

# Koskisen

## Seurannan aloitus

24.2.2023 22:10



**Eemeli Oikarainen**  
+358 50 360 9195  
eemeli.oikarainen@inderes.fi



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Puunjalostusta yli sadan vuoden kokemuksella

Aloitamme Koskisen seurannan vähennä-suosituksella ja 6,0 euron tavoitehinnalla. Koskisen on kasvuhakuinen ja strategialtaan räätälöintiin sekä laatuun keskittyvä puunjalostusyhtiö, joka operoi syklisessä saha- ja levyteollisuudessa. Arvioimme Koskisen pitkän ajan kysyntänäköymien olevan terveet ja uskomme yhtiön syklin yli tuloksentekokyvyn kohenevan lähivuosina uuden sahalinjan myötä. Osakkeen arvostus ei mielestämme tarjoa riittävää turvamarginaalia yhtiön korkea riskitaso ja odottamamme laskeva tulostrendi huomioiden.

## Pitkän linjan puunjalostusyhtiö

Sahateollisuudessa yhtiö valmistaa ja myy sahatavaraa- ja jalosteita sekä tuotannon sivuvirtoja, sekä Levyteollisuudessa vaneria, lastulevyä, viilua ja sisustusratkaisuja hyötyajoneuvoihin. Konsernin liikevaihdosta noin 70 % tulee Euroopasta ja molemmat liiketoiminnot (etenkin Sahateollisuus) ovat luonteiltaan syklisiä sekä volyyminvetoisia. Koskisen markkinat ovat kansainväliset ja orgaanisesti hitaasti kasvavat, mutta yhtiön kokoon nähden suuret. Laatustrategiallaan Koskisen pyrkii löytämään markkinoilta taskuja, joissa asiakkaat arvostavat pitkälle räätälöityjä ja laadukkaita tuotteita sekä hyväksyvät hintapreemion. Mielestämme sahasektorin kilpailun dynamiikka on raadollinen, kun pääasiallinen erottautumistekijä on hinta. Huomautamme, että historiassa yhtiön sekä sahateollisuudessa toimivien yhtiöiden pääoman tuotot ovat jääneet yli ajan tarkastelussa alle pääoman kustannusten, mikä kuvaa toimialan vaativaa kilpailuympäristöä. Levyteollisuudessa yhtiön tuotteet ovat hintapisteeltään korkeammassa päässä ja tuotteiden korkeampien jalostusarvojen myötä segmentin keskimääräinen kannattavuuspotentiaali on mielestämme parempi. Koskisen pääriskejä ovat talouskehitykselle herkkä kysyntä ja hintojen vaihtelu, kilpailun kiristyminen ja lyhyellä aikavälillä kasvavan kapasiteetin kannattavassa myynnissä onnistuminen. Koskisen tavoite on 500 MEUR:n liikevaihto ja 15 %:n EBITDA-% yli syklin vuonna 2027. Kasvutavoite edellyttäisi mielestämme yritysjärjestelyjä rakenteeltaan hajanaisilla sektoreilla ja marginaalien osalta tavoite on mielestämme erittäin haastava yhtiön liiketoimintojen rakenteelliset kannattavuustasot huomioiden.

## Ennätysinvestoinnilla mahdollisuudet parantaa yhtiön keskimääräistä tuloksentekokykyä

Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat ajurit, kuten puurakentamisen suosion kasvu, ilmastonmuutostoimet, terveellinen asuminen. Nämä tekijät ja vuonna 2024 valmistuvan puunjalostusyksikön lisäkapasiteetti tarjoavat mielestämme potentiaalia rakenteellisen kannattavuustason parantamiselle suhteessa vuosia 2021-2022 edeltäneeseen aikaan. Vuosi 2023 arvioimme mukaan olemaan melko hyvä marginaalien osalta, kun odotamme Levyteollisuuden tekevän erinomaista tulosta Venäjän hyökkäyssodasta johtuvan koivuvanerimarkkinan alitarjonnan takia. Vuoden 2024 tulostason näkyvyys on etenkin hatara markkinatilanteen osalta. Koskisen tase on kahden erinomaisen vuoden sekä listautumisen myötä vankka, joten yhtiö voi keskittyä rauhassa pitkään peliin.

## Hinta ei vielä maistu

Koskisen taseen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2023 ja 2024 ovat 4x-5x ja P/B-kerroin vuodelle 2023 on 1,1x. Kertoimet painottuvat yhtiölle arvioidun pääomantuoton ja riskiprofiiliin huomioivan hyväksymämme kerroinhaarukan (EV/EBITDA 3,5x-6,5x ja P/B 0,7x-1,3x) keskikohdan tuntumaan. Lievästä yliarvostuksesta kiellii DCF-mallimme mukainen arvo (6,3 euroa / osake) ja verokkiryhmästä kumpuava ohut viitekehys. Lähivuosien 3,2-3,7 %:n osinkotuotosta huolimatta tuotto-odotus jää mielestämme tuottovaatimuksen alapuolelle ja siksi osakkeen tuotto/riski-suhde jää laimeaksi nykyiseltä arvostustasolta.

## Suositus

### Vähennä

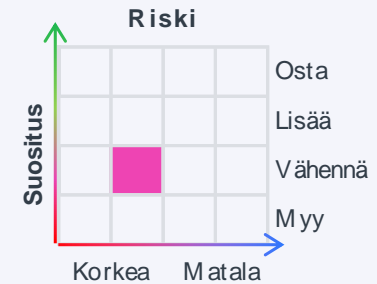
(aik.)

**6,00 EUR**

(aik. EUR)

**Osakekurssi:**

6,35



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	311,5	308,5	267,8	277,7
<b>kasvu-%</b>	42 %	-1 %	-13 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	52,7	55,6	19,2	15,6
<b>EBIT-% oik.</b>	16,9 %	18,0 %	7,2 %	5,6 %
<b>Nettotulos</b>	29,2	37,8	13,5	10,7
<b>EPS (oik.)</b>	2,32	1,67	0,58	0,46

<b>P/E (oik.)</b>	3,8	10,9	13,7
<b>P/B</b>	1,1	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,8 %	3,2 %	3,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	2,3	7,0	8,3
<b>EV/EBITDA</b>	2,0	4,3	4,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,5	0,5

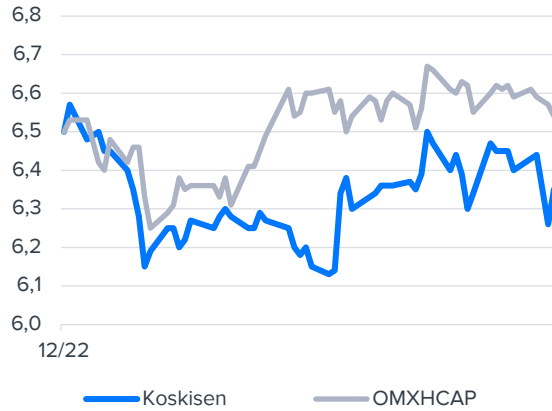
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

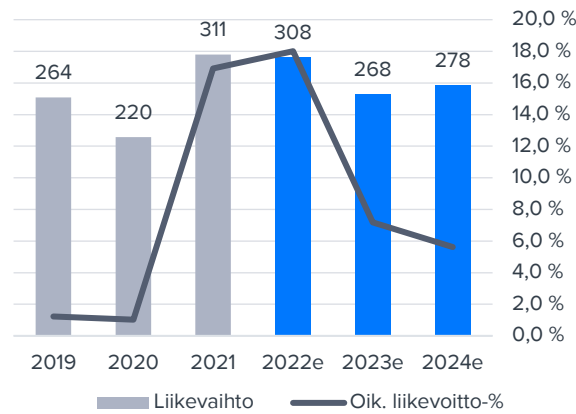
Koskisen arvioi sen liikevaihdon vuonna 2022 pysyvän samalla tasolla vuoden 2021 tasoon verrattuna, ja sen oikaistun käyttökatemarginaalin kasvavan vuonna 2022 vuoden 2021 tasoon verrattuna. Koskisen arvioi, että vuonna 2023 sen liikevaihto ei ylitä vuoden 2022 tasoa, ja sen oikaistu käyttökatemarginaali on 12-14 %.

## Osakekurssi



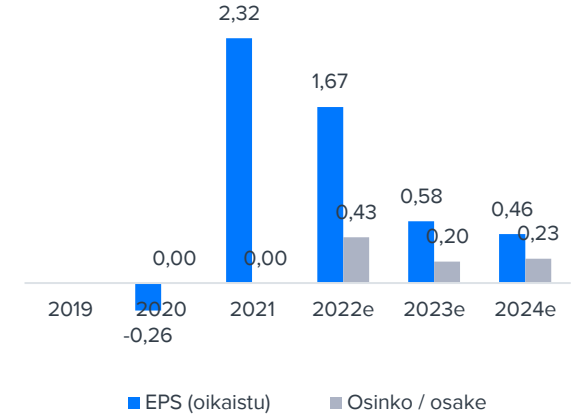
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Terveet pitkän aikavälin kysyntätrendit
- Viennin kasvu
- Normalisoidussa kannattavuustasossa parannuspotentiaalia
- Liiketoiminta luo arvoa (ROIC>WACC) suotuisassa syklissä



### Riskitekijät

- Kysynnän sykliisyys
- Sahateollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Bulkkimaiset lopputuotteet antavat vähän mahdollisuuksia erilaistumiselle. Hinta merkittävin erottautumiskeino ja siten kysyntä on markkinahintavetoista.
- Viennissä onnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,35	6,35	6,35
Osakemäärä, milj. kpl	23,0	23,0	23,0
Markkina-arvo	146	146	146
Yritysarvo (EV)	130	134	129
P/E (oik.)	3,8	10,9	13,7
P/E	3,9	10,9	13,7
P/Kassavirta	3,2	17,3	12,7
P/B	1,1	1,1	1,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	2,0	4,3	4,7
EV/EBIT (oik.)	2,3	7,0	8,3
Osinko/tulos (%)	26,5 %	35,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	6,8 %	3,2 %	3,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-17</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>s. 18-26</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 27-29</b>
Taloudellinen tilanne	<b>s. 30-31</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 32-34</b>
Ennusteet	<b>s. 35-41</b>
Arvonmääritys	<b>s. 42-49</b>
Liitteet	<b>s. 50-51</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 52</b>

# Koskisen lyhyesti

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

**1909**

Perustamisvuosi

**2022**

Listautuminen

**5 %**

Liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti 2010-2021

**9,8 % (5,8 %)**

Keskimääräinen oik. käyttökate-% 2019-2021 (Koskitukki-konserni 2010-2018 ka. Oik. käyttökate-%)

**332 MEUR**

Liikevaihto Q3'22 LTM

**79 MEUR (23,9 % liikevaihdosta)**

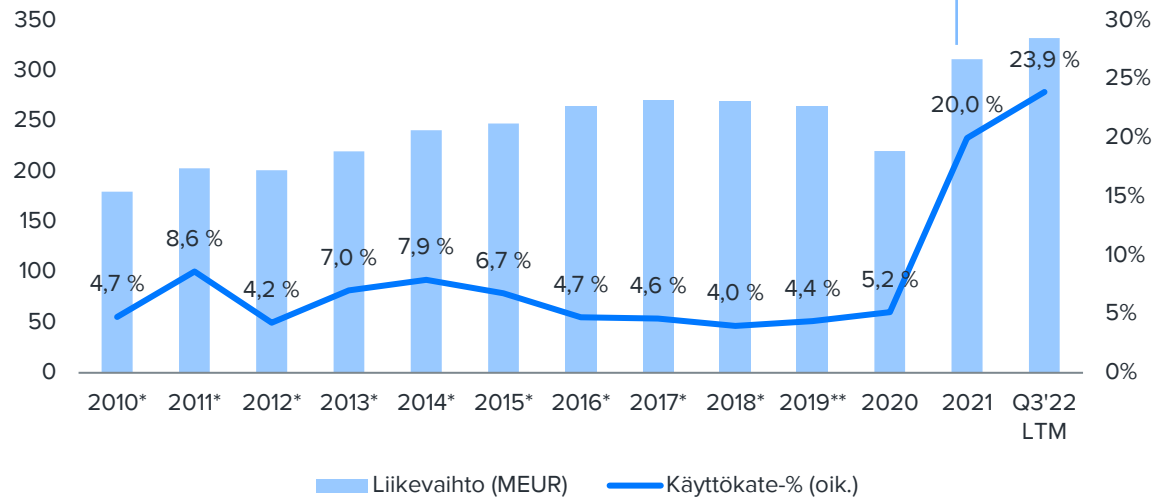
Käyttökate (EBITDA) Q3'22 LTM

**894**

Henkilöstömäärä Q3'22:n lopussa

- 1909–**
  - Vanerin ja lastulevyn tuotanto aloitettiin 60- ja 70-luvulla
  - Maltillista kasvua vuosituhanen vaihteeseen asti. 2000-luvun alussa voimakkaan kasvun vaihe jolloin, investointiin voimakkaasti
  - Nykyisen toimitusjohtajan aloitettua vuonna 2016 yhtiön toimintakulttuuria on muovattu ja tasetta putsattu alaskirjauksilla
- 2018–2021**
  - Yhtiö myi Taloteollisuus-liiketoimintasegmenttinsä (2019)
  - Investointipäätös Järvelän uuden puunjalostusyksikön rakentamisesta (2021)
  - Puutuotteiden markkinahintojen poikkeuksellinen nousu siivitti yhtiön liikevaihdon ja tuloksen merkittävään kasvuun (2021)
- 2022–**
  - Listautuminen Nasdaq Helsinki päälistalle (2022)
  - Investointi vaneritehtaan uuteen karattomaan sorviliinjaan
  - Poikkeuksellisen hyvä vuosi 2022 tuloksen osalta sahatavaran että vanerihintojen ollessa ennätystasoilla
  - Syklin kääntyessä kannattavuuden puolustaminen

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

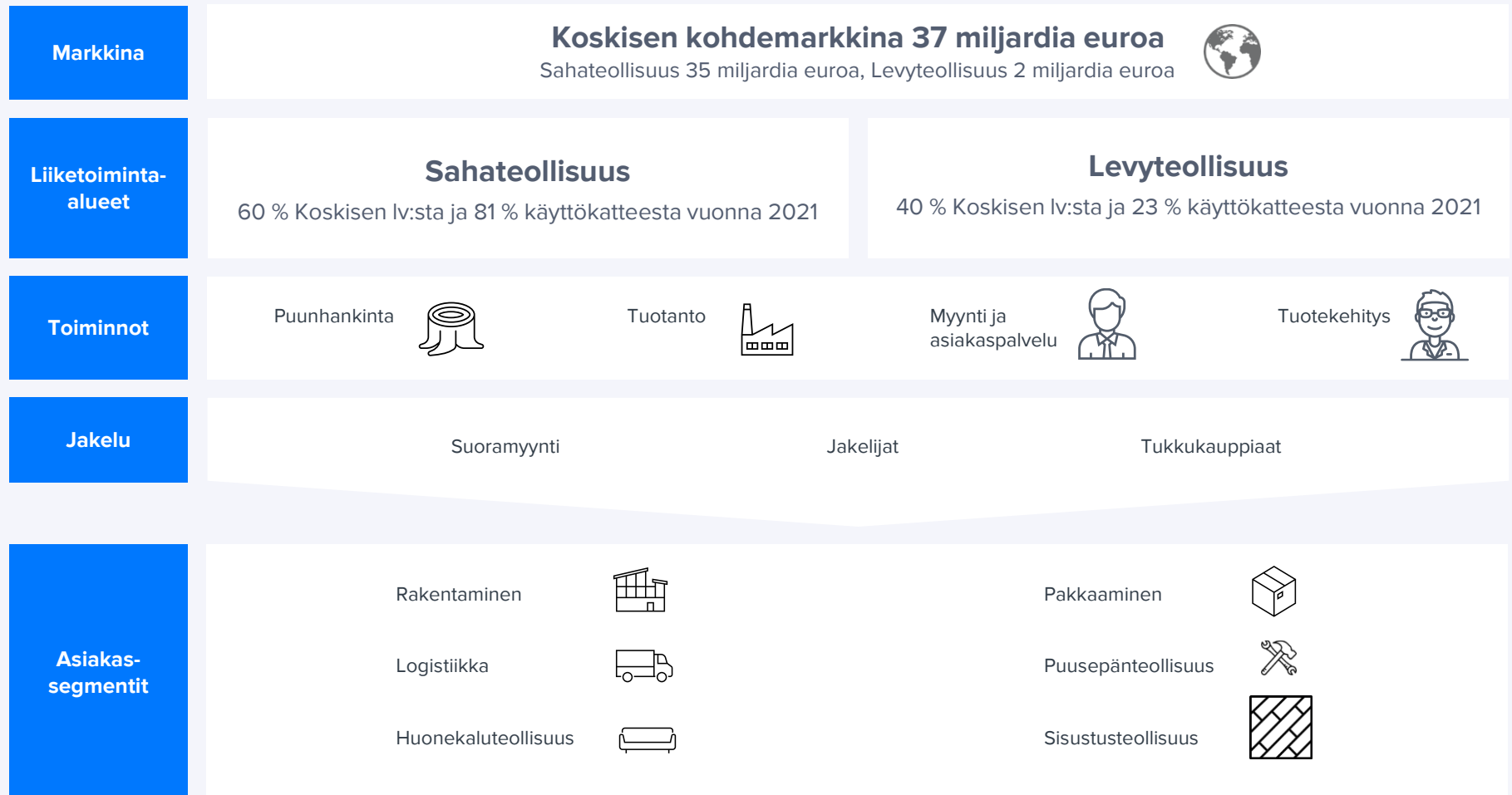


Lähde: Koskisen, Inderes

\*FAS-lukuja Koskitukki-konsernin tilinpäätöksistä

\*\*FAS

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

## Yli sadan vuoden toimintahistorian omaava puunjalostusyhtiö

Koskisen on suomalainen puunjalostusyhtiö, jolla on yli sadan vuoden toimintahistoria. Koskisen pääraaka-aineena toimii puu. Koskisella on kaksi liiketoimintasegmenttiä: Sahateollisuus ja Levyteollisuus.

## Sahateollisuudessa myydään sahatavaraa ja – jalosteita sekä tuotannon sivuvirtoja

Koskisen Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin **sahatavara** käsittää vakiosahatavaran että mitallistetun ja lujuuslajitellun sahatavaran, jotka ovat valmistettu kuusesta ja männystä. Tuotteita valmistetaan sekä rakennusteollisuuden käyttäminä vakiokokoisina että räätälöitynä kokoina ja näiden tuotteiden loppukäyttö on tyypillisesti rakennusteollisuuden rakennekäyttökohteissa sekä pakkaus-, huone- ja sisäverhoilutuotteissa. Sahatavaran osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 24 % vuonna 2021.

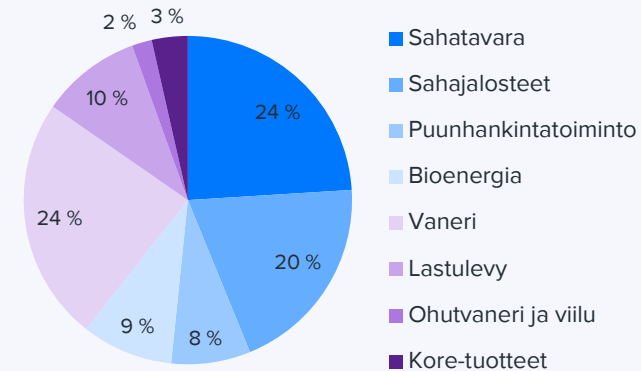
Sahateollisuus- liiketoimintasegmentin **sahajalosteet** käsittää jatkojalostettua sahatavaraa. Koskisen jatkojalostaa noin 40 % tuottamastaan sahatavarasta pääasiassa höyläämällä ja pienemmissä määrin maalaamalla, mikä nostaa tuotteen hintapistettä rajallisella lisäpanostuksella. Sahajalosteisiin kuuluvat kuusesta ja männystä valmistetut sisä- ja ulkoverhoilut, esikäsitellyt ja maalatut ulkoverhoilut, lattialaudat sekä höylätty ja maalattu puutavara. Sahajalosteiden loppukäyttö on tyypillisesti rakennusten rakentamisessa ja

remontoinnissa. Sahajalosteiden osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 20 % vuonna 2021.

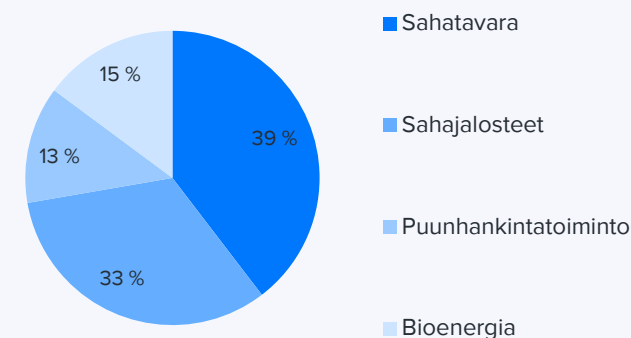
Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin sisällä Koskisella on **puunhankintatoiminto**, joka hankkii puuta (koivua, kuusta ja mäntyä) pääasiassa yksityisiltä metsänomistajilta Suomessa ja tarjoaa näille metsänomistajille metsänhoitopalveluita. Näitä tarjotaan avaimet käteen -periaatteella, mukaan lukien metsien hakkuiden jälkeinen hoito. Koskisen käyttää noin 60 % hankkimastaan puusta omassa toiminnassaan ja loput 40 % yhtiö myy kolmansille osapuolille, esimerkiksi sellun ja paperin valmistajille. Tämä kuvastaa toisaalta myös suomalaista puumarkkinaa, jossa puunostajat eivät käytännössä voi ostaa vain tarvitsemaansa puutyyppiä metsänomistajilta vaan joutuvat usein ostamaan kokonaisia leimikoita. Puunhankintatoiminnon eli kolmansille osapuolille myydyin puun liikevaihdon osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 8 % vuonna 2021.

Puunhankintatoiminnon lisäksi Sahateollisuus-segmenttiin kuuluu myös Bioenergia, jossa Koskisen toimittaa raaka-aineita (mm. tuotannon sivutuotteita ja tähteitä) biovoimalaitoksille kuten Loimuan omistamille ja operoimille Koskisen tuotantolaitoksilla sijaitseville voimalaitoksille. Bioenergian osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 9 % vuonna 2021. Arviomme mukaan välitystoiminnan kaltainen puunmyynti ja sivutuorevirran hyödyntämiseen pohjaava Bioenergia ovat Koskiselle lähtökohtaisesti lopputuotteiden myyntiä heikommin kannattavampaa liiketoimintaa.

## Konsernin liikevaihdon jakauma tuotesegmenteittain 2021



## Koskisen Sahateollisuuden liikevaihdon jakauma tuotesegmenteittain 2021



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

## Sahateollisuus on syklistä

Sahateollisuus on luonteeltaan syklistä, sillä sahatavaran ja –jalosteiden myyntivolyymit tyypillisesti vaihtelevat taloudellisista olosuhteista, poliittisista ympäristöistä Koskisen markkinoilla sekä rahoitusmarkkinoiden muutoksista johtuen. Koskisen tuotteita käyttävät teollisuuden alojen investointisyklit vaikuttavat tyypillisesti sahatavaran pohjakysyntään ja sitä kautta kannattavuuteen.

Koskisen Sahateollisuuden asiakkaat koostuvat suuremmaksi osaksi suorista asiakkaista, jotka operoivat rakennussektorilla (Q1-Q3'22: noin 60 %) ja pienempi lohko asiakkaista operoi pakkaus- ja muilla sektoreilla sekä huonekaluteollisuudessa.

Koskisen Sahateollisuuden liikevaihdon ja sitä kautta tuloksen kotiuttamisen kausivaihteluun liittyvät vahvasti rakentamisen sesongit ja yhtiön tuotantoseisokit. Yleensä tuotantoseisokit ovat talvella ja kesällä. Kesä on pirteämpää myynnin kannalta, koska rakentamissesonki on tällöin täydessä käynnissä. Arviomme mukaan toinen ja kolmas kvartaali ovat tyypillisesti (normaalioloissa) parhaimmat, vaikka kolmannelle yleensä ajoittuukin tuotannon seisokit. Neljäs kvartaali on kohtuullinen ja ensimmäinen kvartaali heikoin.

## Levyteollisuudessa myydään levytuotteita

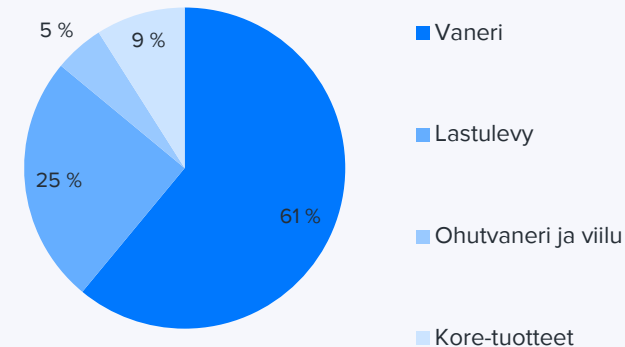
Levyteollisuus-liiketoimintasegmentissä Koskisen valmistaa **vaneria** eli räätälöityjä koivuvanerilevyjä ja lattiatuotteita rakentamiseen, kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin, pakkauksiin, sisustukseen, kalusteisiin ja puusepänteollisuuteen. Vaneri valmistetaan ohuista puuviiluista liimaamalla yleensä

säänkestävällä fenolihartsiliimalla. Vanerilevyjä voidaan päällystää erityyppisillä pinnoitteilla teknisensuorituskyvyn ja ominaisuuksien parantamiseksi, jotta parannetaan sen kulutus-, iskun-, sään- ja kemikaalinkestävyyttä sekä kitkaominaisuuksia. Koskisen vanerituotteiden suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat logistiikka-, hyötyajoneuvo- ja rakennusteollisuus. Yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Iso-Britanniaan. Koskisen vaneripuolen päämarkkina-alueena toimii Keski-Eurooppa. Vanerin osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 24 % vuonna 2021.

