parani Q2'22:lla ja näin kävi etenkin Amerikassa. H1'22:n lopun jatkuvien toimintojen tilauskanta (357 MEUR) olikin 39 % suurempi kuin vuotta aiemmin. H1'22:n jatkuvien toimintojen liikevaihto kasvoi 19 % v/v, mutta liikevoittomarginaali (6,2 %) jäi selvästi vuoden takaisesta (9,1 %). Materiaalikulujen osuus liikevaihdosta oli H1'22:lla yllättäen vuoden takaisella tasolla, mutta palkkakulujen osuus oli jo nousussa. Suurin merkitys marginaalien heikentymisessä oli kuitenkin liiketoiminnan muilla kuluilla (10,2 % liikevaihdosta vs. 8,3 % vuotta aiemmin). Näissä kuluissa näkyi edellä mainittu ostettujen palvelujen kasvanut osuus. Jatkuvien toimintojen osakekohtaista tulosta rasittivat H1'22lla lisäksi yli 3 MEUR:n valuuttakurssitappiot sekä odottamattoman korkea 28 %:n konserniveroaste.

Ponsen 2022-ohjeistus indikoi samanlaista euromääräistä jatkuvien toimintojen liiketulosta kuin vuonna 2021 (50,0 MEUR). Suhteellisen kannattavuuden arvioidaan heikentyvän merkittävästi. Ohjeistus voi näyttää haastavalta, koska H1'22:n jälkeen Ponsen jatkuvien toimintojen liikevoitto on 6 MEUR jäljessä H1'21:stä. Yhtiö kuitenkin uskoo, että liikevaihdon kasvu, aiempien hinnankorotusten näkyminen kannattavuudessa Q4'22:ita eteenpäin sekä

Ennusteet 3/4

menossa oleva kulukarsinta auttavat yhtiötä saavuttamaan tai ylittämään ohjeistuksen.

Odotamme nopeasti heikentyneen suhdannekuvan näkyvän Ponsen H2'22-tilauskertymässä, jonka uskomme jatkuvien toimintojen osalta laskevan -4 % v/v. Sitä vastoin ennustamme H2'22:n liikevaihdon kasvavan 23 % v/v, minkä kasvun takana ovat vahva H1'22:n lopun tilauskanta ja toteutettujen hinnankorotusten vaikutus.

Ennustemme jatkuvien toimintojen H2'22-liikevoittomarginaaliksi on 8,2 %, missä on nousua H2'21:n 7,4 %:sta. Nousua tukevat sekä volyymikasvu että tehdyt hinnankorotukset, joilla Ponsse on vuoden loppuun mennessä neutraloinut komponentti-inflaation vaikutukset. Samalla toteutettujen kustannussäästöjen (mm. yt-

neuvottelut) vaikutus alkaa näkyä. Toteutuneen H1'22:n ja ennustetun H2'22:n summana odotuksemme koko vuoden 2022 jatkuvien toimintojen tilauskertymäksi on 751 MEUR (-3 % v/v), liikevaihdoksi 736 MEUR (+21 % v/v) ja liikevoitoksi 53 MEUR (marg. 7,2 %). Euromääräisen liikevoiton osalta Ponsella ei ole H2'22:lla varaa isoihin pettymyksiin suhteessa ennusteeseemme ilman että negatiivisen tulosvaroituksen riski realisoituu.

Odotuksemme koko vuoden 2022 nettorahoituskuluiksi (-3,3 MEUR) on 1,4 MEUR suurempi kuin vuoden 2021 toteuma, pääosin H1'22:n kurssitappioiden vuoksi. Huolimatta H1'22:n korkeista veroista odotamme konserniveroasteen (23,4 %) alenevan vuoden takaisesta (26,9 %), sillä vuoden 2021 Ponsse Latin American verokulu oli

kertaluonteinen erä. Oikaistu EPS-ennusteemme vuodelle 2022 on 1,47 euroa, mikä on 17 % enemmän kuin vuoden 2021 1,26 euron EPS. Osinkoennusteemme on 0,80 (2021: 0,60+0,25) euroa merkiten 58 %:n (2021: 68 %) osinkosuhdetta.

2022-ennustetta leikattu hieman

Vuoden 2022 liikevaihto- ja liikevoittoennusteemme ovat laskeneet edellisestä noin 4 %:lla tarkasteltuamme lähemmin Venäjän huoltoliiketoiminnan menetyksen vaikutuksia yhtiöön. Lisäksi odotuksemme koko vuoden nettorahoituskuluiksi on noussut 2,7 MEUR:lla otettuaamme aiempaa varovaisemman kannan kurssieriin ja muihin rahoituskuluihin.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	765	736	-4 %	797	762	-4 %	846	823	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	55,7	53,3	-4 %	75,0	69,3	-8 %	87,0	83,0	-5 %
Tulos ennen veroja	55,2	50,1	-9 %	74,9	70,4	-6 %	87,4	84,7	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,61	1,47	-9 %	2,09	1,96	-6 %	2,43	2,36	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,85	0,80	-6 %	1,10	1,05	-5 %	1,25	1,20	-4 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Vuosien 2023-2025 ennusteet

Ponssen metsäkoneiden myyntivolyymiennusteisiin (s. 31) sekä 3 %:n vuotuisiin keskihinnan korotuksiin perustuen odotamme uuslaitemyynnin liikevaihdon kasvavan 5 % vuonna 2023, 9 % vuonna 2024 ja 2 % vuonna 2025. Koska vuoden 2022 vertailuluku on korkea, odotamme vaihtokonekauppaan vain 1 %:n vuosikasvuvauhtia 2023-2025.

