

Ponsse

Laaja raportti

17.5.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Konekauppa käy, mutta kurssi jo korkeuksissa

Laskemme Ponssen osakkeen suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) uudella 45,50 (aik. 46,50) euron tavoitehinnalla. Yhtiön näkymät ovat hyvät niin markkinakehityksen, oman markkina-aseman kuin kannattavuudenkin näkökulmasta, mutta tämä on mielestämme jo diskontattu täysimääräisesti nykyiseen osakekurssiin. Eri mittareilla osakkeen arvostustaso on vaativa eikä anna tilaa pettymyksille.

Vauhdikasta markkinakasvua luvassa

Ponssen tuotteiden tärkeimmät kysyntäajurit ovat puun globaalien hakkuuvolyymien kasvu, hakkuiden etenevä koneellistuminen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Hakkuuvolyymeihin vaikuttavista tekijöistä rakentamisen kasvuennusteet ovat heikon vertailuvuoden 2020 jäljiltä taas selvästi positiiviset ja sellumarkkinan odotetaan jatkavan noin 3 % vuosikasvuaan. Metsäkonemarkkina notkahti koronapandemian vuoksi noin 20 % vuonna 2020, mikä myös selittää vuosilta 2021-2024 odottamaamme kovaa 9 % vuosikasvua.. Odotamme Ponssen markkinaosuuden kohoavan voimakkaasti vuonna 2021 modernin malliston ja pääkilpailijoiden edelleen osittain olevien investointien seurauksena, mutta tasaantuvan tämän jälkeen. Ponssen vaihtokone- ja huoltoliiketoiminnot kasvavat vuosina 2021-2024 hieman uuskonemyyntiä hitaammin, mutta konsernin kasvuvauhti on ennustejaksolla kuitenkin nopea 11 % (CAGR).

Marginaaleissa kohtuullinen nousuvara

Ponssen kulurakenne on joustava ja operatiivinen vipu sen vuoksi pieni. Odotuksemme stabiilista tai hieman paranevasta suhteellisesta kannattavuudesta saa kuitenkin tukea yhtiön vahvoista historiallisista näytöistä materiaalikulujen kasvun siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin. Lisäksi osa koronavuoden 2020 operatiivisista kulusäästöistä ja etenkin markkinointi- ja matkakulujen säästöistä saadaan muutettua pysyviksi. Ennustamme liikevoittoprosentin kohoavan vuoden 2021 11,5 %:sta vuoden 2024 12,1 %:iin. Vaikka alan isojen valmistajien yhteenlaskettu kapasiteetti onkin kasvussa, emme odota hintakilpailun oleellisesti kiristyvän ja tuovan marginaalipaineita, sillä kysyntänäkymä on hyvä. Ponssen vuosien 2021-2024 odotettu keskimääräinen tuloskasvu (CAGR) onkin erittäin vahva 20 %. Hyvä kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta luovat Ponsselle edellytykset myös kasvaviin osinkoihin.

Osakkeen arvostus on kuitenkin jo vaativa

Osakkeen arvostus on noussut tasolle, jolla perusteltu nousuvara on varsin vähäinen. Aliarvostus suhteessa verrokkiryhmään on käytännössä poistunut, sillä vuoden 2022 P/E-kerroin (15x) on enää 8 % alle verrokkien mediaanin ja EV/EBIT-kerroin (11x) on verrokkien mediaanin tasolla. Uudella tavoitehinnallamme arvostuskertoimet ovat linjassa osakkeen omien historiallisten mediaanikertoimien kanssa. Kerroin-arvostuksessa on lisäksi huomioitava, että omat ennusteemme ovat optimistisia niin koko metsäkonemarkkinan, Ponssen markkinaosuuden kuin marginaalikehityksenkin suhteen. Muut arvostusmenetelmät vahvistavat mielikuvaa haastavasta arvostuksesta, sillä osakkeen kokonaistuotto-odotus jää alle tuottovaatimuksen ja nousuvara DCF-arvoon on kapea. Vaikka osake ei mielestämme ole ylihinnoiteltu, ei nykyinen arvostustaso kestä pettymyksiä yhtiön kohdemarkkinan kehityksen tai Ponssen oman suorittamisen suhteen.

Suositus

Vähennä

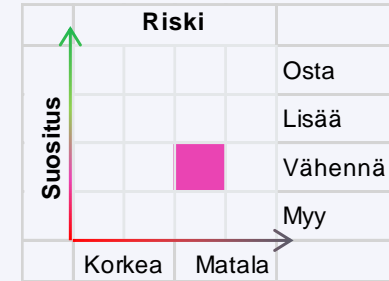
(aik. Lisää)

45,50 EUR

(aik. 46,50 EUR)

Osakekurssi:

43,00



Avainluvut

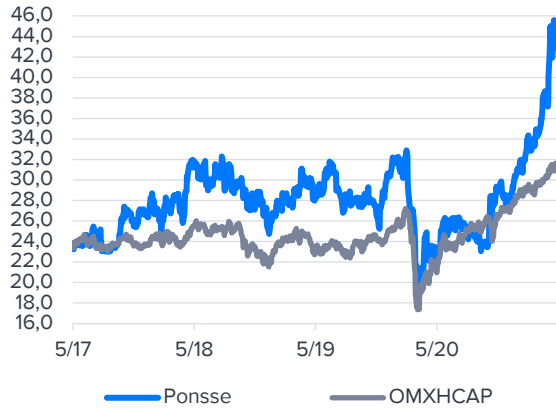
	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	637	796	872	923
kasvu-%	-5 %	25 %	10 %	6 %
EBIT oik.	57,1	91,3	101,6	110,7
EBIT-% oik.	9,0 %	11,5 %	11,6 %	12,0 %
Nettotulos	32,3	69,5	78,9	86,2
EPS (oik.)	1,58	2,52	2,82	3,08
P/E (oik.)	18,5	17,0	15,3	14,0
P/B	3,2	3,9	3,4	3,0
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,4 %	3,0 %	3,4 %
EV/EBIT (oik.)	14,2	12,8	11,1	9,9
EV/EBITDA	9,9	10,2	9,0	8,1
EV/Liikevaihto	1,3	1,5	1,3	1,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

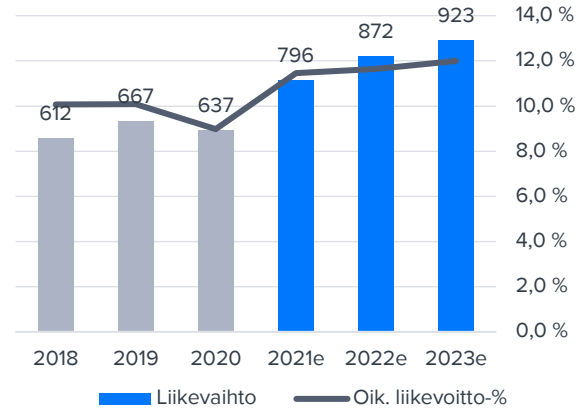
Konsernin euromääräisen liikeluoksen odotetaan olevan vuonna 2021 hieman suurempi kuin 2020.

Osakekurssi



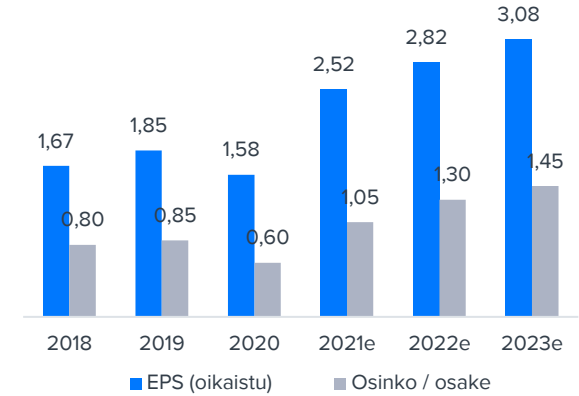
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan yleinen syklisyys
- Kilpailijoiden kasvava aggressiivisuus markkinoinnissa
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa



Arvostus

- Riskikorjattu tuotto-odotus on heikko
- Osakkeen kerroinarvostus on verrokkien tasolla
- Nousuvara DCF-arvoon on vaatimaton

MCAP
1204
MEUR

EV
1170
MEUR

EV/EBIT
12,8
2021e

P/E (oik.)
17,0
2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6
Liiketoimintamalli	7-14
Sijoitusprofiili	15-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-19
Metsäkonemarkkinat	20-24
Kilpailutilanne	25-28
Taloudellinen tilanne	29-31
Ennusteet	32-36
Arvonmääritys ja suositus	37-42
Vastuuvapauslauseke	43

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

Pörssilistautuminen

n. 30 %

Globaali markkinaosuus kumipyöräisissä tavaralajimenetelmän metsäkoneissa

+9,3 % 2011-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

57,1 MEUR (9,0 % liikevaihdosta)

Liikevoitto 2020

1782

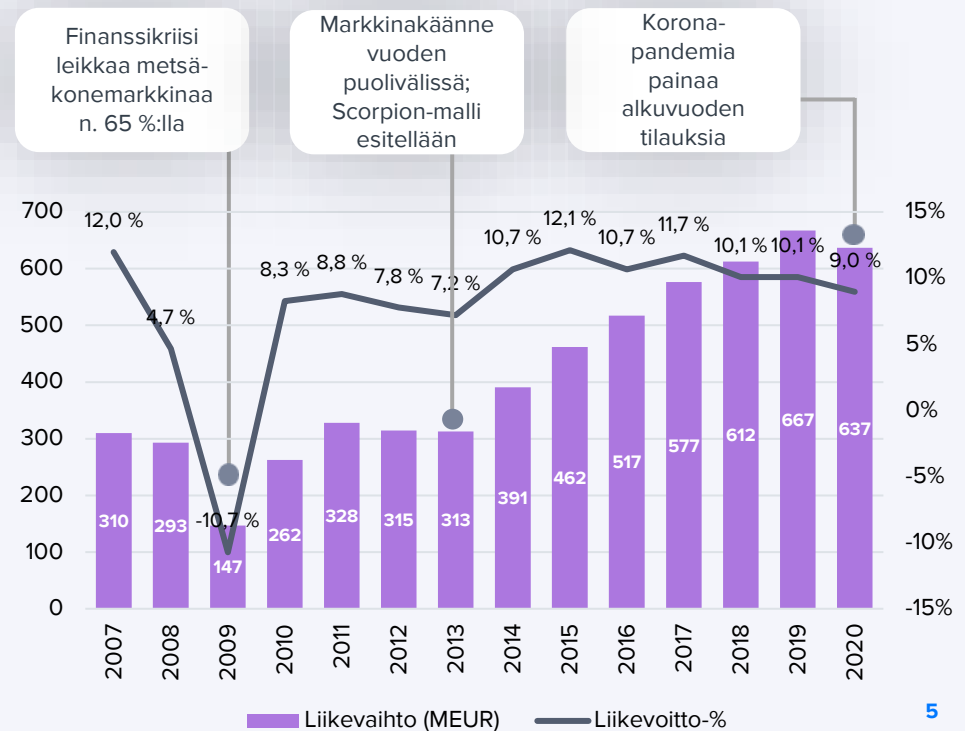
Henkilöstö 12/2020

Päätuotteet

Harvesterit



Metsätraktorit



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 asiakasrääätöitävyyden sekä kattavimmat huoltopalvelut.

Uusien metsäkoneiden myynti

Ponsse myy itse kehittämiään ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yhteensä yli 2000 metsäkoneurakoitsijalle noin 40 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 suurin osa tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on toimintansa alusta

lähtien toimittanut yli 16000 metsäkoneita, joista arviolta 12500 on edelleen käytössä.

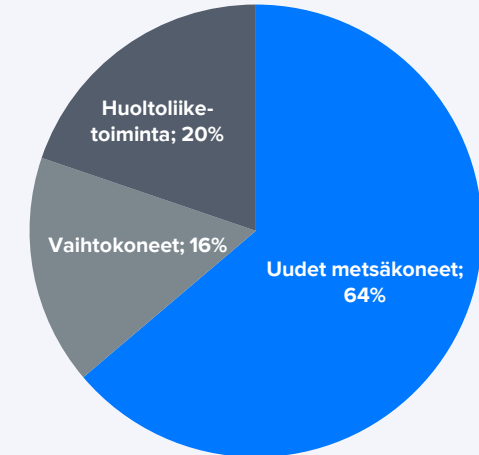
Uusien metsäkoneiden lisäksi Ponsse myy erikseen harvesteripäitä pääasiassa eri valmistajien kaivinkoneisiin. Tämä liiketoiminta on vain noin 3 % Ponssen liikevaihdosta, mutta se on hyvin kannattavaa ja kasvaa metsäkonemyyntiä nopeammin.

Jälkimarkkinapalvelut

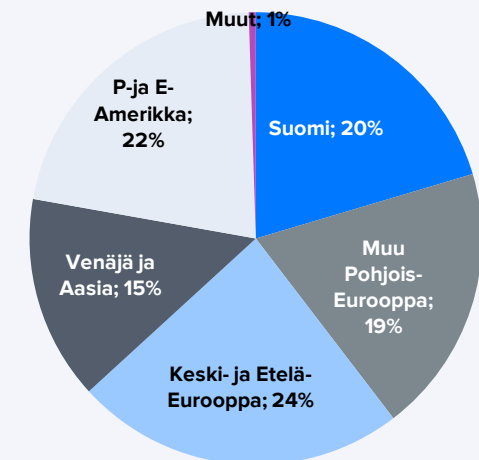
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (20 % liikevaihdosta) sekä vaihtokone-liiketoiminnasta (arviolta 16 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta 90 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä yli 200 toimipisteen kautta, joista noin 50 on Ponssen omia ja noin 150 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, 2020



Liikevaihdon jakauma alueittain, 2020



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 1/2

Suurin osa valmistuksesta omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit, metsä-traktorit ja hakkuupäät tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Vuosien 2016-2018 laajennusinvestoinnin myötä tehtaan pinta-ala kasvoi 27000 m²:sta noin 40000 m²:iin.

Ponssse valmistaa itse koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit. Samalla Ponssse on varmistanut tuotannon riittävän joustavuuden normaalitilanteissa sekä laatuksellisuuden ja ydinosaamisen säilymisen yhtiöllä itsellään.

Alihankkijayhteistyö on tiivistä

Tärkeimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit sekä hydraulikka- ja valukomponentit. Ponssse korostaa alihankkijayhteistyön tiivyyttä ja koko toimitusketjun läpinäkyvyyttä alihankkijalle, mikä on paras keino toimittajasuhteiden varmistamiseen. Ponssella on omista valmistusmääristä ja niihin liittyvistä komponentitarpeista koko ajan liukuva, jopa yli vuoden päähän ulottuva ennuste.

Tilanne komponenteissa on muuttunut haastavammaksi alihankintaketjun asteittain toipuessa koronapandemiasta ja globaalien komponenttikysynnän kasvettua nopeasti. Ponssen mukaan se joutuu kilpailemaan tietyissä komponenteissa tiukastikin muiden maa- ja metsätaloustuotantajien sekä kaivoslaittevalmistajien kanssa. Tällä hetkellä hydraulikkavalmistajat kommunikoivat Ponsselle

pidemmistä toimitusajoista ja puolijohteissa on nähty voimakas kysyntäpiikki, mistä mm. Volvo Trucks on hiljattain indikoinut. Kaikkiaan komponenttien saatavuus ei Ponssen mukaan ole tällä hetkellä pullonkaula, mutta puskurivarastoja ei juuri saada muodostettua ja markkinan ollessa aktiivinen myöskään toimittajan vaihtaminen ei useinkaan aikataulusyistä tule kyseeseen.

Laajennusinvestoinnin tavoitteita ollaan saavuttamassa

Ponssse investoi vuosina 2016-18 yhteensä 38 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa Vieremän tehtaan pinta-ala kasvoi 1,3 hehtaaria. Investointi sisälsi uuden kokoonpanolinjan, automatisointi-asteen kohottamisen sekä tehokkaamman varaston. Uudessa varastojärjestelmässä komponentti- ja varustekokonaisuudet kootaan valmiiksi asiakkaan kanssa etukäteen sovitun spesifikaation mukaan. Tehtaan sisälogistiikka toimittaa konekohtaiset osasarjat liitännäiskokoonpanolinjoille, joilta kootut osat (mm. harvesterin eturunko, takarunko ja esivarustellut kokonaisuudet) päätyvät pääkokoonpanolinjalle.

