

# Kalmar

## Yhtiökuvaus

26.6.2024 8:00



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

inde  
res.

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>3-5</b>
Liiketoimintamalli	<b>6-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-12</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>13-15</b>
Kohdemarkkinat	<b>16-20</b>
Kilpailutilanne	<b>21-23</b>
Taloudellinen tilanne	<b>24-26</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>27</b>

# Kalmar lyhyesti

Kalmar tarjoaa laajan valikoiman raskaiden materiaalien käsittelylaitteita ja palveluja satamille, terminaaleille, jakelukeskuksille, valmistavalle teollisuudelle ja raskaan logistiikan tarpeisiin. Toiminta on globaalia ja Kalmar on monissa segmenteissä alan johtava yhtiö. Palveluliiketoiminnat vastasivat vuonna 2023 28 %:sta liikevaihtoa. Laitteiden pitkän tähtäimen kysyntäajurit ovat vankkoja ja iso asennettu laitekanta kasvattaa potentiaalia sekä korvauskysynnässä että uusissa palveluissa.

## 1997

Partek Oyj ostaa Sisu Terminal Systemsin ja enemmistön Kalmar Industries AB:sta

## 2005-2024

Kalmar toimii osana Cargotec Oyj:tä

## 20 %

Globaali markkinaosuus laitteiden kohdemarkkinassa 2023

## 2050 MEUR (+5 % vs. 2022; +8 % v/v pro forma)

Liikevaihto 2023

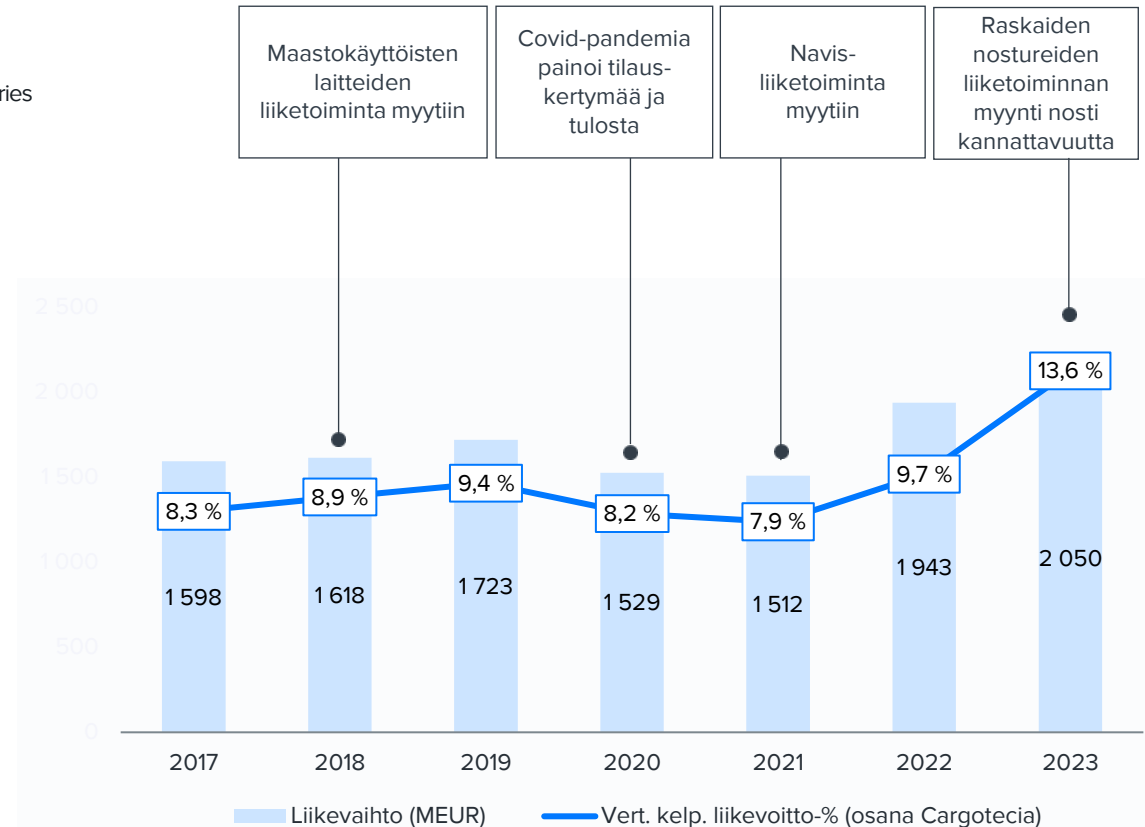
## 255 MEUR (12,4 % liikevaihdosta)

