

Kesla

Laaja raportti

19.6.2023 20:35



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uusi ponnistus tulosylämäkeen

Toistamme Keslan osakkeen lisää-suosituksen entisellä 4,90 euron tavoitehinnalla. Kasvun hidastumisesta huolimatta markkina säilyy kohtuullisena ja Keslan paraneva tuloskehitys saa tukea kohoavasta kapasiteetin käyttöasteesta, muusta operatiivisesta vivusta sekä NOSTE-automatisointihankkeen tuomista merkittävistä kustannussäästöistä. Osakkeen arvostus on edelleen houkutteleva kaikilla keskeisillä mittareilla.

Ulkoiset tekijät hankaloittaneet nykyisen strategian toimeenpanoa, mutta uusi on tulossa

Keslan vuosien 2019-2023 strategian toimeenpano on kärsinyt selvästi ensin koronapandemian ja sitten Venäjän hyökkäyssodan seurauksista. Tämän vuoksi johdon fokus on ollut enemmän operatiivisten haasteiden ratkaisemisessa. Kesla onkin käynnistänyt uuden, arviomme mukaan vuosia 2024-2027 koskevan strategiaprosessin ja tämän tulokset tullaan julkistamaan Q3'23:lla. Odotamme yhtiön terävöittävän viestiään etenkin 1) tuotevalikoiman ja sen mahdollisten muutosten, 2) partneroitumisen sekä 3) maantieteellisen laajentumisen ja jakeluverkon muun kehittämisen osalta. Myös kannattavuustavoitteen tarkennus olisi suotavaa.

Markkinan kasvu hidastuu väliaikaisesti

Puunkäsittelylaitteet ovat noin 95 % Keslan liikevaihdosta, joten riippuvuus puunkorjuusta toimialana on korkea. Keslan kohdemarkkinoiden painotettu keskikasvu on melko vaatimaton >3 % v/v, mutta koronaa seuranneen kysyntäpatoman purkamisen ja tehtyjen hinnankorotusten myötä odotamme markkinan nominaalikasvuksi +5...+7 % v/v vielä vuosina 2023-2024. Kesla on myös onnistunut kompensoimaan hyvin Venäjän ja Valko-Venäjän markkinoiden menetyksen ja sen markkinaosuus on noussut muilla alueilla. On kuitenkin nähtävissä, että 1) rakentamisen lasku heijastuu Keslan laitteiden alustakoneiden (mm. kuorma-autot ja kaivurit) kysyntään; 2) mainitun kysyntäpatoman purkaminen lähenee loppuaan ja 3) hinnankorotusten tarjoama tuki alkaa ehtyä. Odotamme Keslan liikevaihdon kasvavan Venäjän ja Valko-Venäjän ulkopuolisilla markkinoilla +26 % v/v vielä vuonna 2023 mutta selvästi hitaammin eli keskimäärin +3 % v/v vuosina 2024-2026.

Tulosparannus jo hyvässä vauhdissa

Keslan kannattavuuden nousutrendi ilmeni jo vahvasta Q1'23-katsauksesta sekä 2023-ohjeistuksen nostosta. Kannattavuus saa tukea 1) parantuneesta komponenttien saatavuudesta ja sen myötä kohonneesta kapasiteetin käyttöasteesta sekä omista hinnankorotuksista; 2) Keslan voimakkaasta operatiivisesta vivusta kun henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta alenee liikevaihdon kasvaessa sekä 3) NOSTE-automatisointihankkeen tuomista merkittävistä kustannussäästöistä etenkin hitsauksessa. Odotamme Keslan oikaistun EBIT-marginaalin kohoavan vuoden 2023 4,2 %:sta vuoden 2026 5,7 %:iin. Vuosien 2023-2024 raportoitu EPS saa myös tukea konsernin hyvin alhaisesta veroasteesta kun vanhat tappiot käytetään.

Osakkeessa selvä perusteltu nousuvara

Keslan osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää selvästi tuottovaatimuksen ja riskikorjattu tuotto on siten houkutteleva. Kerroindiskontto suhteessa verrokkien mediaaniin on keskimäärin vain -5 %, mutta sekä Keslan että koko verrokkiryhmän kertoimet ovat kaikkiaan hyvin matalia. Osakkeen nousuvara DCF-mallin indikoimaan arvoon on mukava +26 %. Kaikkiaan Keslan osake tarjoaa mielestämme selvän perustellun nousuvaran.

Suositus

Lisää

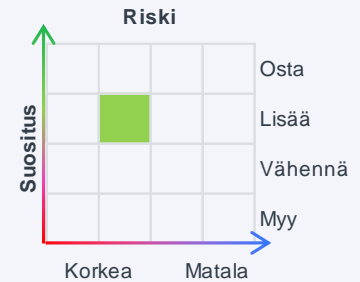
(aik. Lisää)

4,90 EUR

(aik. 4,90 EUR)

Osakekurssi:

4,34



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	45,9	56,4	59,6	59,9
kasvu-%	1 %	23 %	6 %	0 %
EBIT oik.	-0,9	2,4	2,8	3,2
EBIT-% oik.	-2,0 %	4,2 %	4,7 %	5,3 %
Nettotulos	-1,2	1,9	2,4	2,3
EPS (oik.)	-0,26	0,55	0,72	0,67

P/E (oik.)	neg.	7,9	6,1	6,5
P/B	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,6 %	6,3 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	10,8	8,4	7,0
EV/EBITDA	>100	5,8	4,9	4,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,4	0,4

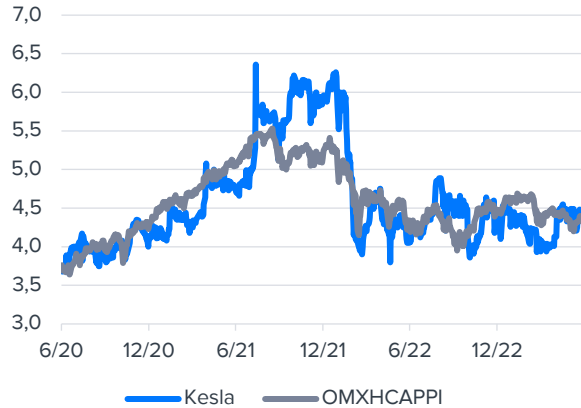
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

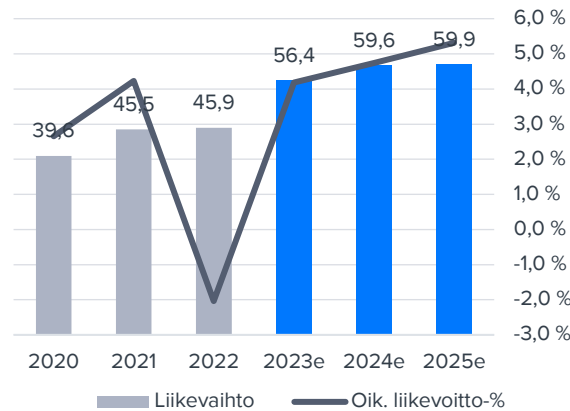
Vuoden 2023 liikevaihto kasvaa ja liike-tulos kasvaa selvästi edellisestä vuodesta

Osakekurssi



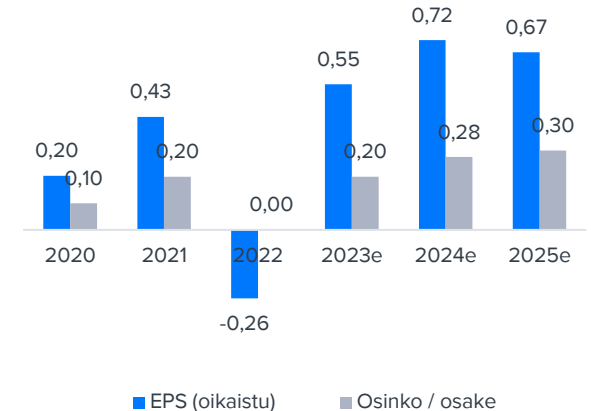
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Fokusoituminen kannattaviin liiketoimintoihin
- Pitkän tähtäimen kasvuajurit melko suotuisia
- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella
- NOSTE-investointihanke nostaa kannattavuutta selvästi



Riskitekijät

- Kohdemarkkinoiden syklisyys
- Melko alhainen peruskannattavuus; tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Tase on tällä hetkellä rasittunut

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,34	4,34	4,34
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	25	24	22
P/E (oik.)	7,9	6,1	6,5
P/E	7,9	6,1	6,5
P/Kassavirta	2,3	5,3	5,5
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	10,8	8,4	7,0
Osinko/tulos (%)	36,4 %	38,4 %	44,7 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	6,3 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-12
Sijoitusprofiili	s. 13-14
Strategia	s. 15-17
Puunkorjuukoneiden markkinat	s. 18-21
Kilpailutilanne	s. 22-24
Taloudellinen tilanne	s. 25-26
Ennusteet	s. 27-33
Arvonmääritys ja suositus	s. 34-39
Vastuuvapauslauseke	s. 41

Kesla lyhyesti

Kesla on metsäteknologian ja materiaalinkäsittelyn kehittämiseen, valmistukseen ja markkinointiin erikoistunut konepajakonserni, joka tuottaa asiakkaan alustaan integroituvia materiaalinkäsittelyratkaisuja. Liiketoiminta-alueita ovat traktorivarusteet, puunkorjuulaitteet sekä auto- ja teollisuusnosturit. Viennin osuus liikevaihdosta on 61 %.

1960

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

5 %

Markkinaosuus globaalilla kohdemarkkinalla

45,9 MEUR (+18 % vs. 2021 ilman Venäjää/Valko-Venäjää)

Liikevaihto 2022

-0,9 MEUR (-2,0 % liikevaihdosta)

Oikaistu liiketulos 2022

246

Henkilöstö keskimäärin 2022

Päätuotteet

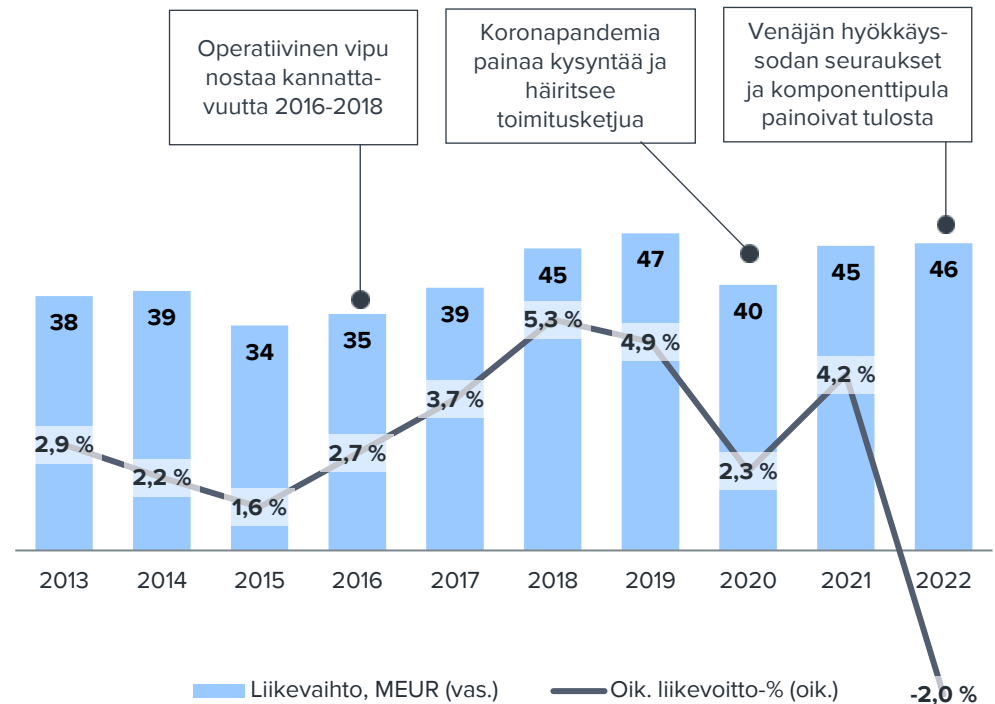
Auto- ja teollisuusnosturit



Puunkorjuulaitteet



Traktorivarusteet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Tuoteporfolio on kattava, mutta fokusoitunut

Keslan tuoteporfolio jakaantuu kolmeen segmenttiin:

- **Puunkorjuulaitteet** (n. 25 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat ajokone- ja harvesterinosturit sekä harvesteriden hakkuupäät ("harvesterikourat").
- **Traktorivarusteet** (n. 30 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat kuormaimet ja perävaunut sekä traktorikäyttöiset hakkurit.
- **Auto- ja teollisuusnosturit** (n. 45 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat puutavaranosturit ja kierrätysnosturit.

Tuotevalikoima on kattava sisältäen puunkorjuuketjun kaikki keskeiset vaiheet kannolta tehtaalle. Yksittäisissä segmenteissä tuotevalikoima on fokusoitunut. Puunkäsittelyyn liittyvät laitteet muodostavat noin 95 % Keslan liikevaihdosta, joten riippuvuus puunkorjuusta toimialana on korkea. Kierrätysnosturit taas on toistaiseksi varsin marginaalinen, mutta hyvän kasvupotentiaalin omaava tuoteryhmä. Uskomme Keslan säilyttävän muut mainitut segmentit tuotevalikoimassaan, mutta hakkureiden osalta tilanne voi muuttua.

Tuoteryhmien sisällä Kesla laajentaa edelleen tuotevalikoimaa mm. konfiguroitavien lisäominaisuuksien myötä. Valikoiman mahdollinen karsinta koskee vain joitakin edellisen sukupolven laitteita.

Keslan tuoteporfolio on yhtiön oman käsityksen mukaan hyvin ajan tasalla jatkuvien versiopäivi-

tysten ansiosta. Kokonaan uusissa tuotteissa sykli on usein kymmenen vuoden mittainen alustakoneiden uusimistahdin ollessa hidas. Keslan autonosturiportfolio on päivitetty 2010-luvulla, mutta laajempi uudistus lähestyy jälleen eikä malliston halvempaan päähän tuoda enää uusia ominaisuuksia. Hakkuupääportfolioa Kesla päivittää yhden kokoluokan vuosittain. Tällä hetkellä näitä kokoluokkia on kahdeksan.

Valmistus kolmessa yksikössä kotimaassa

Kaikki Keslan tuotteet valmistetaan Suomessa kolmessa tehtaassa Joensuussa (tuotantotilaa 6000 m²), Kesälähdellä (7600 m²) ja Ilomantsissa (3300 m²), joilla kullakin on oma fokuksensa. Joensuun tehdas keskittyy nostureihin (metsäkone-, auto-, teollisuus- ja kierrätysnosturit), Kesälähten tehdas harvesterikouriin, nostureiden puomeihin, hakkureihin, traktorin metsävarusteisiin, osahitsausiin ja särmätyihin leikkeisiin ja Ilomantsin tehdas etupäässä hydraulikkasyntereiden valmistukseen sekä koneistuksiin.

Keslan omissa tehtaissa tapahtuu lastuava työstö, osa komponenttivalmistuksesta, hitsaus, maalaus, loppukokoonpano ja testaus. Tärkeimmät Keslan ulkopuolelta hankkimat raaka-aineet ovat valut, levyt, tangot, putket, esikoneistetut kappaleet ja maalit. Keskeisimmät alihankittavat komponentit taas ovat venttiilit, letkut, pumput, autonostureiden hytit, sähkökomponentit, hydraulimoottorit, kourien mittalaiteteknologia sekä pyörät (renkaat ja vanteet).

Keslalla on noin 75 keskeistä alihankkijaa ja näistä vaihtuu tyypillisesti muutamia vuosittain. Yhtiön



Uuslaitemyynti

Liikevaihdon (n. 46 MEUR) jakauma, 2022



Puunkorjuulaitteet

- Ajokone- ja harvesterinosturit
- Harvesteriden hakkuupäät

Traktorivarusteet

- Kuormaimet
- Perävaunut
- Hakkurit

Auto- ja teollisuusnosturit

- Puutavaranosturit
- Kierrätysnosturit

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

käyttämistä komponenteista 80 % tulee kotimaasta ja toisaalta Ilomantsin tehtaasta tuotannosta 75 % päätyy Joensuun tehtaalle. Ulkomaiset komponentit tulevat pääosin Baltiasta, Puolasta, Italiasta ja Turkista. Sen sijaan Kiinan käyttö alihankinnassa on hyvin vähäistä. Arvioimme, että kaikkiaan yli 60 % tuotteiden valmistuskustannuksista syntyy ulkoa ostettavista raaka-aineista ja komponenteista. Keslan tavoitteena on ylläpitää keskeisille komponenteille 2-3 vaihtoehtoista alihankkijaa.

Joustavuus tuotannon johtavana periaatteena

Keslan valmistustoiminnan johtava periaate on "configure to order" (CTO), jossa asiakas tilauksen tehdessään määrittelee tuotteen kokoonpanon (konfiguraation) ja Kesla puolestaan valmistaa tuotteen esisuunnittelusta tuote- ja varustelutarjoomasta. CTO on massaräätälöintiä, jolla asiakkaalle voidaan tarjota laaja tuotevalikoima ja samalla saavutetaan valmistuksellinen tehokkuus.

Toiminnanohjausjärjestelmänä (ERP) Keslalla on ollut vuodesta 2010 käytössä ruotsalainen IFS, johon on liitetty kaikki keskeiset operatiiviset toiminnot palkanlaskentaa lukuun ottamatta. Kesla on ollut järjestelmään tyytyväinen ja sen avulla tuotteiden myyminen, spesifikaatiot, konfiguraatio ja kokoonpano tapahtuvat ongelmitta.