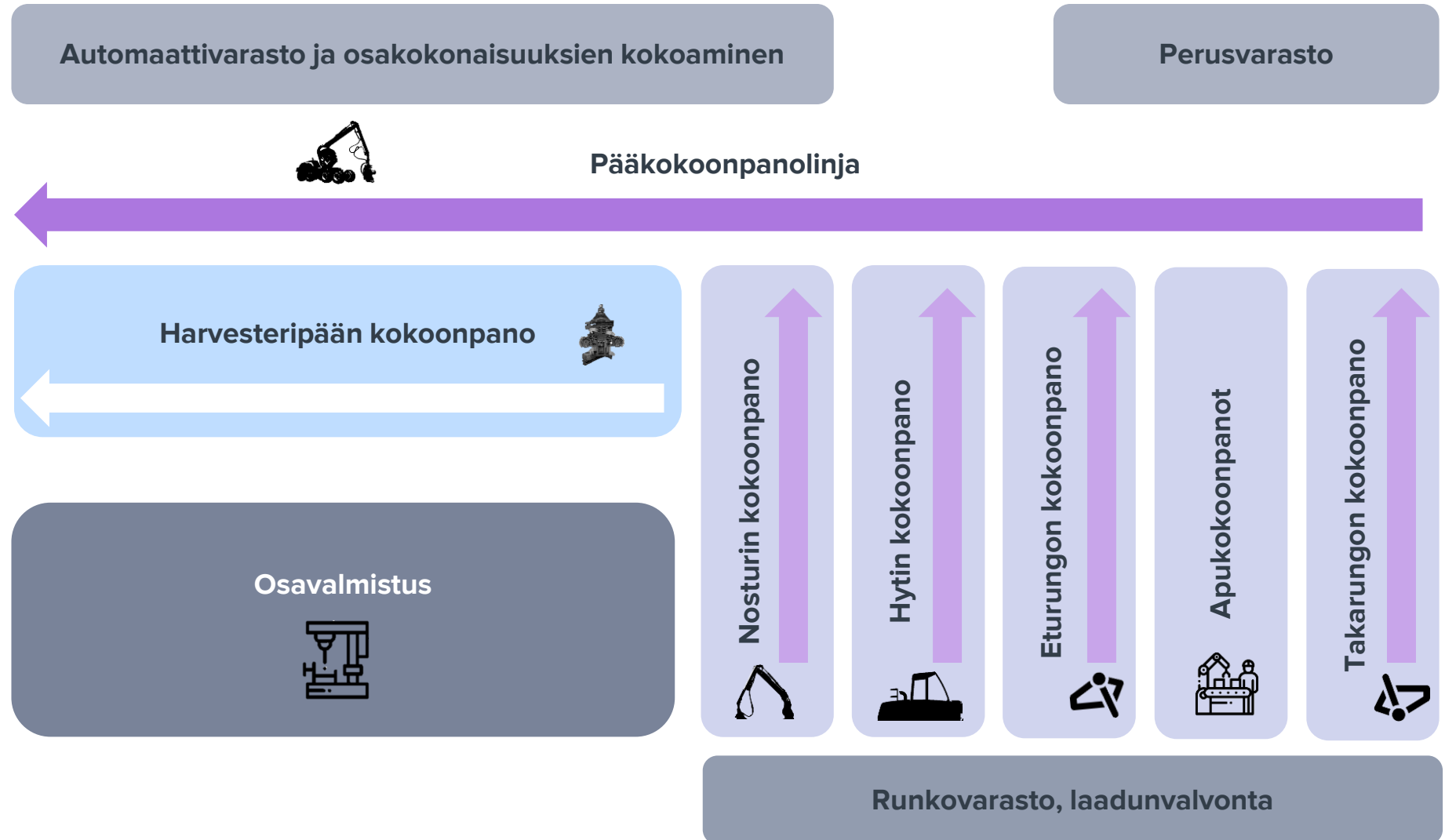
Ponssen valmistusfilosofia, jossa kaikki tapahtuu tilauksesta ja jossa myös osavalmistus toimii päätilauksen mukaan, ei investoinnin myötä muuttunut. Investoinnilla tähdättiin etenkin toimitusaikojen selvään lyhentämiseen. Arvioimme, että aiempi 1100-1200 koneen vuotuinen kapasiteetti kasvoi investoinnin myötä 1500-1600 koneeseen (n. +30-35 %), eikä Ponssen oma kapasiteetti näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa tule rajoitteeksi toimitusnopeudelle ja -määrille.

Ponssen mukaan investoinnille asetetut tavoitteet eli laadun parantuminen ja joustavuuden lisääntyminen sekä näistä seuraava tuottavuuden nousu on saavutettu. Kehitystä ovat tukeneet sekä uuden tuotantojärjestelmän ja laadunmittausjärjestelmän että uusien työtilojen ja -tapojen käyttöönotto. Ponssen tavoitteena on ollut 5 % tuottavuuden nousu vuodessa (mittarina on maksetut työtunnit / valmistunut kone) ja tämä on yhtiön mukaan toteutunut.

Tuotteet teknisesti alansa huippua

Ponssen tuotteita on aina pidetty alan teknisesti edistyneimpiin kuuluvina. Esimerkkejä ovat alumiinirakenteiden käyttö koneissa jo 1980-luvun alussa sekä pc:n tuominen harvesterin ohjaamoon 1992. Ponssse toi myös ensimmäisenä markkinoille 8-pyöräisen harvesterimallin vuonna 2009 ja nykyisin niiden osuus tuotannosta on lähes 100 %. Viime vuosina tuotekehityksen painopiste on siirtynyt koneen suorituskyvystä ympäristöystävällisyyteen ja kuljettajan ergonomiaan. Tuorein esimerkki vahvasta tuotekehityksestä on uudistettu Scorpion-harvesteri, joka on Ponssen lippulaivatuote (tuotetta käsitellään tarkemmin Kilpailutilanne-osiossa). Kaikkiaan Ponssen metsäkoneissa hyödynnetään noin 70 patenttiperhettä.

Vieremän tehtaan tuotannonjärjestely 2018-



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 2/2

Ponselle 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 sovitaan eri asiakassegmentteihin

Metsäkoneasiakkaiden keskikoko on kasvamassa. Yksittäisiä koneita omistavien ja käyttävien metsäurakoitsijoiden rinnalle on tullut ja tulee ns. fleet loggereita, jotka tarvitsevat erilaisia palvelukokonaisuuksia kuin ensin mainitut. Tyypillisesti fleet loggereilla on konekannassaan 20-70 konetta. Fleet loggerit ovat usein Ponssen huoltosopimuksen piirissä ja ovat myös hintatietoisia eli keskittyvät siihen, saako huollosta aitoa lisäarvoa eivätkä maksa turhasta. Isoja asiakkaita edustavat myös ns. teolliset urakoitsijat (industrial loggers), jotka usein ovat isoja metsäyhtiöitä. Näillä yhtiöillä voi olla suuria metsävaroja ja hakkuut ovat vain yksi osa ketjussa, jonka loppupäässä useimmiten myydään sellua. Tyypiesimerkkejä ovat brasilialaiset Fibria ja Suzano. Teollisilla urakoitsijoilla on myös korkeat vaatimukset tietojärjestelmien suhteen. Tuoteportfoliomeiässä avainkysymys onkin, onko Ponsella oikea tarjooma eri asiakassegmentteihin.

Asiakaskunnan rakennemuutoksessa Ponsse lisää valikoimaansa uusia huolto-, koulutus-, rahoitus- ja muita palveluratkaisuja. Ponsse tulee jatkossakin lanseeraamaan uusia palveluja, joilla mm. parannetaan läpinäkyvyyttä koneen kuntoon. Uusiin palveluihin liittyy paljon kokeilevuutta ja Ponsse haluaa jo varhain varmistaa, mistä asiakas on halukas ja valmis maksamaan. Ponsse ei

kuitenkaan priorisoi asiakasryhmiä, vaan kaikki halutaan pitää yhdenvertaisina mm. palvelun nopeuden ja laadun suhteen.

Ponsse ei ole julkistanut tietoa eri konemalleille yhteisten komponenttien ja osakokonaisuuksien osuudesta, mutta arvelemme tämän olevan 40-50 %. Suuri keskenään vaihtokelpoisten osien määrä mahdollistaa paitsi merkittävät synergiaedut kulutus- ja varaosatoiminnoissa, myös laajan malliston ja koneiden tehokkaan massaräätälöinnin.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle ja sieltä edelleen satamien kautta jakelijoilta. Vuonna 2020 rahdit ja huolinta vastasivat vain 1,5 % Ponssen liikevaihdosta, joten tehtaan sijainti etäällä rahtiliikenteen solmukohdista ei ole ongelma. Myös pääkilpailijoiden tehtaat sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponssen jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu 11 oman myyntiyhtiön sekä noin 40 jälleenmyyjäyhtiön avulla. Vuonna 2020 Ponssen myymistä koneista noin 35 % myytiin jälleenmyyjien kautta ja 65 % myytiin itse tai omien tytäryhtiöiden kautta. Ponsse hakee koko ajan tasapainoa pääomatehokkaamman jälleenmyyjämyynnin ja paremman asiakaskontaktin tarjoavan oman myynnin välillä.

Digitalisaation rooli jatkaa kasvuaan

Puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat jatkossakin voimakkaasti. Megatrendejä ovat 1) digitaalisten palvelujen lisääntyminen mm. metsäresurssien hallinnassa, kaluston hallinnassa ja huollossa sekä tuottavuuden raportoinnissa; 2) kestävyuden tavoittelu eli ympäristövaikutusten havainnointi ja minimoiminen; 3) liitettävyyssratkaisut eli optimaalinen tiedonsiirtotapa metsäkoneesta /-koneeseen. 5G-teknologia tulee avaamaan tässä paljon uusia mahdollisuuksia sekä 4) automaatio (kuten myöhemmin kuvattavassa Scorpionin nosturissa) ja etäohjaus.

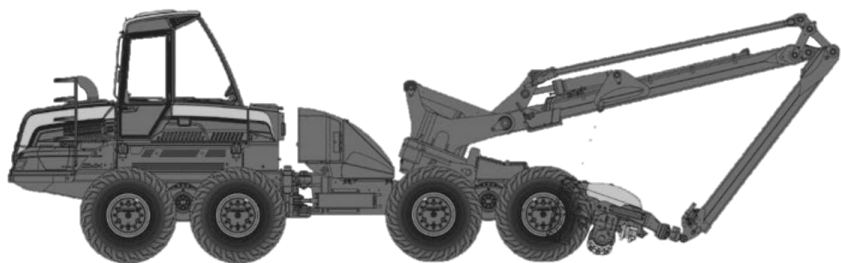
Ponsse on aktiivisesti rekrytoinut ohjelmoijia tytäryhtiönsä EPEC:iin ja myös Vieremälle (2020-2021e yhteensä 20 henkeä) sekä siirtänyt digitaaliset palvelut tuotekehityksestä osaksi konsernin IT:tä. Toimintatapana on digitaalisten palvelujen rakentaminen kerätyn datan päälle, ohjelmointirajapintojen (API) avaaminen asiakkaille sekä kehitettävien palvelujen toimivuuden ja rahaksimuutettavuuden testaaminen asiakkaiden kanssa (proof of concept).

Liiketoimintamallin arvio

Näyttöjen perusteella liiketoimintamalli toimii hyvin. Yhden tehtaan ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmä voi kuitenkin olla riskialtis erilaisissa häiriötilanteissa (tärkeän koneen rikkoutuminen, tulipalo, energiantoimitushäiriö, lakko joko tehtaassa tai esim. rautateillä) ja kaventaa yhtiön sopeutumismahdollisuuksia. ”Digitaalisen loikan” onnistumisen arvioiminen on vielä liian varhaista.

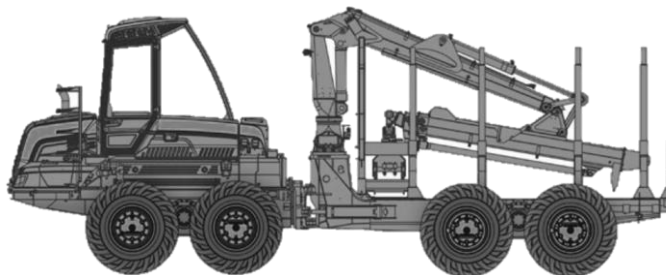
Ponssen päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, tn	17,5-24,5
Pituus x leveys, m	7,3-9,0 x 2,8-3,1
Moottorin teho, kW	150-260
Moottorin vetovoima, kN	130-230
Nosturin ulottuma, m	10-11
Hinta, 1000 EUR	350-550

Kuomatraktorit (ajokoneet)



Paino, tn	17,3-23,7
Pituus x leveys, m	9,1-11,1 x 2,7-3,2
Moottorin teho, kW	150-205
Nostomomentti, kN	106-160
Nosturin ulottuma, m	10
Hinta, 1000 EUR	300-400

Huollon liiketoimintamalli 1/2

Toiminnan pohjana kattava huoltopalveluverkosto

Ponssen huoltoliiketoiminta vastasi 20 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2020 ja oli noin 126 MEUR. Yhtiöllä on kaikkiaan 211 huoltopistettä 36 maassa. Huoltopisteistä 45 on Ponssen omia ja 166 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (24), Ruotsissa (27), Venäjällä (36) ja Yhdysvalloissa (18). Huollon käytettävissä on kaikkiaan 990 mekaanikkoa. Huoltopisteiden lukumäärä ja sijainti määräytyvät paikallisten asiakastarpeiden, logististen ratkaisujen sekä kehittyvien huoltokonseptien mukaan. Huoltoverkoston kuuluu vielä 590 asiakkaiden työskentelypisteissä kiertävää huoltoautoa, joista valtaosa on vihkiytynyt juuri Ponsse-huoltoon.

Ponssen toimittamista reilusta 16000 koneesta käytössä on edelleen arviolta 12500 kpl eli reilu 75 %. Konekanta on kasvanut arviolta 9 % viimeisen vuoden aikana. Käytännössä lähes kaikki em. 12500 metsäkoneetta 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 %, vaikka konekannasta yli puolet käy Ponssen huollossa vuosittain. Ponssen mukaan huoltosopimusten piiriin siirtyminen on metsäkoneyrittäjien keskuudessa pitkälti sukupolvikysymys nuoremman sukupolven ollessa edeltäjiään vähemmän halukkaita koneiden huoltamiseen itse. Ponssen intressiä kasvattaa se,

että huoltosopimusten piirissä olevista asiakkaista suurempi osa hankkii myös kulutusosat (kuten teräketjut ja -levyt) Ponssen kautta, jolloin Ponssen osuus asiakkaan konehuoltoon käyttämistä varoista (ns. share of wallet) kasvaa.

Takuukustannusten katteena 5 MEUR:n varaus

Ponsse myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2020 lopussa 5,0 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 esimerkiksi kolmen vuoden tai 7200 käyttötunnin mittaisia huoltosopimuksia (Ponsse Active Care), joihin kuuluu tehtaan määrittelemä kiinteä hintainen määräaikaishuolto alkuperäisillä varaosilla. Active Care+ on pidennetty takuu määrätuille komponenteille normaalista 2000 käyttötunnista aina 6000 käyttötuntiin. Huoltopalveluihin kuuluu myös tekninen tuki eli huoltoneuvonta sekä huoltokorjaamo ja kenttähuolto (huoltoauto ajaa asiakkaan työmaalle). Asiakaspalveluun kuuluu lisäksi käyttökoulutus metsäkoneen toimituksen yhteydessä.

Huoltoliikevaihto kasvaa käyttötuntien funktiona

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 ja Brasiliassa usein yli 5000 tuntia vuodessa. Koska koneen tekninen elinkaari päättyy yleensä 25000-30000 käyttötunnin jälkeen on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on oleellisesti suurempi viimeisten 10000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10000 käyttötunnin aikana. Arvelemme, että huoltopalvelujen osuus Ponssen liikevaihdosta Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa voi olla 30-40 %, kun se konsernitasona on 20 %.

Paljon eväitä huollon kasvulle ja hyvälle kannattavuudelle

Seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) toimitetun metsäkonekannan kasvu arviomme mukaan 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 konekanta ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten piraattiosien merkitys tärkeällä kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

Huollon liiketoimintamalli 2/2

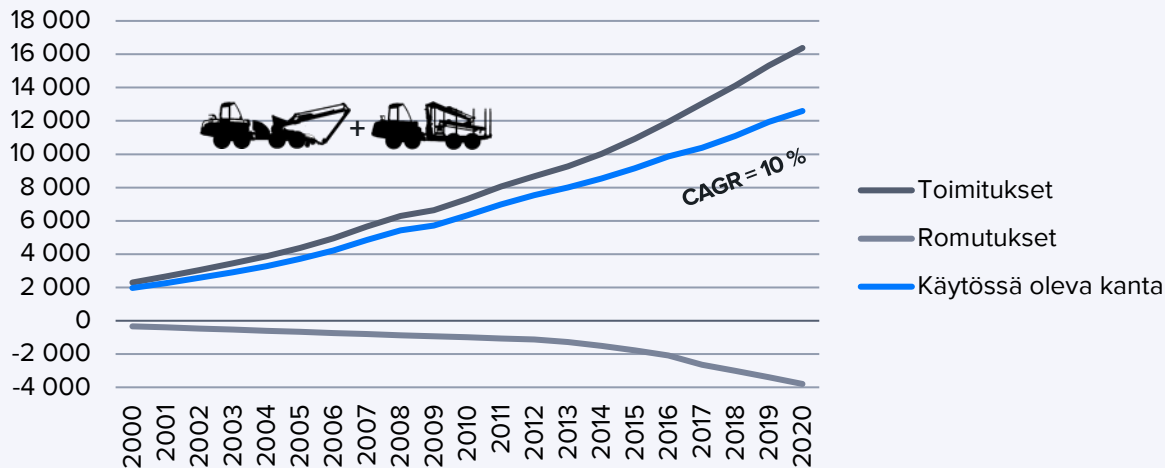
Ponsse on kommentoinut huolto liiketoimintansa kannattavuutta vain toteamalla, että kulutus- ja varaosaliiiketoiminta on kannattavampaa kuin uusien koneiden myynti. Tässä suhteessa Ponsse ei poikkea muista konepajayhtiöistä. Ponsse näkee huoltopalvelut osaksi konemyyntiä ja siihen liittyvää palvelua. Huollon kannattavuutta ei sen vuoksi pyritä erikseen maksimoimaan, vaan Ponssen tavoitteena on asiakkaan koneen elinkaari-kustannusten optimointi. Elinkaarikustannukset ratkaisevat asiakastyytyväisyyden ja vaikuttavat oleellisesti merkkiuskollisuuteen uusintaostotilanteessa.