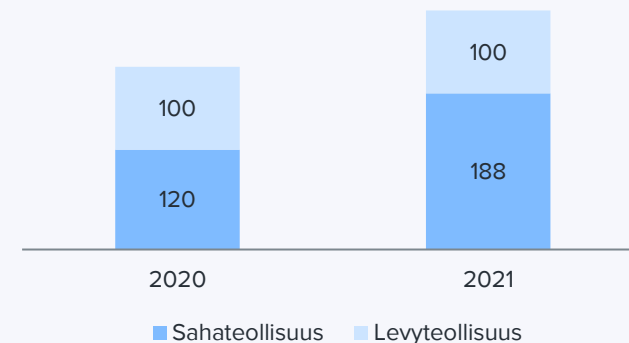
Vanerin lisäksi Koskisen valmistaa **lastulevyä** tuotannossa sivutuotteena syntyvästä sahanpurusta ja puuhakkeesta Järvelän tuotantolaitoksella, joka on Suomen ainoa lastulevytehdas yhtiön markkinaosuuden ollessa noin 50 % Suomessa. Valmistusta tehdään räätälöidyillä mitoituksilla ja suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat huonekalu- ja rakennusteollisuus. Arviomme mukaan noin 75 % Koskisen tuottamasta lastulevystä myydään Suomessa ja loput 25 % menee vientiin. Lastulevyn osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 10 % vuonna 2021.

Koskisen valmistaa kestäväää ja taipuisaa **ohutvaneria ja koivuviilua**, jotka sopivat laserleikkaukseen, muotopuristeisiin, designtuotteisiin, sisutuselementteihin, valaisimiin, teknisiin levyihin ja CNC-työstöön. Koskisen ohutvanerin ja viilun suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat huonekalu- ja puusepänteollisuus. Ohutvanerin ja viilun osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 2 % vuonna 2021.

## Levyteollisuuden liikevaihdon jakauma tuotesegmenteittäin 2021



## Liikevaihdon jakauma liiketoimintasegmenteittäin (MEUR)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

Levyteollisuuden viimeisenä tuotesegmenttinä Koskisen valmistaa Toporówissa Puolassa Kore-brändin alla sisustusratkaisuja kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin. Ratkaisut käsittävät lattia- ja vuorauskomponentit, pyöräkotelot ja lisävarusteet kevyille ja raskaille hyötyajoneuvoille. Kore-tuotteiden osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 3 % vuonna 2021.

## Levyteollisuus tasoittaa konsernitason syklisyyttä

Levyteollisuuden asiakkaista noin puolet muodostuu logistiikkasektorista (ml. Kevyet ja raskaat hyötyajoneuvot) ja kolmannes rakennussektorista. Sahateollisuudesta poiketen Levyteollisuus ei ole siten niin riippuvainen rakentamissektorista ja osaltaan sen takia se on vähemmän syklinen toimialana. Levyteollisuuteen kuitenkin vaikuttaa levytuotteita käyttävien teollisuuden alojen (erityisesti logistiikka) investointisyklit ja sitä kautta kannattavuuteen heijastuu myös tiettyä syklisyyttä.

Liikevaihdon kertymisen kausiluonteisuuteen vaikuttaa rakentamisen sesongit ja liiketoiminnan omat tuotantoseisokit. Kvartaalitasolla arvioimme kausiluonteisuuden muodostuvan jokseenkin samalla tavalla kuin Sahateollisuudessa. Levyteollisuudessa logistiikkasektorin kysyntä on kuitenkin enemmän tasaisempaa, joka luonnollisesti tasoittaa konsernitason liikevaihdon kehitystä.

## Liikevaihtoa useammalta mantereelta

Koskisen suurin yksittäinen markkina on Suomi, mutta sahateollisuuden globaali- ja levyteollisuuden mannermainen toimintalogiikka huomioiden Koskisen on kansainvälinen yhtiö ja etenkin kasvussa onnistuminen on yhtiölle kriittistä

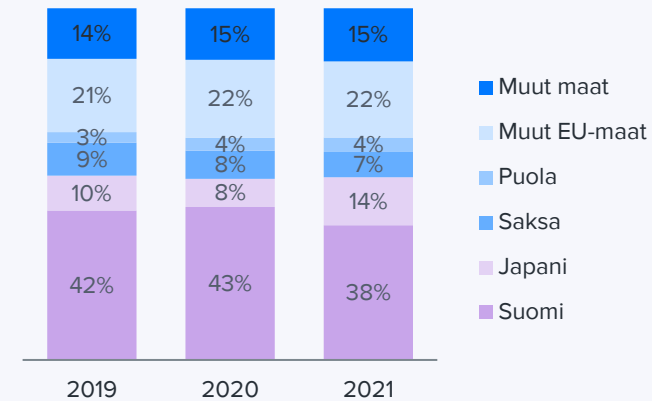
uuden kapasiteetin myymiseksi. Päämarkkinat viennin osalta ovat Euroopan maissa ja etenkin EU-maissa, kun taas kaukomarkkinoista tärkein on laatutietoinen Japani. Japani on myös strateginen markkina, sillä kysyntä siellä painottuu korkeamman laatutason ja sitä kautta korkeamman jalostusarvon sahatavaraan- ja jalosteisiin. Japanista kertyneen liikevaihdon kasvu on ollut vuosien 2019-2021 välillä keskimäärin 27 %:n luokkaa eli huomattavasti muita markkinoita nopeampaa. Toki koko konsernin liikevaihdosta Japanin osuus on vielä vähemmistössä 14 %:n osuudella (2021).

Yhtiöllä on Koskiles tytäryhtiön lisäksi ollut Venäjällä aiemmin toimintaa, mutta näistä on luovuttu sittemmin. Entinen Venäjän tytäryhtiö Koskisilva myytiin Q2'22:lla, josta kirjattiin 2,2 MEUR myyntivoitto liiketoiminnan muihin tuottoihin. Yhtiön tavoitteena on myydä Koskiles Q1'23:n aikana. Molempien Venäjän tytäryhtiöiden yhteenlaskettu ulkoinen liikevaihto oli 0,4 MEUR vuonna 2021, joten konsernitason puhutaan minimaalisesta liikevaihdon menetyksestä.

## Suoramyynti sitoo käsipareja myyntiorganisaatioon

Koskisen myy tuotteitaan suuremmaksi osaksi suoramyyntin kautta. Vuonna 2021 noin 40-50 % Koskisen sahatavaran myynnistä, 85-95 % vanerin myynnistä ja 60-70 % lastulevyn myynnistä oli suoramyyntiä asiakkaille. Tämän lisäksi pienempi lohko (Inderes arvio 30-40 %) tuotteista myydään tukkukauppiaille ja jakelijoille. Yhtiön mukaan myynti pienemmille asiakkaille hoidetaan jakelijoiden ja tukkukauppioiden kautta, kun taas isoimpia asiakkaita palvellaan suoramyyntillä.

## Liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

Suoramyyntiin pyrkiminen on käsityksemme mukaan strateginen valinta, sillä suoramyyntillä yhtiö kykenee saamaan korkeammat katteet (jakelijan/tukkurin välistä ottama kate jää yhtiölle) verrattuna myyntiin tukkukauppiaille ja jakelijoille. Esimerkiksi Levyteollisuudessa suoramyyntillä pyritään optimoimaan katetasoja, etenkin kun yhtiön asiakkuudet (suurin osa hyötyajoneuvosektorissa) ovat korkeammassa hintapisteessä (esim. 90 % vanerista pinnoitetaan, joka nostaa jalostusarvoa ja sitä kautta hintaa), joka osaltaan on edellytys korkeammalle kannattavuudelle.

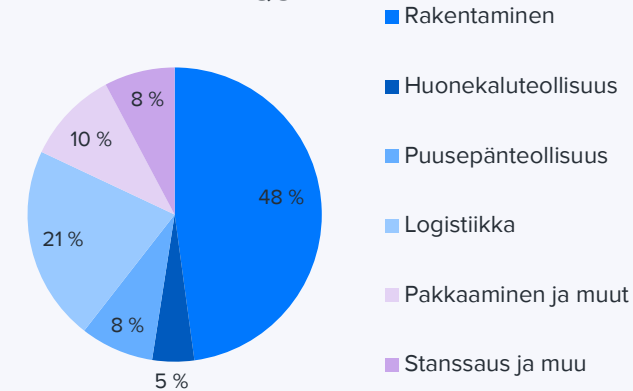
Lisäksi suoramyyntiin avulla Koskisen on suorassa vuorovaikutuksessa asiakkaan kanssa ja sitä kautta voi saada nopeammin ja paremman käsityksen asiakkaan tulevaisuuden tarpeista ja sitä kautta kykenee ohjaamaan omaa tuotantoaan (tai esimerkiksi optimoimaan käyttöpääomaansa) tehokkaammin. Toisin sanoen yhtiö pyrkii olemaan ketterä toimija, joka suoramyyntiin avulla löytää itselleen kannattavuuden ja asiakaspidon kannalta oikeat asiakkaat ja vahvasti asiakkaiden liiketoiminnoissa kiinni olevien myyntihenkilöiden avulla kykenee myymään tuotteita asiakkaille tuotannon lainalaisuudet (raaka-aineen saanti tilanne, tuotannon suunnittelu ja ohjaus) huomioiden.

Koskisen mukaan Sahateollisuuden päämarkkinat ja kotimaan markkinan myynti hoidetaan sisäisesti, kun muutoin käytetään myyntiagentteja. Levyteollisuuden puolella myynti hoidetaan oman myynnin kautta ilman agenteja. Suurin osa

konsernin myyntihenkilöstöstä istuu Suomessa. Sahateollisuuden puolella yhtiöllä on agenttiverkosto, jonka palkitseminen toimii komissiopohjaisesti, ja nämä komissiot on sidottu tyypillisesti myyntivolyyymiin. Agenttiverkoston hyödyntäminen antaa tiettyä joustovaraa kulurakenteeseen ja toisaalta helpottaa myynnin ohjaamista. Agenttiverkoston huolimatta suoramyynti asettaa myyntiorganisaation kyvykkyyden kriittiseksi toiminnoksi. Tämä strateginen valinta on vaatinut investointeja myyntiorganisaatioon, joka näkyy myös kulurakenteessa väliporrasvetoisempaa mallia korkeampana kiinteänä kulumassana. Lisäksi yhtiön täytyy onnistua myös myynnin ohjaamisessa, jotta agentit tuovat volyymien lisäksi myös tavoitekatetta yhtiölle. Mahdollisen tulevan kasvun kannalta kasvu ei kuitenkaan vaadi välttämättä kovinkaan suuria investointeja myyntiorganisaatioon ja sitä kautta kiinteään kulurakenteeseen, koska yhtiö kykenee hyödyntämään agenttiverkostoaan.

Koskisen pyrkii asiakkaiden silmissä erottamaan itsensä kilpailijoistaan luotettavana, pitkäaikaisena kumppanina tarjoamalla vastuullisesti hoidetuista suomalaisista metsistä peräisin olevasta tiheäsysiästä puusta valmistettuja tuotteita laatua arvostaville asiakkailleen maailmanlaajuisesti. Tämä asiakasarvolupaus on mielestämme järkevä, muttei muodosta kestävää tai rakenteellista, yhtiötä muista kilpailijoista erottavaa kilpailuetua.

**Liikevaihdon jakauma  
loppukäyttäjäsegmenttien mukaan  
Q3'22\***



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

## Hinnoittelumallit

Koskisen asiakassopimukset ovat tyypillisesti tilauskohtaisia ja tuotteiden hinnat asetetaan markkinastandardien mukaisesti ja ne neuvotellaan asiakaskohtaisesti. Hinnoittelua tehdään kvartaalikohtaisesti eli edellisen kvartaalin aikana tunnustellaan seuraavan kvartaalin kysyntää ja hintatasoja.

Yhtiön mukaan hinnoittelu tuoteryhmittäin eroaa siten, että Sahateollisuuden hinnoittelumalli on enemmän alisteinen maailmanmarkkinahinnoille ja tässä liiketoimintasegmentissä markkinat jakautuvat hinta- että laatutietoisiin markkinoihin. Levyteollisuudessa hinnoittelusykli on ollut Koskisen historiassa pidempiä, mutta nykyisin myös tässä segmentissä hinnoittelu on kvartaalipohjaista. Nykyisin Levyteollisuudessa yhtiö pyrkii välttämään volyymsitoumuksia myyntisopimuksissa etenkin kun Venäjän tarjonta on pois Euroopan levymarkkinoilta ja tämän turbulenssin takia markkinoiden liikkeet voivat olla voimakkaitakin.

Käsityksemme mukaan puukaupassa määritellään jokaiselle puutavaralajille yksikköhinta erikseen ennen puukaupan solmimista. Lopullinen kauppahinta määräytyy toteutuneiden puutavaralajikohtaisten puumäärien ja aiemmin sovitujen yksikköhintojen mukaisesti.

Sahateollisuuden Bioenergiassa hinnat asetetaan yleensä kausipohjaisesti eli seuraavan lämmityskauden hinnat asetetaan sitä edeltävän ensimmäisen ja toisen kvartaalin aikana. Yleisellä

tasolla myyntisopimuksia yhtiö joutuu säätämään yleisen markkinatilanteen, asiakaskohtaisten tarpeiden perusteella. Joissakin sopimuksissa yhtiö on saanut sisällytettyä ehtoja, jotka sallivat Koskisen siirtää tiettyjä kustannuksia (esim. rahtikulut) asiakkailleen.

Kokonaisuutena yhtiön hinnoittelumallit ovat sykleiltään lyhyitä ja käsityksemme mukaan iso osa kaupasta on kertaluonteista kauppaa, vaikka asiakassuhteet ovatkin parhaimmillaan kymmeniä vuosia. Tämä toisaalta johtaa arviomme mukaan siihen, että myynnin näkyvyys voi jäädä lyhyeksi, mutta tämä toisaalta antaa joustoa tilanteessa jolloin uudelleenhinnoittelutarve on akuuttia. Pidemmässä myyntisopimuksissa ja volyymittomuksissa on vaarana tehdä kannattamatonta kauppaa mikäli raakapuun hinta nousee äkillisesti.

## Kaksi tuotantolaitosta Suomessa ja yksi Puolassa

Koskisen tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa Järvellä ja Hirvensalmella sekä Kore-tuotteita valmistava tuotantolaitos Puolan Toporówissa. Lisäksi Koskisen on vuokrannut noin 20 000 kuutiometriä sahakapasiteettia Kouvolasta. Järvellä on saha, höyläämö, vaneritehdas ja Suomen ainoa lastulevytehdas. Koskisen ohutvanerituotteet puolestaan valmistetaan Hirvensalmella.

Koskisen jakelulaitokset sijaitsevat tuotantolaitosten yhteydessä ja yhtiö ostaa kuljetus- ja logistiikkapalvelut

logistiikkakumppaneilta. Toisin sanoen jakelu on täysin ulkoistettu ja tyypillisesti Keski-Eurooppaan myytessä yhtiö käyttää maantiekuljetuksia, kun taas Aasiaan menevät kuljetukset toimitetaan merikonteissa.

## Uusi puunjalostusyksikkö valmistuu 2024

Parhaillaan yhtiö rakentaa uutta puunjalostusyksikköä Järvellä, jossa tuotannon odotetaan alkavan vaiheittain vuosien 2023 ja 2024 aikana. Koskisen mukaan Järvellä uuden yksikön odotetaan kasvattavan Sahateollisuus-segmentin nykyistä 300 000 kuutiometrin vuotuista sahatavaran tuotantokapasiteettia 400 000 kuutiometriin. Tuotantotavoite on arvioitu viisipäiväisen kaksivuorokäynnin mukaan (aiemmin kolmivuoro). Yhtiö on arvioinut investoivansa Järvellä uuteen yksikköön yhteensä noin 50 MEUR vuosina 2021-2024. Tästä summasta Q3'22:n päättyessä oli investoitu 21,2 MEUR.

## Uudelta investoinnilta odotetaan merkittäviä tehokkuushyötyjä

Koskisen mukaan Järvellä uusi puunjalostusyksikkö lisää yhtiön tuotantokapasiteettia ja kasvattaa tukista saatavaa tuottoa (tukin hyötysuhde paranee, ja sahasta ulos tulevan laatu paranee) teknologian ansiosta, parantaa toiminnan tehokkuutta sahausprosessissa jopa 40 % lisääntyneen automaation ja korkeamman tuotantokapasiteetin ansiosta.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Tällä tavoin yhtiö kykenee laajentamaan myös raaka-aineiden käyttövalikoimaa. Investoinnin myötä yhtiö siirtää puun syöttö-, sahaus- ja tuorelajitteluprosessit niiden nykyisestä sijainnista uuteen sijaintiin, jossa ovat jo entuudestaan Sahateollisuuden tuotannon muut prosessit. Tämän seurauksena uudella tuotantopaikalla on täysin integroitu puunjalostusyksikkö.

Investointi mahdollistaa vuotuisen Sahateollisuuden tuotantokapasiteetin kasvattamisen rajoitetuilla investoinneilla myös jatkossa. Koskisen voi tulevaisuudessa kasvattaa vuotuista tuotantokapasiteettiaan Järvelässä 500 000 kuutiometriin lisäinvestoinneilla muiden prosessivaiheiden kuten kuivauskapasiteetin pullonkaulojen poistamisen avulla.

Yhtiön mukaan Järvelän uuden yksikön sahalinjassa on niin sanottu DX-varaus, jonka ansiosta linjan nopeutta voidaan nostaa ja pyörösaahan leikkuuleveyttä kaventaa, jonka myötä aikaansaadaan joko parempi materiaalisaanto tai pidempi terienvaihtoväli.

## **Tavoitteena saada noin 8 MEUR:n käyttökateparannus**

Yhtiö on arvioinut investoinnin tuovan 8 MEUR:n tulosparannuksen käyttökateetasolla. Arviomme mukaan tulosparannuspotentiaalia tulee suhteuttaa yhtiön arvioituun ns. normalisoituun tulostasoon eikä täysin poikkeukselliseen 2020-2022 vuosien tulostasoihin. Tulosparannuksen odotetaan tulevan lisääntyvän tuotannon, vähennettyjen työvuorojen, korkeamman

materiaaleista saadun tuoton sekä parantuneen laatutason ansiosta.

Tuottavuus parannus on mielestämme ilmeinen, sillä vanha sahalinja on yhtiön mukaan useamman kymmenen vuoden vanha ja uuden sahalinjan myötä yhtiön sahakapasiteetti nousee 400 000 kuutioon ja työtä tehdään kahdessa vuorossa viisi päivää viikosta. Vastaavasti vanhalla sahalinjalla työvuoroja on ollut kolme päivässä viitenä päivänä viikossa eli tuotantoon sitoutuva työpanos vähenee reilut 30 % ja työtunnin keskihinta laskee yövuorojen vähenemisen vuoksi hieman. Arviomme mukaan uusi sahalinja tuo yhtiölle joustovaraa tuotannon ohjaamiseen sillä uuden linjan myötä sahatavaraa kyetään jatkojalostamaan sahalajosteeksi vähäisellä marginaalikustannuksella ja sitä kautta yhtiö kykenee saamaan lopputuotteelle korkeamman jalostusarvon.

Tuottavuusloikan myötä tulosparannus on mielestämme uskottava, vaikkakin kestävä tulosparannus vaatii myös jossain määrin suotuisaa sykliä taakseen, jotta uusi kapasiteetti saadaan myytyä riittävän hyvällä katteella. Lisäksi vanhan sahalinjan käyttöiän takia kunnossapitokuluja on kertynyt vuositason ja uuden linjan myötä nämä ainakin keskipitkällä aikavälillä vähentyvät, kun uutta linjaa ei jouduta korjaamaan jatkuvasti.

Yhtiön esittämät saavutettavissa olevat tehokkuushyödyt ovat mielestämme siinäkin mielessä uskottavat sillä tyypillisesti valmistavassa teollisuudessa mittakaavan paisumisesta on

hyötyä. Mittakaavaedusta klassisin esimerkki löytyy käyttöasteiden sanelemasta tuotantolinjateollisuudesta, sillä yleisesti ottaen yhtiö on sitä kannattavampi ja sitä vaivattomampaa kiinteiden kustannusten skaalaaminen on, mitä korkeampi on tuotantolaitoksen käyttöaste.

Valmistuksen mittakaavaetujen ulosmittaamista tulisi tarkastella aina kuitenkin suhteellisesti ja Koskisen näkökulmasta valmistuksen mittakaavassa se ei mittakaavansa puolesta kuitenkaan vielä uudenkaan kapasiteetin myötä pääse pullistelemaan muiden suurten sahatavaran tuottajien kanssa kuten Stora Enso, Metsä Groupin tai Versowoodin kanssa. Siksi Koskisen uuden tuotantokapasiteetin kokoluokan kasvun myötä ei voida todeta olevan kyseessä yhtiötä muista erottavasta edusta, mutta toki selkeitä hyötyjä investoinnilla on, mikäli yhtiö kykenee myymään uuden kapasiteetin ja pitämään käyttöasteet korkealla kulukontrollin lisäksi. Toisaalta suuren kokoluokan investoinnissa on vaarana ylikapasiteettitilanne (etenkin syklin huipulla), jolloin käyttöasteet jäävät lopulta turhan mataliksi ja luonnollisesti arvioidun tulosparannuksen ulosmittaaminen jää tekemättä.

## **Tuotekehityksen rooli painottuu Levyteollisuuteen**

Koskisen pyrkii kehittämään uusia ratkaisuja pysyäkseen puutuoteollisuuden kehityksen mukana sekä ylläpitääkseen ja vahvistaakseen asiakassuhteita tarjoamalla asiakkaille uusia yksilöllisesti valmistettuja tuotteita.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

Tuotekehitys Sahateollisuuden puolella on vähäistä ja kehitystoiminta painottuukin enemmän prosessikehitykseen ja erinäisten laatusertifikaattien hankkimiseen. Koskisen Levyteollisuuden tuotekehitysorganisaatio vastaa käytännössä yhtiön tuotekehityksestä ja se painottuu pitkälti Levyteollisuuden ratkaisuiden kehittämiseen.

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

Zero Kalustelevy -tuotteet voidaan valmistaa räätälöityihin mittoihin Koskisen nykyisillä tuotantokoneilla. Koskisen uusimpana lähtönä on kuljetuskalustoon suunniteltua älykästä SENSIlattialevy, joka mahdollistaa rahdin tilankäytön optimoinnin reaaliaikaisen datan avulla. Edellä mainitut innovaatiot ovat mielestämme kiinnostavia lähtöjä, mutta myynnin osalta vielä todella alkutelineissä ja siksi näiden suurempaa läpilyöntiä on erittäin vaikea arvioida.

## Puunhankintatoiminto ja puutukkien hinnanmuodostus

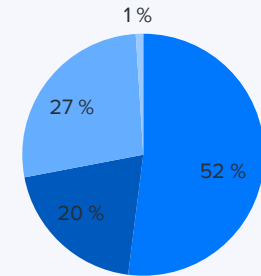
Raaka-aineiden ostot ovat merkittävin kuluerä Koskisen tuloksen muodostumisen kannalta. Suurimman osan näistä muodostaa raakapuun ostot. Puun hintaan ja sitä kautta puuostoihin vaikuttaa ensisijaisesti kysynnän ja tarjonnan tasapaino. Kysynnän ja tarjonnan tasapainoa on

hetkauttanut muun muassa se, että Venäjältä ja Valko-Venäjältä kiellettiin puun tuonti vastauksena meneillään olevaan Ukrainassa käytävään sotaan. Muita puun hinnan muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä ovat esimerkiksi puutukkien kuljetuskustannukset, energian hinta, metsäomistajien kapasiteetti ja viennin taso. Lisäksi sääntelyn puolelta hinnan muodostumiseen voivat vaikuttaa pakotteet ja vientirajoitukset. Tilapäistä vaikutusta hintoihin voi myös aiheuttaa muutokset puun korjuuolosuhteisiin, jotka voivat aiheuttaa tilapäistä puupulaa paikallisilla markkinoilla esimerkiksi kelirikon tai metsäpaloriskien takia.

Vuonna 2021 Koskisen puunhankintatoiminnon kautta hankitun puun määrä oli 1,4 miljoonaa kuutiometriä, josta noin puolet oli kuusta, viidesosa mäntyä ja noin neljännes koivua. Karkeana nyrkkisääntönä yhtä kuutiometriä sahatarvaa kohden tarvitaan kaksi kuutiometriä tukkipuuta. Täten Järvelään tulevan 100 000 kuutiometrin lisäkapasiteetin myötä yhtiön tulee hankkia 200 000 kuutiometriä tukkipuuta lisää vuositasolla. Koskisen on asemoinut hankintatoimensa siten, että se hankkii suurimman osan puustaan tuhansilta metsänomistajilta Etelä- ja Itä-Suomesta.

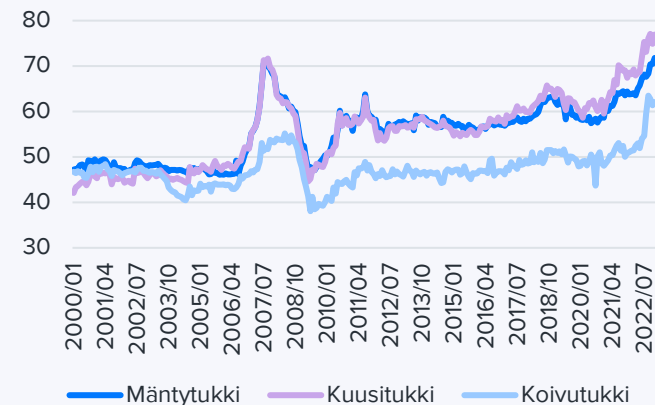
Luonnonvarakeskuksen tilastojen mukaan Koskiselle tärkeällä ostoalueella Etelä-Suomessa yhtiön hyödyntämät mänty-, kuusi-, ja koivutukkihinnat ovat olleet noin 0-5 % korkeammalla kuin koko maan tilastoissa. Vastaavasti Yymi-Savon (Itä-Suomi) tilastojen mukaan puunhinta on mukailut samoja tasoja kuin hinnat koko Suomessa keskimäärin.