Koska valmistusketjusta iso osa on Keslan omissa käsissä, se voi optimoida komponenttivirtoja ja välttää eksoottisempia komponenttivalintoja. Komponenttivirtoja ja varastonhallintaa on kehitetty myös yhteistyössä toimittajien kanssa, mikä on merkinnyt joustavuuden lisääntymistä. Joustavuutta on kasvatettu myös antamalla

tarvittaessa suurempia kokonaisuuksia alihankkijoiden valmistettaviksi. Lisäksi pienempiä, esimerkiksi dokumentointiin liittyviä tuotekehitystehtäviä on annettu alihankkijoille.

Pääosin toimitaan kahdessa vuorossa

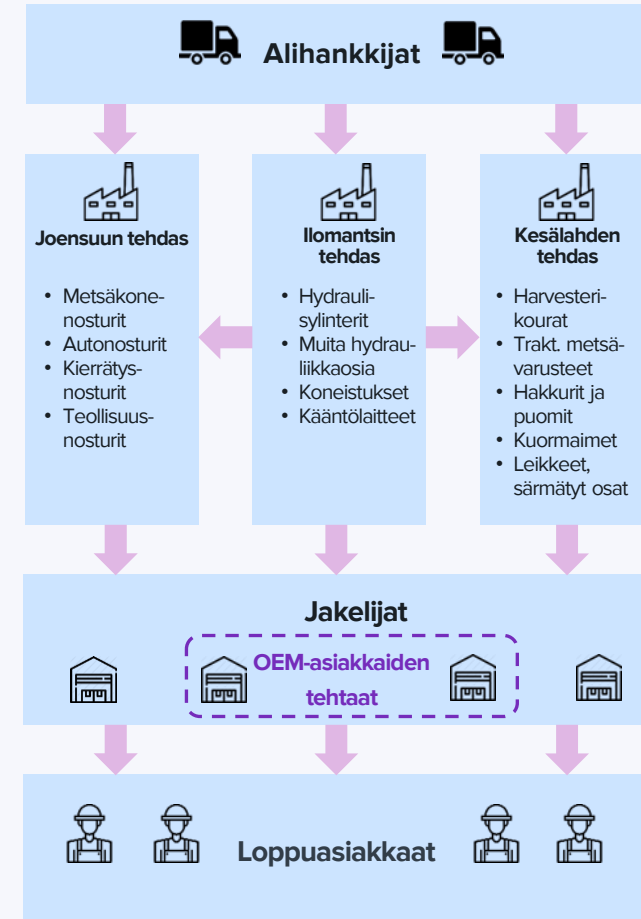
Keslan Ilomantsin tehdas toimii pääosin kahdessa vuorossa ja myös Joensuun tehtaalla siirryttiin syksyllä 2021 yhdestä kahteen vuoroon. Kesälahden tehtaalla toimitaan joustavasti 1-2 vuorossa. Kesla hakee myös henkilöstökuluihinsa joustoa käyttämällä vuokratyövoimaa. Normaalitylanteessakin vuorojärjestelyt tarjoavat Keslan mukaan kapasiteetin käytön osalta joustovaraa ja tuotantoa voitaisiin esimerkiksi Joensuun tehtaalla kasvattaa merkittävästi nykyisellä kapasiteetilla.

Tuotekehityksen teemoina yhteensopivuus ja valmistettavuus

Keslan tuotekehityksen johtajatuksena on puunkorjuuketjun laitteiden kehittäminen yhteensopiviksi useisiin eikä vain yhteen alustakonetyyppiin (esim. traktorit, kaivurit ja kuorma-autot). Toinen johtava teema on tuotteiden valmistettavuuden kehittäminen, jossa Keslan fokus on tällä hetkellä tuotekohtaisen komponenttimäärän vähentämisessä sekä tuotteille yhteisten komponenttien osuuden lisäämisessä, jossa nähdään paljon mahdollisuuksia.

Viime aikojen onnistuneita tuotelanseerauksia ovat olleet kolmannen sukupolven harvesterikoura (RH-III), joka on Keslan mukaan saanut erinomaisen vastaanoton markkinoilla sekä traktoriin kytkettävä

Valmistuksen organisointi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

sammutusperävaunu, jota yhteistyökumppani Valtra markkinoi aktiivisesti useissa Euroopan maissa. Myös syksyllä 2022 esitelty traktorin kuormaimen kärkeohjaus (Kesla proC i) on saanut koemarkkinoinnissa hyvinkin lupaavaa palautetta.

Keslan tuotekehityksessä työskentelee nyt 16 henkilöä ja tuotekehityskulujen määrä pyritään pitämään 3 %:ssa liikevaihdosta (2022 tot. 3,1 %). Osuus on tyypillinen pienemmille kotimaisille listatuille konepajoille. Tuotekehityksen suurin viime aikojen muutos on ollut keskittäminen, kun aiemmin tuotekehitystä tehtiin liiketoiminnoittain.

Investoinnit keskittyneet NOSTE-hankkeeseen

Kesla käynnisti vuonna 2018 NOSTE-investointihankkeen, jolla tähdätään valmistuksen automaatiotason ja laadun kohottamiseen sekä lyhyempiin läpimenoaikoihin. Tärkeimpiä Investointikohteita ovat olleet hitsausautomaatio (noin 1,5 MEUR), laserleikkuri (1,3 MEUR) sekä hydraulikkasyylinterien valmistus (yht. 1,4 MEUR).

NOSTEen tuomien etujen kannalta keskeistä on ollut tuoteportfolion päivitys ”NOSTE-yhteensopivaksi” ja tämä on parantanut selvästi oman laserleikkauksen ja särmäyksen yhteistoimintaa. Tämä taas näkyy parantuneena laatuna ja pienempinä toleransseina. Oma laserleikkuri on tarjonnut Keslalle valinnanvapautta tuotesuunnittelussa (laserleikatun osan tarve vs. ei tarvetta sekä oma vs. ulkoistettu leikevalmistus). NOSTEeseen kuuluvan automaattihitsauksen käyttöönotto on edennyt samanaikaisesti tuoteportfolion päivityksen kanssa. Keslan mukaan robottihitsaus on kolme kertaa nopeampaa kuin manuaalihitsaus

ja tämä johtaa merkittävään tehostumiseen hitsausvaiheessa. Eniten NOSTEeseen liittyvää opittavaa on vielä ohjelmoinnissa ja suunnittelussa, robottien käytettävyydessä sekä osavalmistuksessa. Kesla odottaa, että vuoden 2024 lopussa jo 80 % tuoteportfoliosta on suunniteltu NOSTEen tarpeita silmällä pitäen ja koko järjestelmän tulisi tuolloin toimia suunnitellusti.

Kaikkiaan NOSTE-hankkeen laiteinvestoinnit vuosina 2019-2022 olivat noin 6,1 MEUR, painotuen vuoteen 2021. Kesla sai NOSTE-hankkeeseen ELY-keskukselta 1,6 MEUR:n hankeavustuspäätöksen ja poistettavaksi nettoinvestoinniksi jäi siten noin 4,5 MEUR. NOSTE-hankkeella saavutetaan merkittäviä kustannussäästöjä, joihin palaamme raportin ennusteosiossa.

Logistiikkakulujen osuus vähäinen

Kesla myy valmiit laitteet tehdashinnalla sekä jakelijoille että OEM-loppuasiakkaille, jotka pääsääntöisesti maksavat rahat. Keslan omat logistiikkakulut ovat vähäisiä.

Globaalisti 120 jakelijaa ja yli 250 jakelupistettä

Keslan tuotteiden jakelijat ovat monentyyppisiä: useimmiten ne ovat traktorimyyjiä, kaivinkoneiden myyjiä, maatalouskoneiden myyjiä, kuorma-auto-myyjiä tai päällirakenteiden myyjiä mainittuihin koneisiin. Näiden ryhmien sisällä on jälleenmyyjiä, jotka ovat tietyn alustakoneen kuten traktorin osalta keskittyneet vain Keslaan ja tarjoavat asiakkaille esimerkiksi metsävarusteita ja hakkureita. Metsäkonenostureissa asiakkaat ovat valtaosin OEM-konevalmistajia. Harvesterikourissa,

autonostureissa ja traktorivarusteissa toimitaan jälleenmyyjien kautta, mutta osa harvesterikourista menee OEM-asiakkaille nostureiden kera. Useimmilla jälleenmyyjillä Keslan tuotteen myynti on sidoksissa liittyvän tuotteen (kuorma-auto, traktori, kaivinkone) myyntiin.

Jälleenmyyjät voivat pitää jonkin verran Keslan tuotteiden varastoa etenkin standardituotteissa kuten traktorivarusteissa. Pääsääntöisesti kalliimmat tuotteet kuten harvesterikourat toimitetaan kuitenkin vain tilauksesta.

Jälleenmyyjien insentiivit myydä Keslan laitteita ovat monipuoliset: 1) itse laitekaupan kate; 2) asennuksen, koulutuksen ja jälkimarkkinan (varaosat ja huolto) kate sekä 3) laitekaupan rahoituksen kate. Keslan tavoitteena ovat kumppanuudet, joilla mahdollisimman suuri osa loppuasiakkaan prosessia saadaan katettua kumppanin jakelu-/palveluverkoston kautta.

Keslan jakeluverkko kattaa 48 maata, 120 jakelijaa ja yli 250 jakelupistettä eli verkko on hyvin laaja. Lisäksi monilla Keslan jakelijoilla on allaan diilereitä ja toimipisteitä, jotka eivät välttämättä käy ilmi em. lukumääristä. Listasta myös osittain puuttuvat OEM-kumppaneiden omat myyntiverkostot. Keslan jakeluverkko on kuitenkin melko polarisoitunut, sillä jakelupisteistä 60 % sijaitsee Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Suomen 44 toimipisteestä 36 on Valtra/AGCO:n myyntipisteitä. Ruotsissa Keslan traktorivarusteiden jakelusta vastaa maan johtava maataloustarvikkeiden kauppias Lantmännen, jolla on 72 omaa toimipistettä ja joka hoitaa siellä myös Valtran jakelun.

Keslan liikevaihto tuote- ja asiakasryhmittäin sekä markkinoittain 2022

Puunkorjuulaitteet ~25 %



Traktorivarusteet ~30 %



Auto- ja teollisuusnosturit ~45 %



Suorat loppuasiakkaat 5 %
- kulutus- ja varaosat

Laitevalmistajat 10 %

VALTRA  **Sumitomo**

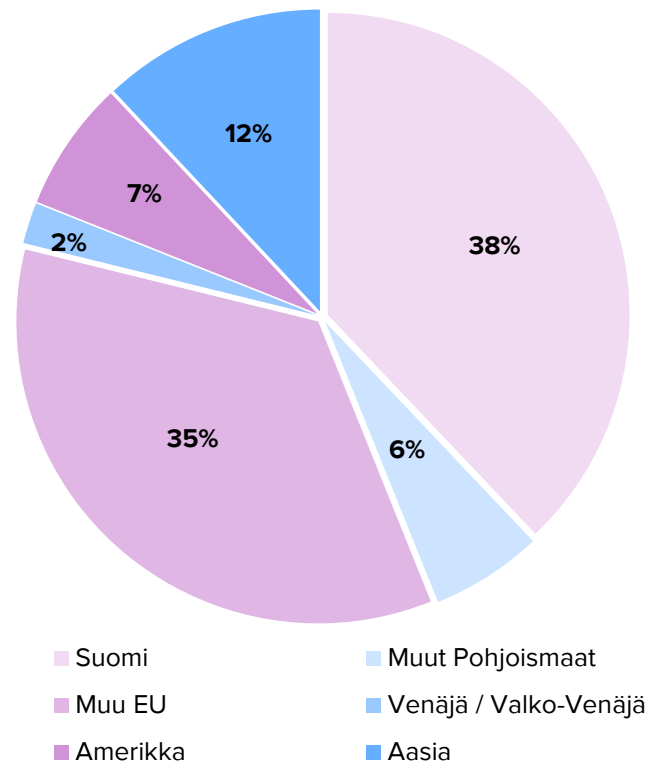
Jakelijat 85 %

VALTRA

 **AGCO**

 **Lantmännen**

TECHMAT
Grupa DALBY



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Jakeluverkossa vielä kehitettävää

Keslan mukaan jakeluverkon hallinta on yhtiölle keskeinen kehityskohde. Oleellista on jakelijoiden räätälöity koulutus niiden tuotetuntemuksen parantamiseksi samalla kun paikallisen asiakaskunnan rakenne ja tarpeet tulevat tarkemmin huomioituiksi. Keslan mukaan erikoistuneet myyjät ovat sen kannalta usein tehokkaampi ratkaisu kuin maa- ja metsätalouskoneiden yleismyyjät.

Jakeluverkon suorituksen parantamisessa on Keslan mukaan merkittävä potentiaali. Potentiaalini hyödyntämistä vaikeuttaa kuitenkin ajanmukaisen asiakashallintajärjestelmän (CRM) puute, mikä heikentää näkyvyyttä jakelijoiden toimintaan. Odotamme jakelun kehittämistä koskevien uutisten määrän jatkossa kasvavan.

Asiakkaissa kaksi isoa ja paljon pieniä

Keslan asiakkaat ovat joko suoria loppuasiakkaita tai jälleenmyyjä. Kaikkiaan Keslalla on noin 1200 asiakasta, mutta merkittäviä eli yli 100 TEUR liikevaihtoa tuovia on noin 50. Asiakkaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Suorat teolliset asiakkaat** (~10 % liikevaihdosta). Nämä ovat laitevalmistajia, joiden tuotteiden osaksi Keslan laitteet päätyvät. Näitä ovat etenkin Valtra/AGCO (traktorivarusteet) ja Sumitomo (harvesterikourat). Aiemmin merkittävän OEM-asiakkaan eli valkovenäläisen Amkodorin toimitukset päättyivät vuonna 2022 aluksi EU-pakotteiden ja sittemmin Venäjän hyökkäyssodan seurauksena.

- **Suorat loppuasiakkaat** (~5 % liikevaihdosta). Näitä ovat etenkin kotimaiset kulutus- ja varaosa-asiakkaat.
- **Jälleenmyyjät** (~85 % liikevaihdosta), joita on käsitelty jo aiemmin.

Teollisista asiakkaista tärkein on AGCO-konserniin kuuluva Valtra, joka on selvä traktoreiden markkinajohtaja Suomessa ja vahva myös mm. Ruotsissa ja Norjassa (molemmissa #2 v. 2022) ja Ranskassa (#7). Koko Euroopassa Valtra oli vuonna 2022 markkinoiden #7 vajaan 6 %:n markkinaosuudella. Valtra on vahva myös Brasiliassa paikallisen tehtaan ansiosta. Valtra-yhteistyö on Keslalle hyvin tärkeää, sillä AGCO Suomen myyntipisteet markkinoivat Keslan koko traktorivarusteet-tuotevalikoimaa. Vuonna 2016 alkaneeseen yhteistyöhön kuuluu myös tuotekehitysyhteistyötä sekä mahdollisuus laajentua AGCO:n jälleenmyyjäverkostoon.

Keslan suurimmat asiakasriippuvuudet ovat suoria teollisia asiakkaita. AGCO jakelijoineen vastaa arviomme noin 6-8 %:sta Keslan liikevaihtoa muiden teollisten asiakkaiden jäädessä selvästi tämän alle. Kaikkiaan Keslan asiakasriski on kohtuullisen hyvin rajattu.

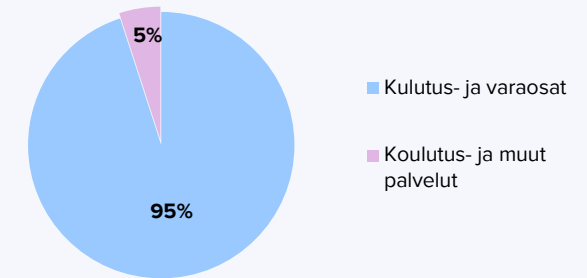
Palvelujen fokus kulutus- ja varaosissa

Keslan strategiassa palvelut ovat lisäarvotoiminto, jota kutsutaan elinkaaripalveluiksi. Kesla ei julkista koko palveluliiketoiminnan määrää, mutta varaosamyynni oli 7,3 MEUR vuonna 2022 ja vastaava liikevaihto-osuus 16 %. Kulutus- ja varaosien rinnalla muu palveluliiketoiminta on



Palvelut

Liikevaihdon (7,3 MEUR) jakauma, 2022



Huollon tehtävänjako

- Kesla: Kulutus- ja varaosatarjonta, huollon koulutus
- Jakelijat / kumppanit: Määräaikaishuollot yhdessä alustakoneen kanssa
- Asiakas: Päivittäinen huoltotyö

Kasvupotentiaali

- Laitekannan kasvu
- Etävalvonta / ennakkoiva huolto
- Sähköinen varaosakauppa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

vähäistä, koostuen pääasiassa koulutus- ja käyttöönottopalveluista. Kesla ei ole mukana vaihtokoneliiketoiminnassa vaan on jättänyt sen jakeluverkoston hoidettavaksi.

Palvelujen kehitysprojekteista Keslan oman sähköisen varaosakaupan edellytykset ovat dokumentoinnin osalta kunnossa, mutta liike-toimintamalli on yhä kartoitusvaiheessa. Toinen kehityskohde on laitteista saatavan informaation (käyttö- ja tilatiedot) keruu, jalostaminen ja siirto ja tästä rakentuvan ennakoivan huollon liiketoimintamallin hiominen. Etävalvonta on mielekästä kalliimmille tuotteille eli harvesterikourille, vakaudenhallinnalla varustetuille kierrätysnostureille sekä hakkureille, mutta edullisemmissa laitteissa etävalvonta ei ole asiakkaiden mielestä oleellista tai siitä ei olla valmiita maksamaan.