Liiketoimintamallin arvio

Liiketoimintamallin vahvuuksiin kuuluu kattava huoltopalveluverkosto, joka kuitenkin painottuu jälleenmyyntiin ja sopimushuoltajiin pitäen siten

Ponssen 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 kasvuvuaraa.

Ponssen kumulatiiviset konemäärät 2000-2020, kpl



Lähde: Ponsse, Inderesin arviot

Vaihtokoneiden liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta tulee lähes aina vaihtokone

Kypsillä markkinoilla kuten Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa uuden metsäkoneen myyminen tarkoittaa käytännössä aina vaihtokoneen vastaanottamista. Nopeasti kasvaneilla markkinoilla kuten Venäjällä ja Brasiliassa vaihtokoneiden rooli on jonkin verran vähäisempi.

Jälleenmyyjät huolehtivat omista vaihtokoneistaan

Ponsse myy noin 65 % valmistamistaan metsäkoneista oman jakeluverkostonsa eli omien myyntiyhtiöidensä kautta loppujen mennessä asiakkaalle jälleenmyyjäyhtiön kautta. Viimeksi mainitut yhtiöt hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

Vaihtokoneliiketoiminnalle on tyypillistä, että se on kertautuvaa. Mydessään uuden koneen Ponsse tyypillisesti ottaa vastaan asiakkaan vaihtokoneen ja sama tilanne usein toistuu ”vaihtokoneen vaihtokonetta” myytäessä. Uuden koneen myynnistä voikin lopulta koitua Ponselle jopa 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. Vaihtokonetta myytäessä arvioimme osuuden laskevan 65 %:iin ja vaihtokoneen vaihtokonetta myytäessä edelleen 40 %:iin.

Käytännössä koneet ovat tässä vaiheessa usein jo teknisen elinkaarensa päätösvaiheessa.

Kone myydään useimmiten paikallisesti

Ponssen mukaan vaihtokonemarkkina on varsin aktiivinen eivätkä kaikki metsäkoneasiakkaat suinkaan halua uutta konetta. Yhtiö ei omaehtoisesti kunnosta myyntiin asettamiaan vaihtokoneita, mutta ostajalle tarjotaan mahdollisuutta haluamiensa koneen osien kunnostamiseen. Pääsääntöisesti vaihtokoneet myydään samoilla markkinoilla, joilla ne on vastaanotettu.

Fokus varaston kierrossa ja rahavirrassa

Ponssen fokus vaihtokoneliiketoiminnassa on ennen kaikkea varaston hallinnassa ja rahavirrassa. Keskimääräinen myyntiaika vaihtokoneella on 3-6 kuukautta. Ponsse järjestää säännöllisesti vaihtokoneiden myyntikampanjoita sekä tarvittaessa huutokauppoja.

Ponsse pyrkii neuvottelemaan tarjoamansa vaihtohinnat sellaisiksi, ettei yhtiön tarvitse myydä vaihtokoneita tappiolla. Vaihtokonekaupasta saatavat marginaalit ovat kuitenkin muihin liiketoimintoihin verrattuna pieniä, mikä tarkoittaa konsernin myyntimixin heikentymistä vaihtokonekaupan roolin kasvaessa.

Vaihtokoneiden liikevaihto reilu 100 MEUR

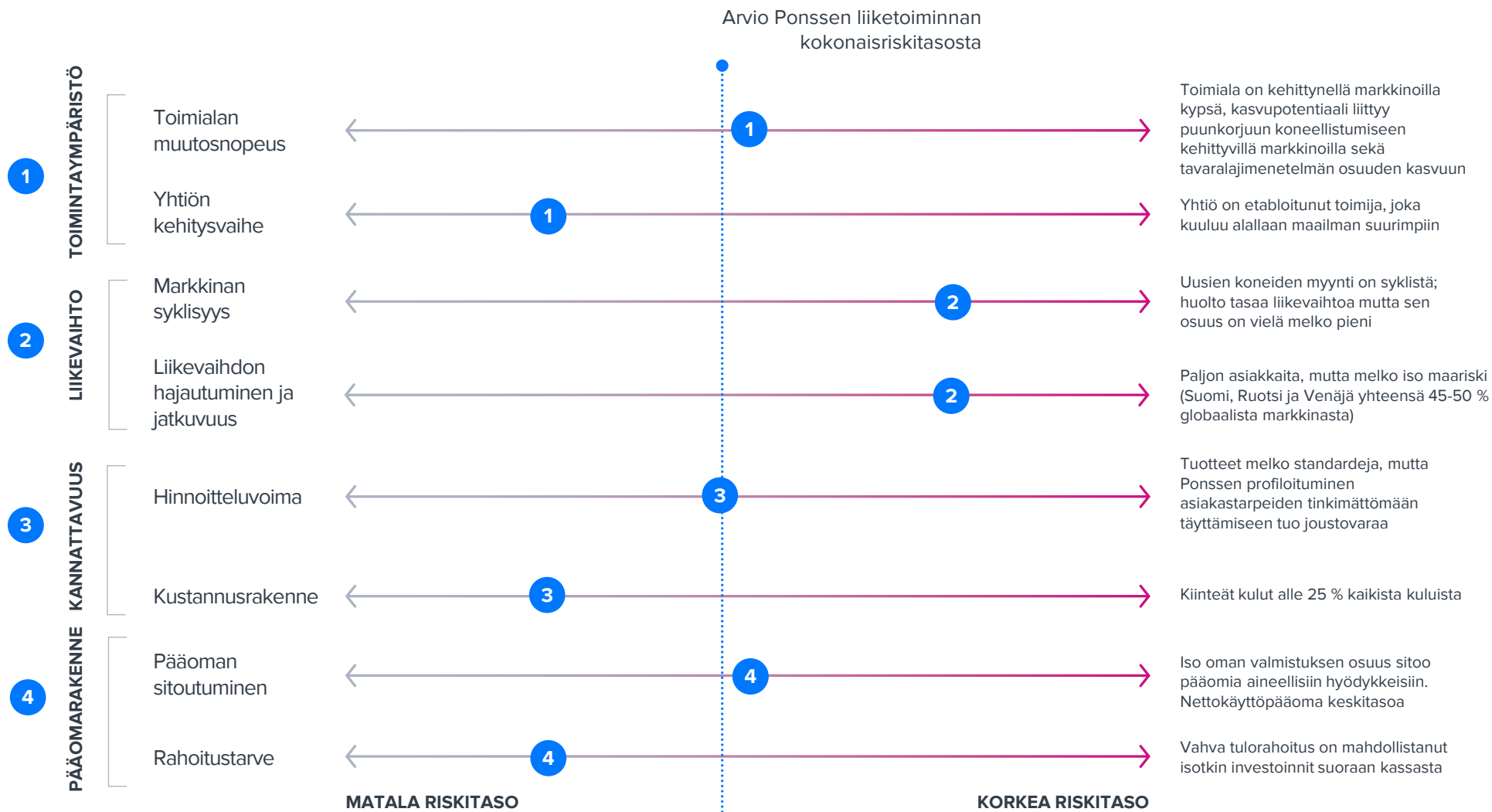
Oletamme, että Ponssen taseessa vaihto-omaisuuden osana näkyvä ”muu vaihto-omaisuus” (2020: 34,2 MEUR; 2019: 26,9 MEUR) on käytännössä kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä

vastaa 12-13 % omasta pääomasta mainittuina vuosina eli arvostukseen liittyvät riskit ovat kohtuullisia. Jos vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi oletetaan noin 4 kuukautta ja myynnin katetasoksi 4 %, saadaan vaihtokoneiden liikevaihdoksi noin 105 MEUR. Tämä vastaa 16 %:a konsernin viime vuoden liikevaihdosta.

Liiketoimintamallin arvio

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö, jolla on esittää näyttöjä

Ponsse on 1990-luvulla tapahtuneen onnistuneen kansainvälistymisen jälkeen kasvanut viimeiset 10 vuotta 9 %:n vuositahtia pääkilpailijoiden jäätyä 6-7 %:iin. Samalla yhtiö on noussut tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman toiseksi suurimmaksi.

Vaikka Ponsse on ollut pörssinoteerattu vuodesta 1995, on perustajasuvun omistus ja ote yhtiön asioihin säilynyt merkittävänä. Tällä hetkellä Vidgrenin suvun omistusosuus on noin 63 %. Vahva omistajuus tuo yhtiön toimintaan pitkäjänteisyyttä sekä tarvittaessa myös halua ja kykyä riskin ottamiseen. Toisaalta suvun vahva omistus merkitsee, että ulkopuolisen ostajan tekemän tarjouksen mahdollisuus pitkälti eliminoituu. Kaikkiaan omistusrakenne laskee arviomme mukaan hieman osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet

Vahva markkina-asema. Ponssen markkinaosuus kumipyöräisissä tavaralajimenetelmän metsäkoneissa on noin 30 %, 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. 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 mm. 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 noin 12500 kpl. Pääasiassa hyväkattaisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 20 % Ponssen liikevaihdosta ja arviomme mukaan 40 % liikevoitosta. Vaikka uusien koneiden markkina kohtaisikin vaikeuksia, suuri ja edelleen kasvava sekä myös koko ajan ikääntyvä toimitettu konekanta tuo lisää kasvumahdollisuuksia huololle.

Tuloskehitys on melko ennustettavaa. Vuosina 2011-2020 Ponssen EBIT-marginaali liikkui välillä 7,2 %...12,1 % mediaanin ollessa 10,1 %. EBIT-marginaalin variaatiokerroin oli samaan aikaan matala 16,5 %, mikä kertoo tuloksen hyvästä ennustettavuudesta ja siten melko alhaisesta riskiprofiilista syklisellä toimialalla.

Vahva rahavirta tarjoaa mahdollisuuksia. Ponssen operatiivinen rahavirta on ollut vuodesta 2009 positiivinen ja rahavirta investointien jälkeenkin vuodesta 2013 selvästi positiivinen. Kun huomioidaan konsernin alhainen velkaantuneisuus (nettovelat / käyttökate = -0,1x), 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 finanssikriisivuonna 2009 ja markkina on laskenut yli 20 %:lla myös vuosina 2012 ja 2020. Vaikka emme pidä merkittävää negatiivista kehitystä lähiaikoina todennäköisenä, voisi Kiinan puuntuonnin kasvun hiipumisella ja kääntymisellä jopa laskuun olla hyvinkin kielteisiä vaikutuksia metsäkoneiden kysyntään etenkin tärkeillä Venäjän markkinoilla mutta myös muualla Euroopassa.

Toimialan laajennusinvestointien ajoitus epäsuotuisa. Ponssen pääkilpailijat ovat investoineet tai investoimassa kapasiteetin kasvattamiseen, Komatsu Forestin tapauksessa merkittävästikin. Negatiivisen markkinaskenaarion toteutuessa ja vaisun suhdanteen pitkittyessä alan yritysten kapasiteetin käyttöaste jäisi odotuksista ja hintakilpailu kiristyisi, mikä loisi painetta marginaaleihin.

Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilantessa, 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

1.

Näytöt pitkäkestoisesta markkinaa nopeammasta kasvusta, segmentissään maailman #2

2.

Ennustettava kannattavuus ja vahva tase

3.

Perheyritys, jota tuskin myydään

4.

Uusien koneiden markkina on syklinen

5.

Alalla voidaan yli-investoida

Potentiaali



- Puunkorjuun koneistumisen jatkuminen
- Tavaralajimenetelmän osuuden kasvu
- Uudet digitaaliset palvelut
- Kasvavan käytössä olevan konekannan luoma potentiaali huollossa
- Vahvan rahavirran mahdollistamat panostukset joko uusiin tuotteisiin tai osinkoihin

Riskit



- Kiinan puuntuonnin kasvun hiipumisen aiheuttama uusien koneiden markkinan hyytyminen
- Toimialalla yli-investoidaan, mikä johtaa kapasiteetin vajaakäyttöön ja kireään hintakilpailuun
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Ei julkituotua strategiaa

Ponssella ei ole varsinaista julkistettua strategiaa. Yhtiö puhuu mieluummin jatkuvasta strategiatyöstä, jossa toimintasuunnitelmat päivitetään vuosittain ja ne ”jalkautuvat budjetin kautta”. Meneillään olevalla vuosien 2020-2023 strategiakaudella suunnittelun runkona on vuosien 2021-2022 toimintasuunnitelma. 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.** Ponssella tämä tarkoittaa asiakaspalautteen eli käyttökokemusten, kritiikin ja kehitysideoiden laajamittaista ja

jatkuvaa keräämistä ja sen heijastumista koko ketjuun tuotekehityksestä valmistuksen ja jakelun kautta jälkimarkkinatoimintoihin. Osana tätä toimintatapaa asiakkaiden henkilökohtainen tunteminen ja jopa heidän perheidensä huomioiminen toiminnassa on hyvin keskeistä ja arviomme mukaan erottaa yhtiön edukseen kilpailijoista.

- 3. Innovatiivisuus.** Ponssella antaa suunnittelijoille vapaat kädet kehittää uudenlaisia ratkaisuja. Tähän liittyen 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.** Ponssella 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. Ponssen vastuullisuusmalli on jaettu a) sosiaaliseen vastuuseen

(tuotteet ja palvelut, henkilöstö, toimintatapa), b) ympäristövastuuseen (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).

Kilpailustrategialle voi tulla tarvetta

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 mielestämme edelleen melko rauhallinen.

Tilanne voisi kuitenkin muuttua, jos esimerkiksi pääomasijoittaja ostaisi jommankumman Ponssen pääkilpailijoista ja ryhtyisi aggressiivisesti hankkimaan markkinaosuutta. Tällöin Ponssella joutuisi todennäköisesti arvioimaan uudelleen tuote-, markkina- ja hinnoittelustrategioitaan sekä mahdollisesti harkitsemaan kumppanuutta toisen ”jäljelle jääneen” metsäkonevalmistajan kanssa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian arviointi

Pidämme edellä esitetyistä Ponssen strategisista kulmakivistä erityisesti kahdesta ensin mainitusta. Tiukka keskittyminen yhtiön omaan ydinosamisalueeseen 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.

Taloudelliset tavoitteet

Ponssen julkistetut taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Tulkitsemme em. tavoitteiden tarkoittavan niiden saavuttamista vuosien 2021-2022 aikana eikä esimerkiksi ko. vuosina keskimäärin tai yli syklin.

Kommenttimme tavoitteiden suhteesta viime vuosien toteutuneisiin lukuihin ovat:

- **Kasvu:** Ponssen liikevaihto kasvoi vuosina 2016-2020 keskimäärin 7 % vuodessa, mikä ylittää arvioimamme 3 % markkinakasvun. Pääkilpailija Deere Forestry'n kasvuvauhti on arviomme

mukaan ollut keskimäärin 5 % kyseisellä jaksolla.

- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali oli vuosina 2016-2020 9,0-11,7 % eli parhaimmillaan lähellä tavoitetasoa. Koronapandemia vaikutti negatiivisesti vuoden 2020 kannattavuuteen (9,0 %).
- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta oli vuosina 2016-2020 64-109 % käyttökatteesta, (keskimäärin 92 %), joten tavoite on realistinen.
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -luku. Vuosina 2017-2019 tavoitteesta jäätiin hieman (1,7x-1,8x) ja vuonna 2020 selvästi (1,4x), mutta viime mainittu on koronapandemian seurausta.

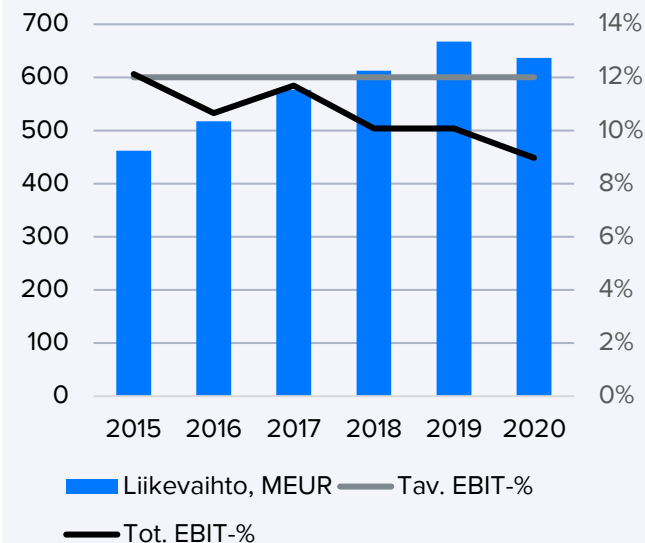
Liikevaihdon kasvutavoite on maltillinen

Tavoite on saavutettu viime vuosina ja sen saavuttaminen on mahdollista myös jatkossa. Kasvua tukee toteutettu Vieremän tehtaan laajennusinvestointi sekä jakeluverkoston edelleen jatkuva kasvattaminen. Tavoitteen saavuttamisen arviointia kuitenkin vaikeuttaa tiedon vähäisyys markkinoiden kasvusta.