Venäjän huoltomarkkinan poistuttua arvioimme huollon piirissä olevan (alle 15 vuoden ikäisen) konekannan kasvavan 11300 koneesta (2022e) 13300 koneeseen (2025e) ja huoltoliikevaihdon / kone olevan 10900-11300 euroa. Huollon liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat 6 % (2023e), 8 % (2024e) ja 6 % (2025e). Liiketoimintojen yhdistelmänä liikevaihdon kasvuennusteemme konsernille ovat 4 % (2023e), 8 % (2024e) ja 3 % (2025e).

Tulosennusteemme vuosille 2023-2025 perustuvat aiemmin esittämiimme oletuksiin kulurakenteesta. Volyymikasvu ja hinnankorotukset tukevat vuosien 2023-2024 liikevoittomarginaalin nousua (2023e: 9,1%; 2024e: 10,1%), mutta tämän jälkeen parannustahti hidastuu (2025e: 10,5 %) ja marginaali jää edelleen melko kauas Ponssen 12 %:n tavoitteesta.

2023-24:n ennustettakin tarkistettu alaspäin

Olemme leikanneet myös 2023-2024:n liikevoittoennustettamme 5-8 %:lla. Syyinä on liikevaihtoennusteen lasku sekä liiketoiminnan muiden kulujen nosto hallinto- ja matkakulujen osalta.

Osakekohtainen tulos kasvaa ja tase vahvistuu

Kaikkiaan vuosien 2022-2025 odotettu osakekohtaisen tuloksen keskimääräinen kasvu on vahva 19 % p.a. (pro forma). Taustalla on heikko vertailuvuosi 2021. Tuloskasvusta 60 % syntyy liikevaihdon kasvusta ja 40 % marginaaliparannuksesta.

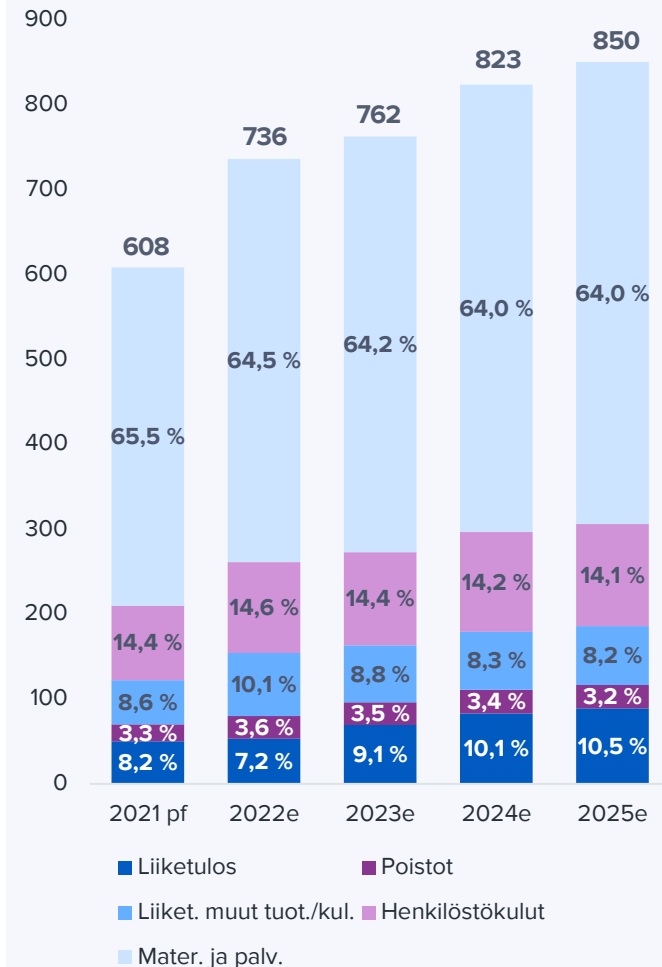
Paraneva kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta johtavat kasvaviin osinkoihin. Osinkoennusteemme ovat 1,05 euroa (2023e), 1,20 euroa (2024e) ja 1,30 euroa (2024e), merkiten 51-54 %:n osinkosuhdetta.

Ennusteemme Ponssen operatiiviseksi rahavirraksi vuosina 2022-2025 ovat vahvoja (56-94 MEUR) ja näillä varoilla tulevat investoinnit voidaan kattaa helposti. Ennusteessamme nettovelka painuu yhä enemmän negatiiviseksi ja vuonna 2025 yhtiö olisi -169 MEUR nettovarallinen ja gearing -39 %. Jos taseen ”ylikapitalisoituminen” halutaan välttää, on yhtiön toteutettava merkittäviä uusia investointeja / panostuksia tai kohotettava osinkosuhdetta selvästi.