Keslalla ei ole omaa huoltoverkostoa

Toimialalla asiakas itse hoitaa koneiden päivittäisen huollon (rasvaukset, ketjunvaihdot, terähuollot) ja Keslan jälleenmyyjät hoitavat operatiivisen huollon. Oman orgaanisen huoltoverkoston rakentaminen olisi Keslalle kallista ja muutoinkin haastavaa. Asiakkailla olevien Keslan laitteiden määräaikaishuollot tapahtuvat normaalisti alustakoneen (harvesteri, traktori, kuorma-auto) huoltorytmin mukaisesti. Keslan roolina on tukea huollosta vastaavaa jälleenmyyjää sen huoltokyvyn ylläpidossa ja parantamisessa. Keslan kussakin liiketoimintayksikössä on huoltokysymyksiin erikoistunutta henkilöstöä, joka vastaa jälleenmyyjien kouluttamisesta ja yhteydenpidosta näihin.

Käytössä oleva laitekanta on iso

Monilla jälleenmyyjillä on Keslan tuotteet kattavia huoltosopimuksia, mutta niiden piirissä olevan laitekannan kokoa Kesla ei julkista. Koko käytössä oleva Keslan laitekanta ja siten huoltopotentiaali on kuitenkin mittava. Käytössä oleva hakkureiden määrä on Keslan mukaan noin 350 kpl, harvesterikourien määrä yli 2000 kpl, auto- ja metsäkone-nostureiden määrä noin 5000 kpl ja traktori-kuormaimien ja -vaunujen määrä yli 10000 kpl. Kaikissa päätuoteryhmissä laitekanta on tuhansia laitteita, mikä tarjoaa huollolle sekä kulutus- ja varaosille merkittävän markkinan.

Palvelut kasvavat laitekannan myötä

Tulevan kulutus- ja varaosien tarpeen arviointia vaikeuttaa Keslan laitteiden keskimäärin pitkä käyttöikä. Hakkureissa, harvesterikourissa ja metsäkone-nostureissa 7 vuoden ikäiset laitteet ovat pääsääntöisesti edelleen käytössä. Traktori-varusteiden elinkaari on vielä selvästi pidempi. Virstanpylväitä ovat isommat määräaikaishuollot ja niihin liittyvät peruskunnostukset, jotka nostureissa tapahtuvat yleensä 10 vuoden ja harvesterikourissa noin 5 vuoden jälkeen. Huollon volyymikehityksen mallintaminen on kuitenkin hyvin haastavaa, mutta tärkein ajuri kulutus- ja varaosamyynnin sekä huoltotyön kasvulle on koko ajan kasvava laitekanta. Markkinoilla näkyy hiukan piraattiosia, mutta niiden rooli on vähäinen.

Liiketoiminnan kulu- ja pääomarakenteet

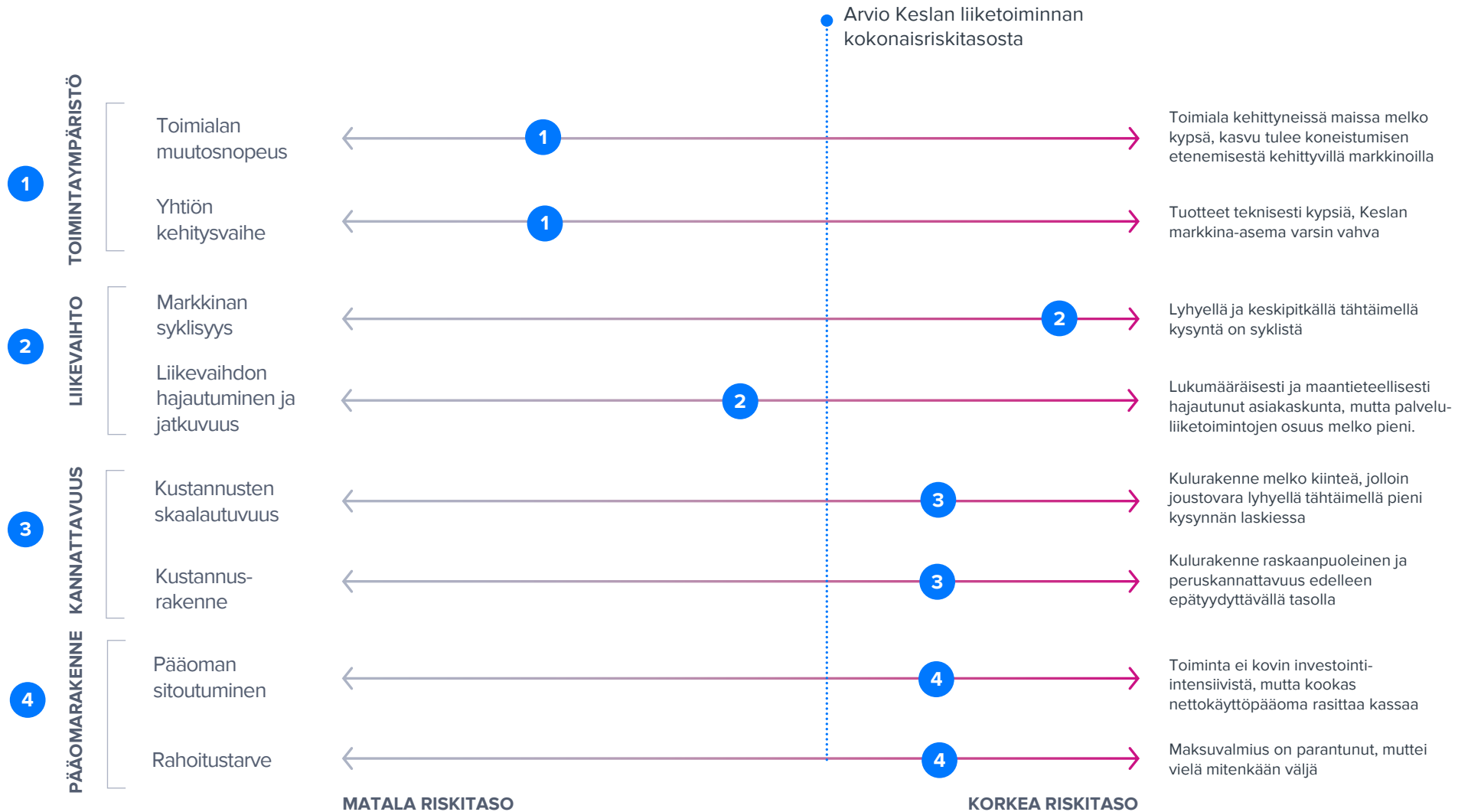
Keslan tuloslaskelmassa aine- ja tarvikekäytön osuus liikevaihdosta on suurin (54-56 %) ja tätä seuraavat henkilöstökulut (27-28 %), liiketoiminnan

muut kulut (12-14 %) sekä poistot (3 %). Jos operatiivisista kuluista kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, tuotannon muut muuttuvat kulut sekä myynti- ja mainoskulut tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista 36-38 % eli hieman verrokkien mediaania korkeampi. Operatiivinen vipu on voimakas ja toiminnan volyymimuutoksilla on suuri vaikutus kannattavuuteen. Keslan taserakenne ei kiinteän käyttöomaisuuden osalta juuri poikkea verrokkikonepajoista. Yhtiön nettokäyttöpääoman suhde liikevaihtoon on kuitenkin korkea (2016-2022 mediaani 34 %), mikä johtuu hitaasti kiertävästä vaihto-omaisuudesta ja painaa sijoitetun pääoman tuottoa (2016-2022 mediaani 6 %).

Liiketoimintamallin arvio

Toimialariski on varsin korkea, vaikka jotkin asiakassegmentit voivatkin olla eri vaiheessa sykliä. Tuotelajitelma on Keslan kokoon nähden laaja, mutta tarjoaa hyvin synergiaa valmistusprosessin alkupäässä, brändäämisessä ja asiakasrajapinnassa. Valmistuksen kulurakenne on CTO-valmistustavasta huolimatta lyhyellä aikavälillä melko joustamaton, minkä vuoksi äkilliset markkinashokit ovat riski. Valtra/AGCO-yhteistyö on selvä vahvuus. Jakelun ulkoistaminen yhteistyökumppaneille pitää omat kiinteät kustannukset kurissa, mutta vähentää tuotteiden loppukäyttäjiltä saatavaa palautetta. Palveluliiketoiminnassa Keslan keskittyminen pelkästään kulutus- ja varaosien kauppaan ja itse huoltotyössä vain jälleenmyyjien tukemiseen on järkevää kun huomioidaan Keslan koko sekä kattavan huoltoverkoston rakentamis- ja ylläpitokulut.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Matka arvoyhtiöksi on vielä kesken

Kesla on perinteikäs konepajateollisuusyhtiö, jolla on pitkä historia, vakiintunut asema ja asiakas-kunta sekä kyky kohtuulliseen tuloksentekoon. Asemaa sijoittajien silmissä ovat kuitenkin rasittaneet syklisyys, melko alhainen peruskannattavuus ja myös velkainen tase. Keslan viime vuosien toimenpiteet, nykyinen eli vuosille 2019-2023 ajoitettu strategia ja käynnissä olevat toimenpiteet sen toteuttamiseksi heijastavat pyrkimystä profiloitua fokuoituneeksi, hyvin markkinoinhinsa ja asiakaskenttäänsä integroituneeksi ja joustavan kulurakenteen omaavaksi konepajayhtiöksi, joka pystyy ylläpitämään kohtuullisen kannattavuuden suhdanteen kaikissa vaiheissa. Strategian toimeenpanoa ovat kuitenkin vaikeuttaneet ja hidastaneet ensin koronapandemia 2020-2021 ja vuodesta 2022 eteenpäin Venäjän hyökkäys Ukrainaan ja sen seuraukset. Tämän vuoksi sijoitusprofiiliin kirkastamisprosessi on yhä kesken. Onnistuessaan yhtiöllä on kuitenkin mielestämme hyvät mahdollisuudet profiloitua kohtuullisen riskin ja pitkällä aikavälillä myös hyvän osingonmaksu-kyvyn omaavana arvoyhtiönä.

Kesla on aloittanut strategiansa päivityksen ja aikoo julkistaa uuden strategiansa mukaiset tavoitteet Q3'23:lla. Keslan uudella johdolla lienee ollut paljonkin vaikutusmahdollisuuksia strategiaan. Uskomme, että ainakin osa uutta strategiaa liittyy yhtiön positiivisiin arvoajureihin, jotka luetellaan seuraavassa.

Positiiviset arvoajurit

Maantieteelliselle laajentumiselle paljon tilaa: Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia ja merkitykseltään koko ajan kasvavia alueita.

Kasvu kumppaneiden kanssa: Keslan jakelukumppaneista erityisesti Valtra/AGCO voi edelleen edesauttaa viennin laajentamista uusille markkina-alueille.

Jakelukanavan tehokkaampi hyödyntäminen: Uskomme, että keskeiseksi kehittämisalueeksi identifioitu nykyisen jakeluverkon tehokkaampi hyödyntäminen voi kohtuullisella vaivalla (myynnin koulutus, insentiivit, CRM:n käyttöönotto) johtaa merkittävään liikevaihdon kasvuun.

Jälkimarkkinaliiketoiminnan kasvu: Keslan toimittama ja edelleen käytössä oleva laitekanta on iso ja koko ajan kasvava, mikä merkitsee myös merkittävää jälkimarkkinapalvelujen kasvupotentiaalia.

Mahdollisuus kannattavuushyppäykseen: Keslan NOSTE-projekti merkitsee tavoitteiden täytyessä peruskannattavuudelle selvää tasonnostoa.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Markkinan syklisyys: Monien Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Syklit voivat kuitenkin joiltakin osin tasata toisiaan.

Aiemman Venäjä-liiketoiminnan kompensointi:

Valko-Venäjä ja Venäjä vastasivat yhteensä 16 %:sta Keslan liikevaihtoa ja 43 %:sta tilauskantaa v. 2021. Maihin kohdistuvat pakotteet johtivat ko. tilauskannan peruuttamiseen Q1'22:lla. Kesla on hyvällä alulla tämän liiketoiminnan korvaamisessa muilla maantieteellisillä alueilla, mutta pitkäaikainen onnistuminen on epävarmaa sekä volyymin että aikataulun suhteen.

Alhainen peruskannattavuus: Historiallisesti Keslan peruskannattavuus on ollut alhainen (oikaistun EBIT-marginaalin mediaani oli 3,4 % v. 2016-2022), minkä vuoksi tulos painuu herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti.

Osakkeen likviditeetti on ohut: Kesäkuusta 2022 toukokuuhun 2023 osakkeen likviditeetti oli vain 10 %. Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostaminen ja myyminen on haasteellista.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Vakiintunut asema asiakkaiden keskuudessa

2.

Vahvat jakelukumppanit

3.

Kannattavuuden parannuspotentiaali NOSTE-hankkeen myötä

4.

Markkinat ovat sykliset

5.

Peruskannattavuus on matala

Potentiaali



- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella ja sen toiminnan tehostamisella
- Kasvu yritysostoilla
- Peruskannattavuuden tasonnosto NOSTE-automaatioprojektin myötä

Riskit



- Markkinan syklisyys
- Vielä melko alhainen peruskannattavuus, jolloin tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Osakkeen likviditeetti on melko ohut, mikä karsii institutionaalisia sijoittajia

Keslan strategia 1/2

Visio keskittyy asiakkaaseen

Keslan visioksi on kiteytetty ”your lifetime match”. Iskulauseessa ”your” viittaa Keslan asiakaskeskeisyyteen, ”lifetime” kestävyYTEEN, elinkaarikustannuskilpailukykyyn ja pitkiin asiakassuhteisiin ja ”match” Keslan laitteiden integroitavuuteen eri alustoille ja syviin liiketoimintakumppanuuksiin. Vision kanssa yhdenmukaisesti Keslan toiminta-ajatuksena on määritelty ”asiakkaan alustaan integroituvien, parasta käyttökokemusta tarjoavien ja asiakkaan liiketoimintaa edistävien laadukkaiden materiaalinkäsittelyratkaisujen tuottaminen”.

Uusi strategia tekeillä, ulkoiset tapahtumat hidastivat edellisen toimeenpanoa

Keslan strategiaa arvioitaessa on muistettava, että yhtiössä on meneillään strategian päivitys ja uusi strategia (arvatenkin vuosille 2024-2027) julkistetaan Q3'23:lla. Vuosien 2019-2023 strategian toimeenpanoa ovat hidastaneet etenkin koronapandemia vuosina 2020-2021 sekä Venäjän hyökkäys Ukrainaan (helmikuu 2022-) ja sen seuraukset. On selvää, että mainitut tapahtumat ovat siirtäneet johdon fokusta strategiasta operatiivisiin haasteisiin.

Nykyisen strategian kulmakivet

Keslan nykyinen strategia nojautuu seuraaviin ydinperiaatteisiin ja -alueisiin:

- 1. Asiakastarpeeseen kehitetyt tuotteet.** Tuotteen on vastattava asiakkaan vaatimuksia niin alustakoneyhteensopivuuden, toimintojen, käytettävyyden kuin laadunkin

suhteen. Parhaiten tämä onnistuu, kun asiakkaat otetaan mukaan jo tuotteen suunnitteluvaiheessa. Tällä viitataan tuotteiden massaräätälöintiin CTO-mallilla (configure to order), jonka avulla asiakas saa juuri omien toiveidensa mukaisen lopputuotteen.

- 2. Erinomainen toimituskyky.** Toimituskyky muodostuu sujuvista prosesseista, jotka toteutetaan resurssi- ja pääomatehokkaasti. Keslan keinoja tähän ovat tarkoitukseen mukainen valmistusteknologia, lean, laatumenelmät sekä osto- ja hankinta-prosessit. NOSTE-hankkeella avataan tuotannon ja tuottavuuden pullonkauloja sekä parannetaan valmistuksen mittatarkkuutta ja laaduntuottokykyä. Henkilöstön työolot, työvälineet ja osaamisen ylläpitäminen ovat elintärkeä osa toimituskykyä.
- 3. Asiakkaan liiketoimintaa edistävä palvelukokonaisuus.** Keslan jälkimarkkinoinnin tärkein pääoma on tuote- ja palveluosaaminen. Osaamisen tuomista asiakkaiden ulottuville tukee erinomainen yhteistyöverkosto. Tekniset ratkaisut, kuten erilaiset portaalit tai applikaatiot tarjoavat kasvavan määrän mahdollisuuksia palveluiden kattavuuden ja laadun parantamiseen. Tuotteen elinkaaren ympärille rakennetut palvelut edistävät asiakkaan liiketoimintaa, sitouttavat brändiin ja tuottavat lisäarvoa asiakkaiden tuntemisen kautta. Ne myös

tukevat tuotteen tehokasta käyttöä elinkaaren eri vaiheissa.

- 4. Vahva läsnäolo markkinoilla.** Keslan määrittelemiä keinoja vahvaan läsnäoloon ovat vahvan asiakasyhteyden lisäksi myyntikanavan konseptointi, asiakas- ja kanavajohtaminen sekä digimarkkinoinnin mahdollisuuksien hyödyntäminen.