Kannattavuustavoitteessa riittää haastetta

Ponsse on aiemmin saavuttanut kannattavuustavoitteen vain erittäin suotuisissa oloissa. Yhtiön mukaan tavoite edellyttää jatkossa onnistumista volyymikasvussa, Vieremän tehtaan hyvää tuottavuutta ja tiukkaa kulukontrollia. Emme pidä tavoitetta epärealistisena, mutta liikevoittomarginaalin nostaminen nykyisellä

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

liiketoimintakonseptilla ja -mixillä kestävästi yli 12 %:n tason on erittäin haastavaa.

Rahavirtatavoite realistinen

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

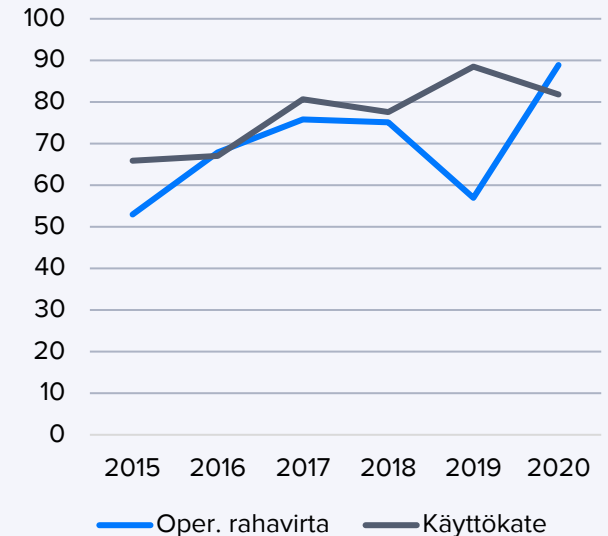
Suuremmat osingot kasvattaisivat pääomatehokkuutta

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 koronavuonna 2020. Sijoittajan kannalta mielekäs tapa taseen supistamiseen ja tunnusluvun parantamiseen jatkossa olisi tietenkin avokätinen osingonjako.

Ei täsmällistä osingonjakopolitiikkaa, mutta osinkosumman kasvu jatkunee

Ponssen osinkopolitiikan mukaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääomavaatimusten mukaisesti”. Osakekohtaisen osingon suuntaus on ollut pitkällä aikavälillä nouseva ja osingonjakosuhte on ollut 46-52 % vuosina 2018-2020. Odotamme osingonjakosuhteen pysyvän 41-47 %:ssa vuosina 2021-2024. Samalla osinkosumma on koko ajan historiallisia lukuja korkeammalla.

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 reilu 2,0 miljardia kuutiota vuodessa sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun lisäksi suunnilleen saman suuruinen määrä puuta käytetään polttopuuna. Tästä valtaosa on manuaalisesti hakattua / kerättyä puuta asuntojen lämmitykseen sekä keittotarkoituksiin pääasiassa Aasiassa, Afrikassa ja Latinalaisessa Amerikassa. Tarkkojen tietojen hankkiminen on sen vuoksi vaikeaa. Varsinaisen teollisen energiapuun käyttö on globaalisti edelleen varsin vähäistä. Energiapuun osuus Suomen puunkorjuusta oli 13 % vuonna 2019.

Hakkuuvolyymien kasvu hidasta, mutta tasaista

Teollisen raakapuun (kuitupuu, tukkipuu) 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 % raakapuun kysynnästä ja kuitupuun osuus on noin 35 %.

Kyseessä on globaalisti kypsä toimiala, jossa tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden (painopaperi) kysynnän

vähittäisellä laskulla. Tosin esimerkiksi UPM:n mukaan painopapereiden kulutuksen supistuminen ei merkitse vastaavaa vähennystä sellun käytössä, sillä markkinoilta häviävän kierrätyskuidun määrä on korvattava sellulla.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla 2010-2019 keskimäärin 2,7 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Venäjällä (3,3 %), Euroopassa (3,0 %) ja Pohjois-Amerikassa (2,7%) kun taas Latinalaisen Amerikan hakkuiden kasvu on yllättäen ollut tätä hitaampaa (2,1%), mutta kuitenkin positiivista.

Uskomme globaalien hakkuuvolyymien trendikasvun säilyvän jatkossakin 1,5-2,0 %:ssa vuosittain kasvun ollessa nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien yhä lisääntyessä. Kasvua ylläpitää ennustettu markkinasellun kysynnän 2,8 % vuosikasvu 2021-2024 (lähde: Hawkins Wright). Sellun kysyntää puolestaan ajaa ennen kaikkea Kiina, jonka osuus globaalista sellun kulutuksesta on noussut 36 %:iin.

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. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja nousi Komatsu Forestin arvion mukaan vuoden 2010 54 %:sta vuoden 2017 58-59 %:iin eli 0,6-0,7%-yksikön vuositahtia. Arvioimme koneellistumisasteen nousun jatkossa hieman kiihtyvän, sillä a) kehittyneillä markkinoilla puoliautomaattiset korjuuketjut (metsurikaato + vaijerijuonto + tienvarsiprosessointi) voidaan tehokkaasti korvata harvesterilla ja b) kehittyvillä markkinoilla kaivuri + harvesteripää -yhdistelmä korvaa metsurityötä yhä enemmän.

Tavaralajimenetelmällä merkittäviä kilpailuetuja

Koska varsinaiset hakkuuvolyymit tulevat globaalilla tasolla kasvamaan hitaasti, on Ponssen kannalta tärkeintä koneellistumisen eteneminen ja ennen kaikkea metsäkoneissa käytettävä teknologia.

Metsäkoneiden markkinat on jaettu käytännössä kokonaan kahden teknologian eli kokopuumenetelmän (full-tree method) ja tavaralajimenetelmän (cut-to-length method, CTL) kesken. Kokopuumenetelmässä puu kaadetaan kaatokoneella (feller-buncher), kuljetetaan metsästä juontokoneella (skidder), karsitaan karsimakoneella (delimber) ja tarvittaessa katkotaan kuljetuksiin sopiviin pituuksiin katkomakoneella (slasher).

Metsäkonemarkkinat 2/5

Tavaralajimenetelmässä harvesteri kaataa, karsii, mittaa ja katkoo puun jo metsässä asiakkaan (esim. saha tai paperitehdas) haluamiin mittoihin. Puut kasataan puutavaralajeittain ajouran varteen, josta ne kuljetetaan kuormatraktorilla metsäautotien varteen lajiteltuihin kasoihin.

Keskitymme tässä raportissa ainoastaan kumipyöräisten tavaralajimenetelmän koneiden (rubber-tyre cut-to-length; RTCTL) markkinaa. RTCTL:n etuja kokopuumenetelmään nähden ovat:

- **Vähäisemmät ympäristörasitukset** (karsitut latvukset ja oksat toimivat työskentelyalustana jolloin kone ei rasita maaperää sekä toisaalta jäljelle jäävien puiden pienemmät vauriot harvennuksissa)
- **Hakkuiden korkeampi saanto**
- **Parempi soveltuvuus pehmeään maaperään** (esim. suoalueille) ja myös jyrkkiin rinteisiin
- **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)

Tavaralajimenetelmän haittoja taas ovat:

- **Korkeampi investointikustannus**
- **Korkeammat vaatimukset koneenkäyttäjän osaamiselle**

- Monimutkaisemmasta teknologiasta koituvat **toimivuusriskit**
- **Harvesteripään heikompi toimivuus** joidenkin puulajien (esim. suurikokoiset haavat) kanssa

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus kasvussa

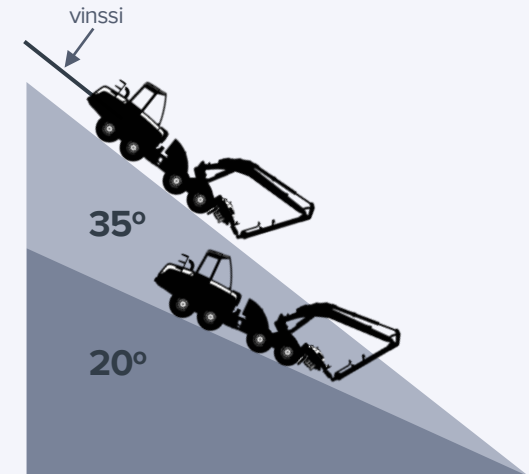
Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on nykyisin arviolta 60 % oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistymisen etenkin Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa. Ponsse arvioi mukaan tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu on kiihtynyt ja nykyisin lähes kaikki isot metsäteollisuuden investoinnit nojaavat tavaralajimenetelmällä tapahtuvaan puunkorjuuseen/-hankintaan.

Maantieteelliset erot edelleen isoja

Pohjois-Euroopassa tavaralajimenetelmän osuus koko koneellisesta puunkorjuusta on täydet 100 % ja muuallakin Euroopassa yli 80 %. Näillä alueilla tavaralajimenetelmän osuuden kasvun kautta syntyvä markkinakasvupotentiaali on siten pieni.

Venäjällä tavaralajimenetelmän yleistymisen on ollut nopeaa ja sen osuus Venäjän koneellisessa puunkorjuussa nousi vuoden 2005 noin 40 %:sta vuoden 2018 80-90 %:iin ja lähentelee alueellisesti 100 %:a. Venäjällä tavaralajimenetelmä on suosittu kaikkialla, missä on länsimaista metsäteollisuutta. Tärkeitä argumentteja menetelmän puolesta ovat

Tavaralajimenetelmä jyrkissä rinteissä



Vinssiavusteinen Ponsse Bear oregonlaisella (Yhdysvallat) hakkuualueella



Lähde: Ponsse

Metsäkonemarkkinat 3/5

koneiden kantavuus pehmeällä maalla, soveltuvuus kelirikkoajan puunkorjuuseen sekä puunkorjuun siirtyminen hoidettuihin istutus- ja viljelymetsiin.

Tavaralajimenetelmän osuus on pieni Pohjois-Amerikassa (n. 25 %). Syitä tähän ovat: 1) kulttuuri, jossa puutavara nähdään raaka-aineena jonka käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joiden varastointi, muu logistiikka sekä puutavaran prosessointi on viritetty puutavaran käsittelyyn bulkkituotteena sekä 3) metsäalan työvoiman koostuminen suurelta osin siirtolaisista, joilla ei ole tavaralajimenetelmän edellyttämää korkeaa osaamista ja kielitaitoa. Tavaralajimenetelmän osuus Pohjois-Amerikassa on kuitenkin ollut nousussa viime vuosina ja se ylittää joi ainakin Yhdysvalloissa 30 % oltuaan vain puolet tästä 2010-luvun alkupuolella. Tavaralajimenetelmän markkina-aseman valtaaminen on edennyt alueellisesti idästä länteen ja etelävaltioihin. Etelävaltioissa sahateollisuuden investoinnit ovat painottuneet tavaralajimenetelmää suosiviin prosesseihin eli tukkien vastaanottamiseen suoraan määrämittäisinä. Tavaralajimenetelmä myös soveltuu paremmin läntisten osavaltioiden jyrkille rinteille sekä harvennushakkuisiin.

Latinalaisessa Amerikassa koneellinen puunkorjuu keskittyy pääasiassa istutusplantaaseille ja kaikki korjuumenetelmät ovat käytössä. Tavaralajimenetelmän osalta kuormatraktoreiden toimivuus on plantaaseilla hyvä, mutta puut kaadetaan tavallisten harvestereiden sijasta usein myös telalustaisilla kaatokoneilla, joita Ponsse ei valmista.

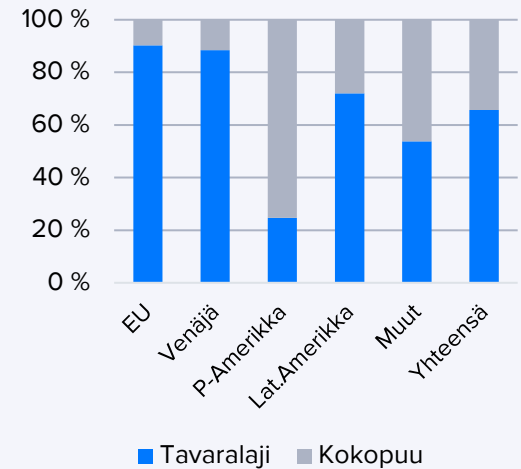
Kaikkiaan tavaralajimenetelmän osuudeksi Brasilian koneellisessa puunkorjuussa arvioidaan vajaa 70 %. Osuus on kasvanut viime vuosina. Toinen tärkeä markkina Uruguay on lähes täysin tavaralajimenetelmän hallitsema.

Aasian markkinat ovat olleet Ponselle vähemmän houkuttelevat. Kiinassa luonnonmetsien hakkuurajoitukset ovat tiukkoja ja istutusmetsien laatu ja tuottavuus taas ovat huonoja, vaikka hakkuut niissä ovatkin lisääntyneet. Kiinan puunkorjuun koneellistuminen tela-alustaisten koneiden ja irtokourien yhdistelmällä voi kuitenkin avata Ponselle lisämahdollisuuksia ainakin irtokourien kaupassa. Muissa Aasian maissa jo osaajapula hidastaa markkinan kehittymistä. Intian markkinoita Ponsse ei ole juuri tutkinut ja Indonesian markkinoiden kooksi arvellaan muutama kymmenen konetta vuodessa.

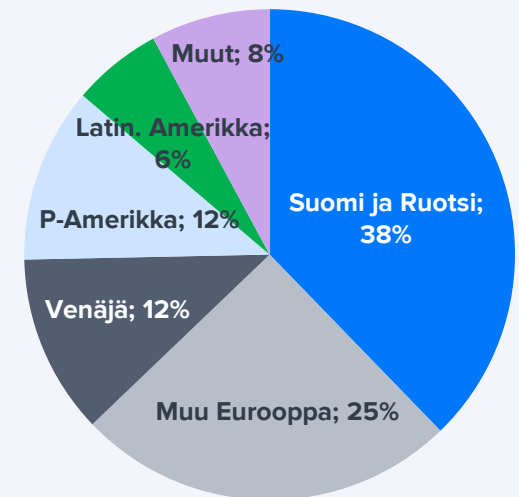
Markkinan painopiste Euroopassa

Vuoden 2020 RTCTL-metsäkonemarkkina laski koronapandemian vuoksi selvästi ja pandemian vaikutukset maantieteellisiin alueisiin vaihtelivat. Arviomme mukaan markkina oli kuitenkin edelleen varsin Eurooppa-painotteinen ja Eurooppa kokonaisuutena vastasi 63 % koko markkinasta, jakautuen Suomen ja Ruotsin 38 % osuuteen ja muun Euroopan 25 % osuuteen. Venäjän metsäkonemarkkinan osuus putosi 12 %:iin edellisen vuoden 18 %:sta ja vuonna 2020 Ruotsi olikin maailman suurin RTCTL-konemarkkina. Pohjois-Amerikka vastasi 12 % ja Latinalainen Amerikka 6 % markkinasta.

Tavaralaji- ja kokopuumenetelmän suhteellinen osuus mekaanisesta puunkorjuusta, 2018



RTCTL-konemarkkina maantieteellisesti, 2020 (kpl)



Metsäkonemarkkinat 4/5

Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,4 miljardia euroa v. 2020

Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla varsin vähän. Ponselle relevanttia markkinaa on 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 2020 noin 3600 RTCTL-metsäkonetta. Jos oletamme luvun jakautuvan puoliksi harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken ja harvestereiden keskimääräiseksi myyntihinnaksi 440 TEUR ja kuormatraktoreiden 330 TEUR, saadaan tavaralajimenetelmän uuslaitemyynnin globaalin markkinan kooksi viime vuonna noin 1400 MEUR.

Metsäkonekysyntä on syklistä

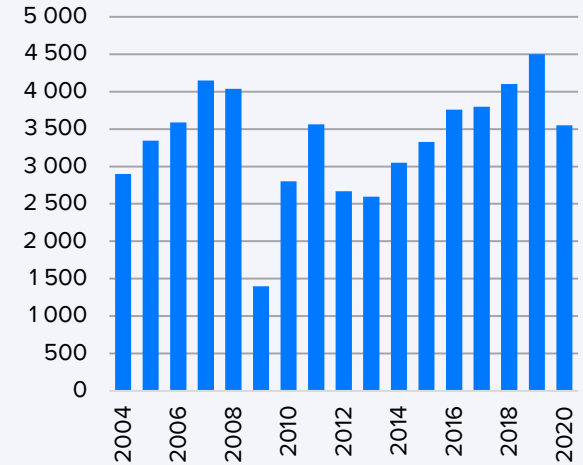
Vaikka kumipyöristen tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisten 25 vuoden aikana, on ala syklinen. Vuonna 2009 globaali markkina putosi 1400 koneeseen edellisen vuoden 4000 koneesta eli kaikkiaan -65 %. Markkina ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2018. Merkittävä notkahdus markkinassa koettiin myös 2012 (n. -25 %) ja koronan vuoksi vuonna 2020 (n. -20 %). Erikokoiset markkinashokit ovat tietenkin jatkossakin mahdollisia.