## Koskisen hankkiman puun jakautuminen puulajeittain vuonna 2021 (yht. 1,4 milj. m<sup>3</sup>)



■ Kuusi ■ Mänty ■ Koivu ■ Haapa

## Puun kantohinnat kuukausittain Suomessa (koko maa)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Luonnollisesti korkeammat raaka-ainehinnat ovat jossain määrin haitaksi, mutta tätä kompensoi se, että suurempi osa Suomen rakentamisaktiviteetista sijaitsee Etelä-Suomessa ja siten yhtiö on lähempänä näitä markkinoita sekä toisaalta lähempänä satamia. Koskisella on tyypilliseen kotimaiseen sahayhtiöön verrattuna laajempi puunhankinaverkosto, sillä vanerin tuotantoon yhtiö tarvitsee myös koivua. Tämä toisaalta vaatii suhteellisesti enemmän käsipareja puunhankinnassa ja tuo sitä kautta tuo kiinteätä kulumassaa. Toisaalta vastapainoksi yhtiö hyötyy raaka-ainehuollon paremmasta hallinnasta.

## Liiketoiminnan suurin kuluerä on materiaalit- ja palvelut

Koskisen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on ansaintalogiikkaa mukaillen materiaali- ja palvelukulut, joka on vuosina 2019-2021 muodostanut noin 62-64 % kokonaiskustannuksista. Suurin osa yhtiön materiaalikuluista muodostuu puun ostoista (ml. eteenpäin myytävä kuitupuu), sahalosteiden ja vanerin valmistukseen liittyvistä pinoiteista ja liimoista sekä tuotannossa käytetystä energia ja muista tuotantomateriaaleista. Lisäksi erään kuuluu ulkopuolisiapalveluita jotka käsittävät puunkorjuu-, kuljetus- ja koneiden korjauspalvelut. Materiaalikuluista suurin osuus tulee kuitenkin arviomme mukaan tukkipuun ostoista. Tukkipuukustannukset eli tukin tehdashinta voidaan jakaa seuraaviin komponentteihin: pystyssä olevan puun kantohinta, korjuukustannukset, kuljetuskustannukset sekä yleiskustannukset. Näistä kantohinta on käsityksemme mukaan suurin kustannuserä, mutta tukin tehdashinta on silti

selvästi kantohintaa korkeampi. Kokonaisuudessaan Koskisen materiaali- ja palvelukulut ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia kuluja.

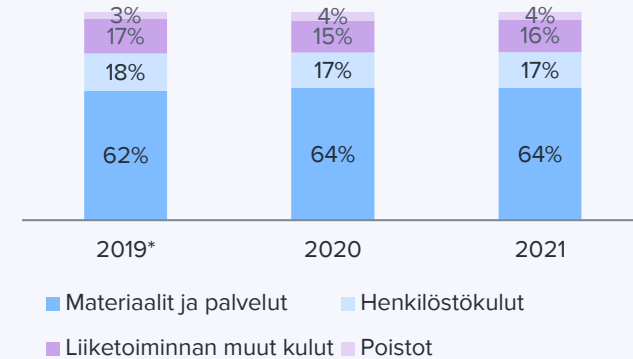
Ennen poikkeuksellisen hyvää vuotta 2021, yhtiö myynkateprosentti on liikkunut noin 38 %:n paikkeilla. Yhtiö ei ole avannut liiketoimintasegmenttikohtaisia myyntikatteitaan, joten lukujen täsmällinen arviointi on hankalaa. Arvioimme kuitenkin myyntikateprofiiliin olevan matalampi Sahateollisuudessa, kun taas Levyteollisuudessa kateprofiili on parempi sen lopputuotteiden ollessa jalostusasteeltaan ja sitä kautta arvoltaan korkeampia. Etenkin Sahateollisuuden toimialalla myyntikatteet ovat suhteellisen matalia, ja toimijakohtaisesti tähän vaikuttaa kunkin toimijan hinnoittelustrategia sekä suoramyynnin osuus, markkinahintojen sekä kysyntä/tarjonta-suhteen sanellessa kuitenkin lopulta hintojen muodostumista pääasiallisesti.

Arvioimme yhtiön neuvotteluaseman olevan haastavampi Sahateollisuudessa, koska toimialalla yleisesti on vaikea saavuttaa hinnoitteluvoimaa erottautumistekijöiden pohjautuessa pääosin hintaan (homogeeniset tuotteet).

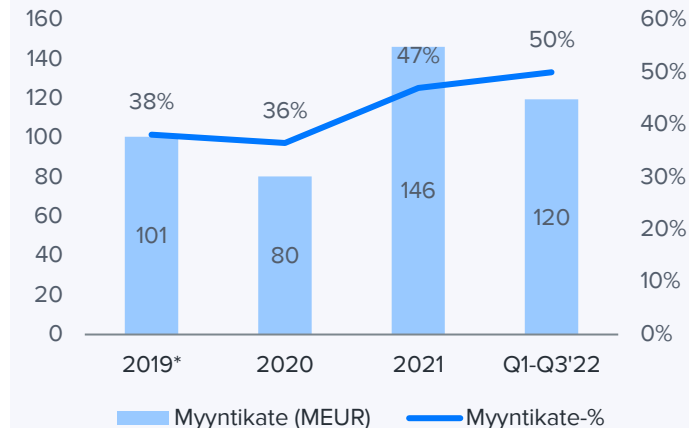
## Tuotanto vaatii käsipareja

Koskisen toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut. Vaikka tuotannon automaatioaste parane uuden Järvelän yksikön myötä, on liiketoiminta silti henkilöstöintensiivistä etenkin Levyteollisuudessa. Tämän lisäksi puunhankintatoiminto sekä suoramyyntiin keskittyminen sitovat henkilöstöresursseja.

## Kulurakenne, osuus kokonaiskuluista



## Myyntikatteen kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat jossain määrin skaalautuvia tuotannon automaatioasteen parantuessa ja kalliiden työvuorojen osuuden pudotessa. Henkilöstökulut ovat tietyn aikaviiveen jälkeen alaspäin joustavia, mikä toisaalta antaa tietynlaista joustavuutta kulutason sopeuttamiseen laskevan kysynnän koituaessa. Vuosien 2019-2021 aikana Koskisen henkilöstökulut olivat 17-18 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 14-18 %.

## Muiden kulujen rooli liki yhtä suuri kuin henkilöstökulujen

Koskisen liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut vuosien 2019-2021 aikana noin 13-17 %. Kulut sisältävät pääasiassa myyntirahteihin, huolintaan ja toimituksiin liittyviä kuluja ja myyntiprovisioita myyntiagenteille sekä kiinteistöjen kunnossapitokuluja. Näiden lisäksi tavanomaisia hallintoon liittyviä tietotekniikka-, konsultointi- ja hallintopalvelukuluja. Arviomme mukaan muut kulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä, vaikkakin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Muiden kulujen suhteellista osuutta voidaan pitää melko korkeana, joskin toimialalle tyypillisenä tasona. Arviomme mukaan liiketoiminnan muut kulut ovat pääosin melko kiinteitä ja siten skaalautuvia kuluja.

## Levyteollisuus käyttökateprofiiliitaan parempi

Koskisen ei ole avannut liiketoimintasegmenttikohtaisia myyntikateprofiileja. Viimeiset listautumisesitteessä yhtiön raportoimat vuodet ovat olleet poikkeuksellisia suhteessa yhtiön historiaan ja arvioituihin normalisoituihin tuloksiin nähden. Käyttökateprofiililla Sahateollisuus on

tehnyt vuosina 2020-2021 2,2 %:n ja 26,9 %:n käyttökatemarginaalit. Molemmat vuodet ovat toistensa ääripäitä (2020 koronavuosi ja 2021 poikkeuksellisen korkeat markkinahinnat) ja sitä kautta eivät mielestämme kuvasta segmentin normalisoitua tulostasoa. Levyteollisuus puolestaan on tehnyt vuosina 2020-2021 8,8 %:n ja 11,4 %:n käyttökatemarginaalit. Aiemmillä vuosilla yhtiö ei ole avannut käyttökatemarginaaleja segmenttitasolla.

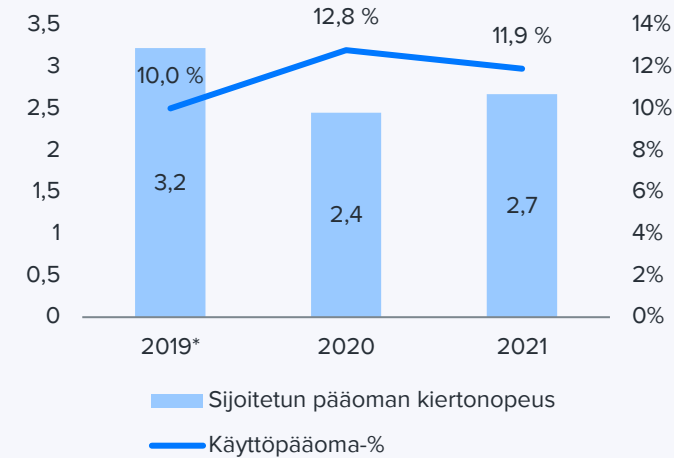
## Liiketoiminnan sitoo pääomaa kiinteään omaisuuteen

Koskisen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yhtiölle. Yhtiön käyttöomaisuus (ml. IFRS 16) muodosti vuonna 2021 noin 43 % taseesta ja sen osuus liikevaihdosta oli noin 28 %. Tämän lisäksi liiketoiminta sitoo operatiivista käyttöpääomaa tavanomaisten varastojen, myyntisaamiset ja ostovelkojen muodossa. Käyttöpääoman osuus liikevaihdosta on ollut viime vuosina noin 10-13 %:n luokkaa. Tätä taustaa vasten liiketoiminnan kasvu vaatii lähes tulkoon aina investointeja käyttöpääomaan ja kiinteään omaisuuteen.

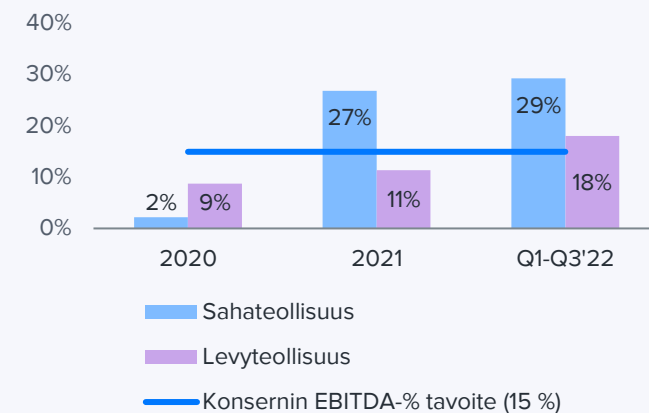
## Valuutariskit

Koskisen altistuu kansainvälisenä yhtiönä valuutta- ja translaatoriskeille. Valuuttariski syntyy, kun tavaroiden ja tuotteiden kaupankäyntivaluutta poikkeaa Koskisen ja sen tytäryhtiöiden kotivaluutasta. Koskisen altistuu valuuttariskeille pääasiassa liittyen Yhdysvaltain dollariin ja Englannin puntaan sekä translaatoriskille liittyen pääasiassa Puolan zlotyyhin.

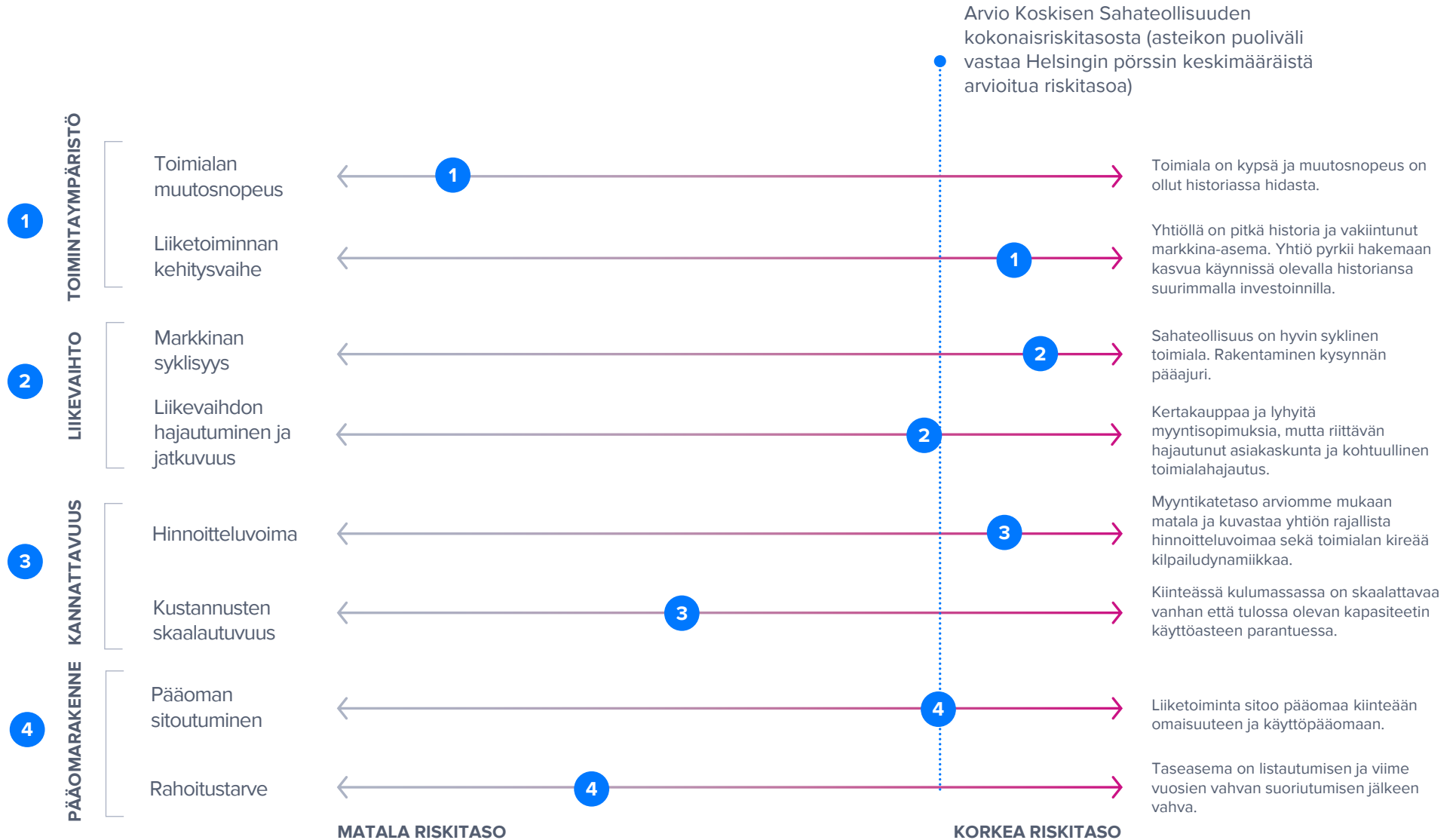
## Pääoman sitoutuminen



## Liiketoimintasegmenttien käyttökatemarginaalit

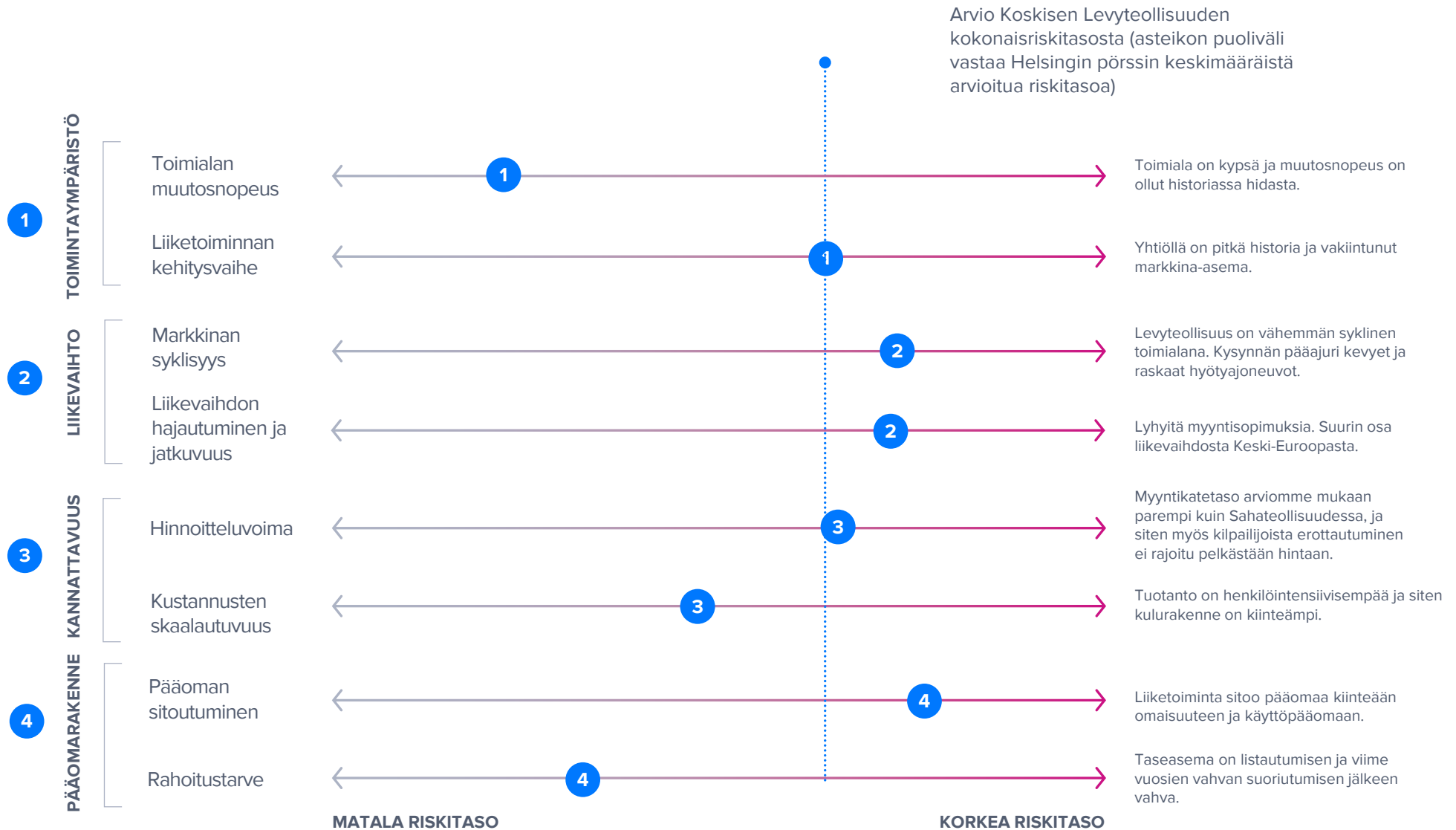


# Koskisen Sahateollisuuden riskiprofiili





# Koskisen Levyteollisuuden riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailu 1/8

## Koskisen operoimilla toimialoilla sykliset luonteet

Toimialat, joilla Koskisen operoi – saha- ja levyteollisuus – ovat luonteiltaan syklisiä (levyteollisuus tosin vähemmän syklisempi) ja tuotteiden myyntivolyymit ja kannattavuus voivat vaihdella taloudellisista olosuhteista, poliittisista ympäristöistä Koskisen markkinoilla sekä rahoitusmarkkinoiden muutoksista johtuen. Koskisen tuotteita käyttävät teollisuuden alojen investointisyklit vaikuttavat tyypillisesti sahatavaran ja levytuotteiden pohjakysyntään ja sitä kautta kannattavuuteen. Etenkin Koskisen suurimmalla loppukäyttäjätöimialalla rakentamisella ja toiseksi suurimmalla logistiikka- ja kuljetustoimialan kehityksellä on merkittävä rooli Koskisen kysynnän muodostumisessa.

## Rakentaminen on merkittävin Koskisen kysyntää ajava toimiala

Sahateollisuudessa pääasiallinen havusahatavaran kysyntää ohjaava tekijä on rakentaminen. Rakentamisen isoista trendeistä kaupungistuminen on kysyntää tukeva trendi niin Suomessa kuin muualla maailmassa. Maakohtaisesti tähän olennaisesti vaikuttavat kuitenkin maan väestön ja aluerakenteen muutokset. Tyypillisesti uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti kasvukeskuksiin.

Rakennuskannan ikääntyminen puolestaan lisää tarvetta korjausrakentamiselle. Yleisellä tasolla rakentaminen seuraa pitkälti yleistä taloudellisen tilanteen kehitystä, joskin pienellä viiveellä rakennusyhtiöiden tilauskirjojen ollessa tyypillisesti pitkiä. Osittain tästä johtuen rakentamisen aktiiviteetti voi pysyä hyvällä tasolla tilapäisesti,

vaikka talous alkaisi yleisesti näyttämään hidastumisen merkkejä. Toisaalta sama dynamiikka pätee myös tosinpäin.

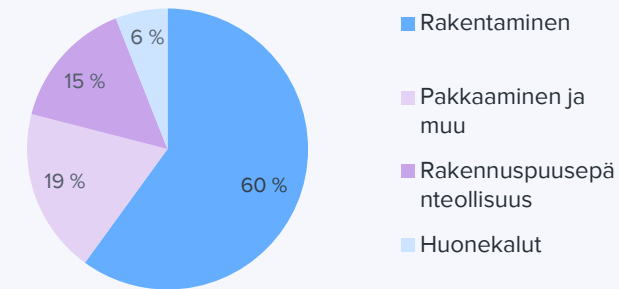
## Sahatavaramarkkina on suuri

Havusahatavaramarkkinan kysynnän määrän odotetaan kasvavan vuoden 2021 tasosta keskimäärin 1,9 % vuodessa vuoteen 2030 asti. Havusahatavaramarkkinan odotetaan kasvavan erityisesti puurakentamisen kasvun vuoksi. AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 1,3 %, hinnat 2,8 % ja yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,1 % vuositasolla. Arviomme mukaan hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi.

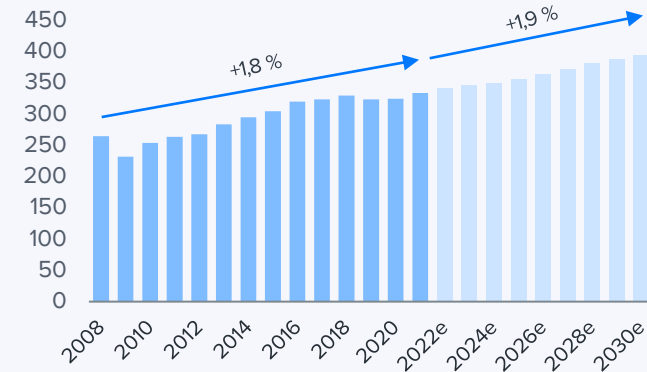
Globaalin havusahatavaramarkkinan arvon arvioitiin olevan 155 miljardia euroa vuonna 2021. Tästä kuitenkin Koskiselle osoitettavissa olevana markkinana arvioitiin olevan noin 22 % eli absoluuttisesti noin 35 miljardia euroa. Tähän peilaten kasvutilaa Koskisella siis riittää, vaikkakin edellä mainittu lukema tulee käsittää mielestämme indikaatiivisena arviona etenkin kun suurempi osa Sahateollisuuden liikevaihdosta muodostuu Euroopan rajojen sisäpuolelta ja iso osa Suomesta (2021: 44 % Sahateollisuuden liikevaihdosta).

Mikään räjähdysmäinen kasvumarkkina ei ole siis kyseessä ja kehitys voi ajoittain olla hyvinkin volatiilista. Sahatavaran markkinat ovat globaalit ja tuotteilla käydään kauppaa maanosien välillä, kun vastaavasti levymarkkinat ovat ennemminkin alueelliset tai paikalliset.

## Havusahatavaran loppukäyttökohteet Euroopan markkinoilla vuonna 2021



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



# Toimiala ja kilpailu 2/8

## Ympäristötietoisuus taustalla jylläävä megatrendi

Keskeinen megatrendi, joka vaikuttaa Koskisen molempien segmenttien markkinoiden kasvuun on ympäristötietoisuus. Tämä tarkoittaa käytännössä seuraavia asioista:

- Lisääntyvä sääntely päästöjen vähentämiseksi tukee puutuotteiden käyttöä
- Kaupungistumisen myötä rakennusmäärät kasvavat ja näitä tekijöitä peilaten puumateriaalien kysynnän uskotaan kasvavan
- Logistiikkamäärien ja kuljetusajoneuvojen kasvavan tarpeen myötä vaneriratkaisuille on kysyntää kevyiden hyötyajoneuvojen osalta
- Vastuullisuusteemojen yleistyminen ja puun kasvava käyttö huonekaluissa vastuullisempänä ja kestävämpänä vaihtoehtona

## Puurakentamisen suosio kasvaa

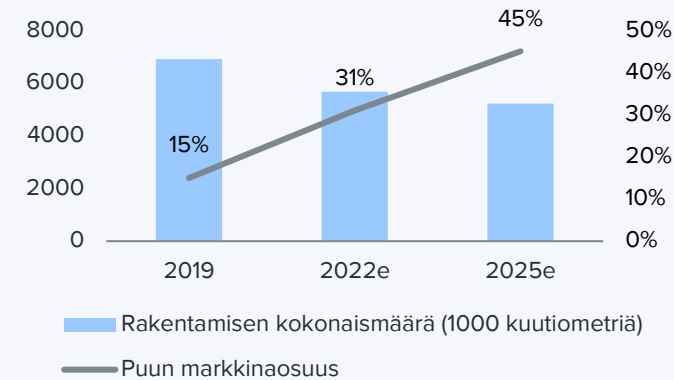
Rakentaminen on yksi resurssi-intensiivisimmistä teollisuudenaloista. Rakentamisen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla materiaalivalintojen muutoksilla on ilmastomuutosasioiden kokonaisuudenkin kannalta merkitystä. Rakentamisen hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen puurakentaminen on hiilinegatiivisuutensa takia oiva vaihtoehto. Toisaalta puun keveys ja lujuus yhdessä hyvän työstettävyyden kanssa tekevät puusta hyvän materiaalin teolliseen rakentamiseen.