Taloudelliset tavoitteet

Keslan taloudelliset tavoitteet arvioidaan suhdannekierron yli eikä niitä voi pitää minkään vuoden markkinaohjeistuksena. Ne ovat seuraavat:

- Liikevaihdon kasvu markkinoiden keskimääräistä kasvua nopeammin;
- Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) >15 %;
- Omavaraisuusaste >40 % ja nettovelkaantumisaste <50 %
- Osinkosuhde n. 40 %

Tavoitteiden toteutumisen arviointia vaikeuttaa se, että 1) itse markkinaa, jota vastaan Keslan kasvuvauhtia tulisi verrata ei ole kovinkaan tarkasti määritelty ja 2) suhdanne on ulkoisista syistä ollut viime aikoina pääosin epäsuotuisa.

Etenkin sijoitetun pääoman 15 %:n tuottotavoite (ROI) on vaativa, sillä vuosina 2018-2022 ROI oli -5...+10 %. Toisaalta Kesla on tehnyt viime vuosina paljon rakenteensa ja strategiansa selkeyttämiseksi sekä operatiivisen toimintansa tehosta-

Keslan liiketoiminnot ja niiden aseointi

Liiketoiminta	 Traktorivarusteet	 Puunkorjuulaitteet	 Autonosturit	 Elinkaaripalvelut
Johtoajatus	Valtra-kumppanuus	”Joustavasti eri konealustoille”	”Fiksut välineet kovaan käyttöön”	--
Asiakslupaus	Tuotteiden, ohjausjärjestelmien ja toiminta-tapojen integroinnilla ainutlaatuista lisäarvoa asiakkaille ja yhteistyö-kumppaneille.	Eri konealustoille integroitujen ja laajasti eri olosuhteisiin soveltuvien laitteiden avulla tuottavuutta mekaani-seen puunkorjuuseen.	Vaatiivin olosuhteisiin soveltuvilla älykkäillä, kestävillä ja tehokkailla nostureilla tuottavuutta koko ajoneuvo-investoinnin elinkaarelle.	Helppoutta, turvallisuutta ja huolettomuutta tuotteen hankinnan, käytön, ylläpidon, huollon ja jälkimarkkinoiden tukipalveluilla.
Markkinapositioni ja kasvu	Suurin traktoreiden metsävarusteiden high end -segmentissä. Laajentuu Valtran kanavistossa ja avain-asiakassegmenteissä.	Suurin konemerkkiriippumaton toimija. Kasvaa plantaaseilla, mekani-sointia käynnistävissä maissa ja kaivinkone-sovelluksissa.	Puutavara-autonostu-reiden kolmanneksi suurin. Kasvaa Pohjois-Euroopassa sekä kierrätys- ja erikoissovelluksissa.	Kasvaa toimitetun konekannan kasvun myötä sekä palvelutuote-valikoimaa ja -kanavia laajentamalla.

Keslan strategia 2/2

miseksi (mm. konepajajärjestelmien myynti, partneroituminen sekä NOSTE-hanke).

Omavaraisuusaste- ja nettovelkaantumistavoitteet ovat keskipitkällä aikavälillä uskottavia. Nettovelkaantumisaste on kuitenkin edelleen korkea (Q1'23: 117 %).

Strategian arviointi



Strategian kulmakivistä sekä ”asiakastarpeeseen kehitetyt tuotteet” että ”erinomainen toimituskyky” ovat mielestämme Keslan selkeitä vahvuusalueita. Jälkimmäinen on tosin kärsinyt ulkoisista tekijöistä, mutta Keslan toimituskyky on jälleen vahvistunut etenkin NOSTE-hankkeen myötä. Muista kulmakivistä ”asiakkaan liiketoimintaa edistävä palvelukokonaisuus” jää hieman abstraktille tasolle, sillä jakelu- ja palveluverkostossa on edelleen kehitettävää eivätkä palvelukokonaisuuden osaksi mainitut tekniset ratkaisut sekä elinkaaripalvelut vielä juuri heijastu kulutus- ja varaosapainotteisissa palveluissa. Strategian neljäs kulmakivi eli ”vahva läsnäolo markkinoilla” hyötyy laajasta jakeluverkostosta, mutta kärsii muutoin konkretian puutteesta. Ainakin ”myyntikanavan konseptointi, asiakas- ja kanavajohtaminen sekä digimarkkinoinnin mahdollisuuksien hyödyntäminen” kaipaisivat toteutus esimerkkejä.

Odotamme Keslan uutta syksyllä 2023 julkistettavaa strategiaa mielenkiinnolla. Toivomme yhtiön terävöittävän viestiään 1) tuotevalikoiman ja sen mahdollisten muutosten, 2) partneroitumisen, 3) maantieteellisen laajentumisen sekä 4) palvelukonseptin kehittämisen osalta. Tuotevalikoiman

osalta otaksumme, että etenkin hakkureiden jatkaminen osana tuotevalikoimaa voi joutua kriittiseen tarkasteluun.

Osana strategista pohdintaa toivoisimme Keslan monien muiden konepajayhtiöiden tavoin asettavan strategisen EBIT-marginaalitavoitteen. Odotuksemme eivät ole kuitenkaan kovin korkealla, että näin kävisi.

Strategian kulmakivet

- **Asiakastarpeeseen kehitetyt tuotteet** 
- **Erinomainen toimituskyky** 
- **Asiakkaan liiketoimintaa edistävä palvelukokonaisuus** 
- **Vahva läsnäolo markkinoilla** 

Puunkorjuukoneiden markkinat 1/2

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 2,0 miljardia kuutiota

Puunkorjuukoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat etenkin teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 2,0 miljardia m³ vuodessa, sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun (kuitupuu, tukkipuu) suurimmat loppukäytännön markkinat ovat rakentaminen (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muu puutuoteollisuus sekä sellu- ja massateollisuus. Toimiala on globaalisti kypsä ja tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki ja muut pakkausmateriaalit) kysynnän kasvu osin neutraloituu eräiden muiden tuotteiden kuten paperin kysynnän vähittäisellä laskulla.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat vuosina 2016-2021 kasvaneet keskimäärin vain +1,4 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut hieman yllättäen Euroopassa (+2,1 %) kun taas kasvu on ollut hidasta Pohjois-Amerikassa (+0,6 %). Viime vuosien hakkuuvolyymeihin on vaikuttanut sekä koronapandemia että Venäjän hyökkäys Ukrainaan, mikä sulki Venäjän puunviennin länsimarkkinoilta. Venäjän hakkuut ovat vastanneet noin 10 %:sta globaalia volyymia. Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin reilussa +1 %:ssa vuosittain kasvun ollessa nopeinta Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa.

Hakkuiden koneellistuminen lisääntyy yhä

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 ajokoneen yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on eri arvioiden mukaan noussut volyymipainotettuna noin 60 %:iin. Koska koneistumisen hyödyt ovat ilmeiset, odotamme sen jatkuvan suunnilleen entistä tahtia (globaalin koneistumisasteen nousu noin +1 %-yksikön vuosivauhtia) tai hieman hidastuvana. Yksikköhinnaltaan kalliimpien koneiden (kuten harvesterit) yleistymistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset investointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia). Tämä seikka kuitenkin koskee vain osaa Keslan monipuolisesta tuotevalikoimasta ja Keslan tavoitteena onkin omilla tuotteillaan toimia näillä markkinoilla ensiaskeleena koneelliseen puunkorjuuseen.

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus ei ehkä enää nouse

Hakkuumäärien ja koneellistumisen kasvun ohella kolmas keskeinen kysyntäajuri Keslan tuotteille on tavaralajimenetelmän (cut-to-length, CTL) osuuden kehitys metsäkoneiden markkinoilla, sillä Kesla toimittaa harvesterikouria ja nostureita vain tavaralajimenetelmän koneisiin. Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä kasvatti suosiotaan 1990-luvun alun noin 20 %:sta 2010-luvun lopun noin 50 %:iin. Arviot vaihtelevat 40-55 %:n välillä riippuen mm. siitä, mitataanko menetelmällä hakatun puun volyymejä vai

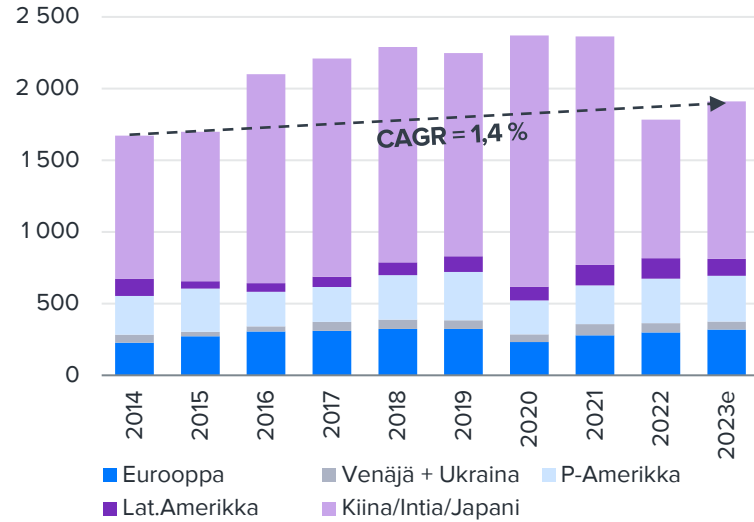
vuosittain myytäviä konemääriä. Eri lähteistä saamiemme indikaatioiden perusteella näyttää kuitenkin siltä, että tavaralajimenetelmän markkinaosuuden nousu on viime vuosina voimakkaasti hidastunut. Tällä perusteella yksi Keslan aiemmista kasvuajureista olisi poistumassa. Toisaalta Keslan liiketoiminta-alueista vain Puunkorjuulaitteet-segmentin tuotteita (n. 25 % konsernin liikevaihdosta) asennetaan nimenomaan tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin.

Painopiste Euroopassa, kasvupotentiaali Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa

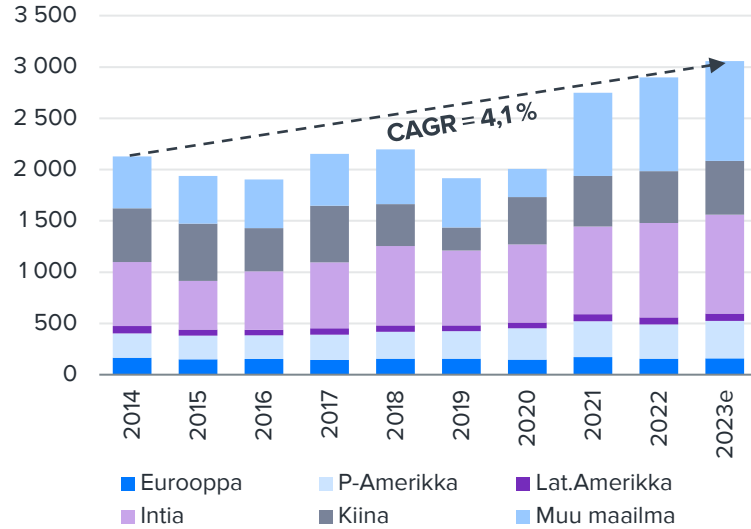
Maantieteellisesti Keslan kohdemarkkinaa pitää tarkastella tuoteryhmittäin, mutta ainakin toistaiseksi se on Eurooppa-keskeinen, painopisteen ollessa Keski- ja Pohjois-Euroopassa. Esimerkiksi tavaralajimenetelmän metsäkoneissa Euroopan ja Venäjän markkina vastasi ennen Ukrainan sotaa 75-80 %:sta kokonaisuutta. Hakkurimarkkina keskittyy isoihin metsäteollisuusmaihin ja traktorin metsävarusteet ovat valtaosin pohjoiseurooppalainen markkina. Kierrätysnostureita taas käytetään eniten kehittyneissä länsimaissa (Eurooppa, Pohjois-Amerikka). Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia, mutta vielä melko pienimerkityksisiä alueita. Markkina oin aktiivisempi viime mainitussa, jossa Kesla mahdollisesti järjestee jakeluaan uudelleen. Keslan teknologia tarjoaa monilla markkinoilla ensi askeleen mekaaniseen puunkorjuuseen ja sen tuotteiden käytön ja huollon opettelu on

Alustakoneiden markkinat

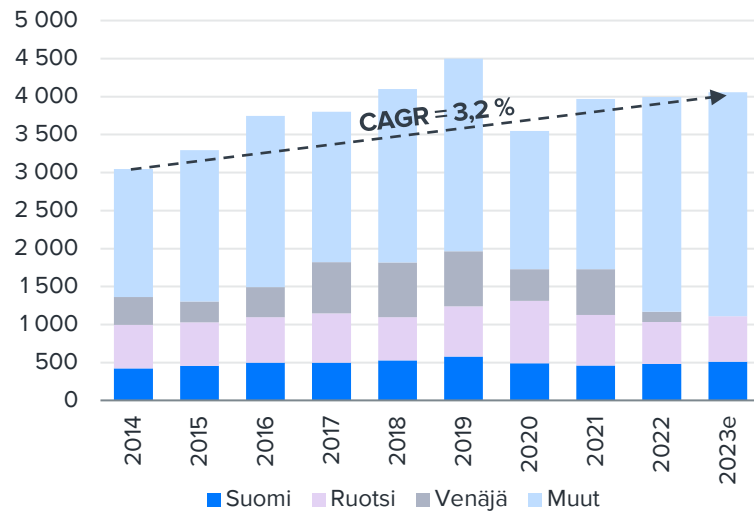
Raskaiden kuorma-autojen päämarkkinat, 1000 kpl



Maataloustraktoreiden päämarkkinat, 1000 kpl



Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat, kpl



Lähde: Volvo Trucks, John Deere, AGCO, Ponsse, Inderesin arviot

Puunkorjuukoneiden markkinat 2/2

traktorin- tai kaivinkoneenkuljettajille helpompaa kuin harvesterin käytön ja hallinnan oppiminen.

Keslan kohdemarkkina 0,9-1,0 mrd euroa

Olemme arvioineet Keslan kohdemarkkinan kokoa suuruusluokkatasolla perustuen Keslan käsitykseen vuosittain myytävien koneiden ja laitteiden kappalemäärästä eri segmenteissä sekä osin muihin lähteisiin (mm. Hiab). Keskeiset lukuarvot on esitetty seuraavan sivun taulukossa. Koska eri tuoteryhmissä globaalisti myytävien tuotteiden lukumäärän ja niiden keskihintojen arvioiminen tarkasti on vaikeaa, tulee taulukon tietoja pitää vain hyvin karkeana arviona Keslan kohdemarkkinan koosta. Termi OEM viittaa niihin metsäkonevalmistajiin (esim. Ponsse) jotka valmistavat itse koneidensa harvesterikourat sekä nosturit. Ns. vapaan markkinan osuus metsäkoneiden harvesterikourista ja nostureista on tuotteesta riippuen 30 %:n (nosturit) ja 60 %:n (harvesterikourat) välillä.

Kysyntä on syklistä, mutta markkinat voivat tasata toisiaan

Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Rankimmin tämä tuntui vuonna 2009, jolloin globaali kuorma-automarkkina laski 27 % ja tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkina peräti 65 %. Sen jälkeen markkina on etenkin länsimaissa käyttäytynyt rauhallisemmin ja esim. vuosina 2012-2013 globaalit traktorimarkkinat ja CTL-metsäkonemarkkinat kulkivat vastakkaisiin suuntiin. Vuosien 2020-2021 koronapandemian

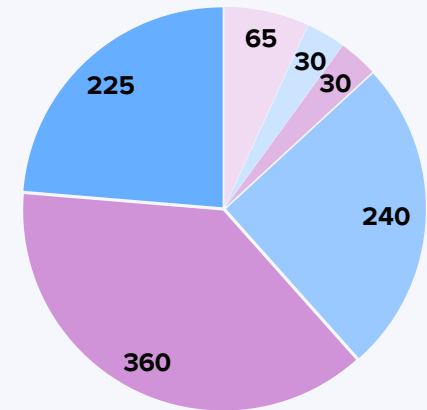
sekä edelleen jatkuvan Ukrainan sodan vaikutukset ovat tietenkin negatiivisia kaikkialla. Edellisen sivun graafista ilmenee, miten maailman aiemmin suurimman CTL-metsäkonemarkkinan Venäjän sulkeutuminen on kompensoitunut kokonaan muilla markkinoilla vuosina 2022-2023.

Kohdemarkkinan vuosikasvu 3+ % yli syklin

Keslan eri kohdemarkkinoiden kasvunopeus vain harvoin ylittää bkt:n kasvuvauhdin, etenkin kehittyneillä markkinoilla. Näillä markkinoilla puunkorjuu on pitkälle koneistunutta ja myös paperin, kartongin, lasin, muovin ja metallin kierrätys on edistynyt. Markkinalla käytettävien koneiden ja laitteiden kysyntä kasvaa yleensä korkeintaan +5 %:n tahtia.

Seuraavan sivun taulukossa on arviomme Keslan eri tuotealueiden tyypilliseksi kasvuvauhdiksi yli suhdanteen. Puunkorjuulaitteiden sekä kierrätysnostureiden +4...+5 %:n v/v keskimääräisessä kasvunopeudessa on huomioitu ao. markkinoiden nopeampi kasvu kehittyvillä markkinoilla. Kohdemarkkinoiden koolla painotettu kasvuvauhti on reilu +3 % v/v. Koronapandemian vuoksi markkinan volyyymi supistui arviolta -5 % v/v 2020-21, mutta patoutuneen kysynnän purkautumisen ja tehtyjen isojen hinnankorotusten myötä markkinan arvo on toimialan yhtiöiden liikevaihtolukujen perusteella ollut +10...+20 %:n kasvussa sekä 2021 että 2022. Odotamme markkinan nominaalisen kasvun olevan +5...+7 % v/v vielä vuosina 2023-2024. Kaikkiaan vuosien 2020-2024 keskimääräinen kasvu on +8 % p.a., josta 3 %-yksikköä on volyyymiä ja 5 %-yksikköä hinnankorotuksia.