Venäjän puunviennin uudet tullit riskinä

Venäjän tulevat hakkuumäärät ja siten maan metsäkonemarkkinan kehitys on edelleen suuri kysymysmerkki Putinin hallinnon aikaossa ottaa käyttöön enimmillään 80 % vientitullit jalostamattoman eli tukkipuun viennille jo vuoden 2022 alusta. Suurin riski riski kohdistuu pieniin ja keskisuuriin metsänomistajiin ja urakoitsijoihin Venäjän kaukoidässä, jossa arviolta 20-30 % hakkuista päätyy jalostamattomana vientinä Kiinaan. Alueelle tarvittaisiin merkittäviä puunjalostusteollisuuden investointeja, joita ei ainakaan kovin nopeasti ole näkyvissä. Toinen esillä ollut vaihtoehto on perustaa valtiojohtoinen puukauppayhtiö, jolle sallittaisiin jalostamattomankin puun vienti ja jonka tuottoja käytettäisiin puunjalostusteollisuuden kehittämiseen alueella.

Vaikka kaikesta Venäjällä hakatusta puusta vain reilu 20 % päätyy vientiin, on useimmiten dollarikauppana käytävällä viennillä iso vaikutus paikallisten metsäyrittäjien edellytyksiin ostaa länsimaisia metsäkoneita. Venäjän metsäkoneiden tarve tulee säilymään suurena ja markkinan trendi on varmasti ylöspäin heikon vuoden 2020 jälkeen, mutta myös markkinan voimakas volatiliteetti on todennäköistä ennen kuin tullit astuvat voimaan ja niiden vaikutus alkaa hahmottua.

RTCTL-metsäkonemarkkina 2004-2020, kpl



Lähde: Traficom; transportstyrelsen; Ponsse; Inderesin arviot

Metsäkonemarkkinat 5/5

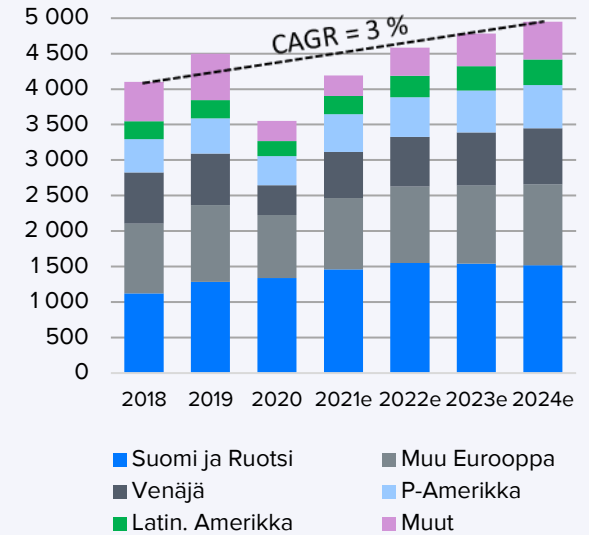
Metsäkonemarkkinan ennusteet 2021-2024

Teollisen puutavaran tärkeimmistä kysyntäajureista rakentamisen kasvuennusteet vuosille 2021-2022 ovat pääosin korkeita heikon vertailuvuoden 2020 jälkeen. Esimerkiksi Eurofer odottaa uusimmassa (2/2021) raportissaan EU:n rakentamisvolyymeihin yli 4 % v/v kasvua 2021-2022 vuoden 2020 pudotuksen oltua -6 %. Kiinassa rakentamisen odotetaan kasvavan keskimäärin lähes 5 % vuosivauhtia 2021-2024 (lähde: GlobalData). Sen sijaan Yhdysvalloissa rakentamisvolyymien kehitys on eri ennusteiden (AIA, FMI, Dodge Data) mukaan lähivuosina vaisua (2021e ±0 %; 2022e -2 %...-4 %). Positiivinen mahdollisuus Yhdysvalloissa liittyy Bidenin hallinnon esittelemään 2300 miljardin dollarin infrastruktuurin rakennussuunnitelmaan, mutta vielä on vaikea sanoa kuinka merkittävä vaikutus puun kysyntään tai kaatovolyymeihin tällä tulisi olemaan.

Sellun osalta kysyntänäkymä on edelleen hyvä ja kasvuodotus vuosille 2021-2024 on vajaa 3 % v/v, kuten jo aiemmin on todettu. Sellun kasvunäkymiä tukevat sellukapasiteetin tulevat merkittävät laajennukset, joista lähivuosina tärkeimpiä ovat Metsä Fibren Kemin biotuotetehtas (2023; 1,5 milj. tn) ja UPM:n hanke Uruguayssa (2022; 2,1 milj. tn). Potentiaalinen projekti on myös Euca Energy (2022-2023; 2,0 milj. tn) Brasiliassa. Ponsse on arvioinut, että pelkästään Kemin biotuotetehtaan 5,0-5,5 milj. m³:n puuhuolto tulee merkitsemään vähintään 100 korjuuketjun eli 200 metsäkoneen tarvetta. Tämä määrä jakautuisi kuitenkin useammalle vuodelle.

Koronavuoden 2020 jälkeen metsäkonemarkkinan kasvun tulisi olla varsin vauhdikasta ainakin 2021-2022. Ennusteessamme vuosien 2021-2024 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on 9 %, missä nopeus tietenkin johtuu heikosta vertailuvuodesta 2020. Pidemmällä aikavälillä eli 2019-2024 kasvuvauhti on (CAGR) varsin maltillinen 3 %. Tämä ei mielestämme ole liian varovainen skenaario, kun muistetaan että RTCTL-koneiden markkinan keskimääräinen vuosikasvu jaksolla 2005-2019 oli juuri 3 % p.a.

RTCTL-metsäkonemarkkina 2018-2024e, kpl



Lähde: Ponsse; Inderesin arviot

Kilpailutilanne 1/4

Markkina pitkästi kolmen kauppa

Kumipyöriäisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden (RTCTL) noin 3600 kappaleen (2020) globaali markkina jakautui valtaosin eli arviolta 85 %:sesti kolmen toimijan kesken. Nämä ovat Deere Forestry Yhdysvalloista, Ponsse 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.

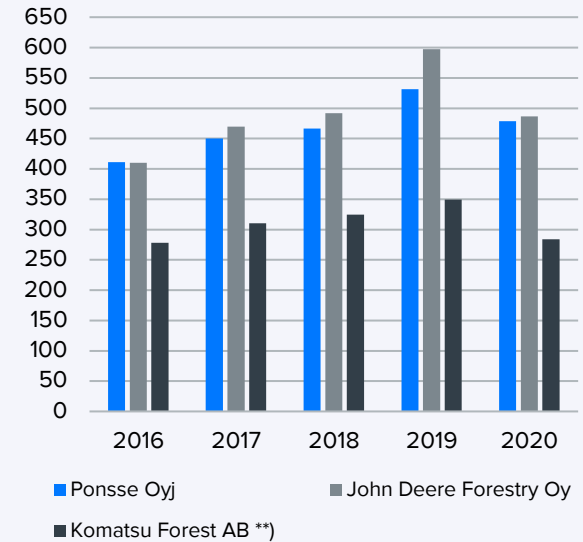
Vertailukelpoista kilpailijatietoa niukasti tarjolla

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuuksien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Olemme kiertäneet em. tiedonpuuteongelmaa vertailemalla vain tavaralajimenetelmän metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden lukuja. Sekä Deeren että Komatsun tilikaudet poikkeavat kalenterivuodesta. John Deere Forestry Oy:n liikevaihto lisättyinä hakkuupäitä valmistavan tytäryhtiö Waratah OM Oy:n liikevaihdolla oli 487 MEUR jaksolla 1.11.2019-30.10.2020. Komatsu Forest AB:n edellinen raportoitu tilikausi päättyi jo 31.3.2020, mutta olemme käyttäneet mm. Suomen ja Ruotsin markkinoilta saatuja markkinaosuustietoja ja arvioineet Komatsu Forest AB:n kruunumääräisen liikevaihdon laskeneen noin 20 % v/v 31.3.2021 päättyneellä tilikaudella. Näin saatu Komatsu Forest AB:n arvioitu euromääräinen liikevaihto oli 284

MEUR. Ponsse-konsernin emoyhtiö Ponsse Oyj:n liikevaihto oli 479 MEUR vuonna 2020.

Oheisessa graafissa on koottu Ponsse Oyj:n, John Deere Forestry Oy:n ja Komatsu Forest AB:n lähinnä vertailukelpoiset liikevaihtotiedot vuosilta 2016-2020. Lukujen perusteella Ponsse on kuvatulla jaksolla kasvanut samaa tahtia Deere Forestryyn kanssa (CAGR = 5 %), kun taas Komatsu Forest AB on jäänyt kasvussa jälkeeseen (CAGR = 2 %). 2018. Graafin tulkintaan yhtiöiden suuruusjärjestyksestä metsäkonemarkkinalla tulee kuitenkin suhtautua varauksin, sillä toisistaan poikkeavien tilikausien lisäksi eroja saattavat aiheuttaa 1) poikkeamat konsernin sisäisissä siirtohinnoissa ja katteissa sekä 2) erilainen myyntimix eli vaihtokoneliiketoiminnan ja jälkimarkkinaliiketoiminnan osuus liikevaihdosta. Kerättyjen volyymitietojen ja omien arvioidemme perusteella Deere Forestryyn markkinaosuus tavaralajimenetelmän koneissa oli viime vuonna hieman Ponssea suurempi ja vastaavasti Komatsu Forestin reilusti pienempi. Oheisessa taulukossa on karkeat arviomme volyyymeistä ja markkinaosuuksista viime vuonna.

Metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden liikevaihto, MEUR *)



*) yhtiöiden tilikaudet poikkeavat toisistaan

***) vuoden 2020 liikevaihto on Inderesin arvio

Lähde: yhtiöt, Inderesin arviot

Tavaralajimenetelmän (RTCTL) metsäkonemarkkinat 2020, indikatiivinen

	Kpl	Osuus
Ponsse	1 060	30 %
Deere	1 100	31 %
Komatsu	800	23 %
Muut	590	17 %
Yhteensä	3 550	100 %

Lähde: yhtiöt, Inderesin arviot

Kilpailutilanne 2/4

Maakohtaisissa markkinaosuuksissa isoja eroja

Oheisessa taulukossa on osittain indikaatiivinen arviomme eri valmistajien osuuksista kumipyöräisten tavaralajimenetelmän koneiden kolmella tärkeimmällä markkinalla vuonna 2020. Ponsen johtoasema Suomen markkinoilla ei ole yllätys, mutta kooltaan vielä isommalla Ruotsin metsäkone-markkinalla osuus on perinteisesti ollut suhteellisen vaatimaton. Viime vuosina osuus Ruotsissa on kuitenkin ollut nousussa Ponsen panostettua enemmän omiin huoltopalvelukeskuksiin. Näitä on Ruotsissa nyt seitsemän.

Venäjän metsäkone-markkinoilla Deere Forestry ja Ponsse pitävät kahta kärkipaikkaa ja niiden yhteenlaskettu markkinaosuus on lähes 80 %. Viime vuosina markkinaosuuden menettäjänä on ollut etenkin Komatsu Forest.

Ponsse kilpailijoita aktiivisempi malliston uudistaja

Ponsen globaalin markkinaosuuden nousu vuoden 2018 26 %:sta viime vuoden 30 %:iin on arviomme mukaan johtunut paitsi Vieremän laajennusinvestoinnin onnistuneesta ylösajosta myös modernista tuotemallistosta. Viime vuosina Ponsen tuotevalikoiman suurimmat uutuudet ovat olleet syksyllä 2018 lanseeratut Cobra-harvesteri keskisegmenttiin, Bison-kuormatraktori malliston raskaampaan päähän sekä etenkin kuluvan vuoden alussa lanseerattu uudistettu Scorpion-harvesteri.

Uusi Scorpion on aiemman mallin tapaan Ponsen lippulaivatuote. Uutuuden tärkeimpiä ominaisuuksia ovat selvästi parantunut näkyvyys, uuden

sukupolven (markkinointinimellä 5G) tietojärjestelmä ja käyttöliittymä sekä Active Cranen käyttöönotto. Active Crane on vuonna 2018 esitely nosturin kärkiohjausjärjestelmä, jonka avulla avulla kuljettaja ohjaa nosturin yksittäisten toimintojen sijasta suoraan harvesteripään liikettä. Tämä mahdollistaa kuljettajan keskittymisen nosturityöskentelyn sijaan puun prosessointiin. Ponsen mukaan uuden Scorpionin saama vastaanotto on ollut erittäin hyvä ja kauppa on lähtenyt vauhdikkaasti käyntiin.

Ponsen mukaan tuotekehityksen painopisteet jatkossa tulevat olemaan 5G-tietojärjestelmän sekä Active Cranen vieminen koko mallistoon. Tuotekehityksen johtavia teemoja ovat jatkossakin digitalisaatio ja autonomiset laitteet sekä kestävä metsätalous. Ponsse ei kuitenkaan usko käyttövoiman nopeaan muutokseen vaan arvelee, että dieselmoottorit ovat tarjonnan runkona vielä vuosia.

Ponsen kilpailijoiden tuotelanseeraukset eivät ole olleet yhtä näkyviä kuin uuden Scorpionin. Deeren julkistetut tuoteuutuudet ovat olleet uusia hakkuupäitä sekä puomin IBC-kärkiohjauksen (vastaa Ponsen Active Cranea) viemistä pienempiin ja suurimpiin konemalleihin. Komatsu lanseerasi vuonna 2020 kolme kevyemmän pään kuormatraktorimallia (825TX, 835TX ja 845), mutta muutoin viime vuosina on ollut kyse enemmän tuotepäivityksistä.

Indikaatiiviset osuudet tärkeimmillä RTCTL-konemarkkinoilla 2020

	Suomi	Ruotsi	Venäjä
Kpl	520	820	420
<i>Ponsse</i>	46 %	19 %	36 %
<i>Deere</i>	31 %	42 %	40 %
<i>Komatsu</i>	18 %	22 %	10 %
<i>Muut</i>	5 %	17 %	14 %

Lähde: Traficom, transportstyrelsen, yhtiöt, Inderesin arviot

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 tulosityksiköitä, 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. Ponsse on arvioinut, että Deere Forestryn tuotekehitys-panostukset ovat 30-50 % suuremmat kuin Ponssellalla, vaikka Deere Forestry Oy:n 10/2020 päättyneen tilikauden tutkimus- ja kehityskulut olivatkin 23 % pienemmät kuin Ponssellalla. Deere Forestry pystyy kuitenkin hyödyntämään Deere-konsernin isoja (1,5 mrd euroa v. 2020) 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, työstökoneita, laitteita ja työkaluja metalliteollisuudelle sekä kaivosteollisuuden koneita ja laitteita. Komatsun elokuussa 2021 aloittanut uusi metsäkonetehtas Uumajassa kuitenkin kertoo sitoutumisesta liiketoimintaan.

- **Tuoteportfolio.** Suurimpien metsäkonevalmistajien mallistoon kuuluu yleensä 4-6 perusmallia sekä harvestereissa että kuormatraktoreissa. Erot yksittäisen valmistajan eri mallien välillä ovat yleensä koko- ja teho/kapasiteettisidonnaisia, mutta toisinaan myös peruskonsepti on muista malleista poikkeava (kuten Ponsse Scorpionissa). Kaikkiaan Ponssen tuoteportfolio on hieman leveämpi kuin kilpailijoilla. Yhtiöllä on vertailukelpoisessa mielessä 15 koneen mallisto (7 harvesteria, 7 kuormatraktoria ja yksi yhdistelmämalli), kun Deere Forestryllä on 12 koneen mallisto (5 harvesteria ja 7 kuormatraktoria) ja Komatsu Forestilla samoin 12 koneen mallisto (6 harvesteria ja 6 kuormatraktoria). Yksittäisen koneen kutsuminen omaksi mallikseen on tietenkin pitkälti määrittelykysymys. Keskeisillä teho/kapasiteettimittareilla Ponssen, Komatsun ja Deeren mallitarjonnat ovat melko lähellä toisiaan.

- **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. Myös Deere on omaksunut aktiivisemman hinnoittelutavan joillakin maantieteellisillä alueilla.
- **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. Arviomme, että nykytilanteessa erot ohjelmistojen kehittyneisyydessä ovat pieniä ja kyse on viime kädessä metsäkoneen ostajan / käyttäjän prioriteeteista. Uskomme erojen jatkossa kasvavan riippuen siitä, miten hyvin metsäkoneyhtiöt onnistuvat uusien teknologiamahdollisuuksien käyttöönotossa.

Kilpailutilanne 4/4

Kilpailijoiden kapasiteetti on kasvussa

Ponssen jo toteutetun tehdaslaajennuksen tavoin myös sen pääkilpailijat ovat investoineet tai investoimassa tehtaasiinsa. Komatsu Forest on viimeistelemässä uutta metsäkonetehdastaan Uumajassa. Tehtaaseen tullaan keskittämään koko Komatsun tavaralajimenetelmän metsäkonetuotanto. Investoinnin yksityiskohtia on julkistettu vain vähän, mutta sen kooksi kerrotaan miljardi kruunua eli noin 100 MEUR ja uuden tehtaan tuotantopinta-alaksi 28000 m². Vertailukohtana on Ponssen Vieremän tehdas, jonka tuotantotilojen koko nykyisin on 40000 m². Investoinnin kokoa selittää se, että Komatsu on aiemman pelkän metsäkoneiden loppukokoonpanon sijasta panostamassa nyt omaan osavalmistukseen eli laajentumiseen arvoketjussa taaksepäin ja on samalla vähentämässä alihankinnan osuutta valmistuksessa. Uuden tehtaan tulisi käynnistyä elokuussa 2021.