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponsselta keskimäärin 2-3 %:n kasvua terminaalikasvun ollessa 2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 10,0-10,4 %:ssa. Terminaalin 10,0 %:n marginaaliolettamamme on sama kuin vuosien 2012-2021 mediaani (10,1 %). Emme odota nousua lähelle tavoiteltua 12 %:n tasoa, sillä tulospaineet ovat kasvaneet hyväkatteisen Venäjä-liiketoiminnan päätyttyä.

Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen 2021-2025e, MEUR & %



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	637	608	156	196	174	210	736	762	823	850
Käyttökate	81,8	70,1	16,1	19,2	19,9	24,9	80,0	96,0	111	117
Poistot ja arvonalennukset	-24,6	-20,1	-7,1	-6,3	-6,7	-6,7	-26,8	-26,7	-27,7	-27,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	57,1	50,0	9,0	12,9	13,2	18,2	53,3	69,3	83,0	89,1
Liikevoitto	57,1	50,0	9,0	12,9	13,2	18,2	53,3	69,3	83,0	89,1
Nettorahoituskulut	-17,7	-1,9	1,6	-3,2	-0,3	-1,4	-3,3	1,1	1,7	2,5
Tulos ennen veroja	39,6	48,1	10,6	9,8	12,9	16,8	50,1	70,4	84,7	91,5
Verot	-7,3	-12,9	-2,1	-3,7	-2,6	-3,3	-11,7	-15,5	-18,6	-20,1
Nettotulos	32,3	35,2	8,5	6,1	10,3	13,5	38,4	54,9	66,1	71,4
EPS (oikaistu)	1,58	1,28	0,28	0,34	0,37	0,48	1,47	1,96	2,36	2,55
EPS (raportoitu)	1,15	1,26	0,30	0,22	0,37	0,48	1,37	1,96	2,36	2,55

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,6 %	-4,5 %	9,4 %	28,8 %	26,7 %	19,3 %	21,0 %	3,5 %	8,0 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-15,1 %	-12,5 %	-28,3 %	-9,8 %	23,5 %	45,6 %	6,5 %	30,1 %	19,8 %	7,3 %
Käyttökate-%	12,8 %	11,5 %	10,3 %	9,8 %	11,4 %	11,9 %	10,9 %	12,6 %	13,5 %	13,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,0 %	8,2 %	5,7 %	6,6 %	7,6 %	8,7 %	7,2 %	9,1 %	10,1 %	10,5 %
Nettotulos-%	5,1 %	5,8 %	5,4 %	3,1 %	5,9 %	6,4 %	5,2 %	7,2 %	8,0 %	8,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	158	163	164	170	169
Liikearvo	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aineettomat hyödykkeet	36,7	42,1	43,3	44,5	46,1
Käyttöomaisuus	112	112	111	116	113
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	3,1	3,4	4,5	4,5	4,5
Vaihtuvat vastaavat	316	350	363	395	445
Vaihto-omaisuus	142	167	169	175	189
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	50,4	61,6	69,9	72,4	78,2
Likvidit varat	124	121	123	147	178
Taseen loppusumma	474	513	527	565	615

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	255	297	325	358	394
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	240	278	293	325	362
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	4,4	8,3	22,0	22,0	22,0
Muu oma pääoma	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	56,6	55,5	40,1	40,1	40,1
Laskennalliset verovelat	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8
Varaukset	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3
Lainat rahoituslaitoksilta	50,5	49,9	35,0	35,0	35,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	162	160	162	167	180
Lainat rahoituslaitoksilta	64,1	4,9	7,0	7,0	7,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	98,2	155	155	160	173
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	474	513	527	565	615

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Ponsen osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, suhteellinen arvostustaso ja osinkotuotto; 2) tulosperusteisten arvostuskertoimien (P/E ja EV/EBIT) avulla ja niiden suhteella verokkiryhmään ja osakkeen historiallisiin kertoimiin sekä 3) DCF- eli kassavirtamallin kautta. Pyrimme muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemyksemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Ponsen osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- **Tiukka fokus** tavaralajimenetelmän koneiden kasvavalle markkinalle
- **Vankka markkina-asema** maailman toiseksi suurimpana toimijana valitussa segmentissä sekä näytöt tasaisesta tai kasvavasta markkinaosuudesta
- **Konepajaksi joustava kulurakenne**, mikä helpottaa suhdannevaihteluissa
- **Vahva pitkän aikavälin tuloshistoria**, jossa tasaisuus ja ennakoitavuus korostuvat
- **Tukeva tase**, joka sekä suojaa markkinashokeilta että antaa mahdollisuuksia uusiin kasvuavauksiin.

Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Epävarmuus päättyneen Venäjän-liiketoiminnan korvaamisesta.** Venäjä vastasi lähes 20 %:sta Ponsen liikevaihtoa ennen markkinan sulkeutumista ja on epävarmaa missä määrin ja millä aikajänteellä Ponsse kykenee muilla markkinoilla korvaamaan poistuneen liikevaihdon
- **Keskivertoverrokkia pienempi koko.** Ponsen tapaisten keskisuurten yhtiöiden (joita ei markkinoilla tulkita ns. kasvuyhtiöiksi) osakkeiden arvostus kärsii hieman näkyvyyden ja tunnettisuuden puutteesta suhteessa markkina-arvoltaan usein 3-5 kertaa suurempiin verrokkeihin.
- **Jatkuvan liiketoiminnan melko pieni osuus.** Jatkuvan liiketoiminnan (joka on yleensä huoltotoimintaa) pieni osuus liikevaihdosta kohottaa riskiprofiilia ja laskee siksi arvostustasoa suhteessa verrokkeihin. Ponsen liikevaihdosta 21 % oli huoltoa vuonna 2021, kun sama osuus esimerkiksi Cargotecin liikevaihdosta oli 32 %, Valmetin liikevaihdosta 35 % ja Caterpillarin liikevaihdosta 37 %.
- **Osakkeen ohut likviditeetti.** Ponsen osakekannasta 64 % on perustajasuvun hallinnassa, joten vapaan kaupankäynnin kohteena oleva osuus (free float) on varsin pieni. Tämän osakepotin likviditeetti on ohut: viimeisen vuoden aikana vaihtunut osuus oli vain 15 % kun vastaava osuus oli Cargotecissa 124 % ja Valmetissa 71 %. Tosin muissakin pienemmissä konepajoissa likviditeetti on ollut laskussa ja esim. Glastonissa se oli 20 % ja Rautessa 14 %. Joka tapauksessa osakkeen heikohko likviditeetti

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	26,3	26,3	26,3
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	735	735	735
Yritysarvo (EV)	654	630	600
P/E (oik.)	17,9	13,4	11,1
P/E	19,2	13,4	11,1
P/Kassavirta	26,4	16,2	12,6
P/B	2,3	2,1	1,9
P/S	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,6	5,4
EV/EBIT (oik.)	12,3	9,1	7,2
Osinko/tulos (%)	58,4 %	53,5 %	50,8 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	4,0 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

- **Ostokohdepotentiaalın poissaolo.** Ponssen omistusrakenne ja myös toiminnan perusteet tekevät siitä epätodennäköisen yritysosto-kohteen ja eliminoivat sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiolisan.

Verrokkiryhmä ja sen arvostus

Suurien verrokkien vähäisyyden vuoksi Ponssen vertailuryhmä on melko epäyhtenäinen ja muodostuu suurelta osin Ponssea selvästi kookkaammista yhtiöistä kuten kotimaiset Cargotec ja Valmet sekä kansainväliset konglomeraatit kuten Deere & Company ja AGCO. Olemme korostaneet verrokkiryhmää kootessamme yhtiöiden fokuusoitumista joko metsäteollisuuteen, nostolaitteisiin tai rakennuskoneisiin laajasti ymmärrettyinä. Näemme näillä sektoreilla olevan Ponssen kanssa samansuuntaiset loppukysyntä- ja myös kannattavuusajurit. Painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2023.

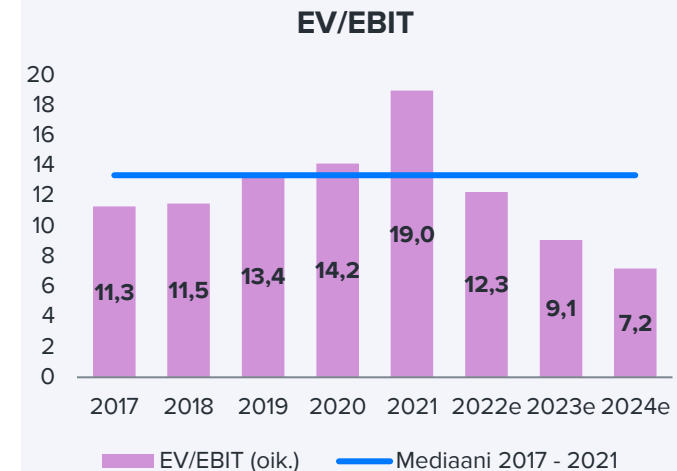
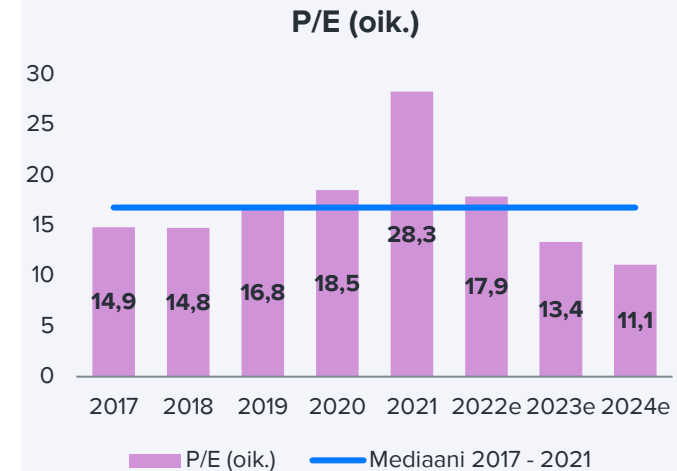
Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2023 on 11x. Ponssen vastaava kerroin omilla ennusteillamme on 13x. Vuoden 2023 EV/EBIT-kerroin on verrokkiryhmälle 10x ja Ponsselle 9x. P/E-kertoimella Ponssen osake on arvostettu 23 % preemiolla mutta EV/EBIT-kertoimella 8 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin. Koska Ponssen nettovelkaantumistaso on selvästi verrokkien mediaanitasoa alempi, pidämme EV/EBIT-kerrointa soveliaampana arvostusvertailuun kuin P/E-kerrointa.