Keslan kohdemarkkinat 2022, MEUR



- Harvesterin irtokourat
- Metsäkonenosturit pl. OEM
- Hakkurit
- Puutavaranosturit
- Kierrätysnosturit
- Traktorivarusteet

Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Keslan kohdemarkkinat 2022

Tuotealue	Harvesterin irtokourat	Metsäkone-nosturit	Hakkurit	Puutavara-nosturit	Kierrätys-nosturit	Traktori-varusteet
Keslan segmentti	Puunkorjuu-laitteet	Puunkorjuu-laitteet	Auto- ja teollisuusnosturit	Auto- ja teollisuusnosturit	Auto- ja teollisuusnosturit	Traktori-varusteet
Markkina, kpl	1300	1100	300	4000	4000	7500
Keskihinta, 1000 EUR	50	30	110	60	90	30
Markkina, MEUR	65	35	30	250	350	220
Kasvuvauhti (v/v) yli syklin, arvio	4-5 %	4 %	2 %	2 %	5 %	2 %

Kohdemarkkina yhteensä

900-1000 MEUR

> 3 % kasvuvauhti p.a. yli syklin

Kilpailutilanne 1/2

Markkina on fragmentoitunut

Keslan kohdemarkkinoilla kilpailu on hyvin fragmentoitunutta ja yhtiön kilpailuasemaa tuleekin tarkastella tuoteryhmittäin. Kukaan Keslan kilpailijayhtiöistä ei ole läsnä useammalla kuin kolmella Keslan kuudesta päätuotealueesta. Markkinan pirstaloituneisuutta kuvastaa se, että Keslan mukaan pelkästään EU:n alueella on yli 50 eri valmistajaa, jotka toimittavat traktoreihin asennettavia kuormaimia.

Keslan koko tuotesortimenttia sekä kilpailulle vapaata markkinaa ajatellen kilpailukentässä erottuu kaksi globaalia yhtiötä eli Cargotec-konserniin kuuluva Hiab (2022 liikevaihto 1578 MEUR) sekä itävaltalainen Palfinger (2022 liikevaihto 2226 MEUR). Osa muista kilpailijoista ei ole vielä julkistanut vuoden 2022 lukujaan, mutta tyypillisesti kilpailijoiden liikevaihto on 5-80 MEUR:n luokassa mediaanin ollessa noin 25 MEUR eli ne ovat Keslan kanssa samaa kokoluokkaa tai sitä pienempiä.

Keslalla pääosin vahva markkina-asema

Oheisessa taulukossa on lueteltu Keslan pääkilpailijat eri tuotesegmenteissä ja arvioimamme Keslan markkina-asemaa kuvaava sijaluku. Koko noin 900-1000 MEUR:n suuruisella kohdemarkkinalla Keslan markkinaosuus on noin 5 % ja kierrätysnostureiden markkina poisluettuna noin 7-8 %. Näin laskettu Keslan markkinaosuus on ollut hyvin stabiili. Vastaavalla tuotetarjonnalla toimivien kilpailijoiden puuttuessa näille luvuille ei kuitenkaan ole mielekäästä tulkintaa.

Kilpailijoiden liikevaihtotietojen perusteella arvioimme Keslan aseman suhteellisesti vahvimmaksi harvesterikourien ja metsäkone-nostureiden vapaalla markkinalla, joissa markkinaosuus on noin 11-13 %. Hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranostureissa arvioimme Keslan markkinaosuudeksi tuoteryhmästä riippuen 5-10 %. Tälläkin markkinaosuudella Kesla on johtavien yritysten joukossa markkinan pirstaloituneisuudesta johtuen.

- **Harvesterikourien** koko markkinalla kaikki Keslaa suuremmat valmistajat ovat sidoksissa metsäkonevalmistajiin. Ponsse myy jonkin verran omia kouria, John Deere omistaa Waratahin ja Komatsu ruotsalaisen Log Maxin.
- **Hakkureiden ja traktorivarusteiden** markkinat ovat Keslan markkinoista kaikkein pirstaleisimmat. Hakkureissa kyse on markkinan rajaamisesta laitteen koon ja käyttötarkoituksen mukaan.
- **Puutavaranostureissa** markkina on keskittyneempi. Palfingerin (Epsilon) ja Hiabin yhteenlaskettu markkinaosuus on arviolta yli 80 %.
- **Kierrätysnostureiden** markkinalla Kesla on pieni tekijä ja sen markkinaosuus on arvioimme mukaan alle 1 %. Keslan jakelukumppanin ranskalaisen Dalby-TechMat suoritus on kuitenkin parantunut kuluvana vuonna suhteessa 2022:een.

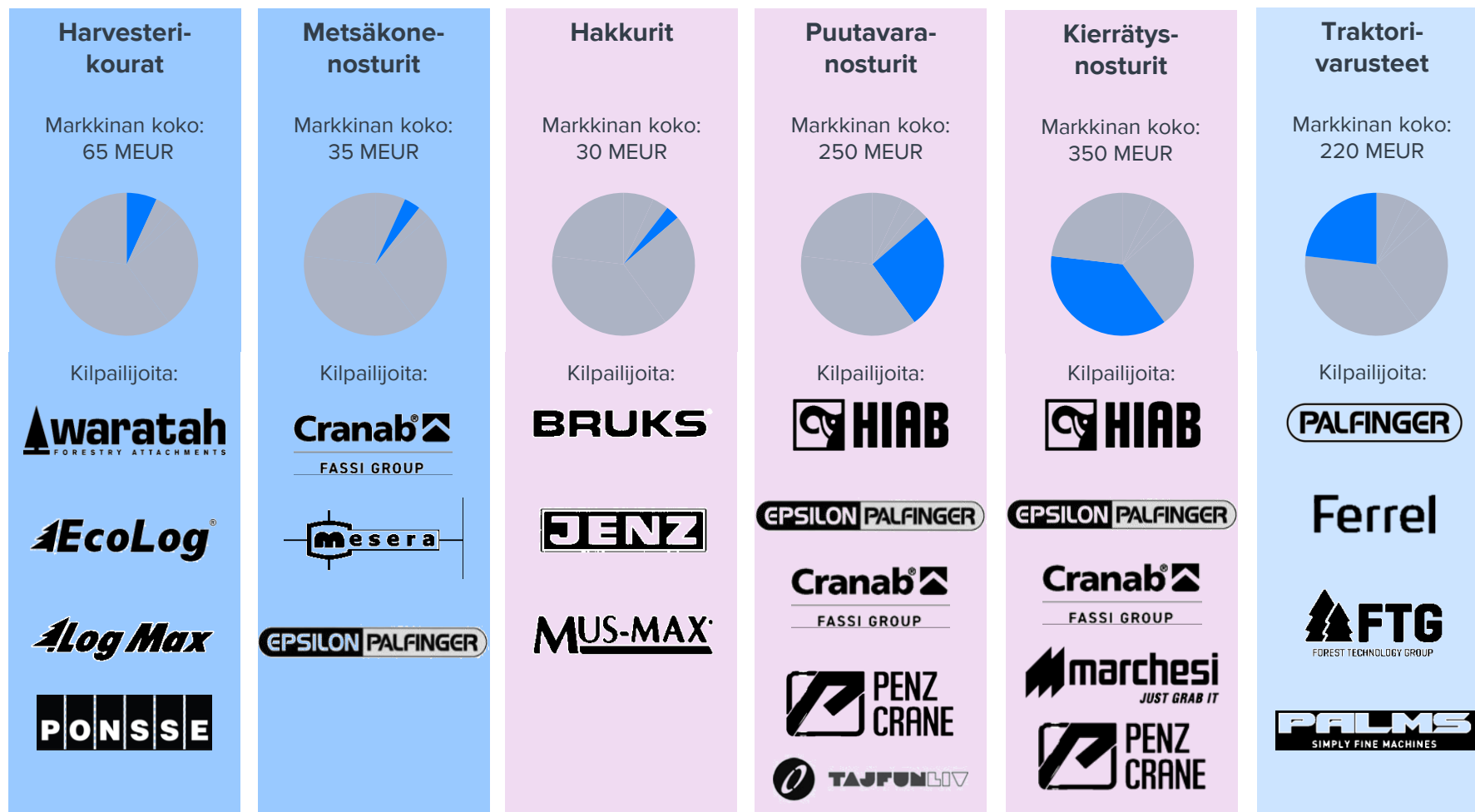


Keslan pääkilpailijat

Tuotealue	Pääkilpailijat	Keslan asema
Harvesterikourat	Ponsse Kone-Ketonen Komatsu (Log Max) Eco Log Deere (Waratah)	#4
Metsäkone-nosturit pl. OEM	Cranab Mesera Palfinger	#3...#4
Hakkurit	Bruks Jenz Musmax	#5...#10
Puutavaranosturit	Fassi/Cranab Hiab Tajfun-LIV Palfinger Penz	#3...#5
Kierrätysnosturit	Hiab Fassi/Cranab Marchesi Palfinger Penz	---
Traktori-varusteet	Farma Ferrel FTG Cranes Kronos Palmse Steindl-Palfinger BMF	#3...#5

Keslan kilpailijakenttä on hajanainen

Keslan kohdemarkkina (900-1000 MEUR)



Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Kilpailutilanne 2/2

Hintakilpailun kiristymisen uhka rajallinen

Keslan kilpailijoiden keskimääräinen kannattavuus ei oleellisesti poikkea Keslan omasta. Mediaanitasolla yhtiön kilpailijoiden liikevoittomarginaali vuosina 2017-2021 oli 4,5 % kun Keslan vastaava (oikaistu) luku oli 4,2 %. Tällä perusteella vain harvoilla kilpailijoilla on resursseja ryhtyä selvästi nykyistä aggressiivisempaan hinnoitteluun isompien markkinaosuuksien toivossa.

Keslan vahvuudet kilpailussa

Seuraavat seikat ovat mielestämme Keslan kilpailullisia vahvuuksia:

- **Vahva toimialaosaaminen.** Keslan osaaminen kattaa puunkorjuun koko tuotantoketjun, jolloin sillä on paremmat edellytykset aitoon kumppanuuteen asiakkaan kanssa ja myös asiakassuhteen vahvistamiseen tämän laajentaessa omaa arvoketjuaan.
- **Tuotevalikoiman kattavuus yhdistettynä fokukseen.** Vaikka Keslan tuotetarjonta kattaa puunkorjuun kaikki keskeiset vaiheet, on tuotetarjonta yksittäisissä segmenteissä fokuksitonut. Tuotetarjonta räätälöidään segmenttien sisältä valittuihin alasegmentteihin.
- **Etumatka tuoteominaisuuksissa.** Keslan mukaan sen ohjausjärjestelmäintegraatio laiteyhdistelmien nostimissa (hakkuri + nosturi, vaunu + kuormain + traktori) on edellä kilpailijoita. Keslan nosturi on ainut joka voidaan toimittaa millä tahansa hydraulikan ohjausjärjestelmällä (kaksivipuisuus /

nelivipuisuus / polkimet). Myös Keslan alustakoneriippumattomuus puunkorjuulaitteissa (harvesterikourat ja nosturit) laajentaa selvästi asiakaskuntaa moniin kilpailijoihin verrattuna.

- **Maine kestävien, kovaan käyttöön tarkoitettujen laitteiden toimittajana.** Esimerkiksi puutavaranoistureissa kilpailija Palfinger profiloituu Keski-Euroopan tarpeisiin parhaiten soveltuvien kevyiden nostureiden valmistajana kun taas Kesla fokuksituu kestäviin, nopeisiin ja suorituskykyisiin puutavaranoistureihin. Kestävyysmaine tukee Keslan tuotteiden kysyntää myös hyvän jälleenmyyntiarvon muodossa.
- **Vahvat asiakasreferenssit ja jakelukumppanit.** Teollisissa asiakkaissa tärkeimmät referenssit ovat Sumitomo Construction Machinery (kaivuriliikevaihto 1,3 mrd euroa vuonna 2022), jolle Kesla toimittaa harvesterikouria kaivinkoneisiin sekä AGCO:n omistama Valtra (~6 %:n osuus Euroopan traktorimarkkinoista), jolle Kesla toimittaa metsävarusteita. Keslan mukaan suhteet mainittuihin päämiehiin eivät ole perinteisiä alihankkijasuhteita, vaan yhdessä kehittämistä. Jakelussa Keslan vahvimmat kumppanit ovat Suomen traktorimarkkinoiden selvä johtaja Valtra/AGCO sekä ruotsalainen Lantmännen, joka on Pohjoismaiden johtava toimija maatalouskoneissa. Keslan 48 maata ja 120 yhtiötä käsittävän jakeluverkoston laajuus on yhtiön kokoluokassa selvä kilpailuetu.

Kilpailuaseman haasteet

Arvioimme seuraavien seikkojen olevan Keslan merkittävimpiä haasteita kilpailutilanteessa:

- **Resurssien hajautuminen.** Keslan tuotevalikoiman kattaessa kaikki puunkorjuun tärkeimmät segmentit hajauttaa tämä väistämättä yhtiön rajallisia resursseja tuotekehityksessä ja markkinoinnissa.
- **Rajallinen hintakilpailukyky.** Valmistuksen keskittyminen korkean kustannustason maahan eli Suomeen rajoittaa Keslan kykyä kilpailla kustannuksilla ja siten hinnoilla suhteessa niihin kilpailijoihin, joilla on valmistusta myös matalamman kustannustason maissa (esim. Palfinger, Hiab, Palmse).
- **Haastajan asema eräissä segmenteissä.** Keslan tuotealueista puutavaranoistureiden ja kierrätysnostureiden markkinat ovat selvästi kahden ison toimijan (Palfinger ja Hiab) dominoimia. Näissä segmenteissä isojen pelureiden parempi tunnettuus, isommat tuotekehitysresurssit, leveämpi tuotetarjonta, valmistuksen skaalaedut sekä kattavammat myynti- ja jälkimarkkinapalvelut antavat niille merkittävää kilpailuetua.
- **Jakeluverkko ei vielä toimi optimaalisesti.** Kuten aiemmin on todettu, Keslalla on parantamisen varaa jakeluverkon erikoistumisen, osaamisen/koulutuksen sekä asiakkuuden hallintajärjestelmien osalta. Näissä olevat puutteet voivat johtaa kauppojen menetykseen.

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdossa hyvä pitkän aikavälin kasvutarina

Keslan toimiala on perusluonteeltaan syklinen, mutta siitä huolimatta yhtiön vertailukelpoinen historiallinen kasvu yli syklin on ollut varsin hyvää. Liikevaihdon vertailukelpoinen keskimääräinen vuosikasvu vuosina 2013-2022 oli 3,5 %. Koronapandemia ja Venäjän hyökkäyssodan seuraukset hidastivat kasvua selvästi, sillä vuosien 2013-2019 keskimääräinen vuosikasvu oli 5,5 %. Kasvu on ollut käytännössä kokonaan orgaanista ja tapahtunut pääasiassa jakeluverkoston laajentamisen kautta. Viimeisten 9 vuoden aikana vertailukelpoinen liikevaihto on laskenut kahtena vuotena (2015 ja 2020). Vuoden 2015 lasku (-13 %) johtui Krimin valloitusta (2014) seuranneesta Venäjän markkinan pudotuksesta ja vuoden 2020 notkahdus (-16 %) koronapandemiasta.

Matalahko kannattavuustaso ja voimakas tulosheilahtelu

Keslan nykyiselle liiketoiminnalle on ollut luonteenomaista konepajaliiketoiminnaksikin varsin matala liikevoittomarginaali. Vuosien 2016-2022 oikaistun liikevoittomarginaalin mediaani oli 4,1 %. Lisäksi saman ajanjakson kertaeristä puhdistettu liikevoitto on heilahdellut melko voimakkaasti (variaatiokerroin 91 %, kun se pienemmillä kotimaisilla listatuilla konepajoilla on pääsääntöisesti 30-50 %). Tarkastelujaksoon on kuitenkin mahtunut poikkeuksellisen paljon markkinahäiriöitä, joita ei laskelmassa käsitellä kertaerinä.

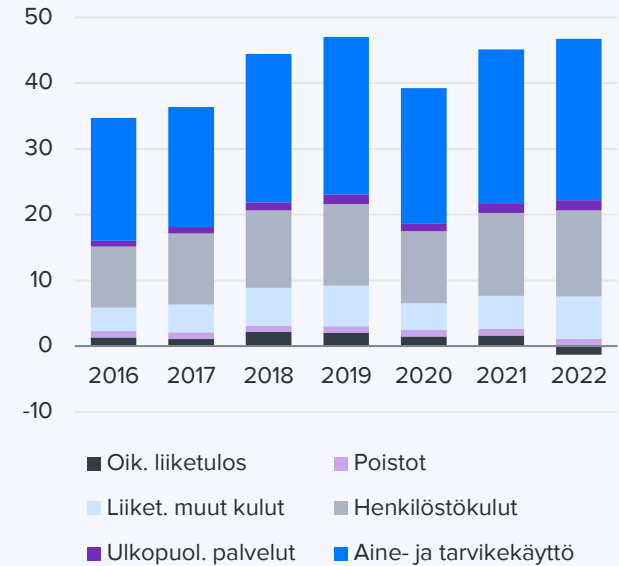
Kulurakenne lyhyellä tähtämellä melko jäykkä

Kuten aiemmin on todettu, Keslan kulurakenne on melko jäykkä. Jos operatiivisista kulueristä kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, tuotannon muut muuttuvat kulut sekä myynti- ja mainoskulut tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista korkeahko eli 36-38 %. Tämä yhdessä rakenteellisesti varsin alhaisen kannattavuustason kanssa merkitsee yhtiön liiketuloksen painumista herkästi tappiolliseksi liikevaihdon laskiessa selvästi.