Lainsäädännölliset muutokset Suomessa, EU:ssa ja muualla maailmassa ovat asteittain mahdollistaneet puun käytön rakennusmateriaalina yhä suuremmissa rakennuksissa. Suomessa puurakentamiselle on vahva valtiollinen tuki, sillä Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut puurakentamisen osuuden nostaminen julkisessa uudisrakentamisessa vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuoden 2019 lähtien puun osuus rakentamisesta oli omakotitaloissa noin 90 %, julkisissa rakennuksissa 15 %, muissa kuin asuinrakennuksissa 15 % ja kerrostaloissa 5%.

Pidämme Ympäristöministeriön tavoitetta kunnianhimoisena emmekä nojaa Suomen markkinakasvun odotustamme sen varaan, mutta tavoite kuvaa kuitenkin ympäristökäytännön rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muutospainetta Suomessa. Näitä taustoja peilaten vihreä rakentaminen ja siihen liittyvä sääntely ovat ohjaavia ajureita Koskisen sahatuotteille varsinkin kun noin 60 % Koskisen sahatavarasta käytetään rakentamiseen liittyvissä kohteissa.

Sääntelyn muutoksia rakentamisen osalta on myös nähty muissa Euroopan maissa. Esimerkiksi Ranskan hallitus on vaatinut, että kaikki uudet julkiset rakennukset on rakennettava vähintään 50 %:sti puutavarasta tai muista kestävästä materiaalista. Tämän lisäksi Saksassa ”Charter for wood 2.0” -ohjelman tavoitteena on lisätä kestävä metsätalouden ja puun käytön osuutta ilmastomuutoksen lieventämisessä.

## Ympäristöministeriön puurakentamisen tavoite kaikesta julkisesta uudisrakentamisesta



# Toimiala ja kilpailu 3/8

Myös Yhdistyneen kuningaskunnan ”Home Grown Home” –ohjelma on tarkoitettu vauhdittamaan puusta valmistettujen asuintalojen rakentamista. Näin ollen poliittinen tahtotila Euroopassa ja sitä kautta sääntelystä kumpuavat voimat ovat puurakentamisen kannalta suotuisat ja osaltaan tukevat Koskisen markkinanäkymiä ja voi avata mielenkiintoisia vientimahdollisuuksia.

## Viimeiset pari vuotta ennenäkemättömiä

Viimeisen 18 kuukauden aikana puutuotehinnat ovat olleet kaikkien aikojen korkeimmilla tasoilla. Sahatavaran hintojen vaihtelu on historiallisesti ollut ajoittain voimakasta loppukysyntätoimialojen syklisten luonteiden vuoksi. Sahatavaran hintaan vaikuttaa kysynnän ja tarjonnan epätasapaino, jota varastosykliit ja hintojen volatiliiteetista hyötyvien tukkien merkittävä osuus arvoketjussa tyypillisesti korostavat. Esimerkiksi asiakkaiden varastojen ollessa korkeita ja talouden aktiviteetin laskiessa asiakkaat tyypillisesti optimoivat omia varastotasojaan kassavirran puolustamiseksi ja tällä on vastaavasti suora vaikutus sahatavaran kysyntään ja sitä kautta vaikutus sahatavaran hintaan negatiivisesti. Usein raaka-aineen hinta (tässä tapauksessa raakapuu) ei vastaavasti joustaa ja siten tapahtumaketjulla on suora vaikutus sahatavaraa valmistavien yhtiöiden kannattavuuteen. Toisaalta sahatavaramarkkinoiden tarjontavajeen ja kasvavan kysynnän tai hankintaketjuongelmien olosuhteissa (esim. 2020-2022) sahatavaran hinnan voi nousta voimakkaasti ja raaka-aineen hinnan vastaavasti kehittyessä vakaammin on tällä merkittävä positiivinen vaikutus sahatavaraa valmistavien yhtiöiden kannattavuuteen. Edellisiä asioita peilaten sahatavaran tuottajien

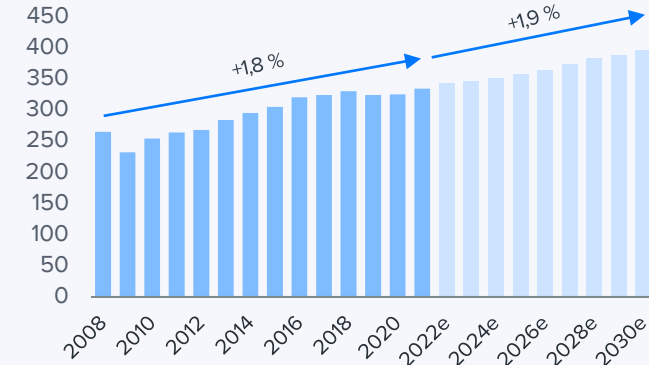
kannattavuuden suurin ajuri onkin sahatavaran- ja puutuotteiden markkinahintojen kehitys suhteessa raaka-ainehintojen (raakapuu) kehitykseen.

Koronapandemian alkumetreiltä alkaen sahatavaran globaalit markkinahinnat ovat nousseet merkittävästi hankintapuolen vaikeuksista ja kasvaneesta kysynnästä johtuen erityisesti rakennusmarkkinoilla. Raaka-aineiden saatavuus on heikentynyt Keski-Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilla ympäristötekijöiden, kuten myrskyjen ja hyönteistartuntojen leviämisestä. Edellä mainittu on aiheuttanut pulaa korkealaatuisista raaka-aineista, mikä on johtanut tarjonnan kiristymiseen ja sahatavaran hintojen nousuun.

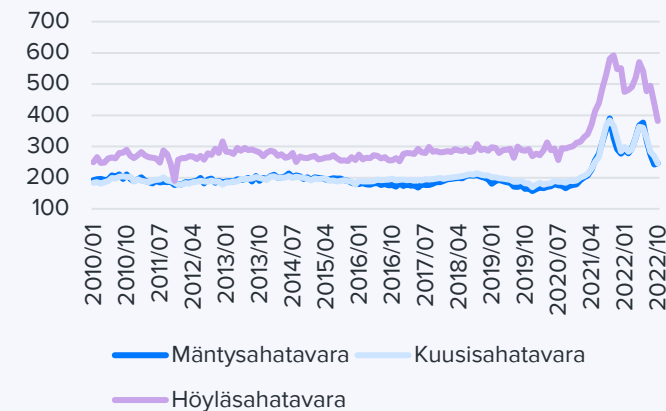
## Sahatavaranhinnat lähteneet laskuun 2022

Vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla havusahatavaran ennätyskorkeat hinnat jäivät taakse ja talouden hidastumisen ja vähentyneen rakentamisaktiivisuuden, markkinan ylitarjonnan sekä asiakkaiden varastotasojen optimoinnin takia hinnat lähtivät laskuun loppu vuotta kohden. Sama trendi on jatkunut Q3'22:lla sekä luultavasti alkuvuonna 2023. Sahatavaran hinta on vuosien 2021-2022 aikana käynyt täysin poikkeuksellisilla tasoilla 400 €/kuutiometrin tuntumassa, kun pidemmällä aikavälillä hintataso on keikkunut 200 €/kuutiometrin molemmin puolin. Viimeisimmän Luonnonvarakeskuksen (10/2022) tiedon mukaan kuusi- ja sahatavaran kesihinta oli 246-247 €/kuutiometriltä. Taso on edelleen viime vuosia korkeampia, mutta hinnan lasku yhdistettynä vallitsevaan korkeaan kulutukseen ja vaisuun kysyntään painoi listattujen yhtiöiden sahaamiseen keskittyneitä liiketoimintoja jo tappiolle Q4'22:lla.

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



## Sahatavaran hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



# Toimiala ja kilpailu 4/8

## Kilpailudynamiikka

Koskisen valmistaa ja myy erilaisia puutuotteita ja toimii kansainvälisesti ja siksi yhtiön tuotteisiin liittyvä kilpailu markkinoilla on pirstaloitunutta. Kilpailuympäristö vaihtelee tuoteryhmittäin kansainvälisten toimijoiden ja paikallisilla markkinoilla toimivien ulkomaisten kilpailijoiden sekä paikallisten kotimaisten kilpailijoiden kanssa. Myyntipuolen lisäksi Koskisen kohtaa kilpailua myös pääraaka-aineensa puun hankinnassa, jossa yhtiön on kilpailtava sekä suurten metsäyhtiöiden keskitettyjen puunhankintaorganisaatioiden että itsenäisten sahayritysten kanssa.

Valmistavassa teollisuudessa valmistuksen mittakaavaetujen ulosmittaamisessa hankinnankin skaalan merkitys on yleensä oleellinen, mutta puumarkkinassa tämä valmistavan teollisuuden tyypillinen ominaisuus ei kuitenkaan mielestämme päde kovinkaan hyvin, sillä raakapuuta ostetaan tuhansilta metsänomistajilta. Tällöin hankintaketjut ovat hyvin hajautuneet itse yhtiöstä riippumattomista syistä (ts. toimialan vallitseva dynamiikka). Siksi paljousalennusten aikaansaaminen on erittäin haastavaa Koskisen tai muiden puun ostajien osalta sillä, sillä isojen metsäyhtiöiden osin strategisella raakapuun ostamisella on merkittävä rooli puumarkkinan kysynnän ja siten hinnan muodostumisen kannalta.

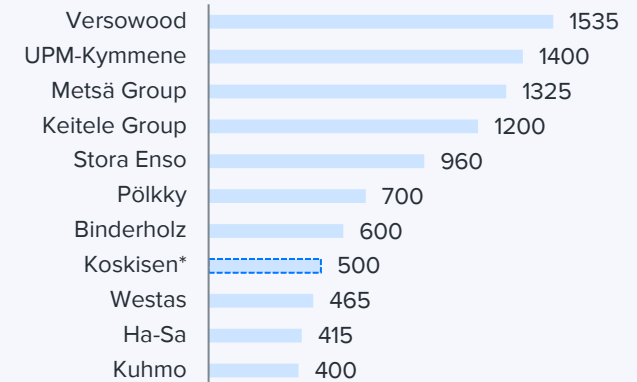
Tätä dynamiikkaa korostaa se, että suurten metsäyhtiöiden liiketoimintamallit ja puun hankinta on optimoitu kemiallisen metsäteollisuuden näkökulmista, minkä takia isoille yhtiölle on tärkeää

saada konsernituloksen muodostumisen kannalta tärkeämmän kuitupuun hinta pidettyä kurissa. Näin ollen isot metsäyhtiöt saattavatkin olla valmiita maksamaan tukista suhteessa enemmän, mikä hankaloittaa hintapuolen dynamiikkaa pelkästään puutuottein keskittyneiden yhtiöiden näkökulmista. Tämän dynamiikan emme oleta murtuvan, vaikka puutuoteteollisuus onkin pyrkinyt haastamaan metsäjättien tapaa toimia puumarkkinoilla jo pitkään.

## Viimeiset pari vuotta sahateollisuudessa on vuotu kultaa

Kysynnän ja etenkin hintojen rajun nousun myötä Sahateollisuudessa on kautaltaan tehty täysin poikkeuksellisen hyvää tulosta viimeiset kaksi vuotta. Arviomme mukaan viimeisen kahden vuoden tulostasot ei missään nimessä ole kestäviä, kuten historiassa ollaan nähty (kts. Seuraava sivu). Suomen sahateollisuudessa kiinni olevien yhtiöiden (n= 28) keskimääräinen liikevoitto-% on ollut 2017-2019 noin 3,6 % mediaanitasolla, kun vastaavasti vuonna 2021 luku oli 19,3 % (kts. Seuraava sivu). Mielestämme toimialan pitkän aikavälin dynamiikassa ei ole tapahtunut merkittäviä rakenteellisia muutoksia, sillä kysynnän kasvun vastapainoksi myös tarjonta on lisääntynyt ja tehostunut, kun monet sahayhtiöt ovat investoineet viime vuosien voittojaan liiketoimintoihin. Siten on mielestämme todennäköistä, että kannattavuustasot normalisoituvat pidemmän aikavälin keskiarvojen tuntumaan etenkin jäähtyvän sahasyklin ja talouden hidastumisen myötä toimialatasolla.

## Suurimmat sahatavaran tuottajat, Suomi, tuhatta kuutiometriä



Lähde: Inderes, Koskisen listautumisesite, AFRYN:n markkinatutkimus

\*Koskisen tuotantokapasiteetti Järvelän uuden yksikön valmistumisen ja lisäkapasiteetin jälkeen

# Suomen sahateollisuuden toimijoiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2017-2021

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

# Toimiala ja kilpailu 5/8

## Viennin kilpailudynamiikka

Vahvasti vientivetoisena yhtiönä Koskisen kilpailu ei rajoitu vain Suomen rajojen sisäpuolelle vaan kilpailu on vähintäänkin Euroopan laajuista ellei globaalia. Suomen puunjalostusyhtiöiden ja Koskisenkin kilpailukykyyn vaikuttaa Suomen sahateollisuuden kilpailukyky. Sahateollisuuden kilpailukykyyn yleisesti vaikuttavat sekä kotimaiset että ulkomaiset tekijät. Näitä ovat esimerkiksi puuraaka-aineen hinta ja sen saatavuus, työpanoksen ja energian hinnat, vallitseva vero- ja tukipolitiikka sekä tuotannon tehokkuus sekä logistiikka. Jälkimmäisiin tekijöihin lukeutuvat vientimarkkinoiden suhdanteisiin liittyvät kysynnän muutokset varsinkin rakentamisessa, kilpailutilanne sahatavaran tuottajien välillä ja valuuttakurssien vaihtelu.

Yleisesti puutuotteiden tuottajien vaikutusmahdollisuudet kansainvälisillä markkinoilla ovat sahatavaran osalta kapeahkot etenkin peruslaatuiseen (jalostamaton) sahatavaran osalta. Toisaalta maakohtaista vientikilpailukykyä vahvistaa valuuttakurssien vaihtelut, jotka ei luonnollisesti ole kotimaisten toimijoiden kontrolloitavissa. Tietyn maan toimijat voivat päästä hyötymään valuuttansa tuomasta vientikilpailukykyä ja sitä kautta pystyä haalimaan markkinaosuuksia.

Suomessa oli vielä 1990-luvun alussa satoja itsenäisiä sahalaitoksia, mutta nykyisin niitä on noin 80 sahalaitosta. Euroopassa havusahatavaran suurimmat tuotantomaat ovat Venäjä, Saksa, Ruotsi ja neljäntenä Suomi. Viennin näkökulmasta Eurooppa on ollut suomalaisen

sahatavaran tärkein vientialue ja siten Suomessa operoivat toimijat kilpailevat niin ikään edellä mainittujen maiden toimijoiden kanssa. Pohjois-Amerikan osuus viennistä on ollut marginaalinen kun puolestaan Aasiaan vientiä on kohdennettu enemmän määrin. Aasiassa Japani on ollut tärkein suomalaisen sahatavaran ostaja. Suomesta viedään sahatavaraa myös Pohjois-Afrikkaan.

Sahatavaran laadussa on ollut myös vientikohtaisia eroja. Pohjois-Afrikkaan on viety heikkolaatuisempaa ja siten yksikköhinnaltaan halvempaa mäntysahatavaraa, kun vastaavasti Japaniin on viety korkealaatuista kuusisahatavaraa, jonka yksikköhinta on ollut suhteellisen korkeata. Suomen keskeisimpiä kilpailijamaista sahatavaramarkkinoilla ovat olleet Venäjä, Ruotsi ja osin myös Baltian maat sekä Keski-Euroopan suurimpiin sahatavaran tuottajiin lukeutuvat Saksa, Tšekki ja Itävalta. Venäjä on käytännössä suljettu Euroopan markkinoilta pakotteiden myötä, jonka takia muut edellä mainitut maat käytännössä pääsevät paikkamaan Venäjän jättämää aukko markkinassa. Historiassa Suomen markkinaosuuden vähenemistä Euroopassa on selittänyt osaltaan kuljetuskustannukset, joiden takia suomalaisen sahatavaran on ylitarjontatilanteessa hankala kilpailla Keski-Euroopan oman tuotannon kanssa.

## Vanerimarkkina on pienempi ja paikallisempi

Koivuvaneria käytetään suurta lujutta tai vastaavasti korkeaa laatua vaativissa kohteissa, kuten vaativissa sisäverhouksissa, erikoislattioissa, huonekaluteollisuudessa, kuljetusvälineiteollisuudessa ja betonimuoteissa.

Tyypillisistä loppukäyttökohteista (erityisesti rakentaminen) poiketen, Koskisen koivuvaneri tarjonta suuntautuu enemmän kuljetus- ja logistiikkasektoreille.

Suurin osa koivuvanerimarkkinoista sijaitsevat Euroopassa, sillä siellä on ollut perinteenä käyttää koivuvaneria muiden levyvaihtoehtojen sijasta. Markkina on historiassa kasvanut vakaasti kuljetus- ja rakennussektorien kasvun vetämänä. Euroopan markkinoilla on vuoden 2022 alusta lähtien ilmennyt suurta tarjontavajetta Venäjältä tuontiin kohdistuvien pakotteiden johdosta. Venäjä oli aikaisemmin suurin koivuvanerin viejä Eurooppaan. Tätä tarjonnan aukkoa muut Euroopan toimijat pyrkivät paikata parhaillaan, joka osaltaan voi tukea myös Koskisen Levyteollisuus -liiketoiminnan lyhyemmän pään näkymiä. Lisäksi Venäjältä on tuotu koivutukkeja Suomeen, jonka tuonnin poistuminen on aiheuttanut ongelmia koivupuun saatavuudessa ja osaltaan vaikeuttanut myös Koskisen koivuvanerin tuotantoa. Tätä yhtiö on pyrkinyt taklaamaan käyttämällä pienempiä tukkikokoja, höllentämällä lajittelua ja optimoimalla sorvien automatiikkaa materiaalisaantoa parantaen. Käsityksemme mukaan Venäjältä tehtaalle asti tuotu koivutukki ei kustannukseltaan ole ollut poikkeuksellisen edullista ja siten muuttuvien kustannusten osalta tämä tilapäinen ongelma ei meidän käsityksen mukaan pitäisi vaikuttaa merkittävästi koivuvanerin tuotantokustannuksiin. Yhtiön mukaan se kykenee tekemään vaneria myös ns. kombituotteena, joka koostuu sekä koivu- että kuusiviilusta.

# Toimiala ja kilpailu 6/8

AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan globaalin koivuvanerimarkkinan arvon arvioitiin olevan vuonna 2021 3,1 miljardia euroa, josta 66 % eli yli 2 miljardia euroa pidetään Koskisen osoitettavissa olevana markkinana. Koivuvanerimarkkinan kasvuajureiden odotetaan olevan historian tapaan logistiikka- ja rakennussektoreiden kasvu. AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan koivuvanerimarkkinan kysynnän odotetaan kasvavan 2,3 %:n vuosivauhtia vuosina 2022-2030. Markkinatutkimuksen mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 2,5 %, hinnat 1,7 % ja yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,2 % vuositasolla. Arviomme mukaan hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi

Koivuvanerimarkkinassa UPM-Kymmenen vaneriliiketoiminta on suurin aktiivinen toimija Suomen markkinoilla ja Koskisen sijoittuu mittelössä vasta kolmanneksi Suomen markkinalla Metsä Groupin (Metsä Wood) jälkeen. Siten kokoluokan tuomalla mittakaavaedulla Koskisen ei pääse pullistelemaan. Tämä näkyy myös Levyteollisuuden kannattavuudessakin sillä Koskisen Levyteollisuus on kyennyt tekemään vuosina 2020-2021 8,8-11,4 % käyttökatemarginaalia, kun UPM Plywood on kyennyt tekemään ennen koronaa vuosina 2015-2019 14-18 %:n käyttökatemarginaalia. Tämän UPM on kuitenkin tehnyt karkeasti kymmenkertaisella

tuotantokapasiteetilla ja sitä kautta merkittävästi isommilla volyymeilla ja sitä kautta tulevilla skaalaeduilla. Lisäksi tuntuva osa on ollut alhaisemman kulutason maissa Virossa ja Venäjällä. Metsä Wood puolestaan on kyennyt tekemään keskimäärin noin 8 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2016-2021. Huomautamme, että Metsä Wood ja UPM Plywood ei ole täysin vertailukelpoisia niiden tuotemixit eroavat Koskisen Levyteollisuudesta.

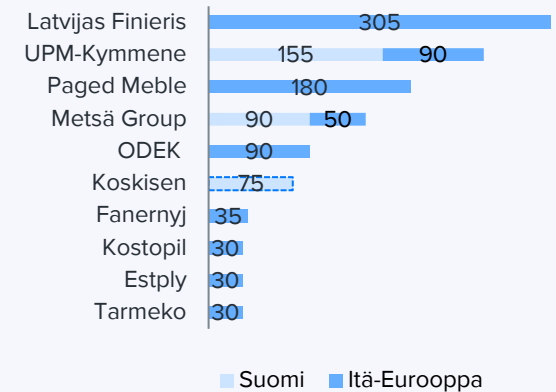
Ulkomaisista toimijoista Levyteollisuuden verrokkiyritys latvialainen Latvijas Finieris AS on kyennyt tekemään 5,5 %-9,6 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2013-2021. Pidempää aikasarjaa Koskisen Levyteollisuuden kannattavuudesta ei ole, joten pelkän vuosien 2020-2021 käyttökateasteojen perusteella on vaikea arvioida Koskisen pidemmän aikavälin suhteellista kilpailukykyä tässä segmentissä.

Loput markkinoista on jaettu keskikokoisten ja pienten tuottajien kesken. Huomionarvoista on kuitenkin se, että yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Iso-Britanniaan. Siksi kyseisen segmentin kilpailudynamiikka sijoittuu ennemminkin Eurooppaan eikä pelkästään kotimarkkinaan.

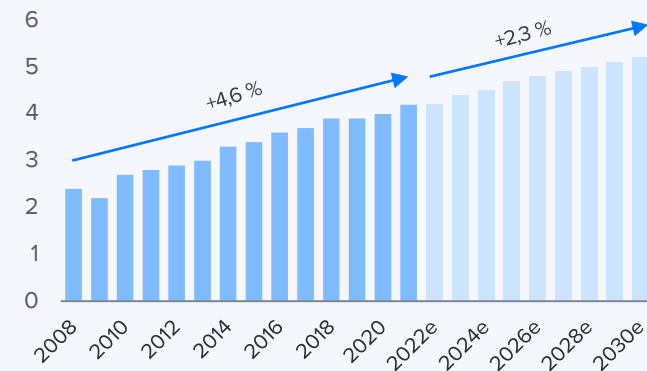
## Koivuvanerien hinnat

Vanerien hinnat ovat olleet historiassa sahatavarahintoja vakaampia erityisesti viimeiset 10 vuotta ennen vuotta 2022.

## Suurimmat koivuvanerin tuottajat, Eurooppa, tuhatta kuutiometriä



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





# Toimiala ja kilpailu 7/8

Vaikka vanerien hinnat ovat kehittyneet vakaammin kuin sahatavaran, ovat vanerin hinnatkin viimeisen vuoden aikana olleet ennätystasoilla, joka on antanut osaltaan myös voimakasta tukea yhtiön tuloskehitykseen. Rajumpaa hintojen laskua lyhyellä aikavälillä huipuilla kuitenkin kompensoi arviomme mukaan Euroopassa Venäjän markkinoilta poistumisen myötä paikattava aukko koivuvanerin tarjonnassa. Hintapisteeltään Koskisen vanerituotteet ovat korkeampaa päätyä, sillä yhtiön mukaan yli 90 % tuotetusta vanerista pinnoitetaan, joka osaltaan nostaa tuotteen jalostusarvoa ja sitä kautta hintaa.

## Lastulevysegmentissä kilpailua tulee Suomen ulkopuolelta

Lastulevysegmentissä tuotteiden loppukäyttökohteet ovat huonekalujen, sisustuksen ja rakentamisen toimialoilla. Koskisella on vahva asema kotimaassa lastulevysegmentissä, sillä sen mukaan yhtiön markkinaosuus Suomessa on noin 50 %.

Pidemmällä aikavälillä lastulevyn kysynnän odotetaan kasvavan Euroopassa noin 2,2 %:n kasvuvauhtia seuraavan 10 vuoden aikana huonekalutuotannon ja rakennusteollisuuden vetämänä. Kokonaisuudessaan Euroopan lastulevymarkkinan arvioitiin olevan vuonna 2021 11 miljardia euroa, josta noin 5 % voidaan pitää Koskiselle relevanttina markkinana. Lastulevymarkkinasegmentissä Koskisen kohtaa kilpailua ainoastaan Suomen ulkopuolelta, koska se on ainoa kotimainen lastulevyn valmistaja. Maantieteellisesti kilpailijat tulevat Keski-

Euroopasta. Lisäksi IKEA on suuri lastulevytuottaja, mutta se ei kilpaile suoraan Koskisen kanssa, koska se käyttää suurimman osan tuotannostaan sisäisesti.