Verrokkien vuoden 2023 mediaanikertoimet ovat melko alhaisia. Taustalla on verrokeilta odotettu 14-15 %:n v/v tuloskasvu, mikä on nykyisellä talousnäkömällä optimistinen. Oma odotuksemme Ponssen vuoden 2023 tuloskasvuksi (liikevoitto ja nettotulos) on 30-34 % eli vielä selvästi verrokkeja enemmän. Jos verrokkiryhmän ja Ponssen tuloskasvuodotukset alkavat näyttää liian toiveikkailta, tulee sekä verrokkien että etenkin Ponssen osakekurssiin painetta arvostuskertoimien nimittäjän pienentyessä.

Muilla mittareilla (EV/EBITDA ja P/S) Ponssen osake on 5-6 % diskontolla suhteessa verrokkeihin. Kokonaisuutena Ponssen kerroin-arvostuskuva on mielestämme neutraali tai lievästi haastava.

Ponssen hyväksyttävät arvostuskertoimet

Ilman Venäjän-markkinoihin liittyviä seikkojakin Ponssen osakkeen arvostustasoa laskevat muut tekijät oikeuttaisivat kohtuullisen eli esim. 5-10 %:n kerroin pohjaisen diskonton suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Myönnämme, että Ponssen pitkä kasvutarina, tasainen ja ennustettava tuloskehitys sekä yhtiön vahva tase puhuisivat pienemmän tai olemattoman diskonton puolesta. Kuitenkin Venäjän-markkinoiden sulkeutumisen suorat vaikutukset ja epävarmuus, joka liittyy menetetyin liiketoiminnan kompensoitumiseen muualla perustelevat mielestämme edelleen vähintään 5 %:n diskonton suhteessa verrokkeihin. Vuoden 2023 osalta tämä merkitsisi 9,4x:n EV/EBIT-kerrointa Ponsselle. Tämä merkitsisi noin 30 %:n diskonttoa suhteessa Ponssen historialliseen EV/EBIT-kertoimeen mutta osake-markkinoiden sekä Ponssen tilanne on nyt selvästi



Arvonmääritys ja suositus 3/3

epäsuotuisampi aiempiin vuosiin verrattuna.

Kokonaistuottomallin tulos on epäsuotuisa

Ponssen osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun vuoden 2023 arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan noin 6 % p.a. Tuotto muodostuu 2 %:n p.a. kurssipotentialin sekä noin 4 %:n osinkotuoton summasta. Lukua nostaa oikaistun liikevoiton nopea kasvu Q3'21-Q2'22:n 45 MEUR:sta vuoden 2023 69 MEUR:on. Olemme arvioineet vuoden 2023 hyväksyttäväksi EV/EBIT-kertoimeksi edellä mainitun 9,4x, jossa on 5 % diskonttoa suhteessa verokkiryhmän mediaaniin. Osakkeen kokonaistuotto-odotus alittaa oman pääoman 9-10 %:n tuottovaatimuksen, minkä vuoksi riskikorjattu tuotto-odotus on heikko.

Kassavirtamalli indikoi kohtuupotentiaalia

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena on herkkyyttä terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksille, minkä vuoksi tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ponssen DCF-mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta (55 %) on melko neutraali.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 9,2 % ja oman pääoman kustannus 9,5 %. Näillä oletuksilla Ponssen osakkeen DCF-arvo on noin 33 euroa, mikä indikoi 25 %:n nousuvaraa. Potentiaali on kohtuullinen, mutta mallin riskit huomioiden huomattavasta nousuvarasta ei kuitenkaan voida puhua.

Sijoitusnäkemys

Säilytämme Ponssen osakkeen suosituksen vähennä-tasolla arvostuksen ollessa neutraali ja riskiprofiiliin koholla Venäjän-markkinoiden korvaamiseen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Asetamme uudeksi tavoitehinnaksi 27,50 (29,00) euroa, jolla osakkeen vuoden 2023 EV/EBIT-kerroin on 3 % diskontolla suhteessa verokkien mediaaniin ja jossa huomioidaan samalla ennusteidemme leikkaukset.