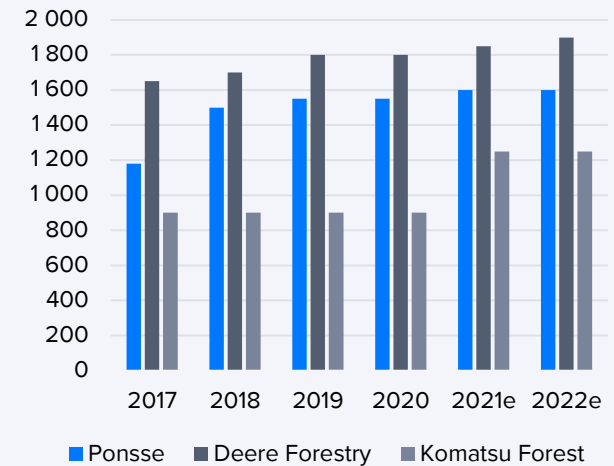
Myös Deere Forestry laajentaa tehdastaan Joensuussa 15 MEUR:n investoinnilla, jolla parannetaan ja laajennetaan tehtaan kokoonpano- ja koeajotiloja sekä lisätään komponenttivalmistuksen kapasiteettia. Tuotantotilojen määrä nousee 7000 m²:lla yhteensä 32000 m²:iin. Deere Forestryn mukaan investoinnilla ei tällä hetkellä haeta kapasiteetin nostoa eikä henkilöstömääräkään nouse nykyisestä noin 500:sta. Yhtiön mukaan investointi kuitenkin auttaa vastaamaan paremmin huppusuhdanteen kysyntään sekä mahdollistaa kapasiteetin kasvattamisen myöhemmin. Investointi valmistuu kuluvana vuonna.

Pelkkä eri valmistajien tehtaiden lattiapinta-alojen tai henkilöstömäärän vertailu ei anna täyttä kuvaa koko kapasiteetista, sillä valmistuskonseptit (tehtaan layout, oman osavalmistuksen vs. alihankinnan osuus) vaihtelevat merkittävästi. Arviomme on, että uuden tehdasinvestoinnin myötä Komatsu Forestin kapasiteetti kasvaa noin 900 kappaleesta noin 1200-1300 kappaleeseen ja Deere Forestryn vastaavasti melko marginaalisesti noin 1800 kappaleesta noin 1900 kappaleeseen Ponssen nykyisen kapasiteetin ollessa noin 1500-1600 metsäkonetta. Metsäkoneiden kysyntänäkymän ollessa hyvä emme näe, että alalle olisi muodostumassa ylikapasiteettia joka voisi johtaa hintakilpailun merkittävään kiristymiseen.

Pienet valmistajat pysynevät jatkossakin pieninä

Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä suomalainen Logset pitävät yhdessä hallussaan noin 11 % globaalia markkinaosuutta (2019). Kyseisillä valmistajilla voi olla alueellisesti kohtuullinen markkinaosuus kuten Ruotsissa Rottnella 8 % ja Eco Logilla 5 %. 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 pätehtaiden indikatiivinen kapasiteetti, kpl / vuosi



Lähde: yhtiöt, Inderesin arviot

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdon kasvusta vahvat näytöt

Vaikka Ponsen toimiala on perusluonteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina vankka. Viimeisten 20 vuoden aikana liikevaihto on laskenut vain viitenä vuotena (2008, 2009, 2012, 2013 ja 2020). Näistä vuoden 2009 laskua (-50 %) voidaan pitää poikkeuksellisenä ja muina edellä mainittuina vuosina lasku on ollut maltillista (-1 %...-5 %). Vuosina 2011-2020 liikevaihdon vuosikasvu on ollut ripeää eli keskimäärin 9,3 %. Koronapandemian vuoksi vuosien 2016-2020 keskimääräinen kasvu on ollut hitaampaa eli 6,6 % p.a. Huoltoliikevaihdon kasvu on ollut tasaisempaa eli keskimäärin 8,6 % p.a. vuosina 2011-2020 ja 8,3 % p.a. vuosina 2016-2020. Ponsen vahvan pitkän aikavälin kasvutarinan taustalla on hyvin vetäneen markkinan lisäksi ajanmukaisena pidetty tuotemallisto. Kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääasiassa palveluverkoston laajentamisella.

Kiinteiden kulujen osuus suhteellisen pieni

Ponsen 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 reilu 2 %. Tällä kulurakenteella Ponsen tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti vähintään 9-10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponsen kulurakenteessa huomio kiinnittyy kiinteiden kulujen konepajaksi alhaiseen osuuteen liikevaihdosta (23-24 % v. 2018-2020). 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. Ponsellahan huollon osuus liikevaihdosta on verrokkeihin nähden pieni (20 %) ja tästäkin liikevaihdosta 90 % muodostuu kulutus- ja varaosapalveluista, jotka eivät ole erityisen henkilötyöntensivisiä.

Myös kiinteät kulut joustavat tarvittaessa

Jako muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin on yksinkertaistava ja kysymys on aina tarkastelujaksosta. Kun Ponsen 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 leikkaus ja matkakulujen 60 %:n aleneminen. Näiden leikkausten ansiosta Ponsse kykeni säilyttämään liikevoittomarginaalinsa kohtuullisella 9 %:n tasolla (2019: 10,1 %) vaikka koronavuoden logistiikka- ja muista haasteista johtuen materiaalikulujen liikevaihto-osuus kasvoi 2 %-yksikköä.

Joustava kulurakenne tyydyttävän kannattavuuden takeena

Vuosien 2001-2020 tarkastelujaksolla Ponsen tulosvivun (liiketuloksen muutoksen suhde liikevaihdon muutokseen) mediaani on ollut 1,9x ja samoille vuosille lasketun regression esittämä vipu nykyiselle liikevaihtotasolle on 1,1x. Näiden lukujen perusteella kulurakenne on siis hyvin joustava. On huomattava, että kulurakenteen joustavuus tulee kunnolla testattua vasta seuraavassa metsäkonemarkkinan taantumassa, mutta emme ole tästä erityisen huolissamme. Vuoden 2009 jälkeen yhtiön vuotuinen liikevoittomarginaali on vaihdellut 7,2 %:n (2013) ja 12,1 %:n (2015) välillä mediaanin ollessa 10,1 %.

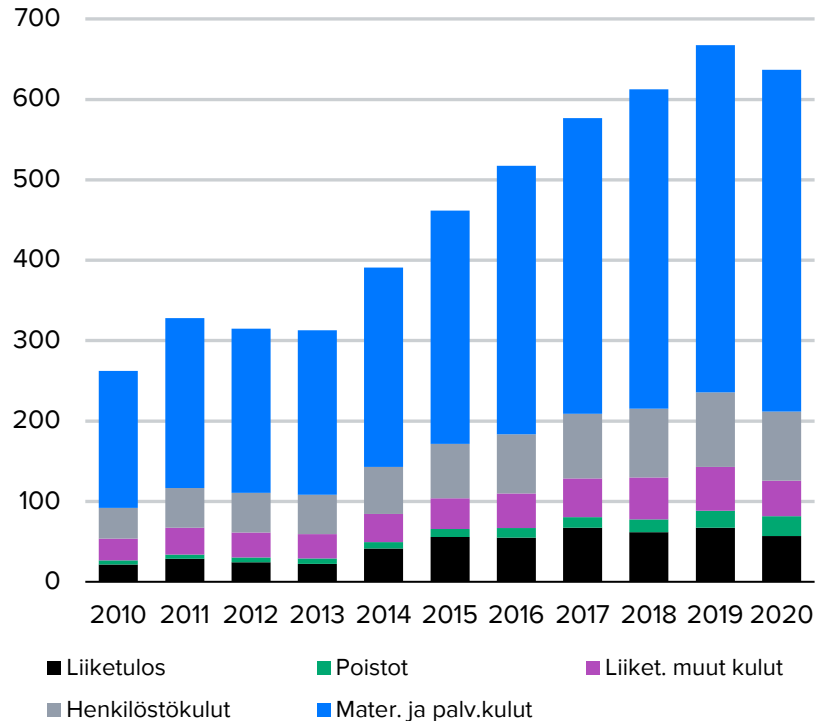
Hyvä käyttöpääoman hallinta tukee rahavirtaa

Ponsse on joka vuosi vuoden 2008 jälkeen raportoinut positiivisen operatiivisen rahavirran, joka on vaihdellut 11,2 MEUR:n (2009) ja 74,8 MEUR:n (2020) välillä. Vahva rahavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden myös onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Vaihtokoneliiketoiminta kasvattaa kohtuullisesti Ponsen varastoja, mutta niidenkin kiertoaika on laskenut vuoden 2013 150 päivästä nykyiseen noin 90 päivään.

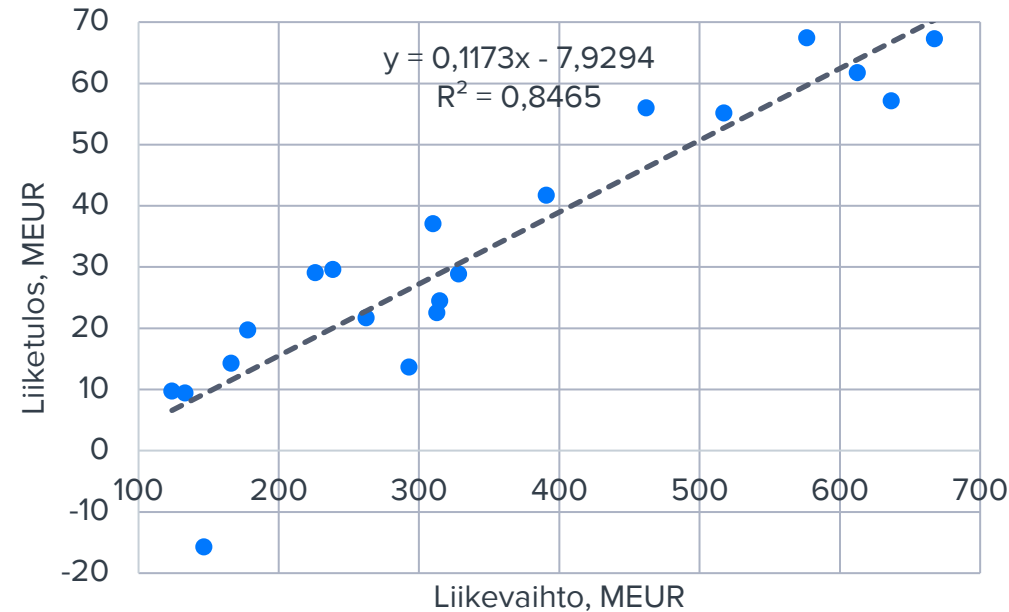
Koska Ponsse myy koneensa valtaosin käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli normaalimarkkinassa noin 25 päivää. Samalla

Pieni tulosvipu kertoo kulujen joustavuudesta

Liikevaihdon jako kulujen ja tuloksen kesken, MEUR



Liikevaihdon ja liiketuloksen regressio 2001-2020



Tasaista marginaalikehitystä kiinteiden kulujen osuuden ollessa vähäinen

Vuosien 2016-2020 nopean liikevaihdon kasvun (keskimäärin 6,6 % vuodessa) aikana liikevoittomarginaali on ollut vuoden 2020 koronapandemiasta huolimatta varsin tasainen 9,0 %:n ja 11,7 %:n välillä. Toiminnan tulosvipu (liiketuloksen muutos / liikevaihdon muutos) on alhainen eli regressiossa vain 1,1x liikevaihdon kasvaessa 600 MEUR:sta 700 MEUR:oon. Tärkein selittävä tekijä on kiinteiden kulujen konepajaksi alhainen 22-24 %:n osuus liikevaihdosta. Alalle tyypillistä on kiinteiden kulujen yli 40 %:n osuus.

Taloudellinen tilanne 2/2

Ponssen ostovelkojen kiertoaika on suunnilleen 60 päivää. Ero kiertajoissa selittää, miksi vuosien 2016-2020 liikevaihdon kasvun (keskimäärin 6,6 % vuodessa) aikana yhtiön nettokäyttöpääoman muutos on ollut vuotta 2019 lukuun ottamatta hyvin maltillista vaihdellen 12,9 MEUR:n kasvusta (2015) 5,4 MEUR:n pienenemiseen (2020). Vuonna 2019 nettokäyttöpääoma kasvoi 31,6 MEUR Ponssen työkuorman, kapasiteetin ja materiaaliyhjauksen välisen epäoptimaalisen tilanteen vuoksi.

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. Viimeisten viiden vuoden aikana (2016-2020) Ponssen operatiivinen rahavirta on ollut 94 % suurempi kuin nettoinvestoinnit samaan aikaan (291 MEUR vs. 150 MEUR) ja tähän jaksoon mahtuu Vieremän 38 MEUR:n laajennusinvestointi. Rahavirran näkökulmasta Ponssella on siten runsaasti operatiivista pelivaraa.

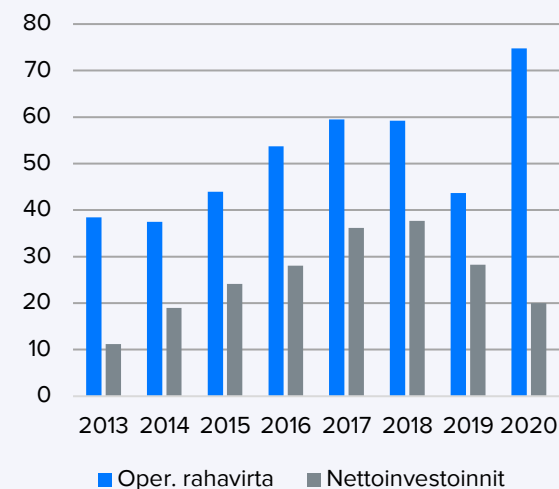
Rahoituksen tunnusluvut erinomaisia

Vahva rahavirta on johtanut myös rahoituksen tunnuslukujen oleelliseen vahvistumiseen. Ponssen nettovelkaantumisaste oli -4 % vuoden 2020 lopussa. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate -tunnusluku oli sekin erinomainen -0,1x oltuaan 0,4x vuotta aiemmin.

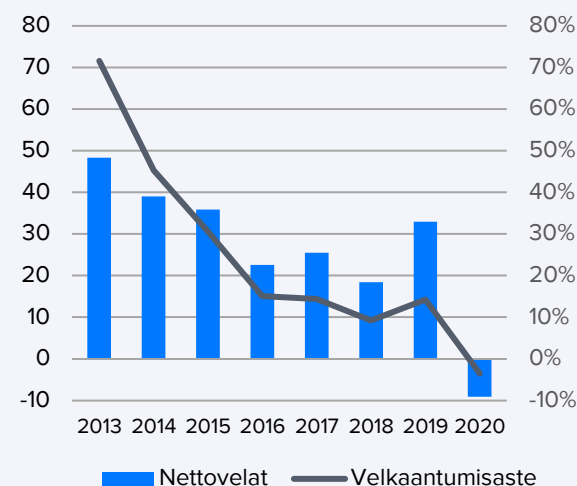
Kaikkiaan Ponssen rahoitusriskiä voi kuvata hyvin pieneksi. Vuonna 2020 yhtiön velkakirjaluotoistaan

maksama keskiporkko oli suunnilleen 1 %. Rahoituksesta ei ole asetettu reaalivakuuksia eikä siihen kohdistu finanssikovenantteja.

Operatiivinen rahavirta ja nettoinvestoinnit, MEUR



Nettovelat (MEUR) ja velkaantumisaste



Lähde: Ponsse

Ennusteet 1/3

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustamme Ponssen liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myyntivolyymin ja tähän liittyvän vaihtokone-liiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huolto-liiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Ennustamme pohjaa aiemmin esittämäämme oletukseen tavaralajimenetelmän metsäkone-markkinan 9 % km. vuosikasvusta 2021-2024.

Oheisessa taulukossa on arviomme markkinavolyymien lisäksi Ponssen volyymikehityksestä ja markkinaosuudesta vuosina 2019-2023. Markkinaosuuden nopea nousu vuodesta 2019 vuoteen 2021 johtuu Vieremän investoinnin onnistuneesta ylösajosta, ajanmukaisesta mallistosta uutuuksineen (mm. uusi Scorpion) sekä siitä, että uskomme pääkilpailijoiden investointien edelleen rasittavan niiden toimituskykyä. Markkinaosuuden nousu tasoittuu ennusteessamme vuosina 2022-2023 edellä mainittujen tekijöiden vaikutusten vähetessä. Odotamme Ponssen kuitenkin pystyvän edelleen kasvattamaan toimituksiaan, mikä on mahdollista jatkuvan prosessioptimoinnin sekä tarvittaessa kolmannen työvuoron avulla. Kaikkiaan odotuksemme Ponssen uusien koneiden myynnin liikevaihdon kasvuksi (CAGR) vuosina 2021-2024 on 13 % lähtötason ollessa melko alhainen. Metsäkonekaupan rinnalla Ponsse myy hakkuupäitä (irtokouria) joiden vuoden 2020 liikevaihdoksi arvioimme 18 MEUR ja kasvuvauhdiksi (CAGR) ennustekaudella noin 6 %.