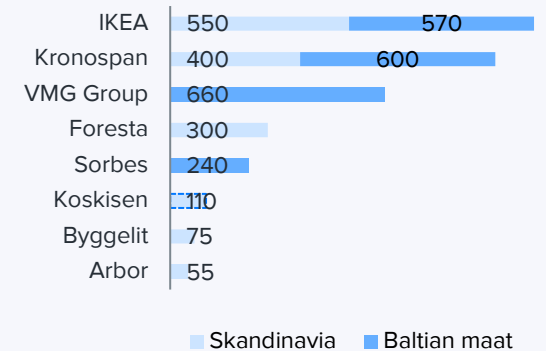
## Lastulevyhinnat

Myös lastulevyjen hinnat ovat olleet poikkeuksellisen korkealla vuonna 2022 (Luonnonvarakeskus: 1-10/22 lastulevyn vienti- ja tuontihintojen keskihintojen keskiarvo 412 €/m<sup>3</sup> vs. Koskisen 412 €/m<sup>3</sup> Q1-Q3'22). Ennen tätä vuosina 2019-2021 lastulevyn volyymipainotetut keskihinnat kuutiometriltä ovat heiluneet tuontihintojen osalta 276-342 €/kuutiometrin ja vientihintojen osalta 306-335 €/kuutiometrin välillä. Vastaavasti Koskisen raportoimat lastulevyn keskihinnat vuosina 2019-2021 ovat olleet 290-310 €/kuutiometriltä. Yhtiön mukaan se kykenee myymään lastulevyään hintapreemiolla (kestävästi valmistettu tuote).

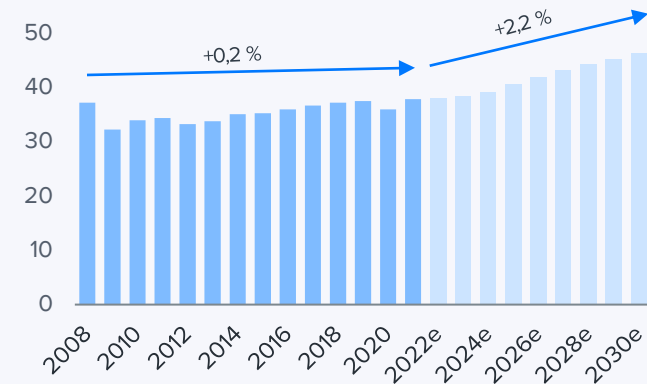
## Kore-brändissä kilpailijat ovat pieniä yhtiöitä

Koskisen Kore-brändin pääkilpailijat ovat pieniä keski- ja itäeurooppalaisia yhtiöitä ajoneuvoratkaisuenteollisuudessa. Suurimmalla osalla kilpailijoista ei ole omaa levytuotantoa toisin kuin Koskisella. Oman tuotannon sijaan kilpailijat ostavat levyjä suuremmilta tuottajilta ja jalostavat nämä lopputuotteiksi. Kore-tuotteiden taustalla oleva ajuri on käytännössä raskaiden sekä kevyiden ajoneuvojen sekä perävaunujen tuotannon määrä.

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



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



# Toimiala ja kilpailu 8/8

## Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä\*)

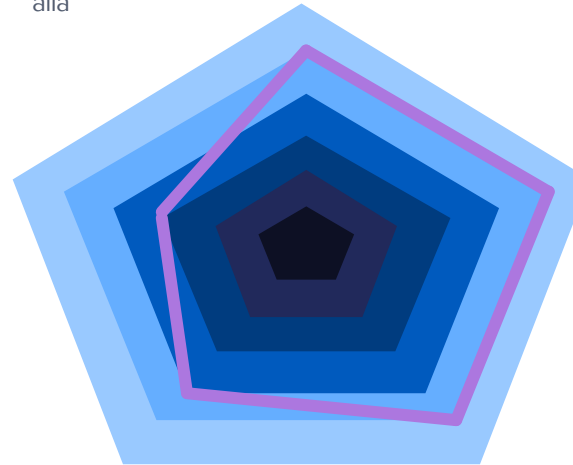
- Puunjalostusyhtiöiden määrä on Suomessa ja Euroopassa runsas ja arvoketjuasemat ovat perusluonteiltaan haastavia
- Puunjalostusyhtiöt ovat pääosin hinnanottajia ja kustannusrakenteet ovat kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintasensitiivisyyttä ja osaltaan kiristää kilpailua etenkin ylikapasiteettitilanteissa
- Pitkän aikavälin kasvukuva on terve, mutta toimiala ekonomialtaan haastava ja kestävät arvonaluontimahdollisuudet ( $ROIC > WACC$ ) kiven alla

## Korvaavien tuotteiden uhka (matala\*)

- Differointikyvyllä tuotetason eroavaisuudet mahdollisia Levyteollisuudessa. Yleisesti erottautumiskeino rajoittunee pääosin hintaan etenkin Sahateollisuudessa.
- Pitkän aikavälin teknologinen murros arviomme mukaan vähäistä, lopputuotteet (etenkin Sahateollisuuden) matalan jalostusarvon tuotteita ja tuoteominaisuuksiltaan bulkkimaisia

## Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen\*)

- Liiketoiminnan ylösajo vaatii kohtuullisen raskaita pääomainvestointeja, mutta toimialan rakenteellinen kannattavuustaso on alhainen ja ei siten houkuttele merkittävästi uutta pääomaa alalle
- Asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä ja vakiintuneita. Siten suora uusasiakashankinta on hidasta, mutta jakelijoiden kautta myynti helpottaa myyntifunktiota.



## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (merkittävä\*)

- Yhtiö hankkii puuta tuhansilta metsänomistajilta, mutta suuremmat sahat ja metsäyhtiöjätit sanelevat paikalliset raaka-ainehinnat globaalien puunmarkkinahintojen ohella
- Hankintaketjujen hajautuneisuus on riippumatonta itse puunjalostusyhtiöstä (ts. toimialan vallitseva dynamiikka). Metsänhoitopalveluja tarjoamalla pyritään vahvistamaan toimitussuhdetta ja varmistamaan raaka-aineiden saatavuus pitkällä aikavälillä
- Metsäomistajien ja -urakoitsijoiden eteenpäin integroitumisen uhka olematonta

## Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä\*)

- Puunjalostusyhtiöiden että asiakasyhtiöiden taaksepäin integroitumisen uhka on vähäistä
- Puunjalostusyhtiöiden differointikyky on rajallinen, ja siten asiakkaiden kohtaamat vaihdon kustannukset pitkistä asiakassuhteista huolimatta matalat
- Hinnoitteluvoima rajallista, koska puunjalostusyhtiöt ovat pitkälti hinnanottajia ja tämä näkyy toisaalta myyntikatteissa

\* Inderesin näkemys toimialavoiman Koskiselle aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

-2018

2019  
-  
2022

2023-

## Muovautuminen puunjalostusyhtiöksi

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

## Kilpailukyvyn vahvistaminen ja rakenteen selkiyttäminen

- Taloteollisuus-liiketoiminnan myyminen
- Brändiuudistus ja integroidun online-höyläyslinjan sekä Bio8-kattilan käyttöönotto Järvelässä
- Investointipäätös Järvelän uuden yksikön rakentamisesta
- Koskisen toteutti Uudelleenjärjestelyn vuonna 2022, jossa Koskisen Oy sulautui emoyhtiönsä Koskitukki Oy:öön, jonka nimeksi muutettiin Koskisen Oy sulautumisen yhteydessä.
- Listautuminen
- Venäjän toimintojen lopettaminen

## Kasvun kiihdyttäminen ennätysinvestoinnilla

- Järvelän investoinnin loppuunsaattaminen ja hallittu ylösajo
- Asiakassuhteiden ymmärtäminen ja odotusten ylittäminen kilpailukykyisen myyntiorganisaation ja laadukkaan asiakaspalvelun avulla
- Ketterän liiketoimintamallin kehittäminen ja ylläpitäminen: nopea reagoitukyky asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin
- Vastuullisuuden edelläkävijyys pienentämällä Koskisen valmiiksi pientä hiilijalanjälkeä ja kasvattamalla sen hiilikädenjälkeä kehittämällä vastuullisempia tuotteita

## Strategian ydinkohdat ja haasteet

### Toteutunut

- Konsernirakenteen selkiyttäminen, Taloteollisuus-liiketoiminnan myynti
- Investoinnit tuotantolinjojen osiin oman kilpailukyvyn vahvistamiseksi
- Brändiuudistus
- Investointipäätös ennätysluokan investointiin Järvelän uuteen tuotantolaitokseen, jonka myötä yhtiön tulisi ottaa tason nosto tehokkuudessa ja tätä kautta kannattavuudessa

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Järvelän investoinnin loppuunsaattaminen ja hallittu ylösajo
- Venäjän poistuessa markkinoilta kysyntään vastaaminen
- Kulurakenteen sopeuttaminen laskevaan sykliin
- Myyntiorganisaation kehittäminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Viennin kasvattaminen ja siinä onnistuminen
- Korkeamman lisäarvon tuotteiden kehittäminen ja myynti
- Asiakassuhteiden laadukas ylläpito
- Tuoteportfolion kehittäminen orgaanisesti sekä yritysostoin
- Asiakaskuntaa laajentavat, kapasiteettia kasvattavat ja synergistiset yritysostot

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Koskisen strategian painopistealueet



### Uusi uusinta teknologiaa edustava puunjalostusyksikkö

Yhtiön suurin investointi Järvelän uuteen yksikköön odotetaan kasvattavan sahakapasiteettia 33 % nykyisestä. Toiminnan tehokkuuden odotetaan kasvavan 40 % automaation ja kasvavan tuotantokapasiteetin myötä.



### Tuotekehitys

Yhtiö pyrkii kehittämään uusia ratkaisuja pysyäkseen puutuoteteollisuuden kehityksen mukana sekä ylläpitääkseen ja vahvistaakseen asiakassuhteita tarjoamalla asiakkaille uusia yksilöllisesti valmistettuja tuotteita.



### Osaava myyntiorganisaatio

Yhtiö kehittää jatkuvasti myyntiedustajaverkostonsa tehokkuutta varmistaakseen myyntiorganisaationsa kilpailukyvyn.



### Epäorgaaninen kasvu yritysjärjestelyjen kautta

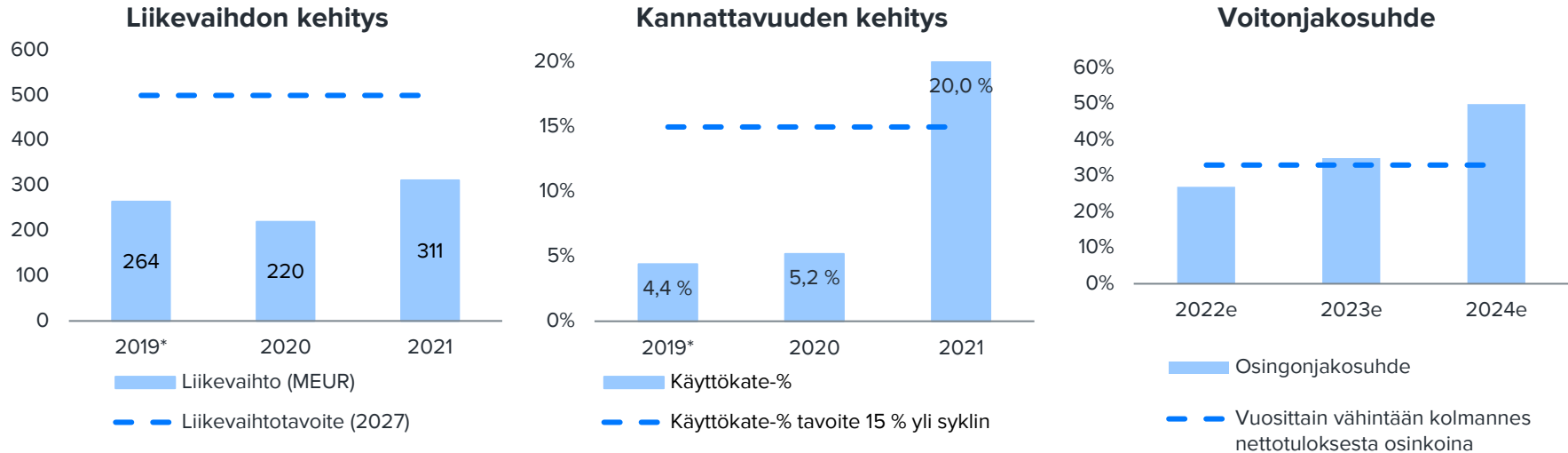
Yhtiö pyrkii osallistumaan valikoivasti yritysjärjestelyihin voidakseen palvella asiakkaitaan paremmin, laajentaa puututuotevalikoimaansa ja luoda lisäarvoa osakkeen omistajille.

## Inderesin kommentit Koskisen strategisista painopistealueista

- Investoinnissa ja sen myötä tulevan lisäkapasiteetin myynnissä onnistuminen on kriittistä yhtiön kestävästä tulospaannusta ajatellen. Onnistuessaan yhtiön operatiivinen kannattavuus paranisi suuremman mittakaavan, tehokkaamman sahalinjan ja kiinteän kulumassan skaalautumisen myötä.
- Investoinnin myötä yhtiö kykenisi vähentämään työvuoroja ja saamaan korkeamman tuoton materiaaleista parantuneen laatutason ansiosta.
- Syklin kääntyessä laskuun riskinä on, ettei yhtiö kykene myymään lisäkapasiteettia ja tällöin voi ajautua hintakilpailuun.
- Laatu on Koskisen liiketoiminnan ytimessä ja etenkin laatustandardien ylläpitämisessä tuotekehityksen ja koko organisaation kyvykkyydellä on keskeinen rooli. Koskisen pyrkii kussakin tuoteryhmässä korkeamman hintapisteen hintakategorioihin.
- Korkeamman räätälöintiasteen ja sitä kautta korkeamman jalostusarvon tuotteilla yhtiö kykenisi muuttamaan liikevaihdon rakennettaan parempikatteisempaan suuntaan ja tässä onnistuminen on pitkälti kiinni tuotekehityksen onnistumisessa.
- Myynnissä onnistuminen ja uusien sekä parempikatteisten tuotteiden myyntimahdollisuuksien kartoittaminen on kannattavuudenkin kannalta tärkeää ja siksi myyntiorganisaation kyvykkyys muodostuu kriittiseksi toiminnoksi.
- Asiakassuhteiden ollessa pitkiä ja niiden ylläpito vaatii tehokkaan ja kilpailukykyisen myyntiorganisaation ja korkean asiakaspalvelun laatutason. Suoramyyntillä tärkeä asema korkeampien katteiden saavuttamisessa. Etenkin viennin osuuden kasvaessa myyntiorganisaation onnistuminen kasvun elinehto.
- Yhtiö tarkastelee mahdollisia järjestelyjä etenkin Sahateollisuudessa sekä valikoivasti Levyteollisuudessa.
- Mielestämme Sahateollisuudessa selkeästi isomman mittakaavan kasvattava, ilman suurempia päällekkäisyyksiä oleva ja puunhankinnassa synergioita tuova yritysjärjestely voisi olla järkevää. Kore-segmentissä yritysostoilla on mahdollisuus luoda arvoa segmentin liiketoimintojen arvioitu parempi pääomantuottokyky huomioiden.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Koskisen taloudelliset tavoitteet



### Yhtiön asettamat taloudelliset tavoitteet



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



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



**Tase:** Vahvan taseen säilyttäminen



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

### Inderesin kommentit tavoitteista

- Liikevaihtotavoitteen saavuttaminen vaatisi merkittävää epäorgaanista kasvua ja arviomme mukaan yritysjärjestelyjen tulisi ohjautua sahateollisuuden suurimpiin toimijoihin Suomessa, jotta teollinen logiikka (kapasiteetin kasvu, asiakaskunnan laajentuminen ja synergiat) ja mittakaava olisi sopiva.
- Kannattavuustavoite on haastava toimialakontekstiin ja yhtiön historiaan suhteutettuna. Etenkin sahateollisuudessa kannattavuustasot ovat rakenteellisesti matalat. Lisäksi levyteollisuudessa erittäin harva toimija kykenee ulosmittamaan yli 15 %:n käyttökateä kestävästi, ja siksi olemme skeptisiä tavoitteen saavuttamisen suhteen etenkin yli syklin.
- Liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden taseen vahvana pitäminen on kriittistä rahoitusriskien realisoitumisen välttämiseksi.
- Voitonjakotavoite mahdollistaa kasvu- että ylläpitoinvestoinnit, mikäli houkuttelevia mahdollisuuksia ilmenee.

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Pääomarakenne listautumisen jälkeen

Seuraavaksi esitetään Koskisen-konsernin toteutunut pääomarakenne ja velkaantuneisuus Q3'22 lopussa perustuen Koskisen tilintarkastamattomiin osavuosiotietoihin oikaistuna ottaen huomioon listautumisannista saadut arvioidut nettovarot olettaen, että anti olisi toteutettu 30.9.2022.

## Vakavarainen tase

Rahavaroja Q3'22 lopun oikaistussa taseessa oli noin 61 MEUR listautumisannin jälkeen ja tämän lisäksi mielestämme rahoitusvaroihin lukeutuvat käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat rahoitusvarat (lyhyt + pitkä aik.) noin 11 MEUR.

Omaa pääomaa yhtiön Q3'22:n lopun oikaistussa taseessa oli noin 125 MEUR. Puolestaan korollista velkaa (sis. vuokavastuovelat ja korolliset ostovelat) oli noin 67 MEUR ja korotonta velkaa noin 53 MEUR. Näin ollen yhtiöllä oli raha- ja rahoitusvarat huomioituna Q3'22 oikaistussa taseessa nettokassaa noin 5 MEUR. Täten Q3'22 oikaistun taseen mukainen nettovelkaantumisaste oli noin -4 %. Vastaavasti omavaraisuusaste oli noin 51 %. Taseasema on tukeva ja ei mielestämme rajoita yhtiön kasvuaikkeitä jatkossa. Pidämme kohtuullisen velkataakan tasetta perusteltuna Koskisen liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden.

## Tase sitoo kiinteää omaisuutta

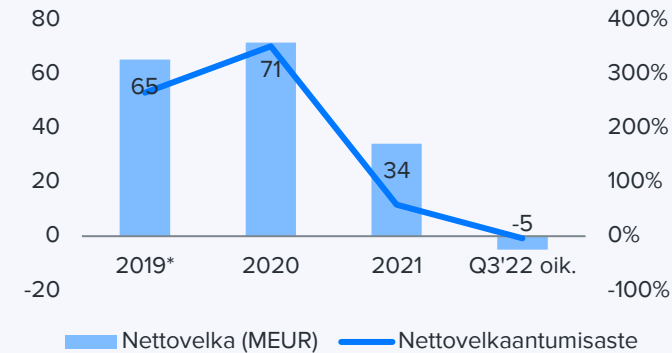
Koskisen pitkäaikaiset varat muodostuvat pääasiassa aineellisista omaisuuseristä (Q3'22: 72

MEUR), josta suurimman osan muodostaa yhtiön tuotantolaitosten rakennukset että tuotannossa käytettävät koneet ja muuta kalustoa. Loput pitkäaikaisista varoista käytännössä kattaa 23 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuserä, josta suurin osa koostuu voimalaitoksen vuokrasopimuksen myötä tulleesta käyttöoikeusomaisuuserästä.

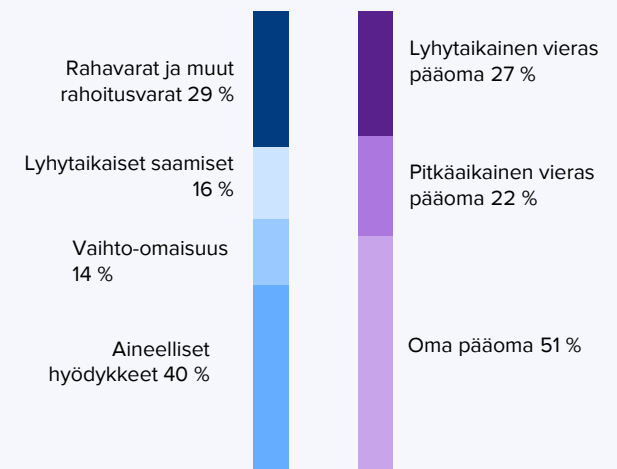
Q3'22 taseen lyhytaikaiset varat (144 MEUR) sisältävät operatiiviseen toimintaan sitoutuvia vaihto-omaisuutta 35 MEUR sekä myyntisaamisia 31 MEUR. Vastaavasti ostovelkoja oli katsauskauden päättyessä 35 MEUR (ml. Maksumenettelyn korolliset ostovelat 7,3 MEUR). Käyttöpääoman tehokkuuden näkökulmasta myyntisaamisten kiertoaika on pyörinyt 30 päivän molemmin puolin viimeisen 3 vuoden aikana, kun taas ostovelkojen maksu on kestänyt keskimäärin 57-78 päivää sekä vaihto-omaisuuden kiertoaika vastaavalla ajanjaksolla on ollut 44-54 päivää. Käyttöpääomaerien kiertoaajat ovat olleet arviomme mukaan historiassa suhteellisen vakaat.

Huomautamme, että Koskisen tarjoaa puumyyjille KoskiRaha-palvelua, joka on käytännössä yhtiön ostovelkojen rahoittamiseen liittyvä työkalu. Mikäli puun myyjä haluaa lykätä puusta saatavaa maksua Koskiselta, saa myyjä korkoa rahoilleen vastineeksi (2,5 % alle 20 000 euron summille ja 3,0 % yli 20 000 euron summille). Tämän kokoluokka on kuitenkin todella pieni suhteessa taseen kokoon ja siten tuloksen muodostumisen kannalta merkitys on rajallinen.

## Nettovelka ja velkaantumisaste

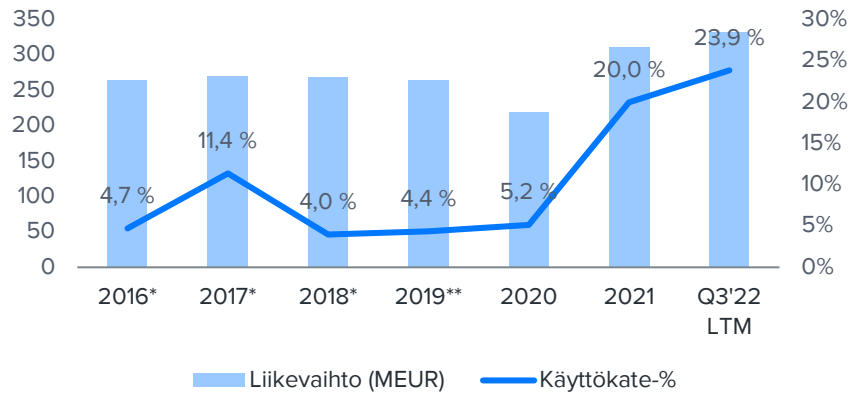


## Oikaistu tase Q3'22 (244 MEUR)

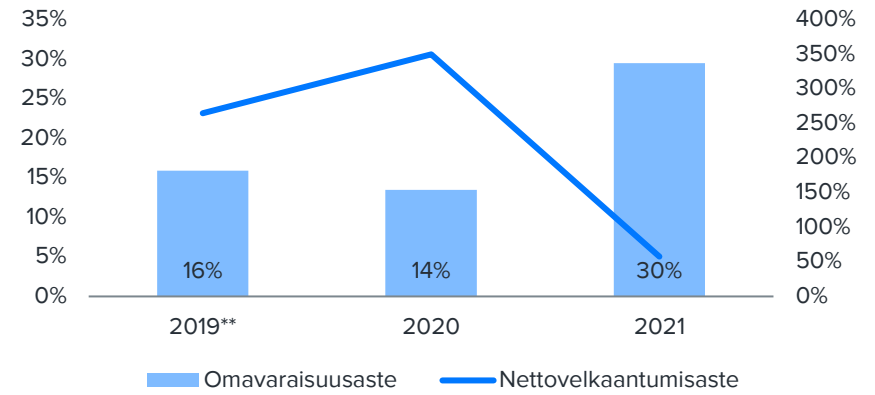


# Taloudellinen tilanne 2/2

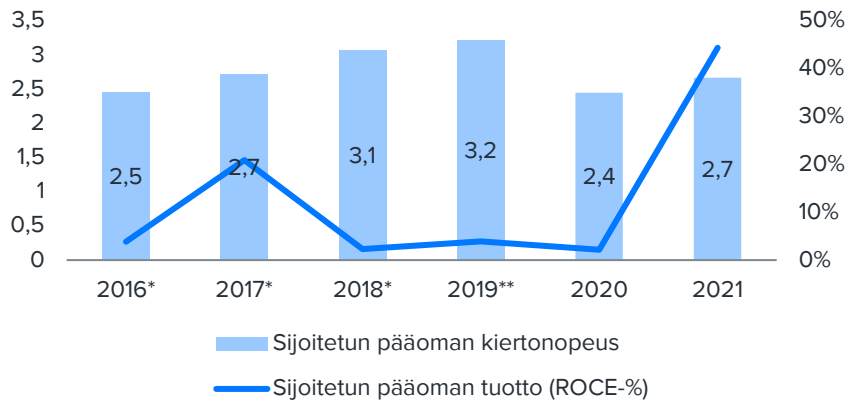
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



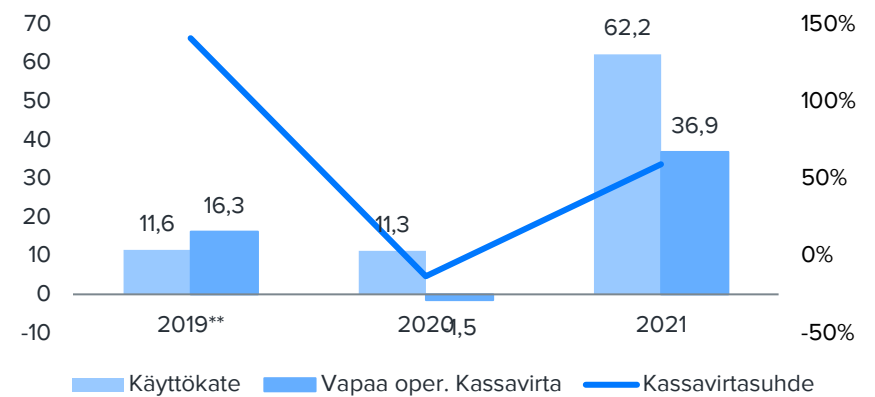
## Taseaseman kehitys



## Pääoman tehokkuus



## Kassavirran kehitys (MEUR)



Lähde: Koskisen, Inderes  
 \*FAS-lukuja Koskitukki-konsernin tilinpäätöksistä  
 \*\*FAS

# Sijoitusprofiili 1/3

1.