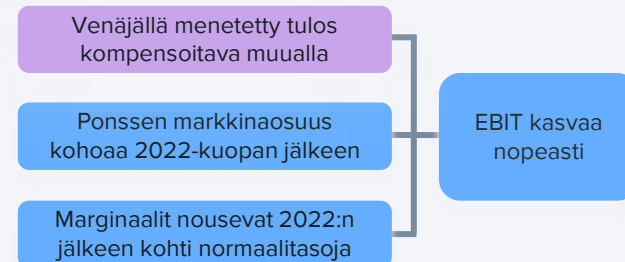
Keskeiset perusteet edelleen varovaiselle sijoitusnäkemyksellemme ovat seuraavat: 1) osakkeen kokonaistuotto-odotus ei yllä tuottovaatimuksen tasolle; 2) komponenttitilanne on edelleen hankala ja tuo paineita sekä operatiiviseen toimintaan että kannattavuuteen; 3) Venäjän-markkinoiden volyyymi- ja kannattavuusmenetyksen täysi kompensoiminen muilla markkinoilla on haastavaa. Metsäkonevalmistuksen ylikapasiteettitilanne voi myös kiristää hintakilpailua ja tuoda marginaalipaineita; 4) omat ennusteemme vuosille 2023-2024 ovat vaativia koko metsäkonemarkkinan, Ponssen markkinaosuuden ja marginaalikehityksen suhteen. Ennusteriski on nykyisessä Venäjän aiheuttamassa murrostilanteessa tavanomaista korkeampi.

Mahdollinen lähiaikojen positiivinen kurssi ajuri on odotukset ylittävä tilauskertymä Venäjän ulkopuolisilla alueilla, mikä voi perustua uutuusmallien ansiosta kasvavaan markkinaosuuteen. Myös tiedot komponenttien saatavuuden paranemisesta ja hinnoittelupaineiden helpottamisesta otettaisiin markkinoilla positiivisesti vastaan.

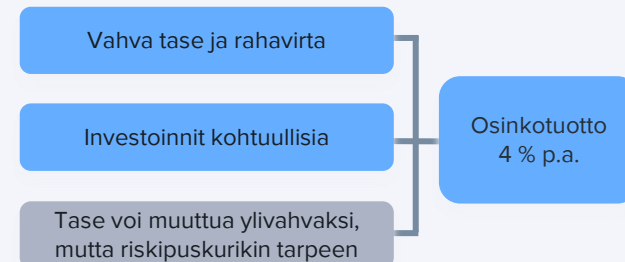
Osaketuoton ajurit 2022e-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

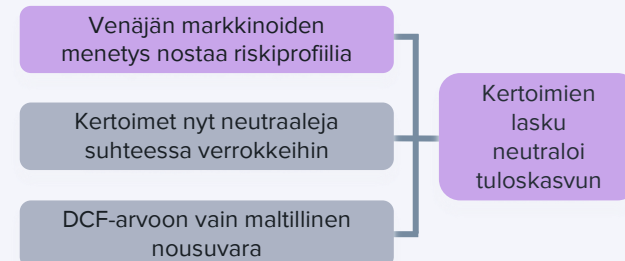
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