Vahva uusien koneiden markkina kasvattaa automaattisesti myös Ponssen vaihtokone-liiketoimintaa, jossa odotamme keskimäärin 6 % vuosikasvua 2021-2024. Uuslaitemyyntiä vaatimattomampi kasvuprosentti johtuu kovasta vertailukohtasta Ponssen myytyä aktiivisesti vaihtokonevarastoaan vuoden 2020 lopulla. Huolto-liiketoiminnan osalta vastaava kasvuodotuksemme (CAGR) vuosille 2021-2024 on 9 % edelleen kasvavan ja korkealla käyttöasteella operoivan konekannan seurauksena. Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponsse-konsernin liikevaihdon kasvuksi (CAGR) vuosina 2021-2024 on 11 %.

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennustamme vuosien 2021-2024 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Korona aiheutti vuoden 2020 myyntimixiin väliaikaisen muutoksen uusien koneiden liikevaihto-osuuden laskiessa, mutta kaikkiaan eri segmenttien liikevaihto-osuudet vuonna 2024 (uudet koneet 68 %, vaihtokoneet 14 % ja huolto 18 %) ovat lähellä vuoden 2019 tasoja.

RTCTL-metsäkone-markkinan ja Ponssen volyymikehitys 2019-2023e

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Metsäkoneet, kpl	4 500	3 550	4 190	4 585	4 782
- <i>muutos</i>	10 %	-21 %	18 %	9 %	4 %
Ponsse	1 220	1 060	1 390	1 510	1 565
- <i>muutos</i>	14 %	-13 %	31 %	9 %	4 %
Markkinaosuus	27,1%	29,9 %	33,2 %	32,9 %	32,7 %

Ennusteet 2/3

- Kulurakenteen muutokset ovat pieniä. Koronavuoden 2020 sijasta parempi vertailukohta on vuosi 2019. Tosin myös vuoden 2019 kannattavuutta rasitti toimialan pitkä ylityökielto, joka vaikeutti Vieremän tehtaan materiaalin- ja tuotannonohjausta ja rasitti kannattavuutta. Odotamme vuosien 2021-2024 tuloslaskelmassa materiaali- ja palvelukulujen osuuden liikevaihdosta olevan 64,2-64,7 % (2019 tot. 64,7 %), henkilöstökulujen osuuden 13,5-13,6 % (13,9 %), liiketoiminnan muiden kulujen osuuden 7,8-8,1 % (8,6 %) ja poistojen osuuden 2,5-3,0 % (3,2 %). Kulurakenteen stabiilius kuvastaa 1) yhtiön melko alhaista operatiivista vipua, 2) Ponssen hyvää historiallista näyttöä materiaalikulujen kasvun siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin sekä 3) osan koronavuoden operatiivisista kulusäästöistä ja etenkin markkinointi- ja matkakulujen säästöistä muuttumista pysyviksi.
- Ponssen lainoistaan maksama korko nousee 1,1 %:sta (2020) 1,3 %:iin (2024).
- Konserniveroaste vuosina 2021-2024 on 21,0 %.

Investoinneissa palataan normaaliin

Vieremän laajennusinvestoinnin jälkeen Ponssen investoinnit tulevat lähivuosina keskittymään oman osavalmistuksen kehittämiseen (koneistuskeskus, robotihitsaus) sekä huoltopalveluverkoston laajentamiseen. Yhtiön indikaatio vuoden 2021

investoinneiksi on 25-30 MEUR. Lukuun sisältyy jonkin verran vuodelta 2020 siirtyneitä investointeja. Omat ennusteemme vuosien 2021-2024 investoinneiksi ovat 25-28 MEUR vuosittain, kun vuoden 2020 toteuma oli 20 MEUR.

Vuoden 2021 ennuste

Ponssen Q1'21-raportti oli vahva etenkin 299 MEUR:n tilauskertymän (+180 % v/v) osalta. Kauppa kävi hyvin globaalisti, mutta tässäkin korostuivat kotimaan ja Venäjän vahvat markkinat. Voitettujen kauppojen perusteella Ponsse uskoo kasvattaneensa markkinaosuuttaan. Lisäksi tilauskertymä kiihtyi kvartaalin loppua kohden, mikä antoi vahvat eväät Q2:lle ja siitä eteenpäin. Arvioimme Q1:n lopun 308 MEUR:n tilauskannan merkitsevän, että uusien tilattavien koneiden toimitusaika on jo lähellä vuodenvaihdetta tai mahdollisesti sen jälkeen. Q1'21:n liikevaihto (+13 % v/v) ja liikevoittomarginaali (10,3 %) olivat odotusten mukaisia. Osakekohtaista tulosta kuitenkin painoi Ponsse Latin America -tytäryhtiön kertaluonteinen verokulu, joka nosti konsernin efektiivisen veroasteen Q1:llä 42 %:iin tavanomaisen n. 21 %:n sijasta.

Ponsse ohjeisti vuodelle 2021 edelleen hieman vuotta 2020 suurempaa euromääräistä liikevoittoa, vaikka jo Q1-liikevoitto kasvoi 25 % v/v. Varovaisen ohjeistuksen takana on yhä koronapandemia ja mahdollinen komponenttien merkittävä hinnannousu tai suoranainen komponenttipula.

Pidämme joka tapauksessa annettua 2021-ohjeistusta konservatiivisena.

Aiemmin kuvaamamme markkinanäkymän sekä vahvojen Q1-numeroiden perusteella yhtiön liikevaihdon reippaalle kasvulla vuonna 2021 on hyvät edellytykset. Odotuksemme liikevaihdoksi on 796 MEUR (+25 % v/v). Kasvu jakautuu seuraavasti: uudet koneet +34 %, vaihtokoneet +10 % ja huolto +10 %.

Ennusteemme vuoden 2021 liikevoitoksi on 91,3 MEUR (marg. 11,5 %), jossa euromääräinen liikevoitto paranee 60 % ja liikevoittomarginaali 2,5 %-yksikköä vuodesta 2020. Marginaaliparannus saa tukea siitä, että markkinointi- ja matkakulut pysyvät koronan vuoksi hyvin alhaalla vielä H1'21:llä samalla kun Vieremän tehtaan kuorma ja toimitukset ovat korkealla tasolla.

Ennusteemme vuoden 2021 raportoiduksi osakekohtaiseksi tulokseksi on 2,48 euroa, missä on 115 % parannusta vuoden 2020 vastaavaan tulokseen (1,15 euroa). Oikaistu EPS-ennusteemme vuodelle 2021 on 2,52 euroa, mikä on 60 % enemmän kuin vuoden 2020 kertaluonteisista kurssitappioista puhdistettu EPS (1,58 euroa). Osinkoennusteemme on 1,05 (2020: 0,60) euroa merkiten 42 %:n (2020: 52 %) osinkosuhdetta.

Ennusteet 3/3

Vuosien 2022-2024 ennusteet

Aiemmin esitettyihin Ponssen metsäkoneiden myyntivolyymiennusteisiin sekä 1-2 %:n vuotuisiin keskihinnan korotuksiin perustuen odotamme uuslaitemyynnin liikevaihdon kasvavan 11 % vuonna 2022, 5 % vuonna 2023 ja 4 % vuonna 2024. Vertailulukujen helpottaessa odotamme vaihtokonekaupan kasvavan 3-6 % vuosittain jaksolla 2022-2024.

Arvioimme huollon piirissä olevan (alle 15 vuoden ikäisen) konekannan kasvavan noin 12800 koneesta (2021e) noin 15800 koneeseen (2024e) ja huoltoliikevaihdon / kone olevan noin 10800-11200 euroa. Huollon liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat 8 % (2022e), 9 % (2023e) ja 9 % (2024e). Konsernitasolla liikevaihdon kasvuennusteemme ovat 10 % (2022e), 6 % (2023e) ja 5 % (2024e).

Tulosennusteemme vuosille 2022-2024 perustuvat aiemmin esittämimme oletuksiin kulurakenteesta. Ennustejakson hyvä markkinatilanne auttaa Ponssen pitämään uusien koneiden liikevoittomarginaalin yli 11 %:ssa, vaihtokoneliiketoiminnan marginaalin 3-4 %:ssa ja huollon marginaalin noin 20 %:ssa. Konsernitasolla odotamme maltillisesti kohoavaa liikevoittomarginaalitrendiä. Vuonna 2022 (11,6 %) nousua hidastaa yhtiön markkinointi- ja matkakulujen liikevaihto-osuuden kohoaminen vuosien 2020 ja 2021 poikkeuksellisen alhaisista luvuista. Kuten aiemmin todettu, oletamme kuitenkin osan näissä toiminnoissa nähdyistä

toimintatapojen muutoksista ja kulusäästöistä jäävän pysyviksi. Ennusteemme vuoden 2023 liikevoittomarginaaliksi on 12,0 % ja vuoden 2024 marginaaliksi 12,1 %.

Ennusteemme osakekohtaiseksi tulokseksi ovat 2,82 euroa (2022e), 3,08 euroa (2023e) ja 3,25 euroa (2024e). Kaikkiaan vuosien 2021-2024 odotettu keskimääräinen tuloskasvu (CAGR) on erittäin vahva 20 %. Tuloskasvusta noin 60 % syntyy liikevaihdon kasvusta ja noin 40 % marginaaliparannuksesta.

Hyvä kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta luovat Ponsselle edellytykset kasvaviin osinkoihin. Osinkoennusteemme ovat 1,30 euroa (2022e), 1,45 euroa (2023e) ja 1,55 euroa (2024e), merkiten 46-48 %:n osinkosuhdetta.

Ennusteemme Ponssen operatiiviseksi rahavirraksi vuosina 2021-2024 ovat korkeita (74-110 MEUR) ja näillä rahavirroilla aiemmin mainitut investoinnit katetaan helposti. Ennusteessamme nettovelka painuu yhä enemmän negatiiviseksi ja ennustejakson lopussa 2024 nettovelka olisi -154 MEUR ja gearing vastaavasti -34 %. Ponssella näyttäisi siten olevan edessään taseen ”ylikapitalisoituminen”. Jos tämä halutaan välttää, on yhtiön toteutettava merkittäviä uusia investointeja / panostuksia tai kohotettava osinkosuhdetta selvästi ennustamaamme korkeammalle.

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponsselta keskimäärin 3-4 %:n kasvua terminaalikasvun ollessa 2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 10,5-11,8 %:ssa. Terminaalin 10,5 %'marginaaliolettamamme ei ole oleellisesti korkeampi kuin vuosien 2011-2020 mediaani (10,3 %) etenäkään, kun huomioidaan Vieremän laajennusinvestoinnin tuoma tehokkuuden sekä skaalaetujen kasvu.

Tulosennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	667	145	132	155	205	637	163	191	198	245	796	872	923	966
Ponsse	667	145	132	155	205	637	163	191	198	245	796	872	923	966
Käyttökate	88,5	19,5	14,4	28,3	19,6	81,8	22,7	27,3	27,6	37,3	115	126	135	141
Poistot ja arvonalennukset	-21,2	-6,0	-6,0	-6,7	-5,9	-24,6	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-23,6	-24,1	-24,1	-24,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	67,3	13,4	8,4	21,6	13,7	57,1	16,8	21,4	21,7	31,4	91,3	102	111	117
Liikevoitto	67,3	13,4	8,4	21,6	13,7	57,1	16,8	21,4	21,7	31,4	91,3	102	111	117
Ponsse	67,3	13,4	8,4	21,6	13,7	57,1	16,8	21,4	21,7	31,4	91,3	102	111	117
Nettorahoituskulut	-1,0	-15,0	0,2	-5,9	3,0	-17,7	-1,6	-0,6	-0,6	-0,6	-3,4	-1,7	-1,6	-1,3
Tulos ennen veroja	66,6	-1,6	8,6	15,7	16,8	39,6	15,3	20,8	21,1	30,8	88,0	99,9	109	115
Verot	-14,6	-1,6	-2,4	-4,0	0,8	-7,3	-3,2	-4,4	-4,4	-6,5	-18,5	-21,0	-22,9	-24,2
Nettotulos	52,0	-3,2	6,1	11,7	17,6	32,3	12,1	16,4	16,7	24,3	69,5	78,9	86,2	91,0
EPS (oikaistu)	1,85	0,28	0,20	0,56	0,53	1,58	0,47	0,59	0,60	0,87	2,52	2,82	3,08	3,25
EPS (raportoitu)	1,86	-0,11	0,22	0,42	0,63	1,15	0,43	0,59	0,60	0,87	2,48	2,82	3,08	3,25
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	1,0 %	-23,6 %	4,6 %	0,9 %	-4,6 %	13,1 %	44,5 %	27,6 %	19,2 %	25,1 %	9,5 %	5,8 %	4,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,0 %	4,5 %	-52,1 %	33,5 %	-33,9 %	-15,1 %	24,8 %	154,5 %	0,6 %	128,8 %	59,7 %	11,3 %	8,9 %	5,3 %
Käyttökate-%	13,3 %	13,5 %	10,9 %	18,3 %	9,6 %	12,8 %	13,9 %	14,3 %	14,0 %	15,2 %	14,4 %	14,4 %	14,6 %	14,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,1 %	9,3 %	6,4 %	13,9 %	6,7 %	9,0 %	10,3 %	11,2 %	11,0 %	12,8 %	11,5 %	11,6 %	12,0 %	12,1 %
Nettotulos-%	7,8 %	-2,2 %	4,7 %	7,5 %	8,6 %	5,1 %	7,4 %	8,6 %	8,4 %	9,9 %	8,7 %	9,0 %	9,3 %	9,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	161	158	162	163	165
Liikearvo	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aineettomat hyödykkeet	32,2	36,7	39,4	41,7	44,0
Käyttöomaisuus	119	112	113	112	112
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	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	3,8	3,1	3,7	3,7	3,7
Vaihtuvat vastaavat	266	316	336	397	453
Vaihto-omaisuus	153	142	178	195	206
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	64,2	50,4	63,7	69,8	73,8
Likvidit varat	48,7	124	94,6	132	173
Taseen loppusumma	427	474	499	560	618

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	232	255	307	356	406
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	216	240	290	339	389
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	5,4	4,4	6,5	6,5	6,5
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	52,9	56,6	46,2	46,2	46,2
Laskennalliset verovelat	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Varaukset	3,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Lainat rahoituslaitoksilta	48,0	50,5	40,0	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	142	162	146	158	166
Lainat rahoituslaitoksilta	33,7	64,1	20,0	20,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	108	98,2	126	138	146
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	427	474	499	560	618

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Ponssen osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) tulos pohjaisten arvostuskertoimien (P/E ja EV/EBIT) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään; 2) DCF- eli kassavirtamallin kautta ja 3) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, suhteellinen arvostustaso ja osinkotuotto. Pyrimme muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Ponssen osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- **Tiukka fokus** tavaralajimenetelmän koneiden kasvavalle markkinalle
- **Vankka markkina-asema** maailman toiseksi suurimpana toimijana valitussa segmentissä sekä näytöt markkinaosuuden pitkäkestoisesta kasvusta
- Konepajaksi **joustava kulurakenne**, mikä helpottaa suhdannevaihteluissa
- **Erinomainen tuloshistoria**, jossa tuloksenteon tasaisuus ja ennakoitavuus korostuvat
- **Erittäin tukeva tase**, joka sekä suojaa markkinashokeilta että antaa mahdollisuuksia uusiin kasvuavauksiin.

Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Keskivertoverrokkia pienempi koko.** Ponssen kaltaisten keskisuurten yhtiöiden (joita ei markkinoilla tulkita ns. kasvuyhtiöiksi) osakkeiden arvostus kärsii hieman näkyvyyden ja tunnettuuden 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 riskiprofilia ja laskee siksi arvostustasoa. Esimerkiksi Metso Outotecin liikevaihdosta 52 %, Wärtsilän liikevaihdosta 49 % ja Konecranesin liikevaihdosta 40 % oli huoltoa vuonna 2020, kun sama osuus Ponssella oli 20 %.
- **Osakkeiden ohuehko likviditeetti.** Ponssen osakekannasta 63 % on perustajasuvun hallinnassa, joten vapaan kaupankäynnin kohteena oleva osuus (free float) on varsin pieni. Tämän osakepotin likviditeetti on suhteellisen ohut: viimeisen vuoden aikana vaihtunut osuus oli 22 % kun vastaava osuus isoissa konepajoissa oli yli 100 % ja pienemmissäkin (mm. Glaston, Kesla ja Raute) yli 30 %. Tosin Ponssen osakkeen likviditeetti on parantunut vuotta aiemmasta 15 %:sta. Joka tapauksessa osakkeen heikohko likviditeetti karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	43,0	43,0	43,0
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	1204	1204	1204
Yritysarvo (EV)	1170	1132	1092
P/E (oik.)	17,0	15,3	14,0
P/E	17,3	15,3	14,0
P/Kassavirta	28,1	17,6	15,4
P/B	3,9	3,4	3,0
P/S	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	10,2	9,0	8,1
EV/EBIT (oik.)	12,8	11,1	9,9
Osinko/tulos (%)	42,3 %	46,2 %	47,1 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,0 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

- **Ostokohdepotentiaalin poissaolo.** Ponssen omistus rakenne ja suurelta osin myös toiminnan perusteet tekevät siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoivat sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisuuden.