Järvelän tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen kriittistä kestäväen tuloksentekeyvyn parantamiseksi

2.

Liiketoiminta on syklistä, vaneri- ja lastulevyliiketoiminta tasoittaa sahatavaran menekin heiluntaa

3.

Rakenteellinen kannattavuus on matala

4.

Käyttöasteen optimointi ja katetasojen puolustaminen kriittistä arvonluonnin näkökulmasta

5.

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

## Potentiaali



- Viennin kasvu
- Korkeamman jalostusarvon tuotteiden innovointi ja myynnin kasvu
- Puusta tehtyjen jalosteiden pitkän aikavälin kysyntätrendi on terve
- Investointi Järvelän puunjalostusyksikköön pitäisi nostaa yhtiön normalisoitua kannattavuutta tehokkuushyötyjen myötä

## Riskit



- Neuvotteluasema sekä puunhankinnassa että asiakkaiden suuntaan haastava
- Kestävien kilpailuetujen saavuttaminen toimialoilla erittäin vaikeaa
- Bulkkimaiset lopputuotteet antavat vähän mahdollisuuksia erilaistumiselle. Hinta merkittävin erottautumiskeino ja siten kysyntä on markkinahintavetoista
- Toimialoilla tyypillisesti nähdään paljon hintakilpailua etenkin ylikapasiteettitilanteissa



## Sijoitusprofiili 2/3

### Kunnianhimoiset kasvutavoitteet vaativat yritysostoja

Kunnianhimoisia kasvu- ja kannattavuustavoitteita peilaten Koskisen profioli itsensä kasvuhakuiseksi yhtiöksi. Lyhyemmällä tähtäimellä kasvu voi olla varsin kiven takana jäähtymään päin olevan talouden ja sahasyklin takia. Tätä yhtiö voi kuitenkin paikata epäorgaanisin keinoin, johon yhtiön taseasema ja oman osakkeen käyttö maksuvälineenä antavat hyvät edellytykset.

Näkemyksemme mukaan yhtiön toimialoilla on haastavaa aikaansaada kestäviä kilpailuetuja (ts. kykyä tuottaa pitkällä aikavälillä kestävästi kilpailijoita korkeampaa pääoman tuottoa toimialakontekstiin suhteutettuna) pois lukien mittakaavan tuoma kilpailuetu. Koskisella on sen pitkän historian ja sitä kautta muototutuneen kilpailukyvyn turvin mahdollista yltää ”normaalina” vuonna pääoman tuottovaatimuksen tasoiseen sijoitetun pääoman tuottoon etenkin uuden kilpailukykyisemmän sahalinjan ansiosta. Tämä kuitenkin vaatii kurinalaista katetasojen puolustamista pääoman tehokkuuden hieman parantuessa uuden investoinnin myötä.

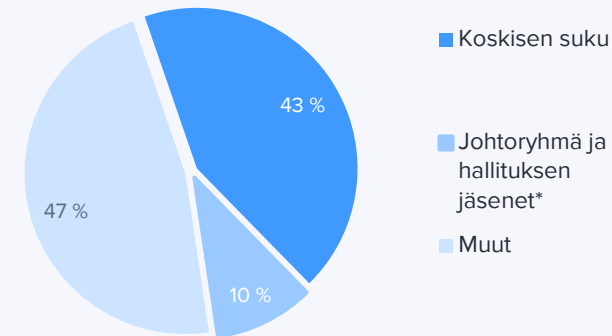
Kireän hintavetoisen kilpailun ja globaalien raaka-ainemarkkinoiden sanellessa puutukien (ml. suurimmaksi osaksi myös lopputuotteiden) hintoja voi kannattavuuden rakenteellinen parantaminen olla haastavaa, muttei missään nimessä mahdotonta. Jos yhtiö kykenee muokkaamaan myyntimixiään sisältämään enemmän korkeamman jalostusarvon tuotteita (esim. jalosteet, vanerit, Kore-tuotteet tai aivan uudet

ratkaisut), tai kasvattamaan Sahateollisuuden skaalaa merkittävästi, on yhtiöllä mahdollisuudet parantaa marginaalejaan ja sitä kautta arvonluontikykyään (ROIC>WACC) volyymikasvun ohella.

Arvonluonnin näkökulmasta aggressiivinen kasvuun panostaminen ei mielestämme olisi sijoittajan kannalta optimaalista huomioiden Koskisen liiketoimintojen ja niiden toimialojen rakenteellisesti heikko kannattavuus (etenkin Sahateollisuudessa) sekä pääomatarpeet huomioiva pääoman tuottopotentiaali. Yrityskaupoilla kasvaminen voi olla arvoa luovaa, mikäli yhtiö kykenee ostamaan laadullisesti kelvollisia, teollisilta logiikoiltaan järkeviä sekä hintalapultaan halpoja kohteita.

Mielestämme kuitenkin yhtiön tulisi investoida oman operatiivisen tehokkuuden ja tuottavuuden parantamiseen eli perustekemisen parantamiseen, jotta nykyinen liiketoiminta kykenisi luomaan arvoa myös heikommassakin syklissä. Tätä asiaa toisaalta yhtiö on parhaillaan tekemässä investoimalla nykyaikaiseen sahalinjaan Järvelässä. Voitonjaon suhteen yhtiöllä on poikkeuksellisen vahvojen parin viime vuoden jälkeen edellytykset jakaa osinkoja lähivuosina, mikäli uusia investointimahdollisuuksia ei löydy nykyisen käynnissä olevan investoinnin jälkeen. Pidemmällä aikavälillä sijoittajan tuotto-odotuksen kannalta osingon rooli on merkittävä, sillä emme odota yhtiöllä olevan nykyisen investointiohjelman jälkeen merkittäviä investointimahdollisuuksia ellei yhtiö aktivoitu voimakkaammin epäorgaanisen kasvun osalta.

### Omistajarakenne 01/2023 osakkeiden lukumäärän mukaan



# Sijoitusprofiili 3/3

## Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet

**Terveet orgaaniset kasvunäkymät.** Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan tukee saha- ja levyteollisuuden kysyntänäkymiä ja arviomme mukaan Koskisen orgaaniset kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä terveet.

**Viennin kasvattaminen.** Käsityksemme mukaan puu rakennusmateriaalina on myös maailmalla tulevina vuosina saamassa asteittain yhä vahvempaa jalansijaa ja odotamme tämän tukevan myös Koskisen kasvunäkymiä.

**Normalisoidussa kannattavuudessa parannuspotentiaalia.** Koskisen melko kiinteän kulurakenteen tulisi tarjota näkemyksemme mukaan skaalautumispotentiaalia ja odotamme liikevaihdon kasvun heijastuvan lähivuosina positiivisesti yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen. Uuden investoinnin tehokkuushyötyjen myötä mahdollisuus parantaa normalisoitua tuloksentekeyttä.

**Venäjän kokaisen aukon paikkaaminen.** Venäjältä tulleen tarjonnan poistuminen markkinalta avaa uusia myyntimahdollisuuksia myös Koskiselle erityisesti vanerin osalta, kun Euroopan tarjonnasta on yli puolet paikattavana.

**Teollisilta logiikoiltaan järkevät, laadullisesti hyvät ja hintalapultaan maltilliset yritysostot.** Yrityskaupoilla Koskisen voi luoda arvoa, mikäli yhtiö kykenee ostamaan laadullisesti hyviä, teollisilta logiikoiltaan järkeviä (esim. skaalaa kasvattavat) sekä hintalapultaan halpoja kohteita.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

**Liiketoiminta on syklistä:** Saha- ja levyteollisuus on tyypillisesti syklistä etenkin hintasyklit voivat olla nopeita ja rajuja. Lisäksi sahateollisuudessa yhtiöiden kannattavuudet ovat rakenteellisesti heikolla tasolla kireän kilpailun, heikon arvoketjuaseman sekä kestävien kilpailuetujen puutteen vuoksi. Näin ollen myös tuloksen heilunta voi olla voimakasta ja siksi sijoittajan kannalta tärkeää onkin pyrkiä hahmottamaan yhtiön pitkän aikavälin tuloksen- että pääoman tuottokykyä. Vaikka yhtiö kykenisi sopeuttamaan toimintaansa myös heikompaan markkinatilanteeseen, heijastuisi pohjakäynnän muutosten myötä hintojen lasku kulurakenteen kiinteistä elementeistä johtuen väistämättä myös tuloskehitykseen.

**Puu- ja sahatavaran markkinahintakehitys.** Puu- ja sahatavaran hintakehitys on ollut viime vuosina erittäin volatiilista, joka on ylöspäin mentäessä näkynyt positiivisesti Koskisen suoriutumisessa. Sahatavaran hintakehitys on kuitenkin normalisoitumaan päin ja tällä on arviomme mukaan erittäin todennäköinen vaikutus yhtiön lyhyen aikavälin liikevaihdon kertymiseen ja kannattavuuteen.

**Viennissä onnistuminen** on Koskisen pidemmän aikavälin sijoittajatarinassa mielestämme keskeistä. Vahvemman kasvun ylläpitäminen kestävästi käy Suomessa ennen pitkää haastavaksi kotimarkkinoiden pieni koko huomioiden.

**Hinnoitteluvoima tai sen puute:** Koskisen arvoketjuasema on haastava. Yhtiö on hinnanottaja raaka-aineiden hankintapuolella, kun suuret metsäyhtiöt organisoivat puunhankintaansa keskitetysti ja suurempien volyymien myötä ovat paremmassa asemassa puunhankinnassa verrattuna Koskiseen. Lisäksi Koskisen on hinnanottaja suurimmassa osassa tuotteissa myös asiakkaille päin etenkin sahatavarassa. Siten suora hinnoitteluvoima rajallinen ja myyntiakatteen rakenteellinen parantaminen on haastavaa pitkässä juoksussa yhtiön operoimilla toimialoilla.

**Yritysostoissa epäonnistuminen:** Etenkin sahateollisuuden rakenteellisen kannattavuuden ollessa heikon puoleinen, tällä toimialalla omistaja-arvoa luovien yrityskauppojen tekeminen vaatii edullista hintalappua, synergioita ja hyvää operatiivista laatua kohdeyhtiöltä. Luonnollisesti riskinä yrityskauppatilanteissa on se, että yhtiö maksaa yritysostokohteesta liikaa sen pääomantuotto- ja sitä kautta kassavirran tuottokykyyn peilattuna.

# Ennusteet 1/5

## Ennustemalli

Mallinamme Koskisen liikevaihdon kehitystä liiketoimintasegmenttien arvioidun markkinakasvun sekä lopputuotteiden hintakehityksen pohjata. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioihimme markkinan pidemmän aikavälin kasvuvauhdista ja Koskisen kestävästä kannattavuustasosta.

## Vuosi 2022 on ollut ennätysvahva

Koskisen alkuvuosi 2022 sujui myynnillisesti erittäin hyvin suotuisan markkinan vetämänä. Yhtiön liikevaihto kasvoi Q1-Q3'22 vertailukaudesta 10 % 240 MEUR:oon. Koskisen liikevaihdon kasvua veti Q1-Q3'22:lla etenkin ennätyslukemissa olleet sahatavaran hinta ja yhtiä lailla levytuotteiden hinnat olivat erittäin korkeilla tasoilla. Volyymitasojen arviomme olleen alkuvuonna lähellä täyttä kapasiteettia, kun taas loppuvuotta kohden uskomme volyymien pysyneen vakaampana Levyteollisuudessa ja laskeneen Sahateollisuudessa. Maantieteellisesti vahvinta liikevaihdon kasvua Q1-Q3'22:lla toi Japani, jonka liikevaihdon kasvu oli jopa 48 % (32,8 MEUR) vuoden takaiseen vastaavaan ajanjaksoon verrattuna. Samoin Puolasta kotiutettu liikevaihdon kertymä (+37 %, 12,4 MEUR) oli erittäin jyvettä. Koskisen tällä hetkellä suurimmalla markkina-alueella Suomessa kasvua tuli noin 7 % (93,3 MEUR).

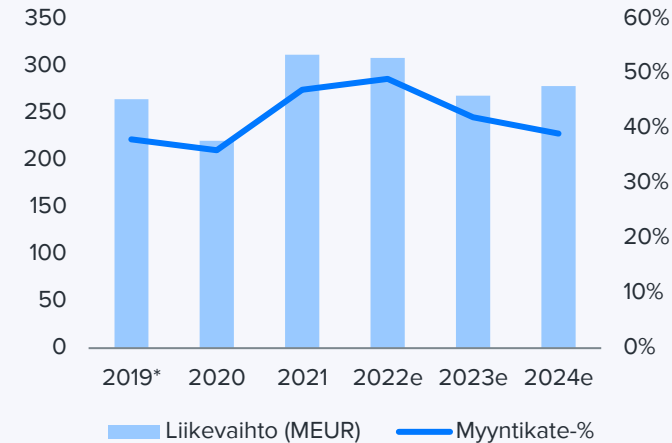
Koskisen ylsi Q1-Q3'22:lla 55,5 MEUR:n oikaistuun käyttökatteeseen (Q1-Q3'21: 39,3 MEUR), mikä vastasi poikkeuksellisen erinomaista 23,1 %:n käyttökatemarginaalia. Liiketoimintasegmentteittäin Sahateollisuuden käyttökate oli 38,1 MEUR vastaten 29,3 %:n käyttökatemarginaalia. Levyteollisuuden käyttökate puolestaan oli 19,9 MEUR vastaten 18,1 %:n käyttökatemarginaalia. Molempien segmenttien suoriutuminen arviomme mukaan suuremmaksi osaksi hintavetoista, sillä molempien segmenttien lopputuotteiden markkinahinnat ovat olleet täysin poikkeuksellisen korkeilla tasoilla suhteessa pidemmän aikavälin historiaan. Lisäksi Levyteollisuuden volyymit ovat kyseisellä ajanjaksolla olleet kasvussa, kun sahatavaran ja -jalosteiden volyymit ovat olleet laskussa hiljenevää rakennussykliä ja talouden hidastumista peilaten.

## Ennustamme Q4'22 olevan vielä hyvä

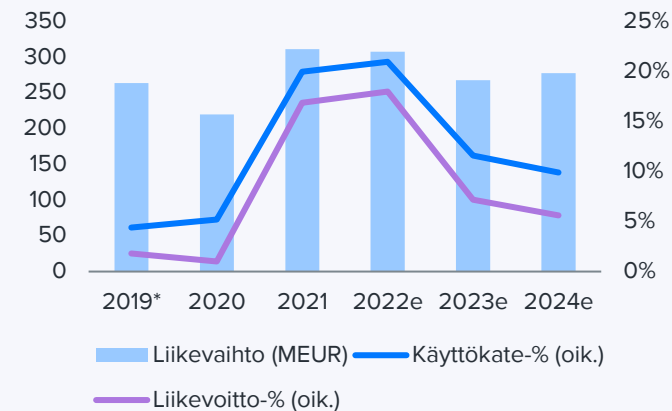
Koskisen arvioi sen liikevaihdon pysyvän vuonna 2022 samalla tasolla vuoden 2021 tasoon verrattuna, ja sen oikaistun käyttökatemarginaalin kasvavan vuonna 2022 vuoden 2021 tasoon verrattuna. Koskisen arvioi liikevaihdon olevan noin 310 miljoonaa euroa ja oikaistun käyttökatemarginaalin 21-23 prosenttia.

Puutavaran globaaleissa markkinahinnoissa on ollut nähtävissä viime kuukausina selvää normalisoitumista, samaan aikaan vastatuulta Koskisen kulupuolelle tuo myös raakapuun hinnan viime aikojen nousu.

## Liikevaihto ja myyntikate-%



## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Ennusteet 2/5

Ennustamme Koskisen tehneen Q4'22:llä noin 68 MEUR:n liikevaihdon. Segmenteittäin odotamme Sahateollisuuden yltävän 32 MEUR:n liikevaihtoon vielä pidemmän aikavälin keskiarvoja korkeampien markkinahintojen vetämänä samalla volyymitasojen ollessa laskusuunnassa jäähtynyttä rakentamista ja talouden hiljenevää kuvaa heijastellen. Levyteollisuuden osalta odotamme 36 MEUR:n liikevaihtoa vielä korkeana pysyvien vanerin ja lastulevyn hintojen siivittämänä. Pahempaan volyymipohjaiseen laskuun emme usko, sillä odotamme Venäjän jättämän aukon Euroopan vanerimarkkinaan avittavan Koskisen levyteollisuuden vanerin kysyntää.

Ennustamme Q4'22:llä Koskisen tekevän 9,2 MEUR:n oikaistun käyttökäteen, joka vastaa noin 13 %:n oikaistua käyttökätemarginaalia. Q4'22 kvartaalille kertaeriä olemme kirjanneet 1,5 MEUR edestä listautumiseen liittyviä kuluja. Arviomme mukaan kannattavuus pysyy edelleen erinomaisella tasolla, vaikka uskomme sahatavaran volyymien olevan laskusuunnassa markkinahintojen ohella. Tätä kuitenkin paikkaa arviomme mukaan Levyteollisuuden hyvänä pysyvä kysyntä ja hintojen vakaampana pysyminen, jotka osaltaan pitävät kulupainin kurissa (esim. koivutukin saatavuusongelmat ja sitä kautta korkea hinta) ja Levyteollisuuden kannattavuutta mainiolla tasolla (Q3'22 EBITDA-%: 18 %). Käynnissä olevan Järvelän tuotantolaitosinvestoinnin myötä jo hieman kasvaneiden poistojen myötä odotamme Q4'22 oikaistun liikevoiton asettuvan 6,2 MEUR:oon vastaten hyvää 9 %:n marginaalia. Tavanomaiset rahoituskulut ja verot huomioiden odotamme yhtiön kerryttävän 0,20 euron oikaistun

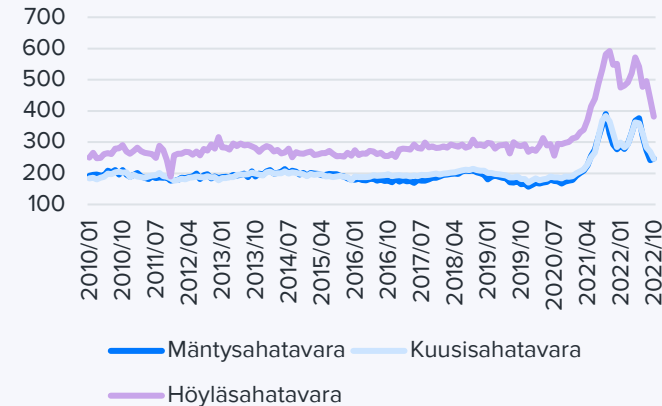
osakekohtaisen tuloksen.

Näin ollen arvioimme Koskisen yltävän vuonna 2022 noin 308 MEUR:n liikevaihtoon ja 65 MEUR oikaistuun käyttökäteeeseen (oik. EBITDA-%: 21,0 %). Poistot huomioiden ennustamme yhtiön oikaistuksi liikevoitoksi 56 MEUR (oik. liikevoitto-%: 18 %). Arvioimme yhtiön nettorahoituskulujen ja tavanomaisen verokannan (20 %) myötä nettotuloksen asettuvan noin 38 MEUR:oon koko vuoden osalta (Q1-Q3'22 ajalta vähemmistöosuuksia -6,2 MEUR, mutta vähemmistöt poistui fuusion yhteydessä). Tämä vastaavasti tarkoittaa noin 1,67 euron oikaistua osakekohtaista tulosta. Yhtiön hallitus on alustavasti arvioinut ehdottavansa yhtiön varsinaiselle yhtiökokoukselle vuonna 2023, että yhtiö jakaisi vuonna 2023 10 MEUR osinkoa. Täten odotamme yhtiön jakavan osinkoa vuodelta 2022 10 MEUR mikä vastaa 0,43 euroa per osake.

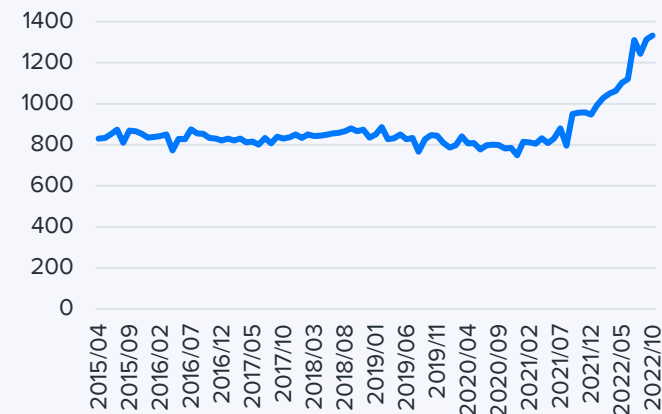
### 2023: Odotamme liikevaihdon että tuloksen heikkenevän selvästi edellisvuodesta

Odotamme Koskisen kysyntäympäristön olevan vaikea Sahateollisuudessa vuonna 2023 ja ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan noin 13 % 268 MEUR:oon. Odotamme pahimman sahatavaran markkinahintojen laskun olevan maltillistumassa ja odotamme hintojen kehittyvän vakaammin vuonna 2023 (vs. 2022), kun taas Levyteollisuuden tuotteiden hintojen uskomme olevan loivemmin laskevia etenkin vanerin osalta, koska uskomme Euroopassa vanerin hinnan pysyvän pitkän aikavälin keskiarvoja korkeammalla, kun markkinat paikkaavat Venäjän tarjonnan poistumisen tekemää aukkoa.

### Sahatavaran hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



### Lehtivanerin hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



# Ennusteet 3/5

Konsernin liikevaihtomixin painottuessa enemmän Levyteollisuuteen (etenkin vaneri ja lastulevy) ennustamme yhtiön tekevän konsernitasolla noin 31 MEUR:n käyttökateen, mikä vastaa 11,6 % käyttökatemarginaalia (yhtiön listautumisen yhteydessä annettu ohjeistus 12-14 %). Vaikka raaka-ainepuolella luultavasti vastatuuli jatkuu raakapuun korkeiden hintatasojen myötä (kts. sivu 13) vielä alkuvuonna, uskomme yhtiön pystyvän vähentämään työvoimaa Sahateollisuudessa sen volyymin laskujen myötä. Lisäksi Levyteollisuuden kannattavuus pysyy ennusteissamme erinomaisella tasolla edelleen korkeiden koivuvanerin hintojen ja vakaana pysyvän lastulevyn hinnan ja volyymin seurauksena.

Sahateollisuuden kulutasoihin, volyymikehitykseen ja hintatason asettumiseen sekä sitä kautta Koskisen Sahateollisuuden kannattavuustason liittyy merkittävää epävarmuutta, jonka johdosta kannattavuusennusteemme hipoo yhtiön ohjeistuksen alarajaa. Vaikka sahatavaran ja –jalosteiden hinnat ovat edelleen edellisiä vuosia korkeampia, hinnan lasku yhdistettynä vallitsevaan korkeaan kulutasoon ja vaisuun kysyntään painoi listattujen yhtiöiden sahaamiseen keskittyneitä liiketoimintoja jo tappiolle Q4'22:lla.

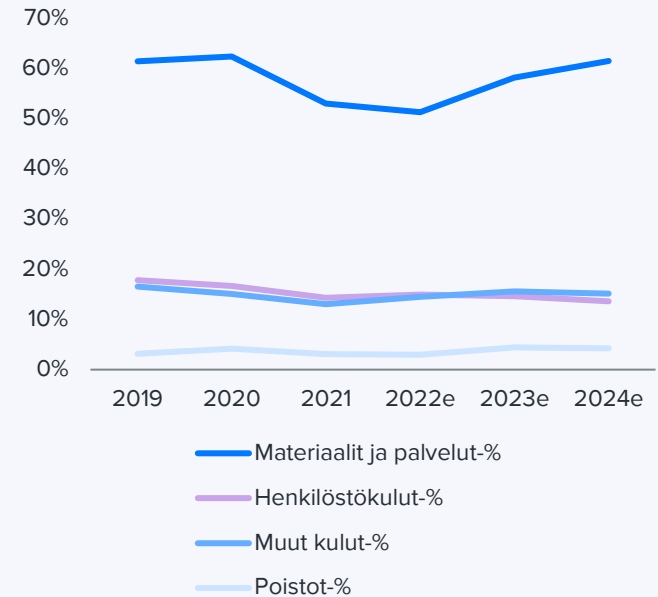
Käynnissä olevan Järvelän ennätysinvestoinnin myötä kasvavat poistot huomioiden liikevoiton odotamme asettuvan noin 19 MEUR:oon vastaten 7,2 % liikevoittomarginaalia. EPS:n ennustamme laskevan operatiivista tuloslaskua, kasvaneita poistoja ja tavanomaisia rahoituskuluja heijastellen 0,58 euroon ja voitonjaon 0,20 euroon, mikä vastaa 35 % jakosuhdetta.