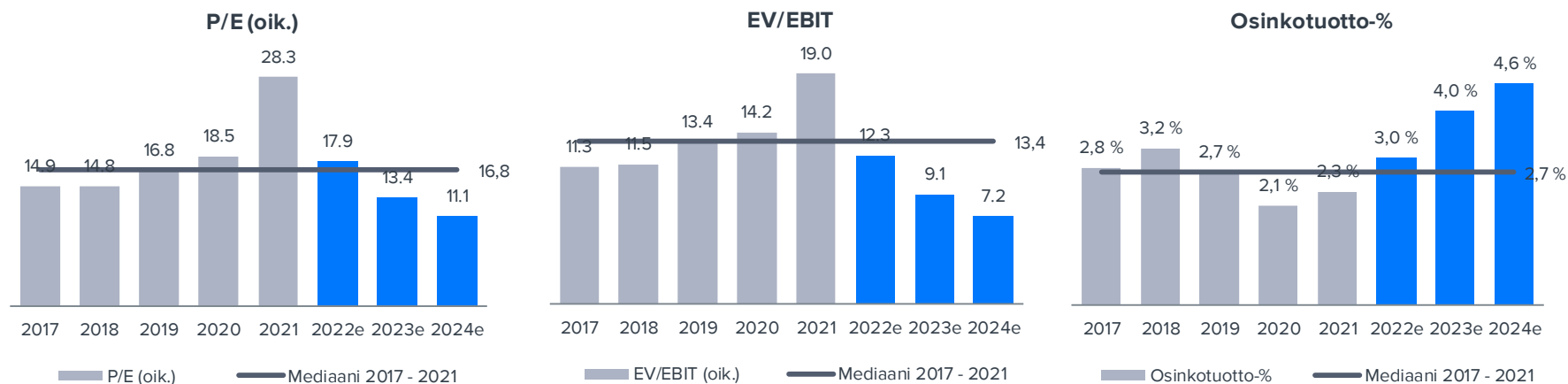


Kokonaistuotto-odotus (n. 6 % p.a.) jää alle tuottovaatimuksen

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	26,38	24,75	31,00	29,20	36,25	26,25	26,25	26,25	26,25
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	738	692	868	818	1015	735	735	735	735
Yritysarvo (EV)	763	711	901	809	949	654	630	600	566
P/E (oik.)	14,9	14,8	16,8	18,5	28,3	17,9	13,4	11,1	10,3
P/E	16,5	15,8	16,7	25,3	28,9	19,2	13,4	11,1	10,3
P/Kassavirta	33,2	21,9	>100	12,4	14,3	26,4	16,2	12,6	11,3
P/B	4,2	3,5	3,7	3,2	3,4	2,3	2,1	1,9	1,7
P/S	1,3	1,1	1,3	1,3	1,7	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,3	1,3	1,6	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,5	9,2	10,2	9,9	13,5	8,2	6,6	5,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,3	11,5	13,4	14,2	19,0	12,3	9,1	7,2	6,4
Osinko/tulos (%)	46,9 %	51,2 %	45,8 %	52,1 %	67,7 %	58,4 %	53,5 %	50,8 %	51,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,2 %	2,7 %	2,1 %	2,3 %	3,0 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Cargotec Corp	2095	2703	8,6	7,1	6,7	5,5	0,7	0,6	9,5	8,0	3,9	4,5	1,3
Valmet Oyj	4637	5082	11,0	9,4	8,1	7,4	1,0	1,0	12,9	11,3	5,1	5,3	1,9
Palfinger AG	930	1598	12,2	10,3	7,4	6,6	0,8	0,8	13,2	10,9	2,5	3,2	1,5
Deere & Co	111874	158546	19,2	16,4	14,6	12,7	3,4	3,1	16,2	14,2	1,2	1,3	6,3
Komatsu Ltd	19699	26063							13,5	10,4	2,9	3,7	1,3
AGCO Corp	8426	10203	8,3	7,8	6,8	6,4	0,8	0,8	9,6	8,9	4,8	0,8	2,3
Terex Corp	2404	2977	7,6	6,7	6,7	6,1	0,7	0,7	9,0	7,9	1,4	1,5	2,1
Caterpillar Inc	99608	130452	16,6	14,6	13,2	12,1	2,3	2,2	15,1	13,7	2,4	2,6	6,6
Escorts Ltd	3216	2614	23,2	23,6	21,5	21,4	2,9	2,6	27,4	28,9	0,3	0,4	3,3
Ponsse (Inderes)	735	654	12,3	9,1	8,2	6,6	0,9	0,8	17,9	13,4	3,0	4,0	2,3
Keskiarvo			13,3	12,0	10,6	9,8	1,6	1,5	14,0	12,7	2,7	2,6	2,9
Mediaani			11,6	9,9	7,8	7,0	0,9	0,9	13,2	10,9	2,5	2,6	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			6 %	-8 %	5 %	-6 %	-3 %	-5 %	36 %	23 %	22 %	52 %	6 %