Verrokkiryhmän arvostus

Suorien 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 painottaneet verrokkiryhmää kootessamme yhtiöiden painotusta joko metsäteollisuuteen, nostolaitteisiin tai rakennuskoneisiin laajasti ymmärrettyinä. Näemme näillä sektoreilla olevan Ponssen kanssa samansuuntaiset loppukysyntä- ja myös kannattavuusajurit. Koska koronapandemia vaikuttaa merkittävästi eri yhtiöiden tuloskehitykseen vuonna 2021 ja koska verrokeilta odotetaan mediaanitasolla vuonna 2022 nopeampaa tuloskasvua kuin itse odotamme Ponsselfta, painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2022.

Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2022 on 16x. Ponssen vastaava kerroin omilla ennusteillamme on 15x. Vuoden 2022 EV/EBIT-kerroin on sekä verrokkiryhmälle että Ponsselflle 11x. Ponssen osakkeen arvostusdiskontto vuonna 2022 on P/E-kertoimella 8 % ja EV/EBIT-kertoimella vain 1%. Ponssen osake on 2-3 % diskontolla suhteessa verrokkeihin myös muilla mittareilla (EV/EBITDA ja

P/S), joten arvostuskuva suhteessa verrokkeihin on varsin yhtenäinen.

Ponssen hyväksyttävät arvostuskertoimet

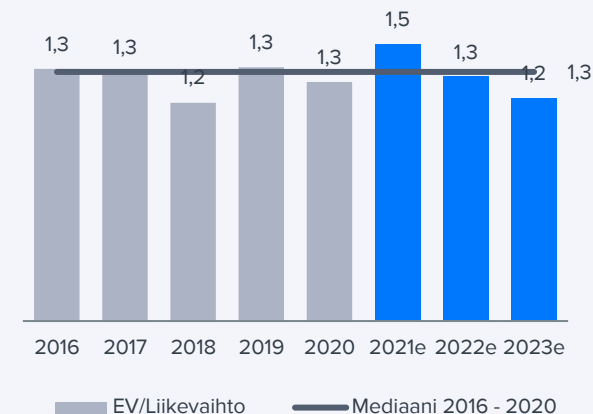
Edellä mainittujen Ponssen osakkeen arvostustasoa laskevien tekijöiden vuoksi kohtuullinen eli esim. 5-10 %:n kerroin pohjainen diskontto suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin olisi oikeutettu. Kuitenkin kun huomioidaan Ponssen pitkä ja markkinaa vauhdikkaampi kasvutarina, tasainen tulohistoria ja tuloksenteon ennustettavuus sekä yhtiön vahva tase, on perusteltu diskontto mielestämme joko olematon tai hyvin pieni eli 0-5 %. Vuoden 2022 osalta tämä merkitsisi noin 16x:n P/E-kerrointa ja 11x:n EV/EBIT-kerrointa. Ponsselfta. Nämä kertoimet ovat myös linjassa Ponssen omien historiallisten kertoimien kanssa.

Kassavirtamalli indikoi nousupotentiaalia

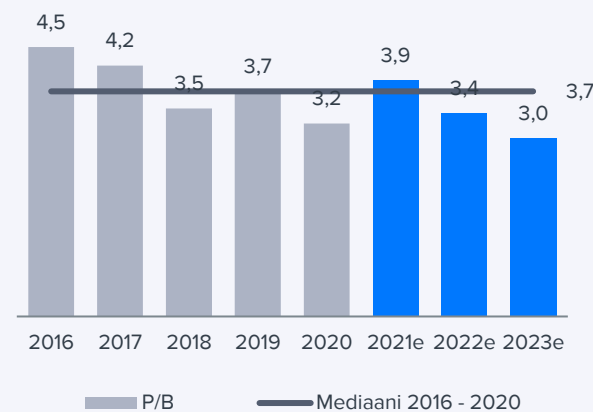
DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusoletama mukaan lukien) nykyhetken ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Mallin heikkoutena on herkkyyks terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusennusteille, joten saatuja tuloksia tulee tulkita varovaisesti.

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotuksemme liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 %. Ennusteemme liikevoittomarginaaliksi terminaalissa on 10,5 %, joka ei oleellisesti poikkea vuosien 2011-2020 mediaanista (10,3 %). DCF-mallissa käyttämämme

EV/Liikevaihto



P/B



Arvonmääritys ja suositus 3/3

diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 7,7 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 0,40 %:n likviditeettipreemio. Oman pääoman kustannus on 8,3 %. Molempien lukujen pohjana on 2,0 % riskitön korko sekä 4,75 % markkinariskipreemio.

DCF-malli antaa Ponssen osakkeen arvoksi 48 euroa, mihin on noin 12 %:n nousuvara. DCF-mallin parametreihin liittyvät riskit huomioiden nousuvara on melko vaatimaton. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Kokonaistuottomallin tulos on epäsuotuisa

Ponssen osakkeen kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun vuoden 2022 arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyinä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan 7-8 % p.a. Tuotto muodostuu 4-5 %:n p.a. kurssipotentialin sekä noin 3 %:n osinkotuoton summana. Lukua nostaa oikaistun osakekohtaisen tuloksen nopea kasvu vuoden 2020 1,58 eurosta vuoden 2022 2,82 euroon. Olemme arvioineet vuoden 2022 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 16x, mikä on verrokkiryhmän mediaanin tasolla ja linjassa osakkeen oman historiallisen mediaanikertoimen kanssa. Osakkeen kokonaistuotto-odotus alittaa oman pääoman reilun 8 %:n tuottovaatimuksen, minkä vuoksi riskikorjattu tuotto-odotus on heikko.

Sijoitusnäkemys

Alennamme Ponssen osakkeen suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) osakkeen noustua 14 %

positiivisen suosituksemme antamisen (16.4.) jälkeen. Asetamme uudeksi tavoitehinnaksi 45,50 (46,50) euroa, jolla osakkeen vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat linjassa verrokkiryhmän mediaanin kanssa ja yhtiön omien historiallisten kertoimien kanssa.

Keskeiset perusteet suosituksen laskulle ovat seuraavat: 1) osakkeen riskikorjattu kokonaistuotto-odotus ei ole enää houkutteleva; 2) osakkeen aliarvostus suhteessa verrokkiryhmään on poistunut ja arvostuskertoimet ovat linjassa myös osakkeen omiin historiallisiin kertoiimiin; 3) nousuvara DCF-arvoon on varsin kapea sekä 4) omat ennusteemme ovat varsin vaativia sekä koko metsäkonemarkkinan että Ponssen markkinaosuuden ja marginaalikehityksen osalta. Vaikka osake ei ole mielestämme yliarvostettu, ei nykyinen arvostustaso kestä pettymyksiä sen enempää koko metsäkonemarkkinan kuin Ponssen oman suorittamisenkaan osalta.

Mahdollinen positiivinen kurssiajuri lähitulevaisuudessa on tilauskertymän edelleen odotukset ylittävä kasvu, joka voi perustua arvioituakin vahvempaan markkinaan ja/tai Ponssen markkinaosuuden nopeaan nousuun. Oma odotuksemme Q2-Q4'21:n tilauskertymän kasvuksi on kuitenkin jo vaativa 26 % v/v. Odotuksemme Ponssen marginaalikehitykseksi ovat niin ikään melko haastavia kun huomioidaan historialliset tasot sekä alihankintaketjusta tällä hetkellä kertyvä kustannuspaine.

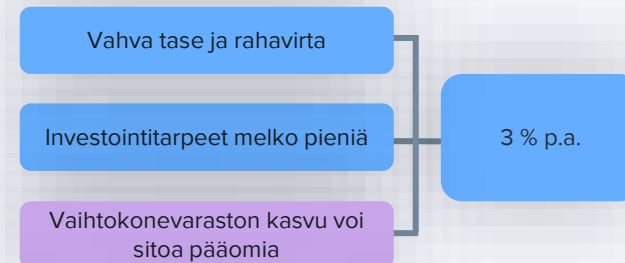
Osaketuoton ajurit 2021e-2023e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

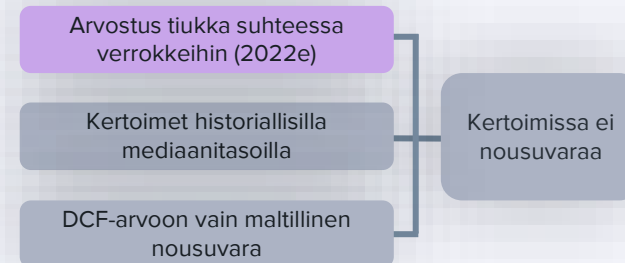
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

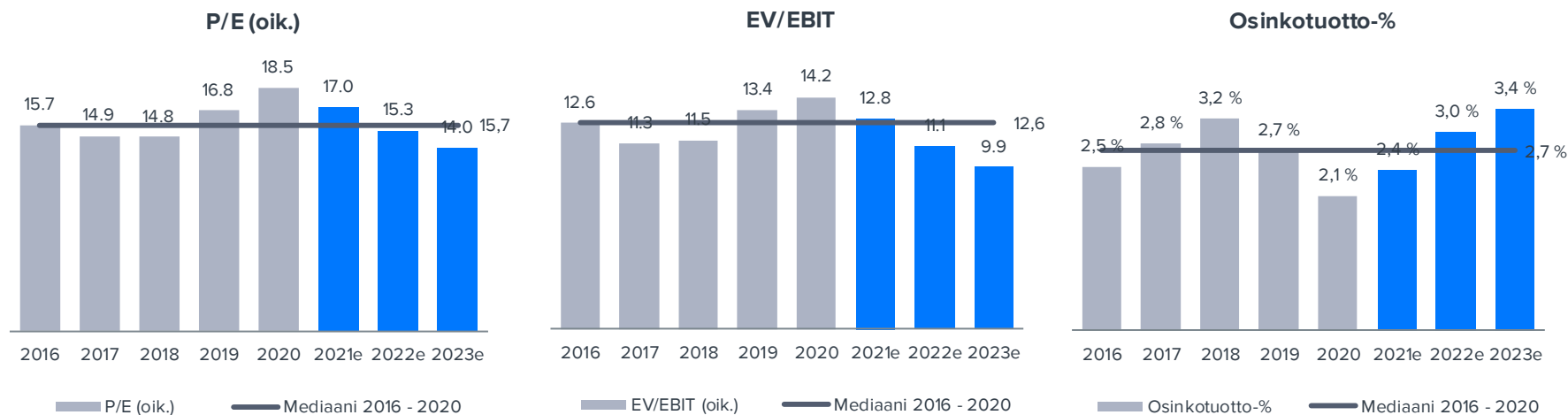


Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 7-8 % p.a.

Arvostusyhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	24,0	26,4	24,8	31,0	29,2	43,0	43,0	43,0	43,0
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	671	738	692	868	818	1204	1204	1204	1204
Yritysarvo (EV)	693	763	711	901	809	1170	1132	1092	1050
P/E (oik.)	15,7	14,9	14,8	16,8	18,5	17,0	15,3	14,0	13,2
P/E	14,7	16,5	15,8	16,7	25,3	17,3	15,3	14,0	13,2
P/Kassavirta	27,4	33,2	21,9	>100	12,4	28,1	17,6	15,4	14,5
P/B	4,5	4,2	3,5	3,7	3,2	3,9	3,4	3,0	2,6
P/S	1,3	1,3	1,1	1,3	1,3	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	10,3	9,5	9,2	10,2	9,9	10,2	9,0	8,1	7,5
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,3	11,5	13,4	14,2	12,8	11,1	9,9	9,0
Osinko/tulos (%)	36,7 %	46,9 %	51,2 %	45,8 %	52,1 %	42,3 %	46,2 %	47,1 %	47,7 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	3,2 %	2,7 %	2,1 %	2,4 %	3,0 %	3,4 %	3,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Cargotec Corp	46,62	2559	3317	13,0	10,5	8,4	7,8	1,1	1,0	16,8	12,9	2,7	2,6	2,1
Neles Oyj	12,14	1815	1888	20,3	17,4	16,3	14,2	3,0	2,6	28,7	24,5	1,7	1,9	6,2
Valmet Oyj	34,50	5170	5173	12,1	11,3	9,8	9,1	1,3	1,2	17,7	16,8	3,1	3,3	4,1
Metso Outotec Corp	9,39	7744	8471	17,2	12,7	13,4	10,5	2,0	1,8	20,2	16,2	2,4	3,4	3,5
Palfinger AG	38,75	1449	1913	12,4	10,6	8,4	7,4	1,1	1,0	15,9	13,5	1,9	2,4	2,2
Deere & Co	384,00	99143	131273	19,6	16,4	15,9	12,8	3,1	2,7	23,7	19,5	0,9	1,0	8,7
AGCO Corp	145,90	9056	9785	12,7	11,0	9,7	8,6	1,1	1,0	16,9	15,2	0,5	0,5	3,4
Terex Corp	54,59	3139	3473	13,5	10,1	11,6	8,9	1,0	0,9	21,4	14,5	0,6	0,7	3,5
Caterpillar Inc	242,23	109300	131443	19,7	16,6	14,2	13,0	2,8	2,6	24,6	20,3	1,8	2,0	8,9
Komatsu Ltd	3271,00	23950	29749			13,0	9,4	1,7	1,5	30,5	18,8	1,5	2,0	1,7
Ponsse (Inderes)	43,00	1204	1170	12,8	11,1	10,2	9,0	1,5	1,3	17,0	15,3	2,4	3,0	3,9
Keskiarvo				15,6	13,0	12,1	10,2	1,8	1,6	21,6	17,2	1,7	2,0	4,4
Mediaani				13,5	11,3	12,3	9,2	1,5	1,3	20,8	16,5	1,7	2,0	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-1%	-17%	-3%	-2 %	-2 %	-18%	-8%	40 %	49 %	12 %

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

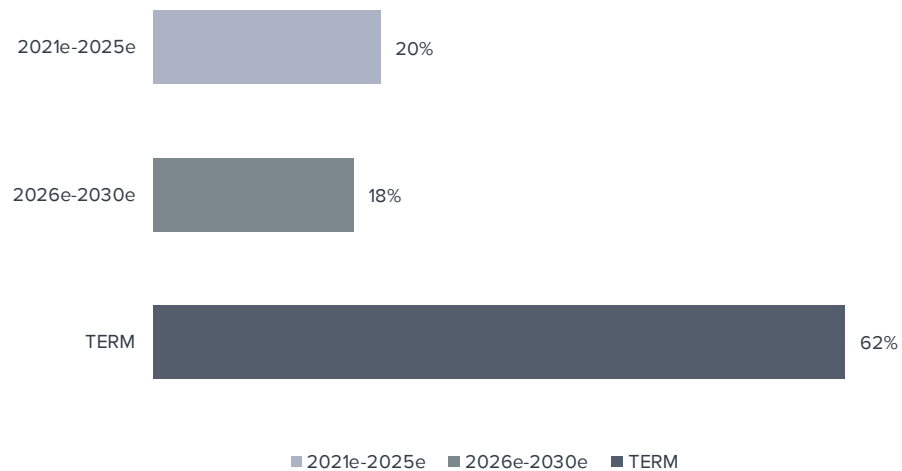
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	57,1	91,3	102	111	117	118	120	120	120	120	123	
+ Kokonaispoistot	24,6	23,6	24,1	24,1	24,3	24,7	28,5	29,4	30,2	30,9	31,5	
- Maksetut verot	-6,8	-19,1	-21,0	-22,9	-24,2	-24,6	-24,9	-25,1	-25,2	-25,1	-25,8	
- verot rahoituskuluista	-3,3	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	
- Käyttöpääoman muutokset	14,9	-21,4	-11,0	-7,4	-6,3	-6,0	-5,6	-5,1	-4,6	-4,0	-4,1	
Operatiivinen kassavirta	86,7	73,6	93,3	104	110	112	117	119	120,6	121,4	124,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-22,5	-27,5	-25,0	-26,0	-27,0	-47,8	-34,4	-34,8	-35,0	-35,0	-36,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	65,7	46,1	68,3	78,2	83,2	64,5	83,0	84,4	85,6	86,4	87,7	
+/- Muut	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	65,7	42,9	68,3	78,2	83,2	64,5	83,0	84,4	85,6	86,4	87,7	1716
Diskontattu vapaa kassavirta		40,9	60,5	64,3	63,4	45,6	54,5	51,5	48,4	45,4	42,8	836
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1354	1313	1252	1188	1125	1079	1025	973	925	879	836
Velaton arvo DCF		1354										
- Korolliset velat		-114,5										
+ Rahavarat		124										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,8										
Oman pääoman arvo DCF		1346										
Oman pääoman arvo DCF per osake		48,1										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,40 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 (välttömät 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 vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvion 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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
15.2.2017	Lisää	23,00 €	22,30 €
26.4.2017	Lisää	25,00 €	23,08 €
21.6.2017	Lisää	27,00 €	23,89 €
9.8.2017	Lisää	26,50 €	24,06 €
18.10.2017	Vähennä	27,50 €	27,40 €
14.2.2018	Vähennä	26,50 €	26,55 €
18.4.2018	Vähennä	28,00 €	27,45 €
22.5.2018	Vähennä	29,00 €	31,50 €
8.8.2018	Vähennä	30,50 €	32,30 €
24.9.2018	Vähennä	30,00 €	29,70 €
24.10.2018	Vähennä	28,50 €	27,20 €
20.2.2019	Vähennä	28,50 €	28,25 €
17.4.2019	Vähennä	28,50 €	29,45 €
14.8.2019	Vähennä	27,00 €	28,30 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**