Oheinen graafi kuvaa liikevaihdon jakautumista kuluerien ja oikaistun liiketuloksen kesken emoyhtiössä vuosina 2016-2022. Emoyhtiön luvut antavat konsernin lukuja paremman kuvan nykytilanteesta, sillä niihin ei sisälly divestoidun MFG Componentsin lukuja vuosilta 2016-2017.

Emoyhtiön vuoden 2022 tulosta (oikaistu EBIT-marginaali -2,8 %) rasittivat samat tekijät kuin konsernin tulosta. Tuotanto-ohjelma oli päivitettävä viennin Venäjälle ja Valko-Venäjälle päätyttyä. Osittain samasta syystä tulosta rasitti komponenttipulasta johtunut kapasiteetin vajaakäyttö sekä komponentti-inflaation ja omien hinnankorotusten välinen eriaikaisuus. Viime mainitut seikat heijastavat Keslan haasteita mukauttaa kulurakennetta nopeasti markkinatilanteen muuttuessa. Tosin viimeisten kolmen vuoden markkinaolosuhteita voidaan toivottavasti edelleen pitää hyvin poikkeuksellisina.

Emoyhtiön liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen 2016-2022, MEUR



Taloudellinen tilanne 2/2

Iso nettokäyttöpääoman rahoitustarve

Vuosina 2013-2022 Keslan yhteenlaskettu operatiivinen rahavirta on ollut melko vaatimaton eli 13,8 MEUR positiivinen. Etenkin vuoden 2022 rahavirta (-5,4 MEUR) oli heikko, mikä johtui alhaisesta kannattavuudesta sekä toimitusketjun häiriöiden vuoksi reippaasti kasvaneesta nettokäyttöpääomasta. Keslan liiketoimintamallista ja pitkästä omasta arvoketjusta (huom. oma komponenttivalmistus) johtuen nettokäyttöpääoman ja etenkin varaston rahoitustarve on normaalitilanteessakin melko suuri. Keslan nettokäyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon laski vuoden 2019 36 %:sta vuoden 2021 29 %:iin ennen pomppaamistaan 41 %:n tasolle vuonna 2022. Keslan nettokäyttöpääoma/liikevaihtosuhte on liiketoimintamallista johtuen selvästi suurempi kuin kotimaisilla listatuilla konepajayhtiöillä keskimäärin (tyypillisesti 10-20 %). Keslan tavoitteena vuodelle 2023 onkin ollut tuotantoketjun pullonkaulojen poistaminen ja tuotantorytmin palauttaminen normaalille tasolle, millä käyttöpääomatasoa halutaan pienentää ja rahavirtaa parantaa. Jaksolla Q3'22-Q1'23 operatiivinen rahavirta olikin jo selvästi positiivinen (+2,5 MEUR).

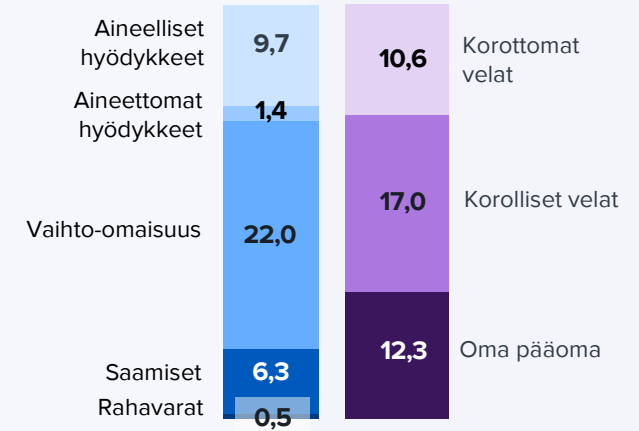
Tase rasittui selvästi vuonna 2022

Keslan taseessa ei mielestämme ole erityisiä riskieriä. Aineettomien hyödykkeiden määrä on pieni (0,9 MEUR vuoden 2022 lopussa) ja tästä puolet on aktivoituja tuotekehityskuluja. Vuoden 2022 alhainen kannattavuus ja heikko rahavirta (jota myös NOSTE-investointiohjelma rasitti)

painoivat vuoden lopun omavaraisuusasteen 32 %:iin (31.12.2021 toteuma 41 %), mikä on konsernin taloudellisten tavoitteiden (>40 %) alapuolella. Samoista syistä myös nettovelkaantumisaste nousi ikävän korkealle eli 134 %:iin (31.12.2021 toteuma 60 %) ylittäen selvästi konsernin 50 %:n tavoitteen.

Velanhoitokyvyn mittaamisessa tärkeä nettovelat / oikaistu käyttökate -tunnusluku parani vuoden 2020 lopun 3,5x:stä vuoden 2021 lopun 2,6x:een. Vuoden 2022 matala kannattavuus kuitenkin kohotti luvun korkeuksiin (28,7x) viime vuoden lopussa. Tämän vuoksi Keslan pitää jatkaa paranevalla tulosuralla ennen kuin nettovelat / oikaistu käyttökate alittaa jälleen 3,0x:n tason, jota luottokelpoisuutta arvioitaessa usein pidetään riskirajana.

Taserakenne 31.12.2022, MEUR



Velkamittarit 2018-2022



Ennusteet 1/5

Venäjän-markkinoiden korvaaminen on onnistunut hyvin

Valko-Venäjään jo aiemmin kohdistuneiden pakotteiden sekä Venäjän hyökkäyssodan seurauksena Venäjän ja Valko-Venäjän yhteenlaskettu osuus Keslan liikevaihdosta putosi nopeasti vuoden 2021 16 %:sta vuoden 2022 2 %:iin ja edelleen kuluvan vuoden nollaan. Keslan tärkeimmät vientituotteet Venäjälle ja Valko-Venäjälle olivat harvesterikourat ja metsäkone-nosturit (asiakkaana Amkodor). Keslan mukaan harvesterikourien Venäjän-viennin päättyminen on saatu täysimääräisesti kompensoitua muilla markkinoilla kun taas tilanne on ollut vaikeampi metsäkone-nostureissa.

Konsernitasolla Venäjän ja Valko-Venäjän markkinoiden kompensoituminen on joka tapauksessa onnistunut hyvin. Keslan markkinaosuus on ollut noususuunnassa muilla markkinoilla. Lisäksi liikevaihdon kehitys on ollut selvästi volyymikehitystä positiivisempaa, sillä Kesla on tehnyt vuoden 2021 alusta kaikkiaan yli +20 %:n hinnankorotukset, joissa painopiste oli vuodessa 2022.

Liikevaihdon ennustemalli on selväpiirteinen

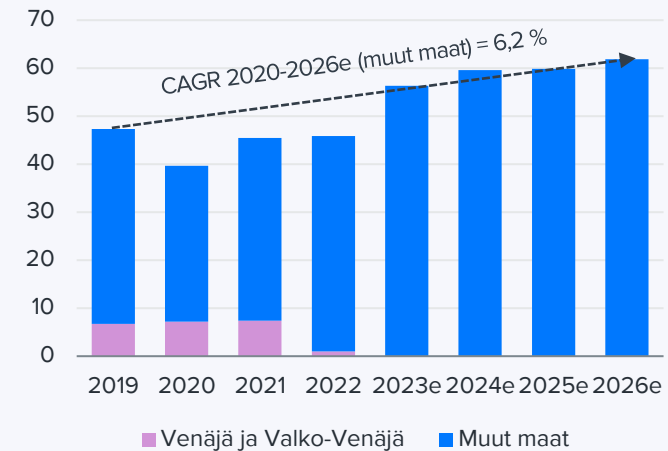
Liikevaihto- ja kannattavuusennusteidemme keskeiset komponentit ja taustaoletukset ovat seuraavat:

- **Liikevaihto** seuraa tilauskertymän muutoksia. Olemme tiettyssä määrin synkronoineet Keslan tilauskertymäennusteitamme Ponssen ja

Hiabin (Cargotec) tilauskertymäennusteidemme kanssa, sillä Ponsella ja Hiabilla on paljon samoja kysyntäajureita Keslan kanssa. Perinteisten tuotteiden ulkopuolella Keslan tilauskertymä ja liikevaihto saavat tukea Puolustusvoimien tilaamista monitoimiperävaunuista, joita kohtaan on osoitettu kiinnostusta myös muista Nato-maista sekä vuonna 2021 lanseeratusta sammutusperävaunusta, jota kohtaan on myös osoitettu maantieteellisesti laajaa kiinnostusta.

- Venäjän ja Valko-Venäjän markkinoiden oletetaan pysyvän sulkeutuneina. Koska Venäjältä Eurooppaan tuotu puu on korvattava muualla tapahtuvilla hakkuilla, uskomme etenkin Pohjoismaiden, Baltian ja Keski-Euroopan puunkorjuulaitteiden markkinoiden rahamääräisesti melko hyvään pidemmän aikavälin kasvuun. Odotamme Keslan liikevaihdon kasvavan Venäjän ja Valko-Venäjän ulkopuolisilla markkinoilla keskimäärin +8 % p.a. 2023-2026 ja +3 % p.a. 2024-2026.
- Emme odota muutoksia Keslan **markkinaosuuksiin** (harvesterikourien ja metsäkone-nostureiden vapaalla markkinalla 11-13 %, hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranostureissa tuoteryhmästä riippuen 5-10 %).
- **Liikevaihtomix** ei muutu. Kulutus- ja varaosien liikevaihto-osuus säilyy 15-16 %:ssa.

Liikevaihto maantieteellisesti, MEUR



Ennusteet 2/5

Liiketuloksen ennustemallissa korostuu NOSTE-hankkeen rooli

Keslan NOSTE-automaatioinvestoinnin (s. 8) vaikutukset pois lukien pidämme yhtiön kulurakennetta melko stabiilina:

- **Aine- ja tarvikekäytössä** materiaalihinnat normalisoituvat vuodesta 2023 eteenpäin ja/tai Kesla pystyy kompensoimaan materiaalien hinnannousun omilla hinnankorotuksillaan.
- Vuotuinen **palkkainflaatio** alenee vuoden 2023 +4 %:sta vuoden 2024 +3 %:iin ja edelleen vuosien 2025-2026 +2 %:iin.
- Keslan voimakas operatiivinen vipu merkitsee, että sekä **henkilöstökulujen** että **liiketoiminnan muiden kulujen** osuus liikevaihdosta alenee liikevaihdon kasvaessa. Keslan henkilöstöstä yli 30 % on toimihenkilöitä, joiden määrä ei kasva liikevaihdon suhteessa. Muissa liiketoiminnan kuluissa on taas paljon luonteeltaan kiinteitä kulueriä (mm. konttori- ja hallintokulut, osa käyttö- ja ylläpitokuluista).

NOSTE-hankkeella tulee onnistuneesti toteutettuna olemaan merkittävä positiivinen vaikutus Keslan kannattavuuteen. Hankkeen keskeiset parametrit ja oletukset ovat seuraavat:

- Noin 50 % säästöistä syntyy hitsauksen automaatiotason noususta, kun volyyymi kasvaa ja mahdollistaa volyymituotteiden tekemisen myös miehittämättömänä;
- Loput säästöt syntyvät leikkeiden alihankinnan

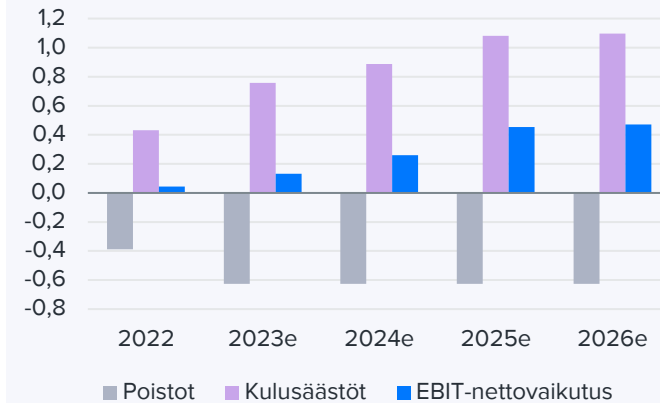
loppumisesta sekä hukkatyön ja hylkyjen vähenemisestä.

- Bruttona säästöt ovat 0,9...1,1 MEUR vuodessa 2024:stä eteenpäin. Määrä on luonnollisesti volyymiriippuvainen. Olemme jakaneet säästöt tuloslaskelman eri kuluerille siten, että 25 % kohdistuu aine- ja tarvikekäyttöön, 65 % henkilöstökuluihin ja loput 10 % liiketoiminnan muihin kuluihin.
- Bruttosäästöt kertyvät vaihteittain ja run-ratena niiden kertymistahdiksi arvioidaan 55 % v. 2023; 80 % v. 2024 ja 100 % v. 2025.
- Investoinnin seurauksena myös poistot kasvavat 0,5 MEUR:lla vuodessa eli varsinaiseksi tulosparannukseksi tulee 0,1 MEUR vuonna 2023, 0,3 MEUR vuonna 2024 ja 0,5 MEUR vuodesta 2025 eteenpäin. Tämä merkitsee +8...+19 %:n parannusta liiketulokseen vuosina 2023-2026.

Muut ennusteparametrit

- Vuoden 2025 ennustettu hidaskasvu ja samanaikainen NOSTE-hankkeen merkittävä tulosvaikutus heikentävät ko. vuoden vertailukelpoisuutta, mutta "normaalimpina" vuosina 2024 ja 2026 operatiivinen vipu on 3,2x...3,5x eli linjassa Keslan historiallisten lukujen kanssa.
- Vuosien 2021-2022 isojen investointien (2,4...3,8 MEUR) jälkeen investoinnit ovat vuosina 2023-2026 noin 1,7...1,8 MEUR eli poistoja (2,0 MEUR) pienemmät.

NOSTE-hankkeen tulosvaikutus 2022-2026e, MEUR



Ennusteet 3/5

- Keslan lainoistaan maksama keskiporko on vuonna 2023 noin 3,6 % ja vuosina 2024-2026 3,9...4,1 %.
- Konsernilla on arviolta 0,8...0,9 MEUR vähennyskelpoisia tappioita, jotka ennusteessamme käytetään vuosina 2023-2024. Tämän jälkeen konsernin veroaste on normaali 20 %.

Vuoden 2023 ennuste

Keslan Q1-numerot ylittivät odotukset kaikilla rintamilla. Q1-tilauskertymä kasvoi Venäjä eliminoituna +9 % v/v. Auto- ja teollisuusnostureiden kysyntä oli erityisen vahvaa ja traktori-varusteiden sekä puunkorjuulaitteiden kysyntä vakaata. Osa kasvusta tuli omien hinnankorotusten myötä. Q1:n liikevaihdon kasvu oli huima +73 % v/v. Kesla viittasi komponenttien selvästi parantuneeseen saataavuuteen sekä omien tuotannonjärjestelyidensä vaikutukseen, joiden ansiosta yhtiö pystyi purkamaan aiemmin viivästyneitä toimituksia. Volyymikasvu ja ilmeisen korkea kapasiteetin käyttöaste nostivat Q1:n EBIT-marginaalin 3,7 %:iin. Kannattavuutta paransivat aiempaa parempikatteisemmän tilauskannan toimitukset sekä hyvä kiinteiden kustannusten hallinta. Vahvan Q1-kehityksen vetämänä Kesla nosti ohjeistustaan vuodelle 2023. Keslan odotus liikevaihdon kasvusta v/v säilyi ennallaan, mutta yhtiö nosti arviotaan tuloskasvun suuruusluokasta käyttäen termiä "selvästi".

Keslan alustakonemarkkinoilla Volvo Trucks odottaa Euroopan raskaiden kuorma-autojen vuoden 2023 kysyntävolyymien kasvavan +7 % v/v ja sekä AGCO että Deere ennustavat Euroopan

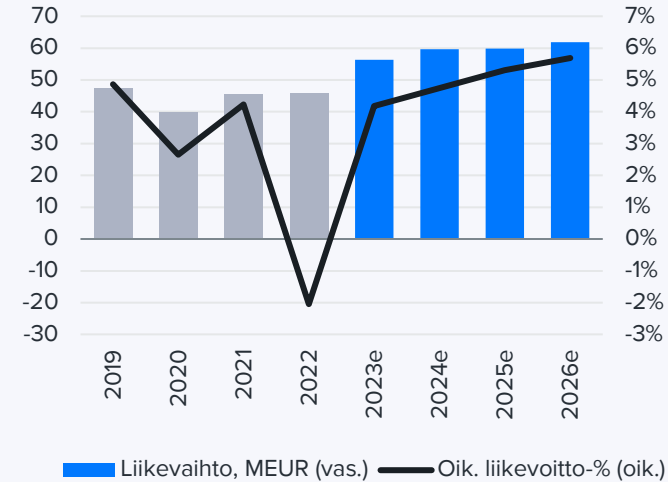
kuluvan vuoden traktorimarkkinan olevan $\pm 0...+5$ %:n v/v volyymikasvussa. Ainoastaan metsäkone-markkinan volyymikasvu näyttää tahmealta. Kun muutaman prosentin volyymikasvu yhdistetään tehtyjen hinnankorotusten vaikutukseen, on odotuksemme Keslan vuoden 2023 tilauskertymän +4 % v/v kasvusta varovainen. Ennusteemme Keslan liikevaihdon +23 % v/v kasvusta perustuu selvästi parantuneeseen toimituskykyyn ja edelleen vahvaan tilauskantaan (noin 34 MEUR Q1'23:n lopussa).