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

DCF-laskelma

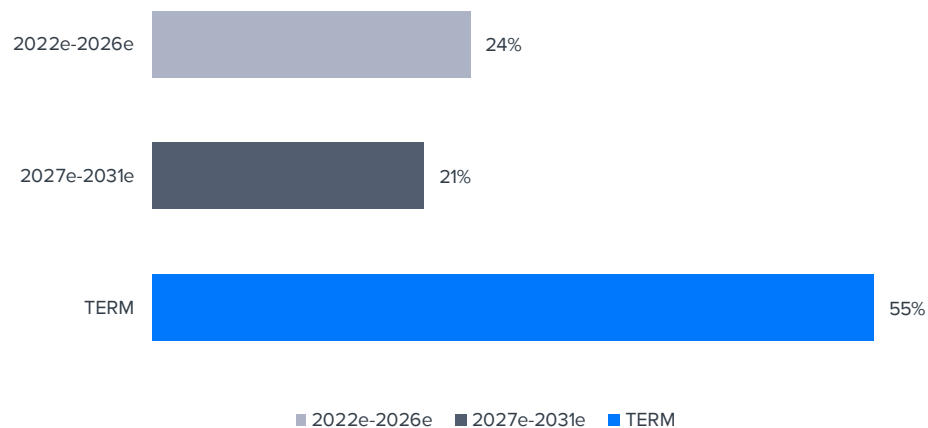
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	50,0	53,3	69,3	83,0	89,1	91,0	92,8	94,5	96,1	97,6	100	
+ Kokonaispoistot	20,1	26,8	26,7	27,7	27,5	27,6	26,9	27,5	28,0	28,5	28,9	
- Maksetut verot	-13,4	-13,0	-15,5	-18,6	-20,1	-20,8	-21,3	-21,8	-22,2	-22,6	-23,1	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,1	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	
- Käyttöpääoman muutos	20,2	-10,6	-3,0	-7,0	-3,1	-3,0	-3,0	-2,9	-2,8	-2,7	-2,8	
Operatiivinen kassavirta	76,5	55,6	77,8	85,5	93,9	95,6	96,3	98,3	100,1	101,9	104,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-24,8	-27,3	-32,3	-27,0	-29,0	-24,7	-30,4	-30,8	-31,2	-31,6	-33,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	51,3	28,1	45,5	58,5	64,9	70,9	65,9	67,4	68,9	70,3	70,9	
+/- Muut	19,9	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	71,2	27,9	45,5	58,5	64,9	70,9	65,9	67,4	68,9	70,3	70,9	1090
Diskontattu vapaa kassavirta		27,1	40,6	47,8	48,6	48,6	41,4	38,8	36,3	33,9	31,4	482
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		877	850	809	761	713	664	623	584	548	514	482
Velaton arvo DCF		877										
- Korolliset velat		-54,8										
+ Rahavarat		121										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-23,8										
Oman pääoman arvo DCF		919										
Oman pääoman arvo DCF per osake		32,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,40 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	667,4	636,6	608,3	736,1	762,2	EPS (raportoitu)	1,86	1,15	1,26	1,37	1,96
Käyttökate	88,5	81,8	70,1	80,0	96,0	EPS (oikaistu)	1,85	1,58	1,28	1,47	1,96
Liikevoitto	67,3	57,1	50,0	53,3	69,3	Operat. kassavirta / osake	1,58	3,09	2,73	1,99	2,78
Voitto ennen veroja	66,6	39,6	48,1	50,1	70,4	Vapaa kassavirta / osake	0,23	2,35	2,54	0,99	1,62
Nettovoitto	52,0	32,3	55,1	38,2	54,9	Omapääoma / osake	8,29	9,11	10,61	11,61	12,77
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,85	0,60	0,85	0,80	1,05
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	426,8	474,0	512,6	527,0	565,0	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	-5 %	-4 %	21 %	4 %
Oma pääoma	232,1	255,0	297,3	325,3	357,8	Käyttökateen kasvu-%	14 %	-8 %	-14 %	14 %	20 %
Liikearvo	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	9 %	-15 %	-13 %	7 %	30 %
Nettovelat	33,0	-9,1	-66,1	-81,3	-105,3	EPS oik. kasvu-%	10 %	-15 %	-19 %	14 %	34 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	13,3 %	12,8 %	11,5 %	10,9 %	12,6 %
Käyttökate	88,5	81,8	70,1	80,0	96,0	Oik. Liikevoitto-%	10,1 %	9,0 %	8,2 %	7,2 %	9,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-29,1	14,9	20,2	-10,6	-3,0	Liikevoitto-%	10,1 %	9,0 %	8,2 %	7,2 %	9,1 %
Operatiivinen kassavirta	44,2	86,7	76,5	55,6	77,8	ROE-%	24,1 %	13,3 %	12,7 %	12,3 %	16,1 %
Investoinnit	-35,8	-22,5	-24,8	-27,3	-32,3	ROI-%	23,5 %	12,4 %	13,8 %	14,3 %	18,8 %
Vapaa kassavirta	6,3	65,7	71,2	27,9	45,5	Omavaraisuusaste	55,0 %	54,4 %	58,6 %	62,3 %	64,0 %
						Nettovelkaantumisaste	14,2 %	-3,6 %	-22,2 %	-25,0 %	-29,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,6	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	10,2	9,9	13,5	8,2	6,6						
EV/EBIT (oik.)	13,4	14,2	19,0	12,3	9,1						
P/E (oik.)	16,8	18,5	28,3	17,9	13,4						
P/B	3,7	3,2	3,4	2,3	2,1						
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,1 %	2,3 %	3,0 %	4,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2019	Vähennä	27,00 €	29,30 €
4.12.2019	Lisää	29,50 €	28,10 €
17.2.2020	Vähennä	31,00 €	32,90 €
19.2.2020	Vähennä	29,50 €	29,85 €
18.3.2020	Vähennä	20,00 €	21,00 €
22.4.2020	Vähennä	20,00 €	22,95 €
12.8.2020	Vähennä	25,00 €	25,50 €
21.10.2020	Lisää	29,00 €	26,05 €
26.11.2020	Vähennä	31,00 €	29,85 €
17.2.2021	Vähennä	33,00 €	33,20 €
16.4.2021	Lisää	42,00 €	37,70 €
21.4.2021	Lisää	46,50 €	42,85 €
17.5.2021	Vähennä	45,50 €	43,00 €
11.8.2021	Vähennä	45,50 €	44,00 €
13.10.2021	Lisää	45,50 €	39,70 €
27.10.2021	Vähennä	45,50 €	46,30 €
23.2.2022	Vähennä	36,00 €	34,25 €
3.3.2022	Vähennä	30,00 €	28,00 €
27.4.2022	Vähennä	30,00 €	28,35 €
4.8.2022	Vähennä	30,00 €	24,70 €
10.8.2022	Vähennä	29,00 €	27,25 €
11.9.2022	Vähennä	27,50 €	26,25 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

Inderes 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.**