## Vuosina 2024-2025 ulosmitataan uuden sahalinjan iskukyky

Vuonna 2024 ennustamme Koskisen liikevaihdon kasvavan 4 % 278 MEUR:oon heikommasta vertailukaudesta ja Järvelän uuden yksikön asteittaisesta ylösajosta johtuen. Vuonna 2025 ennustamme 2,3 %:n liikevaihdon kasvua 284 MEUR:oon yleistä markkinakasvua ja Järvelän uuden kapasiteetin parempaa käyttöastetta heijastellen. Merkittävästi korkeammat liikevaihdon kasvuennusteet vaativat näkemyksemme mukaan taakseen etenkin voimakkaampaa viennin kasvua, sillä kotimaassa vahvan kasvun ylläpitäminen käy ennen pitkää vaikeaksi Suomen markkinoiden pieni koko ja Suomen talouskasvunäkymää heijastellen. Näytöt vahvasta ja erityisesti kestävästi kannattavasta kasvusta viennin osalta on vielä Koskisella vähäiset ja siksi tietty konservatiivisuus on mielestämme paikallaan. Sama pätee myös pidemmän aikavälin ennusteisiimme.

Vuosina 2024-2025 ennustamme Koskisen oikaistun käyttökateen asettuvan noin 27,4-28,2 MEUR:oon ja tulostasot vastaa noin 10 %:n käyttökatemarginaalia. Yhtiölle hyvä kannattavuustaso tulee ennusteissamme pitkälti Järvelän uuden yksikön myötä tulevien tehokkuushyötyjen kautta (tuotantovaiheiden automaatioasteen nosto, työvuorojen vähentyminen 3-vuorosta 2-vuoroon, uuden sahalinjan myötä kunnossapitokulut vähenevät ja sahalinjan suurempi nopeus ja materiaalisaanto paranee) ja odotamme yleisen inflaatiopaineen olevan asettunut normaalimmalle tasolle vuoden 2023 jälkeen.

## Myyntikatteen ja kuluerien suhteelliset osuudet liikevaihdosta



# Ennusteet 4/5

Ennustamme poistojen olevan noin 12 MEUR ja siten odotamme yhtiön tekevän 15,6-16,4 MEUR:n oikaistun liikevoiton. EPS:n ennustamme asettuvan vuosina 2024-2025 hyvän operatiivisen tuloksen myötä 0,46-0,49 euroon ja voitonjaon 0,23-0,45 euroon osakkeelta, mikä vastaa 35-50 %:n jakosuhdetta.

## Lähivuosien investointitarpeet kohtuulliset Järvelän yksikön jälkeen

Järvelän tuotantolaitoksen investointiohjelma on tarkoitus yhtiön mukaan saada päätökseen vuoden 2024 alkuun mennessä, eikä Koskisen ole käsityksemme mukaan lähivuosina edessä suurempia kapasiteetin kasvattamiseen tähtääviä investointeja Järvelän mahdollisen lisäkapasiteetin (100 000 m<sup>3</sup>) jälkeen. Ennustamme Koskisen vuotuisten bruttoinvestointien olevan vuosina 2023-2024 22...12 MEUR. Edellä mainittujen vuosien jälkeen ennustamme bruttoinvestointien olevan noin 3 % liikevaihdosta (ml. IFRS 16-investoinnit). Taso on siis selvästi vuosia 2022-2024 matalampi (4-8 % liikevaihdosta), mutta linjassa pidemmän aikavälin keskimääräisen tason kanssa.

## Järvelän uusi yksikkö sitoo pääomaa

Kassavirran osalta vuosien Q4'22-Q1'24 aikana Järvelän uusi yksikkö sitoo pääomaa noin 29 MEUR (Q3'22 mennessä investoitu noin 21 MEUR), jonka myötä vapaa operatiivinen kassavirta jää 8-12 MEUR:oon vuosina 2023-2024. Käyttöpääomatarpeiden odotamme olevan vastaavilla tasoilla kuin historiassa (nettokäyttöpääomatarpeet noin 9 %

liikevaihdosta) ja luonnollisesti vuonna 2023 käyttöpääomaa ennusteissamme vapautuu liikevaihdon laskun myötä.

## Tase säilyy vahvana

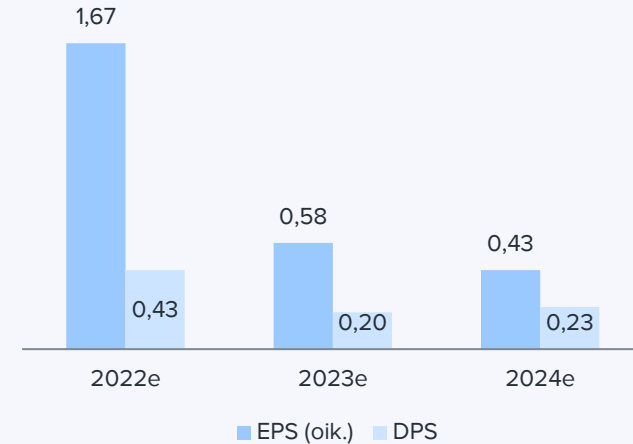
Nykyisillä tulos- ja voitonjakoennusteillamme Koskisen taseasema säilyy ennustejaksollamme hyvin vahvana, sillä omavaraisuusaste on vuosina 2024-2025 noin 62 %:n tuntumassa ja vastaavasti nettovelkaantuneisuusaste on negatiivinen noin -12-19 %. Vaikka vahva tase on Koskisen liiketoiminnan syklinen luonne perusteltua, on pääomarakenne ennusteissamme lähivuosina hyvin konservatiivinen.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

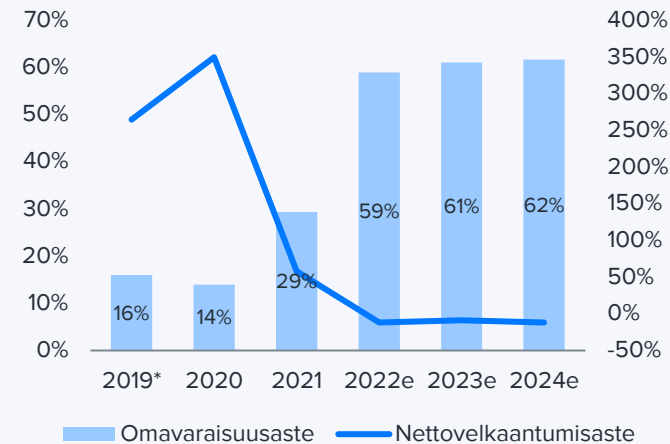
Odotamme Koskisen pidemmän aikavälin orgaanisen kasvunäkymän olevan terve, kun ympäristötietoisuus ja puurakentamisen suosio kasvaa tulevaisuudessa. Odotamme isossa kuvassa yhtiön kykenevän yleisen talouskasvun tasoiseen liikevaihdon kasvuun (3 % keskipitkä aikaväli, termiäni 2 %). Huomautamme kuitenkin, että vuositason muutokset voivat olla erittäin voimakkaita riippuen talouden ja rakentamisen syklien vaiheista.

Yhtiölle hyvä kannattavuustaso tulee ennusteissamme pitkälti Järvelän uuden yksikön myötä tulevien tehokkuushyötyjen kautta (yhtiö itse on arvioinut kestävää 8 MEUR:n tulosparannusta käyttökattetasolla, tätä avattu sivulla 11-12) ja vastaavasti Levyteollisuuden kannattavuustason oletamme pysyvän toimialan kontekstiin nähden hyvällä tasolla.

## Osakekohtainen tulos- ja osinko



## Taseaseman kehitys



# Ennusteet 5/5

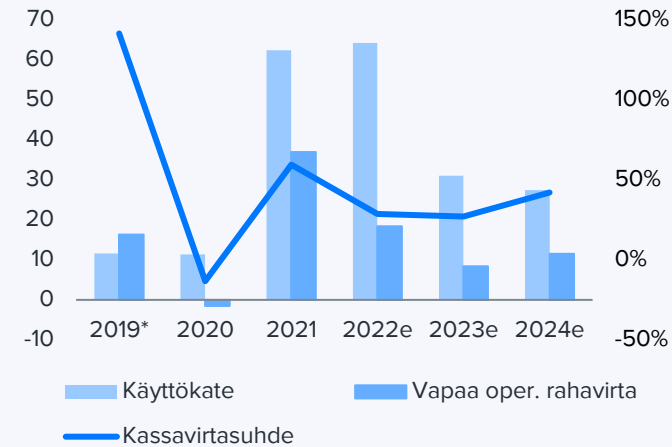
Ennusteemme sisältävät tiettyä konservatiivisuutta vuosien 2024-2025 sillä oletuksemme on, ettei yhtiö kykene täysimääräisesti vielä myymään uutta kapasiteettiaan, sillä kasvaneen kapasiteetin myyminen riittävän hyvällä katteella ei kiristyvässä kilpailutilanteessa ole itsestäänselvyys.

Näin ollen odotamme Koskisen kykenevän keskipitkällä aikavälillä noin 5-6 % liikevoittomarginaaliin, kun kannattavuus painuu ennustaessamme terminaaliarvoa lähestyessä 5 %:iin. Käsityksemme mukaan kannattavuustaso on saha- ja puunjalostusyhtiöiden keskuudessa parempaa kastia. Tätä mielestämme puoltaa se, että yhtiön liikevaihdosta pitkässä juoksussa noin 40 % tulee korkeamman jalostusarvon ja sitä kautta paremman marginaaliprofiilin omaavasta Levyteollisuudesta (vaneri, lastulevy, viilu, Kore-tuotteet). Lisäksi oletusta puoltaa toisaalta se, että nyt parhaillaan investointiohjelmassa olevan uuden nykyaikaisen sahalinjan tulisi olla selvästi tehokkaampi kuin aiemmin yhtiöllä käytössä ollut noin 30 vuotta vanha sahalinja. Käsityksemme mukaan Koskisen uusi sahalinja on vastaavalta laitetuomittajalta kuin Metsä Fibren Suomen kaikkien aikojen suurimman sahaiinvestoinnin Rauman mäntysahalla oleva sahalinja ([Koskisen sahalinja](#) sekä Metsä Fibre Rauman sahasta: [täällä](#), [täällä](#) ja [täällä](#)).

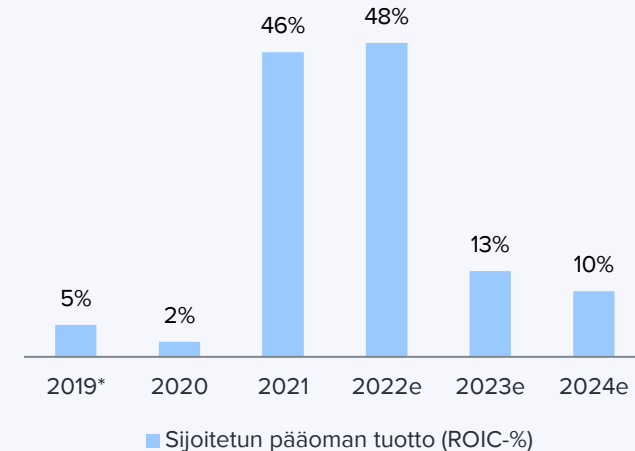
Huomautamme kuitenkin että kannattavuuspotentiaali tulee mieltää ns. normalisoiduksi arvioksi, sillä vuositasolla kannattavuus voi liiketoimintojen että alla olevien toimialojen syklisyys huomioiden heilua voimakkaastikin.

Pääomatarpeiden osalta investointitarpeet (ml. IFRS 16) odotamme olevan noin 3 %:n luokkaa liikevaihdosta ja nettokäyttöpääomatarpeiden noin 9 % liikevaihdosta pidemmällä aikavälillä. Emme siis odota merkittäviä muutoksia pääomatarpeissa suhteessa yhtiön historiaan ja toisaalta toimialojen lainalaisuudet huomioiden. Näin ollen liiketoimintaan sijoitetun pääoman kiertonopeus asettuu pitkällä aikavälillä 2-2,3x. Yhtiön veroasteen odotamme olevan tavanomainen 20 % myös pitkän aikavälin ennusteissamme.

## Kassavirran kehitys (MEUR)



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1-Q3	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>220</b>	<b>311</b>	<b>240</b>	<b>68,4</b>	<b>308</b>	<b>268</b>	<b>278</b>	<b>284</b>
Sahateollisuus	120	188	130	32,1	162	132	163	168
Levyteollisuus	99,8	123	110	36,2	146	136	114	116
<b>Käyttökate</b>	<b>11,3</b>	<b>62,2</b>	<b>56,4</b>	<b>7,7</b>	<b>64,1</b>	<b>31,0</b>	<b>27,4</b>	<b>28,2</b>
Sahateollisuus	2,6	50,7	38,1	0,1	38,2	2,9	13,7	14,6
Levyteollisuus	8,8	14,1	19,9	7,7	27,6	28,1	13,5	13,7
Poistot ja arvonalennukset	-9,1	-9,5	-6,1	-3,0	-9,1	-11,8	-11,8	-11,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,2</b>	<b>52,7</b>	<b>49,4</b>	<b>6,2</b>	<b>55,6</b>	<b>19,2</b>	<b>15,6</b>	<b>16,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>52,7</b>	<b>50,3</b>	<b>4,7</b>	<b>55,0</b>	<b>19,2</b>	<b>15,6</b>	<b>16,4</b>
Nettorahoituskulut	-6,6	-4,8	0,5	-0,8	-0,3	-2,4	-2,2	-2,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-4,4</b>	<b>47,9</b>	<b>50,9</b>	<b>3,9</b>	<b>54,7</b>	<b>16,8</b>	<b>13,4</b>	<b>14,2</b>
Verot	0,4	-9,4	-9,9	-0,8	-10,7	-3,4	-2,7	-2,8
Vähemmistöosuudet	0,7	-9,3	-6,2	0,0	-6,2	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-3,3</b>	<b>29,2</b>	<b>34,7</b>	<b>3,1</b>	<b>37,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>
<b>Nettotulos</b>	<b>-3,3</b>	<b>29,2</b>	<b>34,7</b>	<b>3,1</b>	<b>37,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,26</b>	<b>2,32</b>	<b>1,47</b>	<b>0,20</b>	<b>1,67</b>	<b>0,58</b>	<b>0,46</b>	<b>0,49</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,26</b>	<b>2,32</b>	<b>1,51</b>	<b>0,13</b>	<b>1,64</b>	<b>0,58</b>	<b>0,46</b>	<b>0,49</b>

Tunnusluvut	2020	2021	Q1-Q3	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-16,7 %	41,6 %			-1,0 %	-13,2 %	3,7 %	2,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-30,5 %	2259,0 %			5,5 %	-65,4 %	-18,9 %	5,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,2 %	20,0 %	23,5 %	11,2 %	20,8 %	11,6 %	9,9 %	9,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,0 %	16,9 %	20,6 %	9,0 %	18,0 %	7,2 %	5,6 %	5,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	-1,5 %	9,4 %	14,5 %	4,5 %	12,3 %	5,0 %	3,9 %	4,0 %

Lähde: Inderes



# Tase

## Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>85,7</b>	<b>86,8</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>112</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,6	1,0	1,4	1,8
Käyttöomaisuus	82,0	83,0	97,5	108	107
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>66,1</b>	<b>114</b>	<b>126</b>	<b>113</b>	<b>121</b>
Vaihto-omaisuus	32,7	38,1	40,1	34,8	36,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	5,4	5,4	5,4	5,4
Myyntisaamiset	25,0	29,5	30,8	26,8	27,8
Likvidit varat	7,9	40,5	49,7	46,2	51,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>228</b>	<b>226</b>	<b>233</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>20,4</b>	<b>58,8</b>	<b>134</b>	<b>138</b>	<b>144</b>
Osakepääoma	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kertyneet voittovarot	5,2	34,5	72,3	75,7	81,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,2	-0,4	60,6	60,6	60,6
Vähemmistöosuus	13,9	23,2	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>82,4</b>	<b>75,7</b>	<b>37,3</b>	<b>37,3</b>	<b>37,3</b>
Laskennalliset rovelat	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Varaukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	73,2	68,4	30,0	30,0	30,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,2	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>49,0</b>	<b>65,8</b>	<b>56,1</b>	<b>50,4</b>	<b>51,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6,1	6,2	4,0	4,0	4,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	41,9	50,7	43,2	37,5	38,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	8,9	8,9	8,9	8,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>228</b>	<b>226</b>	<b>233</b>

# Arvonmääritys 1/5

## Pääpaino EV-pohjaisissa hinnoittelukertoimissa

Annamme Koskisen arvonmäärityksessä pääpainon tulospohjaisille arvostuskertoimille. Tulospohjaisten kertoimien tarkastelussa suosimme etenkin yhtiön pääomarakenteen huomioivia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. Jätämme P/E-luvun tarkastelun vähemmälle, sillä se ei huomioi yhtiön pääomarakennetta ja Koskisen tapauksessa yhtiön nettokassaa. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemyksemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista. Lisäksi olemme peilanneet arvostusta verrokkiyritysten pidemmän aikavälin historiallisiin kertomiin.

Keskitymme absoluuttisia arvostuskertoimia tarkastellessa vuosiin 2023-2024 joskin erityisellä varovaisuudella, sillä molempien vuosien ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta ja eivätkä ne välttämättä kuvasta arvioitua normalisoitua tulostasoa. Perustamme tämän ajatuksen siihen, että 1) vuoden 2023 ennusteeseen heijastuu Venäjältä tulleen vanerin tarjonnan poistumisen myötä aiheutuneen tarjontahäiriön vaikutus Levyteollisuuden kannattavuuteen 2) parhaillaan käynnissä olevan investoinnin valmistuminen sijoittuu vuodelle 2024, joka tuo volyymia lisää, mutta tähän on kuitenkin erittäin heikko näkyvyys minkälaisella katteella yhtiö kykenee myymään uuden kapasiteetin ja mikä markkinatilanne tuona vuonna on. Tuloskehityksen suunta on kahden täysin poikkeuksellisen vuoden jälkeen tällä hetkellä selvästi alaspäin ja tuloslaskun kulmakerroin sekä

kesto on erittäin vaikea arvioida liiketoimintojen sykliset luonteet ja kulurakenteiden kiinteä olemus huomioiden.

Tarkastelemme Koskisen arvostusta myös taseperusteisesti. Suosimme tarkastelussa perinteistä P/B-kerrointa sekä EV/Sijoitettu pääoma -kerrointa (EV/IC)<sup>1</sup>. EV/Sijoitettu pääoma-arvostuskerroin on verrannollinen P/B-kertoimeen, sillä erotuksella, että se huomioi P/B-luvusta poiketen myös yhtiön pääomarakenteen. Olemme suhteuttaneet Koskisen taseperusteista arvostusta yhtiölle arvioimaamme pääoman tuottokykyyn (ROIC-% ja ROE-%). Olemme lähestyneet taseperusteista arvostusta myös verrokkien historiallisten tasojen kautta. Mielestämme taseperusteisen arvostuksen tarkastelu on myös siksi järkevää, koska yhtiön liiketoiminta on syklistä ja siten vuositason tuloksen heilahtelu voi olla hyvinkin volatiilia ja kestävän tuloksen tekokyvyn arvioinnissa tuleekin ottaa huomioon pitkän aikavälin perspektiivi.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

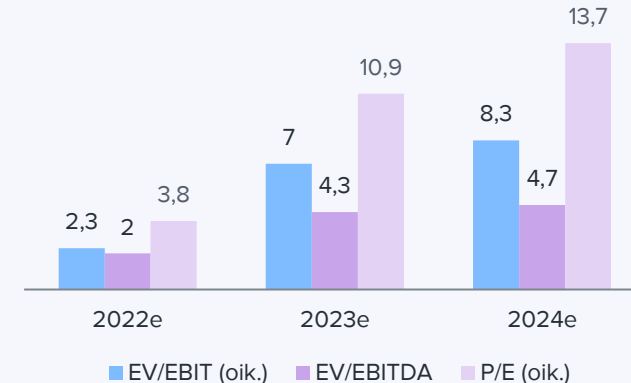
Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat Koskisen arvostusta:

- **Järvelän uuden puunjalostusyksikön myötä parantuva kilpailukyky ja Levyteollisuuden vahva hinnoittelu näkymä.** Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat ajurit (mm. puurakentamisen suosion kasvu, ilmastonmuutostoimet, terveellinen asuminen, Venäjä-pakotteiden aiheuttama tarjonta-aukon paikkaaminen), mikä yhdessä yhtiön käynnissä olevan Järvelän uuden puunjalostusyksikön investoinnin ja sen myötä tulevan

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,35	6,35	6,35
Osakemäärä, milj. kpl	23,0	23,0	23,0
Markkina-arvo	146	146	146
Yritysarvo (EV)	130	134	129
P/E (oik.)	3,8	10,9	13,7
P/E	3,9	10,9	13,7
P/Kassavirta	3,2	17,3	12,7
P/B	1,1	1,1	1,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	2,0	4,3	4,7
EV/EBIT (oik.)	2,3	7,0	8,3
Osinko/tulos (%)	26,5 %	35,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	6,8 %	3,2 %	3,7 %

Lähde: Inderes

## Tuloskertoimet



Lähde: Inderes

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

# Arvonmääritys 2/5

- kannattavuusparannuspotentiaalın kanssa tukee lähivuosien (2024-2025) tuloksentehtävyä.
- **Vankka tase** listautumisen jälkeen takaa mahdollisuuden keskittyä puhtaasti operatiivisen toiminnan kehittämiseen.
- **Liiketoiminnan syklinen perusluonne** heikentää pidemmän aikavälin näkyvyyttä ja kohottaa riskiprofiilia. Lisäksi lyhyellä aikavälillä alaspäin sojottava syklin vaihe tuonee haasteita kysyntäpuoleen.
- **Kilpailun kiristyminen sahasektorilla** Sahasyklin kääntynyt kysyntätilanne voi olla heikko pitkäänkin, jonka myötä markkinalle voi kehittyä ylikapasiteettitilanne, jossa kannattavuus voi painua todella heikoksi. Tämä tekisi erittäin hallaa uuden kapasiteetin valmistumista ajatellen. Tämä riski on kuitenkin olemassa etenkin, kun toimialan muut pelurit ovat myös investoineet parina viime vuonna syklin huipulla.

## Tulospohjainen arvostus

Näkemyksemme mukaan Koskiselle hyväksyttävänä EV/EBITDA-kertoimina voidaan pitää karkeasti 3,5-6,5x -haarukkaa liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuustaso sekä riskiprofiili huomioiden. Nämä tasot vastaavat karkeasti EV/EBIT-kertoimia 5,5-8x. Vuositasolla kertoimet voivat venyä ajoittain erittäin leveälle vaihteluvälille syklien vaiheista riippuen.

Edellä mainitut arvostuskertoimet ovat linjassa myös lähimpien verrokkien (Bergs Timber AB, Interfor Corp, Boise Cascade, liitteenä kuvaukset) pidemmän aikavälin keskimääräisten tasojen

kanssa. Myös sektorilla nähdyt teolliset yritysostot ovat tehty keskimäärin 5-6x EV/EBITDA-kertoimilla (liitteenä tiedot yrityskaupoista).

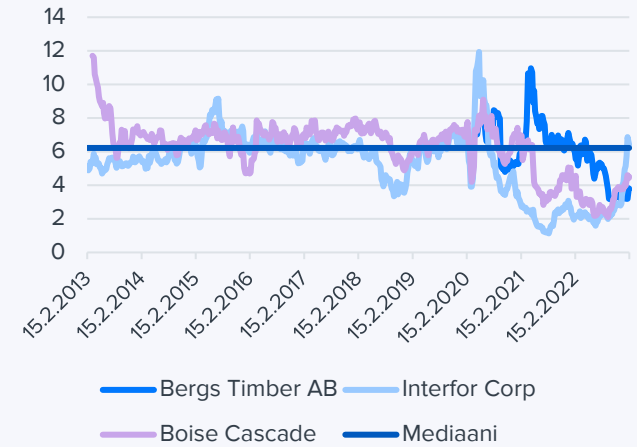
Koskisella hyväksyimme EV/EBITDA-kertoimien ja vuoden 2023 käyttökate-ennusteemme perusteella Koskisen velattomaksi yritysarvoksi (EV) muodostuu noin 109-202 MEUR. Vuoden 2023 käyttökate-ennusteemme ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan kuvasta ns. normaalia tulosta sahasyklin jäähtymisen ja Levyteollisuuden poikkeuksellisen hyvän tulosvuoden takia. Tämän sijaan, jos katsomme vuoteen 2024, jolloin Järvelän uuden puunjalostusyksikön tulisi olla käytössä ja Levyteollisuuden kannattavuuden olisi odotustemme mukaisesti normalisoitunut, hyväksyimme EV/EBITDA-kertoimien ja vuoden 2024 käyttökate-ennusteemme perusteella Koskisen velattomaksi yritysarvoksi (EV) muodostuu noin 96-178 MEUR. Kun vähennämme yritysarvosta vuoden 2023 nettovelkaennusteemme (15 MEUR:n nettokassa sis. 3 MEUR metsävarat, huomioi Järvelän investoinnin), saamme Koskisen osakekannan arvoksi 111-193 MEUR. Eli noin 4,8-8,4 euroa per osake (keskikohta 6,6 euroa). Tulospohjaisesti yhtiön arvostus vaikuttaakin siten neutraalilta.

Koskisen osinkotuotot nousevat vuosien 2023-2024 voitonjakoennusteillamme 3,2-3,7 %:n tasolle, jotka antavat kohtuullista tukea osakkeelle.