Keslan mukaan perusraaka-aineiden saatavuus on ollut viime aikoina kunnossa, mutta erikoiskomponenttien (puolijohteet, ohjauskomponentit) saataavuudessa on edelleen jonkin verran haasteita. Kokonaisuutena Keslalla ei kuitenkaan ole tällä hetkellä "kriittisiä" komponentteja ja myös yhtiön komponenttivarastot alkavat olla normaalitasoilla.

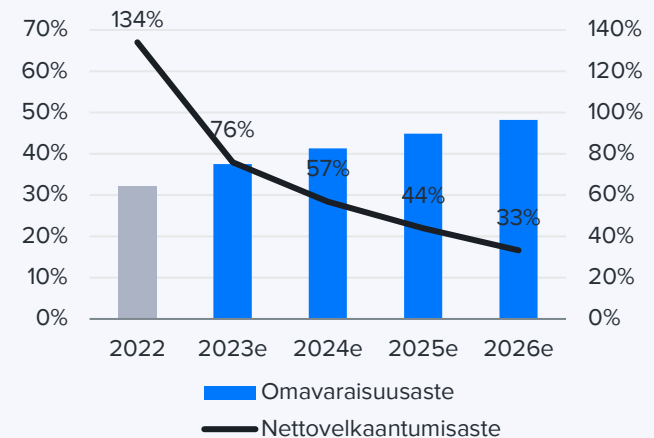
Ennusteemme 2023:n oikaistuksi EBIT-marginaaliksi on 4,2 % (2022 tot. -2,0 %). Keskeisin kannattavuutta nostava tekijä on operatiivinen vipu Keslan kapasiteetin käyttöasteen noustessa selvästi. Odotamme henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden laskevan 24,3 %:iin (2022 tot. 28,6 %) ja liiketoiminnan muiden kulujen liikevaihto-osuuden 12,5 %:iin (15,6 %). Lisätukea kannattavuuteen saadaan mm. Keslan energiakulujen pienentymisestä. NOSTE-hankkeen vaikutus vuoden 2023 liiketulokseen on ennusteessamme vielä vähäinen (+0,1 MEUR).

Vuoden 2023 nettorahoituskulut (-0,5 MEUR) ovat selvästi vuotta 2022 (-0,2 MEUR) korkeampia kun

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 4/5

korkotaso on noussut. Konserniveroaste on 0 % Keslan käyttäessä osan vähennyskelpoisista tappoistaan.

Vuosien 2024-2026 ennusteet

PTT:n huhtikuinen ennuste odottaa kotimaan metsäteollisuuden puunkäytön kasvavan +3 % v/v ja markkinahakkuiden +2 % v/v vuonna 2024. Vaikka kotimaa vastaakin ”vain” 39 %:sta Keslan liikevaihtoa, uskomme samojen ajureiden vaikuttavan ainakin eurooppalaiseen ja osin myös globaaliin kysyntään. Toisaalta odotuksemme Keslan (sekä Ponssen ja Hiabin) tilauskertymän prosenttimuutokseksi vuonna 2024 ovat varovaisia, koska 1) rakentaminen vähenee edelleen ja tämä heijastuu myös alustakonekysyntään; 2) koronaa seurannut kysyntäpatouma on purkautunut ja 3) hinnankorotusten tarjoama tuki alkaa ehtyä. Ennustammekin Keslan tilauskertymän laskevan -1 % v/v vuonna 2024. Vuoden 2024 liikevaihdon ennustettu kasvu (+6 %) v/v hyötyy vielä vuoden 2023 kohtuullisesta tilausvirrasta. Vuosina 2025-2026 odotamme tilauskasvun normalisoituvan +3...+4 %:iin v/v. Vuoden 2025 liikevaihdon muutosennusteemme (±0 % v/v) heijastaa vaisua tilauskertymän kasvua vuonna 2024, mutta vuonna 2026 arvioimme liikevaihdon kasvun palautuvan +3 %:iin v/v.

Vuosien 2024-2026 liiketuloksen kasvu (CAGR = 14 %) saa edelleen tukea kahdesta elementistä eli 1) operatiivisesta vivusta liikevaihdon kasvaessa sekä 2) NOSTE-hankkeesta. Mainituilla ajureilla ennustamme Keslan oikaistun EBIT-marginaalin

kohoavan vuoden 2023 4,2 %:sta vuoden 2024 4,7 %:iin, vuoden 2025 5,3 %:iin ja edelleen vuoden 2026 5,7 %:iin. NOSTE-hankkeen osuus vuoden 2024 tulosparannuksesta on 33 %, vuoden 2025 parannuksesta 55 % ja vuoden 2026 parannuksesta 5 %. Muut tehostustoimet sekä operatiivinen vipu vastaavat tulosparannuksen loppuosasta.

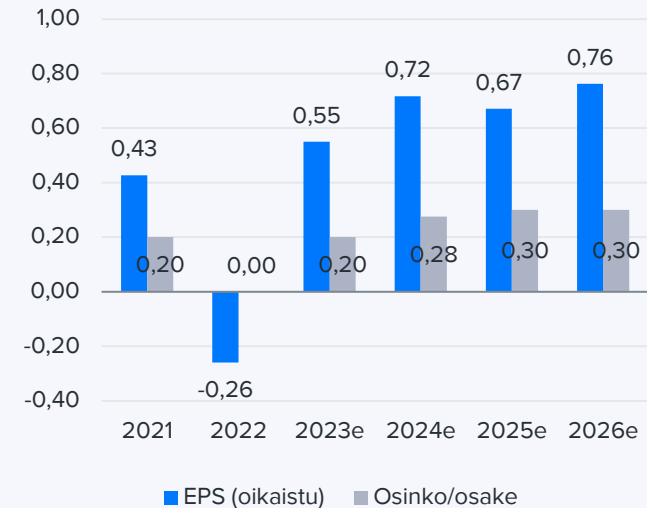
Konsernin vuosien 2024-2026 nettorahoituskulut ovat -0,3...-0,4 MEUR. Oletamme Keslan hyödyntävän jäljellä olevat vähennyskelpoiset tappionsa vuonna 2024 (n. 0,5 MEUR vuoden alussa) ja konserniveroasteen olevan 0 % vuonna 2024, mutta nousevan 20 %:iin vuodesta 2025 eteenpäin.

Em. ennusteita vastaavat EPS-odotuksemme ovat 0,55 euroa (2023), 0,72 euroa (2024), 0,67 euroa (2025) ja 0,76 euroa (2026). Voimakkaasti muuttuvan veroasteen vuoksi keskimääräistä EPS-kasvua ei ole mielekäästä laskea. Vuodesta 2023 alkaen osinkosuhde on 36...45 % eli linjassa yhtiön noin 40 %:n tavoitteen kanssa.

Paraneva kannattavuus ja normalisoituvaa nettokäyttöpääoma pitävät Keslan vapaan rahavirran selvästi positiivisena koko ennustekauden (+4,4...+7,9 MEUR). Ennusteissamme Keslan nettovelkaantumisaste laskee jo vuonna 2023 76 %:iin ja vuonna 2025 alle strategisen <50 %:n tavoitteen (44 %).

Omavaraisuusaste pysyy koko ennustejakson paranevalla uralla ja kohoaa 41 %:iin vuonna 2024 ylittäen 40 %:n minimitavoitetason. Sitä vastoin

Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Ennusteet 5/5

tavoiteltu 15 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite ei täyty ennustejaksolla ja odotuksemme vuosille 2023-2026 on 9...14 %.

Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Keslalta keskimäärin 2,9 %:n liikevaihdon vuosikasvua 2027-2032 terminaalikasvun ollessa 2,8 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 5,0...5,6 %:ssa terminaalimarginaalin ollessa 5,0 %. Luku on korkeampi kuin Metsäkoneet-liiketoiminnan vuosien 2016-2022 oikaistujen liikevoittomarginaalien arvioitu mediaani (3,4 %), mutta pyrkii huomioimaan strategian mukaiset kannattavuuden parannustoimet ja etenkin NOSTE-hankkeen merkittävän positiivisen vaikutuksen.

Veromuutoksilla iso vaikutus lähivuosien ennusteisiin

Lähivuosia koskevat ennustemuutoksemme ovat seuraavat:

- Olemme ottaneet aiempaa varovaisemman kannan NOSTE-hankkeen tulosvaikutusten realisoidumisen aikatauluun, mikä näkyy -6 %:n muutoksena vuoden 2024 liiketulosennusteessa. Ennustemme NOSTEen lopullisesta tulosvaikutuksesta on kuitenkin ennallaan;
- Olemme tarkentaneet ennusteitamme vuosien 2023-2025 nettorahoituskuluiksi korkojen jatkettua nousuaan. Nettokorkotaso on ennustevuosina noussut 0,3...0,5 %-yksikköä;
- Olemme huomioineet Keslan vähennyskelpoiset tappiot konserniverokannassa, joka on

käytännössä nolla vuosina 2023-2024. Tämän muutoksen vaikutus mainittujen vuosien osakekohtaiseen tulokseen on noin +25 %.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e		Muutos %	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	56,4	56,4	0 %	59,6	59,6	0 %	59,9	59,9	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	2,4	0 %	3,0	2,8	-6 %	3,2	3,2	0 %
Liikevoitto	2,4	2,4	0 %	3,0	2,8	-6 %	3,2	3,2	0 %
Tulos ennen veroja	1,9	1,9	-4 %	2,6	2,4	-8 %	2,9	2,8	-1%
EPS (ilman kertaeriä)	0,46	0,55	20 %	0,62	0,72	15 %	0,67	0,67	-1%
Osakekohtainen osinko	0,15	0,20	33 %	0,28	0,28	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	45,5	45,9	16,4	13,8	11,9	14,3	56,4	59,6	59,9	61,9
Kesla	45,5	45,9	16,4	13,8	11,9	14,3	56,4	59,6	59,9	61,9
Käyttökate	3,6	0,2	1,0	0,8	1,2	1,4	4,3	4,8	5,2	5,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-1,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	-0,9	0,6	0,3	0,7	0,8	2,4	2,8	3,2	3,5
Liikevoitto	2,2	-1,3	0,6	0,3	0,7	0,8	2,4	2,8	3,2	3,5
Kesla	2,2	-1,3	0,6	0,3	0,7	0,8	2,4	2,8	3,2	3,5
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	2,1	-1,5	0,5	0,1	0,5	0,6	1,9	2,4	2,8	3,2
Verot	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,7	-1,2	0,538	0,1	0,5	0,6	1,9	2,4	2,3	2,6
EPS (oikaistu)	0,43	-0,26	0,16	0,04	0,16	0,19	0,55	0,72	0,67	0,76
EPS (raportoitu)	0,50	-0,35	0,16	0,04	0,16	0,19	0,55	0,72	0,67	0,76

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	14,7 %	0,9 %	72,5 %	15,0 %	25,9 %	-4,2 %	22,9 %	5,8 %	0,5 %	3,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	82,7 %	-148,7 %	-290,5 %	-235,2 %	-285,1 %	-2118,0 %	-352,0 %	19,9 %	12,4 %	10,7 %
Käyttökate-%	7,8 %	0,4 %	6,2 %	5,6 %	10,0 %	9,6 %	7,7 %	8,1 %	8,6 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,2 %	-2,0 %	3,7 %	2,1 %	5,7 %	5,5 %	4,2 %	4,7 %	5,3 %	5,7 %
Nettotulos-%	3,7 %	-2,6 %	3,3 %	1,0 %	4,5 %	4,5 %	3,3 %	4,1 %	3,8 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	10,5	11,2	10,8	10,6	10,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	0,9	0,6	0,8	0,9
Käyttöomaisuus	9,2	9,7	9,7	9,3	9,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	24,1	28,8	27,5	28,5	28,5
Vaihto-omaisuus	16,0	22,0	19,2	19,7	19,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,3	6,3	7,7	8,2	8,2
Likvidit varat	1,9	0,5	0,6	0,6	0,6
Taseen loppusumma	34,6	40,0	38,3	39,1	39,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	14,1	12,3	14,1	15,9	17,2
Osakepääoma	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kertyneet voittovarot	12,2	10,3	12,2	14,0	15,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	9,9	11,3	9,6	8,4	7,4
Laskennalliset verovelat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	8,7	10,2	8,5	7,4	6,4
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	10,6	16,4	14,6	14,7	14,4
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	6,8	2,7	2,2	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,9	9,6	11,8	12,5	12,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	34,6	40,0	38,3	39,1	39,0

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmääritysmalli

Keslan osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle ja sen suhteeseen osakkeen riskiin. Muut käyttämämme menetelmät ovat arvostuskerroinvertailu verrokkiryhmään sekä Keslan omiin historiallisiin kertoiimiin ja tämän lisäksi kassavirtamalli (DCF).

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Keslan hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- + **Kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvu.** Kasvua tukevat puunkorjuuvolyymien pitkän aikavälin kasvu mm. rakentamisen ja pakkaustarviketeollisuuden kasvun myötä sekä edelleen etenevä puunkorjuun koneellistuminen.
- + **Hyvä markkina-asema valituilla segmenteillä.** Pienestä koostaan huolimatta Kesla on valituilla tuotealueillaan pääsääntöisesti viiden suurimman toimijan joukossa.
- + **Partnerivetoisen kasvun tarjoama potentiaali.** Keslalla on hyvät mahdollisuudet kasvaa maantieteellisesti ja kohtuullisen pienellä riskillä yhteistyössä etenkin Valtra/AGCO:n, mutta myös Sumitomon ja Dalby TechMatin kanssa.

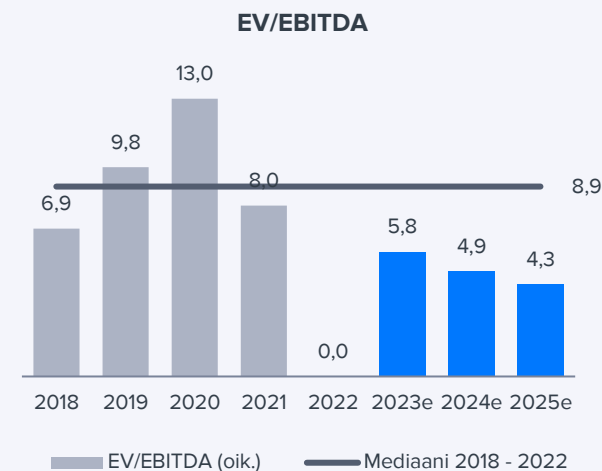
- + **NOSTE-hanke nostaa peruskannattavuutta.** Viimeistelyvaiheessa oleva automatisointihanke NOSTE tulee selvästi ja mielestämme pysyvästi kohottamaan Keslan kannattavuustasoa.

Keslan osakkeen arvostusta suhteessa mediaaniverrokkiin rasittavat seuraavat tekijät:

- **Pieni koko.** Keslan verrokkiryhmän yhtiöiden ennustettu mediaaniliikevaihto v. 2023 on 57-kertainen Keslaan verrattuna eikä Keslaa myöskään pidetä markkinoilla ns. kasvu-yhtiönä. Keslan osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Tuloksen volatiliteetti.** Olemme aiemmin käsitelleet Keslan tuloksen historiallisesti suurta ja verrokkiryhmää voimakkaampaa tulosheilahtelua, mihin liittyy korkeampi riskipreemio painaa osakkeen arvostusta.
- **Osakkeen alhainen likviditeetti.** Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta ja muodostaa diskonttotekijän, jota suurimmalla osalla verrokeista ei ole.
- **Ostokohdepotentiaalın poissaolo.** Keslan omistusrakenne tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiolisan.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,34	4,34	4,34
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	25	24	22
P/E (oik.)	7,9	6,1	6,5
P/E	7,9	6,1	6,5
P/Kassavirta	2,3	5,3	5,5
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	10,8	8,4	7,0
Osinko/tulos (%)	36,4 %	38,4 %	44,7 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	6,3 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Kun huomioidaan edellä mainitut hyväksytyyn arvostustasoon vaikuttavat tekijät, tulisi Keslan osake mielestämme arvostaa noin 6x-7x:n EV/EBITDA-kertoimella ja noin 9x-12x:n EV/EBIT-kertoimella vuosien 2023-2024 ennusteilla. Kertoimet ovat keskimäärin noin -5 % verrokki-ryhmän mediaanin alapuolella, mitä pidämme Keslan tapauksessa hyväksyttävänä diskonttona. Diskontto voi näyttää melko vähäiseltä, mutta Keslan ennustettu tuloskasvu on myös vuoden 2024 jälkeen nopeampaa kuin verrokeilta keskimäärin odotetaan. Edellä esitetyt kertoimet Keslalle ovat -11...-34 % alempana kuin osakkeen historialliset (2018-2022) mediaanikertoimet. Alennus on perusteltu kun huomioidaan takavuosista selvästi kohonnut korkotaso sekä ulkoiset tekijät, jotka painoivat Keslan tulosta ja siksi nostivat arvostuskertoimia vuosina 2020-2022.

Keslan vuosien 2023 ja 2024 P/E-kertoimia tarkastellessa on huomioitava, että mainittujen vuosien raportoitu EPS hyötyy selvästi vähennyskelpoisten tappioiden käytöstä ja siitä koituvasta nollaverokannasta. Tulosta on mahdollista oikaista käyttämällä normaalia 20 %:n konserniverokantaa, mutta emme yleensä ole tehneet tällaista vero-oikaisua ja sen antama lisäarvo arvostustarkasteiluun olisi muutoinkin marginaalinen.