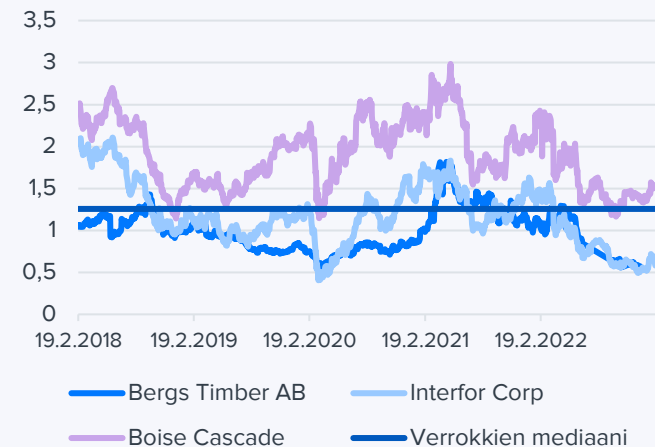
## Tasepohjainen arvostus

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Koskisen yltävän lähivuosina 10-13 %:n tasoiseen sijoitetun pääoman tuottoon ja asettuvan pidemmällä aikavälillä 9-11 %:n tasolle.

## Verrokkien EV/EBITDA fwd. 12kk



## Verrokkien P/B-kertoimet



# Arvonmääritys 3/5

Vastaavasti oman pääoman tuoton odotamme olevan lähivuosina noin 8-10 % ja pidemmällä aikavälillä jäävän hieman alle oman pääoman kustannuksen (11,6 %). Koska odotamme yhtiön pääoman tuottojen olevan yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa pääomankustannuksen tuntumassa, tulisi lähtökohtaisesti yhtiö arvostaa pitkällä aikavälillä keskimäärin karkeasti noin 1x P/B- ja 1x EV/Sijoitettu pääoma-kertoimella.

Näin ollen yhtiölle soveltamamme pääoman kustannus huomioiden hyväksyttävä taseperusteinen arvotustaso olisi näkemyksemme mukaan noin 0,7-1,3x tasolla (ylälaita on perusteltu suotuisassa syklissä ja mikäli Järvelän investointi selkeästi parantaa yhtiön pääoman tuottokykyä). Yhtiön lähimmät verrokkit ovat arvostettu viime vuosina mediaanitasolla 0,9-1,3x EV/Sijoitettu pääoma-kertoimella ja P/B-kertoimilla 0,9-1,9x. Huomionarvoista kuitenkin on, että etenkin Interfor ja Boise Cascade ovat kokoluokaltaan merkittävästi Koskista suurempia ja osaltaan siksi niiden kannattavuudet ovat olleet viime vuosina erittäin vahvalla tasolla (2016-2020: sijoitetun pääoman tuotto-% ka. ~13 % vs. Koskisen ka. ~7 %). Kannattavuusprofiililtaan lähin verrokki Bergs Timber AB (2016-2021 ka. sijoitetun pääoman tuotto-%: 9 %) on arvostettu viime vuosina keskimäärin noin 0,9x EV/Sijoitettu pääoma-kertoimella ja P/B-kertoimella 0,9x.

Koskiselä hyväksyttävänä pitämillämme EV/Sijoitettu pääoma-kertoimilla 0,7x-1,3x ja vuoden 2023 ennusteillamme Koskisen yritysarvoksi muodostuisi 92-170 MEUR. Kun vähennämme yritysarvosta vuoden 2023 nettovelkaennustemme, saamme Koskisen osakekannan arvoksi 107-185 MEUR. Eli noin 4,6-

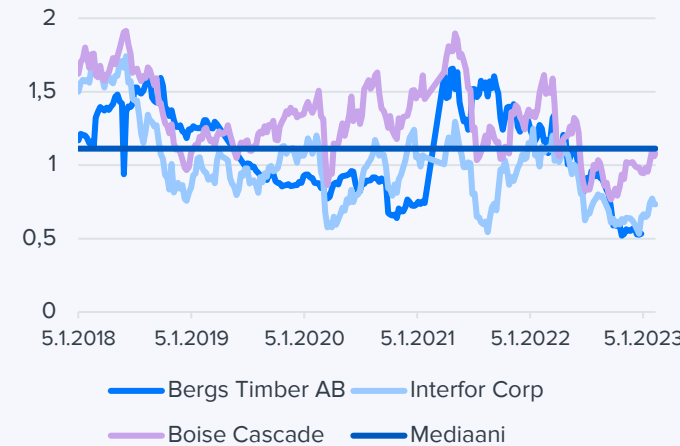
8,1 euroa per osake, jonka keskikohta on 6,4 euroa osakkeelta. Vastaavasti hyväksyttävänä pitämillämme P/B-kertoimilla 0,7x-1,3x ja vuoden 2023 ennusteillamme Koskisen osakekannan arvoksi muodostuisi 97-179 MEUR, joka olisi 4,2-7,8 euroa per osake (keskikohta 6,0 euroa).

Taseperusteinen arvostus puoltaisi osakkeen olevan hieman yliarvostettu. Korkeampi hyväksyttävä arvostushaarukka vaatisi taakseen kestävästä tuloksenteke- ja pääomantuottokyvyn parannusta historiasta, johon osaltaan uusi Järvelän investointi voi onnistuessaan yltää. Emme kuitenkaan ole vielä valmiita hyväksymään korkeampaa arvostusta ennen kuin uuden investoinnin tuottavuus ja sitä kautta tulostason nousu on konkreettisesti nähtävissä. Selvästi yli 1x tasearvon hyväksyvän sijoittajan harteille sijoittaja ottaa riskin siitä, että yhtiön rakenteellinen pääoman tuottokyky kohentuisi pitkästä historiasta (oik. sijoitetun pääoman tuotto-% keskimäärin 2010-2021: ~10 %, mediaani: ~5 %) huolimatta Järvelän investoinnin myötä. Olemme vielä skeptisiä kannattavuustason kestävästä nousun suhteen, sillä toimialalla itsessään on arviomme mukaan vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja (pl. mittakaavan tuoma etu) ja sitä kautta kestävästi korkeita pääoman tuottoja.

## Verrokkiryhmä kohtuulliseen suhteelliseen vertailuun

Koskiselä on vaikea löytää täysin verrannollisia listattuja verrokkeja ja rakentamamme ydinverrokkiryhmä muodostuu sahateollisuudessa että levyteollisuudessa kiinni olevista listatuista yhtiöistä (yhtiöiden kuvaukset liitteenä).

## Verrokkien EV/Sijoitettu pääoma



## Herkkyysanalyysi P/B-luvulle

CoE-%	Hyväksyttävä P/B-luku Oman pääoman tuotto-%				
	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
14 %	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
13 %	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
12 %	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
11 %	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
10 %	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2

# Arvonmääritys 4/5

Verrokkit toimivat Koskisen kanssa eri markkinoilla ja jossain määrin eri tuoteportfolioilla, mitkä osaltaan edelleen rajoittavat vertailukelpoisuutta.

Tämän lisäksi olemme kuitenkin rakentaneet laajemman verrokkiryhmän suhteellisen arvostustason haarukointiin lyhyemmällä perspektiivillä. Tähän ryhmään kuuluvat ydinverrokkien lisäksi puunjalostus- ja metsäteollisuudessa kiinni olevia listattuja yhtiöitä. Näiden yhtiöiden liiketoiminnot, kasvu- että kannattavuusprofiilit eroavat osittain paljonkin Koskisen vastaavista ja siksi Koskisen osakkeen hinnoittelua ei voi pelkästään tämän varaan muodostaa.

Kuten Koskisen, myös verrokkiryhmänkin tulosten heilunta voi olla ajoittain voimakasta talouden syklien mukana. Etenkin vuoden 2022 ja luultavasti vielä 2023 vuoden kertoimiin heijastuu edelleen poikkeuksellisen vahvan syklin huippu ja jälkimmäiseen luultavasti lasku. Edellä mainituista tekijöistä johtuen verrokkiryhmän hinnoittelu tarjoaa mielestämme lyhyemmällä sihdillä vain muodollisen viitekehysten Koskisen arvostuksen tarkastelulle.

Koskisen lähimmät verrokkit (liitteenä kuvaukset) arvostetaan kuluvan vuoden konsensusennusteilla EV/EBITDA-kertoimella 3,4-4,4x ja P/B-kertoimella 0,6-1,3. Soveltamalla kyseisiä kertoimia kuluvan vuoden 2023 ennusteisiimme Koskisen osakkeen arvoksi tulisi EV/EBITDA-perusteisesti 5,3-6,6 euroa (keskikohta 5,9 euroa) ja P/B-perusteisesti 3,6-7,6 euroa (keskikohta 5,5 euroa). Laajemman verrokkiryhmän kuluvan vuoden EV/EBITDA-kertoimet ovat Koskisen kertoimien tasalla ja P/B-perusteisesti Koskista hinnoitellaan selvällä preemiolla (noin 50 %). Näkemyksemme mukaan

laajaan verrokkiryhmään suhteutettuna Koskista tulisi hinnoitella diskontolla sen heikomman pääomantuotto- ja korkeamman riskiprofiilin takia. Suhteellisestikaan arvostus ei siis vaikuta kovinkaan edulliselta.

## DCF-malli

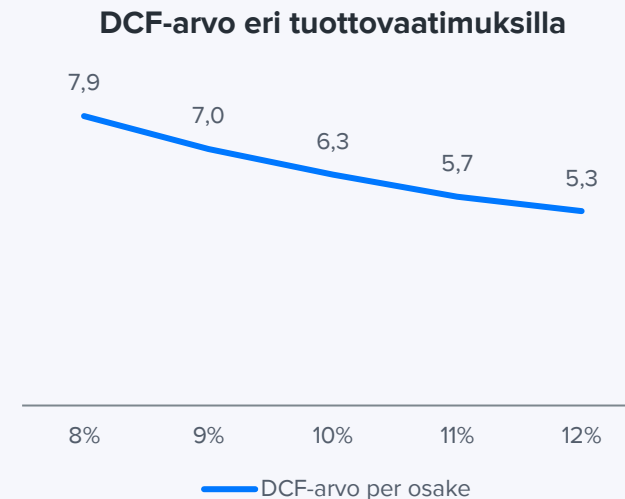
Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän konservatiivisia arvioita, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme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

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,3 euroa osakkeelta, mikä tukee muiden käyttämiemme menetelmien tapaan näkemystämme osakkeen lievästä yliarvostuksesta. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2 %:iin yleistä talouskasvua heijastellen. Liikevoittomarginaalin ennustamme laskevan kiristyvää kilpailutilannetta heijastellen pitkällä aikavälillä noin 5 % tasolle, eli lähemmäs arvioimaamme toimialojen keskitasoa. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on maltillisella 31 %:n tasolla. Huomautamme, että olemme DCF-mallimme teknisistä syistä kirjanneet vuodelle 2022 vapaan kassavirran ennusteeseemme (muut -riville) listautumisannista saadut varat, jonka myötä terminaalijakson painoarvo on matala, kun vuoden 2022 kassavirta laskee terminaalin painoarvoa.

## Herkkyysanalyysi EV/IC-luvulle

**Hyväksyttävä EV/Sijoitettu pääoma -kerroin**  
**Sijoitetun pääoman tuotto-%**

	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
12 %	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
11 %	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
10 %	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2
9 %	0,8	1,0	1,1	1,2	1,4
8 %	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6



# Arvonmääritys 5/5

DCF-arvonmäärityksessä Koskisen soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 11,6 %. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuuden 20 %:n tasolle, sillä pidämme kohtuullisen velkataakan tasetta perusteltuna Koskisen liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden. Osakkeen heikohkon likviditeetin takia olemme käyttäneet 1,5 %:n likviditeettipreemiota. Tästä ja 20 %:n verokannasta johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) asetettu 10,3 %:iin.

## Tavoitteiden mukainen arvostus jää arvailujen varaan

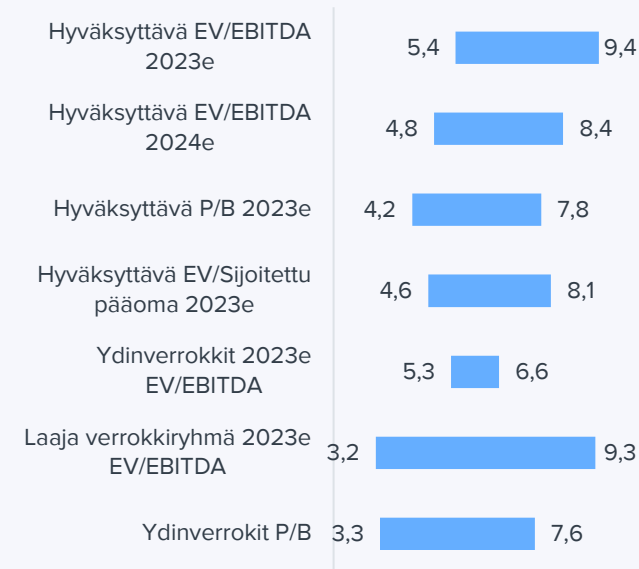
Mikäli yhtiö kykenisi saavuttamaan vuoden 2027 tavoitteensa 500 MEUR:n liikevaihdosta sekä yli syklin 15 %:n EBITDA-tavoitteensa tarkoittaisi tämä noin 75 MEUR:n käyttökatekuormaa. Mikäli tämä kokonaisuus hinnoiteltaisiin noin 4-6x EBITDA-kertoimella muodostuisi velattomaksi yritysarvoksi 300-450 MEUR. Tästä osakkeenomistajien osuutta (ja osakkeen käypää arvoa) on erittäin vaikea arvioida, sillä 500 MEUR:n liikevaihdon kokoluokkaan pääsemiseksi yhtiön tulisi näkemysemme mukaan kasvaa yritysostoin ja se mitä järjestelyjä yhtiö tekisi ja miten tämä rahoittaisi nämä on täysin mahdotonta arvioida. Yrityskauppojen arvonluontipotentialiin olennaisesti vaikuttavat kohdeyhtiöiden laatu ja riskiprofiili, järjestelyssä saatavat synergiat sekä hinta. Jos oletamme Koskisen pääoman kustannuksen pysyvän nykyisellä tasolla, tulisi transaktioiden arvostustasojen olla karkeasti (synergioiden jälkeen) 4x EV/EBITDA eli 40-45 %:n kassakonversio-olettamalla karkeasti alle EV/FCFF

<9x (transaktion käänteinen kassavirtatuotto ~11 % vs. ~10 % WACC), jotta transaktiot olisivat transaktiopohjaisesti arvoa luovia samalla olettaen että tulostaso olisi pitkässä juoksussa kestävällä tasolla. Edellä mainittu arvostustaso on täysin hypoteettinen ja lähestymistapa transaktiopohjainen, siksi korostamme myös, että yrityskauppojen arvonluontimahdollisuuksien täsmällinen arviointi vaatii aina ymmärrystä kohdeyhtiöstä, tietoa maksetusta hinnasta, mahdollisista synergioista sekä transaktion rahoittamisesta. Tämän lisäksi nykykokonaisuudella emme uskon yhtiön yltävän kannattavuustavoitteeseen huomioiden Koskisen liiketoimintojen toimialojen rakenteellisesti matalat kannattavuustasot ja siksi mielestämme taloudellisten tavoitteiden mukaiseen skenaarioon ei yhtiön sijoitustarinassa voida nojata.

## Tuotto-odotus ei riitä perustelevaan ostoja

Käyttämämme arvostusmenetelmät indikoivat mielestämme osakkeen olevan hieman yliarvostettu. Vaikka Koskisen normalisoidun kannattavuustason arvioimiseen liittyykin liiketoimintojen syklisyyteen, toimintaympäristöstä kumpuavia ja käynnissä olevaan investointiin liittyviä pulmia, nykyinen arvostustaso ei tarjoa mielestämme riittävää turvamarginaalia sijoittajalle. Sijoittajan kannalta osakkeen riski/tuotto-suhde jää turhan heikoksi tuottovaatimukseen peilattuna, vaikka toki tietynlaista pohjatuottoa ennustamamme vuoden 2022 kertaluonteinen 6,8 %:n ja vuosien 2023-2024 3,2-3,7 %:n osinkotuotot tuovatkin. Aloitamme Koskisen seurannan 6,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella.

## Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Bergs Timber AB	111	108	6,3	4,7	4,3	3,4	0,4	0,4	7,3	5,3	5,6	6,3	0,6
Interfor Corp	808	1334	23,3	6,0	6,3	3,7	0,5	0,5	24,2	5,8			0,6
Boise Cascade	2664	2172	5,6	5,8	4,3	4,4	0,3	0,3	9,4	9,8	0,8	0,8	1,3
West Fraser Timber	5898	5308	16,6	9,3	6,3	4,4	0,8	0,8	24,1	11,9	1,2	1,3	0,8
Canfor	1922	1067	4,3	2,6	2,5	1,9	0,3	0,3	190,0	10,8			0,6
Stora Enso	10648	12589	10,0	9,8	6,6	6,4	1,1	1,1	11,6	11,5	4,7	4,7	0,8
Resolute Forest Products Inc	1582	1445	7,4	5,1	4,7	4,5	0,4	0,5	13,7	9,4			0,7
<b>Koskisen (Inderes)</b>	<b>146</b>	<b>130</b>	<b>2,3</b>	<b>7,0</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>10,9</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>40,0</b>	<b>9,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>7,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>13,7</b>	<b>9,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,7</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			<b>-68 %</b>	<b>20 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-72 %</b>	<b>11 %</b>	<b>132 %</b>	<b>8 %</b>	<b>49 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvostus yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	264,2	220,0	311,5	308,5	267,8	EPS (raportoitu)		-0,26	2,32	1,64	0,58
Käyttökate	11,3	11,3	62,2	64,1	31,0	EPS (oikaistu)		-0,26	2,32	1,67	0,58
Liikevoitto	3,2	2,2	52,7	55,0	19,2	Operat. kassavirta / osake		0,81	4,18	1,84	1,34
Voitto ennen veroja	-0,8	-4,4	47,9	54,7	16,8	Vapaa kassavirta / osake		0,51	2,62	1,97	0,37
Nettovoitto	-1,0	-3,3	29,2	37,8	13,5	Omapääoma / osake		0,52	2,83	5,84	5,99
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	Osinko / osake		0,00	0,00	0,43	0,00
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	155,2	151,8	200,3	227,7	225,5	Liikevaihdon kasvu-%		-17 %	42 %	-1 %	-13 %
Oma pääoma	24,6	20,4	58,8	134,4	137,8	Käyttökateen kasvu-%		1 %	449 %	3 %	-52 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%		-31 %	2259 %	6 %	-65 %
Nettovelat	65,2	71,4	34,1	-15,7	-12,2	EPS oik. kasvu-%				-28 %	-65 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	4,3 %	5,2 %	20,0 %	20,8 %	11,6 %
Käyttökate		11,3	62,2	64,1	31,0	Oik. Liikevoitto-%	1,2 %	1,0 %	16,9 %	18,0 %	7,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos		-1,9	-6,1	-10,9	3,7	Liikevoitto-%	1,2 %	1,0 %	16,9 %	17,8 %	7,2 %
Operatiivinen kassavirta		10,2	52,7	42,5	30,8	ROE-%		-39,6 %	138,8 %	44,5 %	9,9 %
Investoinnit		-3,7	-9,7	-24,0	-22,4	ROI-%		2,2 %	45,2 %	36,4 %	11,3 %
Vapaa kassavirta		6,5	33,0	45,2	8,4	Omavaraisuusaste	15,9 %	13,4 %	29,4 %	59,0 %	61,1 %
						Nettovelkaantumisaste	264,7 %	350,4 %	57,9 %	-11,7 %	-8,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto				0,4	0,5						
EV/EBITDA (oik.)				2,0	4,3						
EV/EBIT (oik.)				2,3	7,0						
P/E (oik.)				3,8	10,9						
P/B				1,1	1,1						
Osinkotuotto-%				6,8 %	3,2 %						

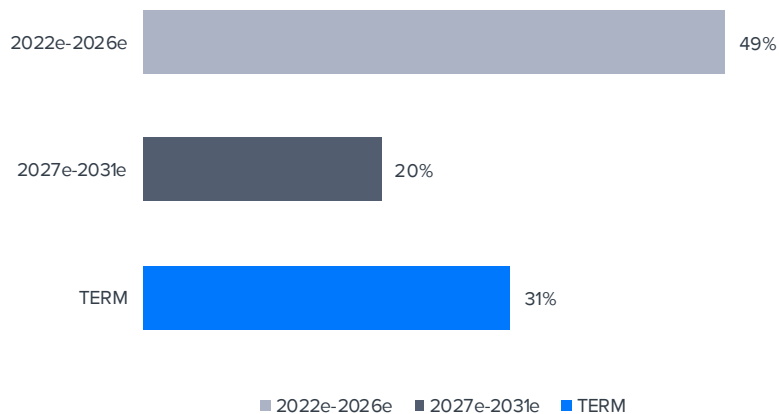
Lähde: Inderes



# DCF-malli

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	41,6 %	-1,0 %	-13,2 %	3,7 %	2,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	16,9 %	17,8 %	7,2 %	5,6 %	5,8 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>52,7</b>	<b>55,0</b>	<b>19,2</b>	<b>15,6</b>	<b>16,4</b>	<b>17,6</b>	<b>18,1</b>	<b>18,6</b>	<b>17,5</b>	<b>16,3</b>	<b>16,6</b>	
+ Kokonaispoistot	9,5	9,1	11,8	11,8	11,8	11,2	10,9	10,7	10,5	10,4	10,3	
- Maksetut verot	-4,8	-10,7	-3,4	-2,7	-2,8	-3,1	-3,2	-3,3	-3,1	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	-6,1	-10,9	3,7	-0,9	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>52,7</b>	<b>42,5</b>	<b>30,8</b>	<b>23,4</b>	<b>24,4</b>	<b>24,4</b>	<b>24,6</b>	<b>24,8</b>	<b>23,8</b>	<b>22,7</b>	<b>23,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-24,0	-22,4	-11,9	-6,4	-9,1	-9,3	-9,5	-9,7	-9,9	-12,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>33,0</b>	<b>18,4</b>	<b>8,4</b>	<b>11,5</b>	<b>18,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,2</b>	<b>15,2</b>	<b>14,1</b>	<b>12,8</b>	<b>10,7</b>	
+/- Muut	0,0	26,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	33,0	45,2	8,4	11,5	18,0	15,3	15,2	15,2	14,1	12,8	10,7	131
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>45,9</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>13,6</b>	<b>10,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>55,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		178	132	124	115	101	90,7	81,3	72,7	65,5	59,6	55,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>178</b>										
- Korolliset velat		-74,6										
+ Rahavarat		40,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>144</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,3</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistasite D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Liite: Koskisen lähimmät verrokkit

Tämän kappaleen tarkoituksena on antaa lukijalle lyhyt kuvaus Koskisen verrokkiryhmän yhtiöistä. Sivulla esitetyt tiedot on kerätty julkisista lähteistä hyödyntäen mm. yhtiöiden julkaisemia materiaaleja.

## **Bergs Timber AB**

Bergs Timber AB on ruotsalainen puunjalostusyhtiö. Yhtiö on perustettu vuonna 1919 ja toimintaa sillä on Ruotsissa, Virossa, Latviassa, Puolassa ja Isossa-Britanniassa. Yhtiö valmistaa sahatavaraa- ja jalosteita sekä muita ratkaisuja puusepänteollisuuteen (mm. ikkunapuita, ovia, tuulensuojia, puutarha-aitoja ja pöytiä). Lisäksi tuotannon sivuvirroista yhtiö valmistaa pellettejä energiantuotantoon. Liikevaihtoa yhtiö kerrytti vuonna 2022 3,3 miljardia Ruotsin kruunua.

## **Interfor Corporation**

Interfor on kanadalainen ja yksi maailman suurimmista sahatavaran ja -jalosteiden tuottajista. Yhtiön sahatoimintojen yhteenlaskettu tuotantokapasiteetti on yli 10 miljoonaa kuutiometriä sahatavaraa. Yhtiö myy sahatavaraa Pohjois-Amerikkaan, Aasiaan ja Tyynenmeren alueelle sekä Eurooppaan. Liikevaihtoa yhtiö kerrytti vuonna 2022 4,6 miljardia dollaria.

## **Boise Cascade Company**

Boise Cascade on pohjoisamerikkalainen puutuotteiden valmistaja ja rakennusmateriaalien tukkumyyjä. Yhtiön tuoteportfolioon kuuluvat vaneri, liimapuu, viilupuu, sahatavara ja -jalosteet sekä muut puutuotteet. Vanerin ja liimapuun

tuotantokapasiteetiltaan yhtiö on Pohjois-Amerikan toiseksi suurin. Liikevaihtoa yhtiö kerrytti vuonna 2021 7,9 miljardia dollaria.

# Liite: Sahateollisuuden yrityskauppoja

Ajankohta	Ostaja	Ostokohde	Maa	EV	EV/EBITDA	Huomiot
2006	West Fraser	International Paperin USA:n sahaustoiminnot	USA	325 MUSD	5,9x	Normalisoitu tulos ennen synergioita
2014	Interfor Corporation	Simpsonin sahaustoiminnot (Meldrim, Georgetown ja Longview)	USA	111 MUSD	5,2x	
2018	Bergs Timber	Norvikin Baltian ja UK:n toiminnot	Ruotsi	719 MSEK	5,0x	
2018	Canfor	Vida AB (70 %)	Kanada/Ruotsi	3990 MSEK	5,7x	
2020	West Fraser	Norbord	USA/Kanada	3100 MUSD	2,5x	LTM EBITDA
2020	Vida AB	Bergs Timberin Ruotsin sahaustoiminnot	Ruotsi	400 MSEK	7,5x	Arvioitu EV/EBITDA 7-8x
2021	Interfor Corporation	EACOM Timber Corporation	Kanada	490 MCAD	5,4x	Pre-synergiat
2021	West Fraser	Angelina Forest Productsin Texasin puutuotetehdas	USA	300 MUSD	6,4x	Normalisoitu tulos post-synergiat, arvioitu IRR ~13 %
<b>Mediaani</b>					<b>5,4x</b>	

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 (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 suosituslaskelma ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.2.2023	Vähennä	6,00 €	6,35 €

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**