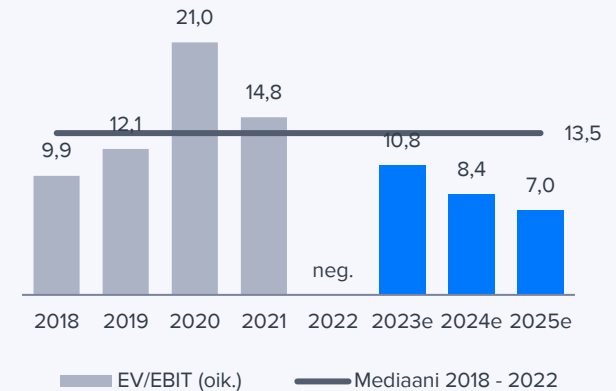
Olemme kerroin pohjaisessa arvostuksessa antaneet suuremman painon vuodelle 2024, sillä vuoden 2023 kertoimet ovat jo osittain taaksepäin katsovia.

Kokonaistuotto on hyvällä tasolla

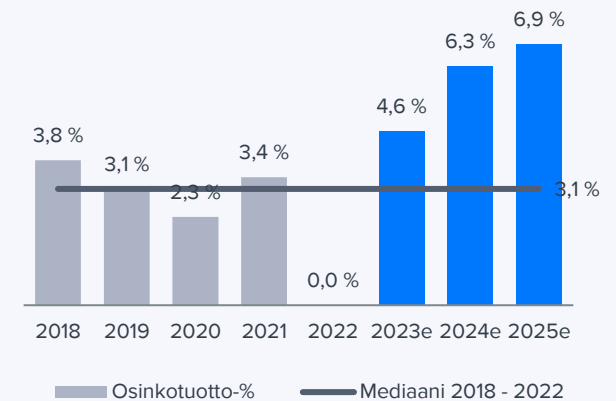
Keslan osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättynä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan noin +13...+20 % p.a. Luku muodostuu noin 7...15 %:n kurssipotentiaalista sekä noin 5 %:n osinkotuotosta. Kuten todettua, tulevan tuloskasvun keskeisiä ajureita ovat Keslan ison operatiivisen vivun marginaaleja nostava vaikutus kun liikevaihto kasvaa sekä NOSTE-hankkeen saaminen päätökseen ja tästä seuraava peruskannattavuuden tasonnosto. Odotettua suhteellista tuloskasvua ei vuoden 2022 heikon tuloksen vuoksi voida laskea, mutta oikaistun EBITDA:n kasvu Q2'22-Q1'23:n 1,5 MEUR:sta vuoden 2024 odotettuun 4,8 MEUR:on kuvastaa kehitystä. Vuodelle 2024 asettamamme 6x:n EV/EBITDA- ja 9x:n EV/EBIT-kertoimet antavat samansuuntaiset, mutta hieman toisistaan poikkeavat indikaatiot kurssipotentiaalin suuruudesta.

Keslan rahavirta myös investointien jälkeen säilyy ennusteissamme selvästi positiivisena. Tämä antaa mahdollisuuden osinkopolitiikan mukaiseen osingonmaksuun, vaikka yhtiön nettovelkaantumisasaste laskeekin tavoitetasolle (<50 %) vasta vuonna 2025. Varsin hyvä 5-6 %:n osinkotuotto vuosilta 2023-2024 kohottaa Keslan profiilia myös osinkoyhtiönä. Odottamamme +13...+20 %:n p.a. kokonaistuotto ylittää selvästi noin 11 %:n tuottovaatimuksemme eli riskikorjattu tuotto on houkutteleva.

EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kerroinpohjainen arvostus on alakantissa

Keslan osakkeen arvostusvertailussa ongelmia aiheuttavat sekä toimiala että yhtiön koko. Aiemmin esitellyt kilpailijat ovat joko listaamattomia yrityksiä tai osia suuremmista pörssinoteeratuista konserneista. Lisäksi edes lähellä samaa suuruusluokkaa olevia listattuja verrokkiyhtiöitä, joilla olisi samantyyppiset liiketoiminta-ajurit ja myös mielekkäät konsensusennusteet on vähän. Vertailuryhmän ydin koostuukin Keslaa selvästi kookkaammista yhtiöistä, joista osalla liiketoiminnan ja arvostuksen ajurit poikkeavat selvästikin Keslan vastaavista. Keslan arvostuskertoimien suhteuttaminen näihin verrokkeihin onkin enemmän indikaatiivista kuin tiukasti tulkittavaa tietoa.

Keslan tämänhetkiset vuosien 2023 ja 2024 EV/EBITDA-kertoimet (6x ja 5x) ovat -22...-23 % diskontolla suhteessa verokkien mediaaniin. Diskontto on perusteettoman suuri, vaikka huomioidaan aiemmin esitetyt diskonttotekijät. Tällä perusteella osake on aliarvostettu. Lisäksi koko verokkiryhmän arvostus on alhainen, sillä vuosien 2023 ja 2024 mediaani-EV/EBITDA on peräti -35...-44 % alempana kuin Helsingin pörssin mediaanitaso.

DCF-malli indikoi kohtuullista nousupotentiaalia

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

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotamme Keslan liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,8 % ja EBIT-marginaaliksi 5,0 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 9,4 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 1,50 %:n likviditeetti-premio. Oman pääoman kustannus on 11,1 %. Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipremio.

DCF-malli antaa Keslan osakkeen arvoksi 5,5 euroa, mihin on 26 %:n nousuvara. DCF-mallin riskeistä huolimatta pidämme nousuvaraa kohtuullisena. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Positiivinen sijoituskäsitys säilyy

Käyttämillämme arvostusmenetelmillä Keslan osake on houkuttelevasti hinnoiteltu. Kokonaistuotto ylittää tuottovaatimuksen, kerroinarvostus on alhainen sekä absoluuttisesti että suhteellisesti ja nousuvara DCF-arvoon on kohtuullinen. Positiivisia kurssiajureita ovat 1) edelleen tyydyttävän markkinan mahdollistama kasvu partnereiden, nykyisen jakeluverkon tehokkaamman hyödyntämisen ja uusien jakelijoiden tuella; 2) vuodelle 2023 ohjeistetun selvän tuloskasvun realisoituminen sekä 3) NOSTE-hankkeen mahdollistama kannattavuushyppäys.

Säilytämme Keslan osakkeen lisää-suosituksen. Ennustemuutoksemme ovat kertaluonteista vero-oikaisua lukuun ottamatta vähäisiä, joten säilytämme myös tavoitehinnan 4,90 eurossa.

Osaketuoton ajurit 2022-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

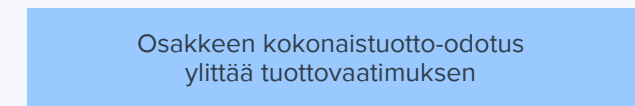
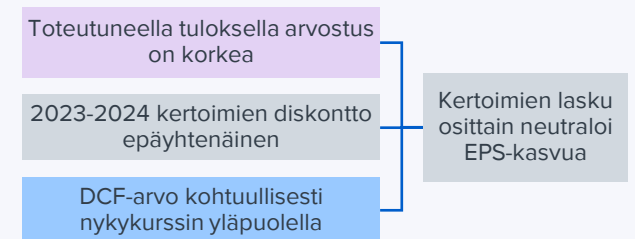
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



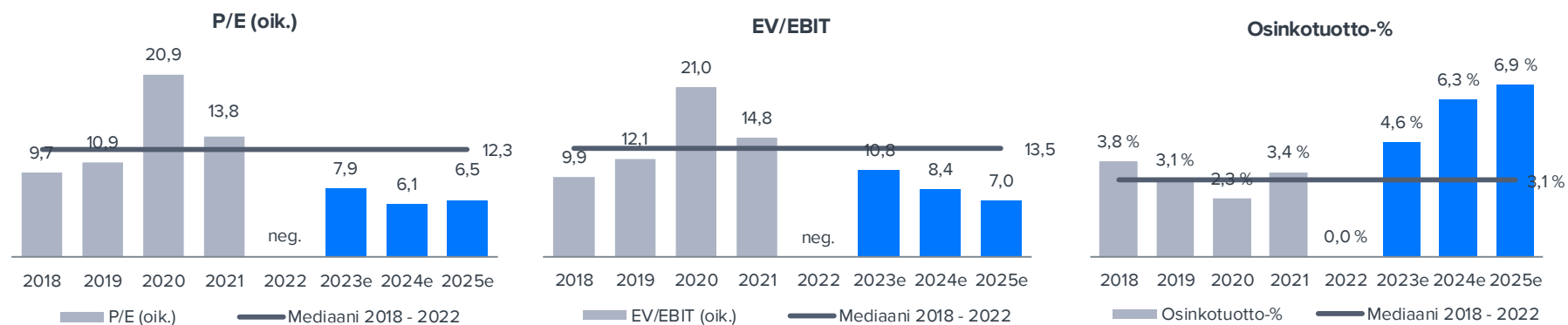
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,90	4,86	4,27	5,88	4,13	4,34	4,34	4,34	4,34
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	13	16	14	20	14	15	15	15	15
Yritysarvo (EV)	24	28	22	28	30	25	24	22	21
P/E (oik.)	9,7	10,9	20,9	13,8	neg.	7,9	6,1	6,5	5,7
P/E	11,0	17,3	47,7	11,8	neg.	7,9	6,1	6,5	5,7
P/Kassavirta	8,4	neg.	3,3	neg.	neg.	2,3	5,3	5,5	5,7
P/B	1,1	1,3	1,1	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,9	9,8	13,0	8,0	>100	5,8	4,9	4,3	3,8
EV/EBIT (oik.)	9,9	12,1	21,0	14,8	neg.	10,8	8,4	7,0	5,9
Osinko/tulos (%)	42,2 %	53,4 %	11,7 %	40,3 %	0,0 %	36,4 %	38,4 %	44,7 %	39,2 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	3,1 %	2,3 %	3,4 %	0,0 %	4,6 %	6,3 %	6,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Ponsse Oyj	855	888	14,6	12,8	9,8	9,0	1,1	1,1	18,1	16,3	2,4	2,6	2,4
Cargotec Corp	3355	3733	8,1	9,1	6,6	6,9	0,8	0,9	10,6	11,9	3,1	3,2	2,1
Konecranes Abp	3029	3599	9,0	8,6	7,2	6,9	0,9	0,9	11,2	10,6	3,6	4,0	1,9
Raute Oyj	69	68	19,4	8,5	8,5	5,4	0,4	0,4	28,2	9,9	2,0	4,2	1,4
Robit Plc	40	70	23,4	11,7	8,3	6,1	0,6	0,6	42,0	11,5	1,3	3,4	0,8
CNH Industrial NV	18119	34949	13,0	13,3	12,1	12,0	1,6	1,6	8,3	8,5	2,5	3,0	2,4
Palfinger AG	1085	1765	9,0	8,5	6,2	5,9	0,7	0,7	9,8	9,2	3,0	3,4	1,5
Wacker Neuson SE	1613	1904	7,3	7,8	5,3	5,5	0,8	0,8	8,8	9,5	4,8	4,8	1,1
Haulotte Group SA	111	394	16,8	11,8	7,5	6,4	0,5	0,5	8,5	6,2	3,5	5,5	0,5
Deere & Co	109388	157840	14,1	13,9	12,0	12,2	3,1	3,1	12,8	12,6	1,2	1,3	6,0
AGCO Corp	9036	10343	7,1	7,2	6,1	6,2	0,8	0,8	9,1	9,0	4,8	1,6	2,2
Terex Corp	3605	4084	7,7	7,7	7,1	7,1	0,9	0,9	9,6	9,6	1,0	1,1	2,5
Kesla (Inderes)	15	25	10,8	8,4	5,8	4,9	0,5	0,4	7,9	6,1	4,6	6,3	1,0
Keskiarvo			12,7	10,1	8,0	7,4	1,0	1,0	14,4	10,1	2,8	3,4	2,0
Mediaani			13,0	9,1	7,5	6,4	0,8	0,8	9,8	9,6	3,0	3,4	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-17 %	-8 %	-22 %	-23 %	-42 %	-48 %	-20 %	-37 %	52 %	86 %	-46 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

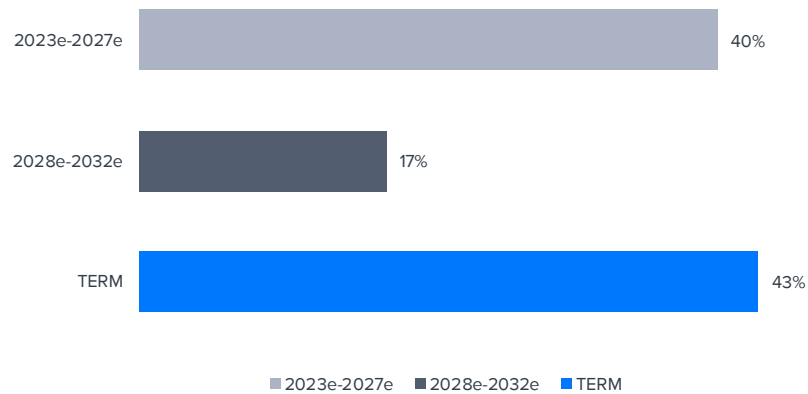
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,9 %	22,9 %	5,8 %	0,5 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto-%	-2,9 %	4,2 %	4,7 %	5,3 %	5,7 %	5,6 %	5,6 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	-1,3	2,4	2,8	3,2	3,5	3,6	3,7	3,7	3,5	3,6	3,7	
+ Kokonaispoistot	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,3	3,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	-5,1	7,9	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,5	4,3	4,3	4,4	
- Bruttoinvestoinnit	-1,9	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,1	6,2	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,1	6,2	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3	35,2
Diskontattu vapaa kassavirta		6,0	2,4	2,1	1,9	1,6	1,5	1,3	1,1	1,1	1,0	15,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,0	29,0	26,6	24,5	22,6	21,0	19,5	18,1	17,0	16,0	15,0
Velaton arvo DCF		35,0										
- Korolliset velat		-17,0										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		18,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,5										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	39,6	45,5	45,9	56,4	59,6	EPS (raportoitu)	0,09	0,50	-0,35	0,55	0,72
Käyttökate	1,7	3,6	0,2	4,3	4,8	EPS (oikaistu)	0,20	0,43	-0,26	0,55	0,72
Liikevoitto	0,6	2,2	-1,3	2,4	2,8	Operat. kassavirta / osake	1,66	0,77	-1,52	2,34	1,34
Voitto ennen veroja	0,4	2,1	-1,5	1,9	2,4	Vapaa kassavirta / osake	1,28	-0,12	-2,11	1,85	0,82
Nettovoitto	0,3	1,7	-1,2	1,9	2,4	Omapääoma / osake	3,78	4,18	3,63	4,18	4,70
Kertaluontoiset erät	-0,5	0,3	-0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,10	0,20	0,00	0,20	0,28
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	31,0	34,6	40,0	38,3	39,1	Liikevaihdon kasvu-%	-16 %	15 %	1 %	23 %	6 %
Oma pääoma	12,8	14,1	12,3	14,1	15,9	Käyttökateen kasvu-%	-40 %	109 %	-95 %	2164 %	11 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-54 %	83 %	-149 %	-352 %	20 %
Nettovelat	7,7	8,5	16,5	10,7	9,0	EPS oik. kasvu-%	-54 %	109 %	-161 %	-311 %	30 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	4,3 %	7,8 %	0,4 %	7,7 %	8,1 %
Käyttökate	1,7	3,6	0,2	4,3	4,8	Oik. Liikevoitto-%	2,7 %	4,2 %	-2,0 %	4,2 %	4,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,2	-0,7	-5,3	3,6	-0,3	Liikevoitto-%	1,4 %	4,9 %	-2,9 %	4,2 %	4,7 %
Operatiivinen kassavirta	5,6	2,6	-5,1	7,9	4,5	ROE-%	2,4 %	12,5 %	-8,9 %	14,1 %	16,1 %
Investoinnit	-0,8	-3,0	-1,9	-1,7	-1,8	ROI-%	2,4 %	9,4 %	-4,5 %	8,7 %	11,1 %
Vapaa kassavirta	4,3	-0,4	-7,1	6,2	2,8	Omavaraisuusaste	41,5 %	41,1 %	32,1 %	37,5 %	41,3 %
						Nettovelkaantumisaste	59,9 %	60,3 %	134,1 %	75,8 %	56,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	13,0	8,0	>100	5,8	4,9						
EV/EBIT (oik.)	21,0	14,8	neg.	10,8	8,4						
P/E (oik.)	20,9	13,8	neg.	7,9	6,1						
P/B	1,1	1,4	1,1	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,4 %	0,0 %	4,6 %	6,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2019	Vähennä	5,20 €	5,30 €
12.11.2019	Vähennä	5,00 €	5,05 €
21.1.2020	Vähennä	4,90 €	4,84 €
7.2.2020	Vähennä	4,50 €	4,62 €
21.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,78 €
24.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,42 €
10.7.2020	Vähennä	3,50 €	3,88 €
5.8.2020	Vähennä	4,00 €	4,17 €
27.10.2020	Lisää	4,60 €	3,99 €
8.1.2021	Vähennä	4,20 €	4,11 €
5.2.2021	Lisää	4,80 €	4,41 €
23.4.2021	Lisää	5,30 €	4,88 €
4.8.2021	Vähennä	6,20 €	6,36 €
30.9.2021	Lisää	6,20 €	5,50 €
22.10.2021	Lisää	6,50 €	6,00 €
9.2.2022	Vähennä	6,00 €	5,78 €
3.3.2022	Vähennä	4,20 €	4,24 €
26.4.2022	Vähennä	4,50 €	4,35 €
2.8.2022	Vähennä	4,50 €	4,40 €
25.10.2022	Vähennä	4,00 €	3,98 €
22.3.2023	Vähennä	4,00 €	4,09 €
27.4.2023	Lisää	4,90 €	4,43 €
20.6.2023	Lisää	5,00 €	4,53 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**