Pro forma -liikevoitto 2023

## 4991

Henkilöstö 12/2023 (carve-out)

## Päätuotteet



# Yhtiökuvaus 1/2

## Pitkä ja monipolvinen historia

Kalmarin juuret Suomessa ulottuvat 1940-luvulle, jolloin ensimmäinen teollisuuskäyttöön tarkoitettu kuljetuslukki valmistui Valtion Metallitehtaiden (sittemmin Valmet) konepajalla Tampereella. 1950-luvulla Valmet mm. toimitti osana sotakorvauksia 500 puutavaran kuljetuslukkia Neuvostoliittoon ja ensimmäiset versiot konttilukista esiteltiin 1970-luvulla. Ruotsalainen Kalmar Industries taas sai alkunsa raskaiden haarukkatrukkiin valmistuksesta, joka alkoi vuonna 1959 Ljungbytruck-yhtiössä. Useiden omistajan- ja nimenvaihdosten jälkeen ABB osti Kalmar Last Maskin Verkstadin vuonna 1990 ja liiketoiminnan nimi muutettiin Kalmar Industriesiksi. Konttikurottajien toimitukset oli aloitettu jo vuonna 1986. Kalmar Industries listautui Tukholman pörssiin vuonna 1994.

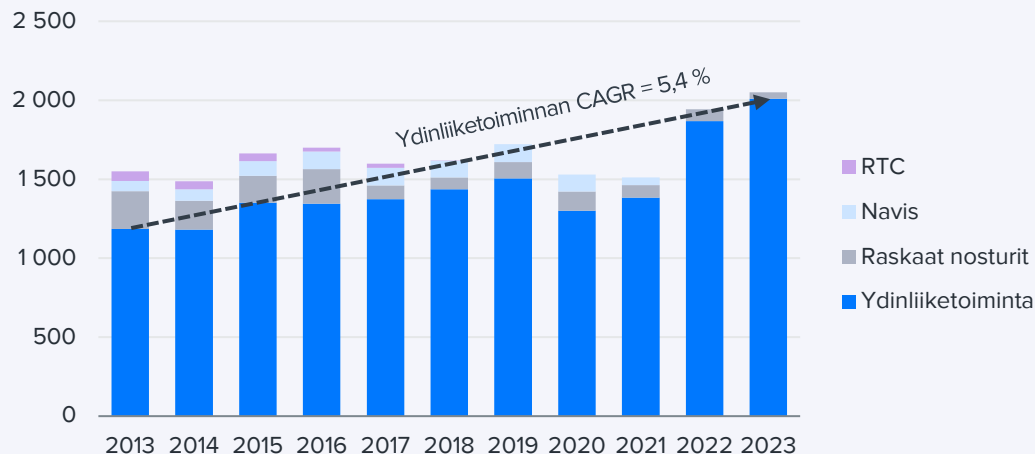
Osana Cargotecia Kalmar-liiketoiminta-alue alkoi muotoutua vuonna 1997, kun Partek Oyj osti Suomen valtiolta Oy Sisu Ab:n, jonka liiketoimintaan kuuluivat mm. kontinkäsittelylaitteet, raskaat haarukkatrukkit ja terminaalitruktorit. Sisu oli aiemmin vuonna 1994 ostanut Valmetin materiaalinkäsittelyliiketoiminnan. Hieman Sisu-hankinnan jälkeen vuonna 1997 Partek hankki osake-enemmistön Kalmar Industries AB:stä ja Sisu Terminal Systems yhdistettiin Kalmar Industriesin kanssa. Yhdistymishetkellä sekä Kalmar Industriesin että Sisu Terminal Systemsin vuosiliikevaihdot olivat samaa luokkaa eli noin 250-270 MEUR. Vuonna 2000 Kalmar Industriesistä tuli Partekin täysin omistama tytäryhtiö ja sen osakkeiden noteeraus lopetettiin. KONE Oyj:n ostettua Partekin vuonna 2002 ja jakauduttua KONE:ksi ja Cargoteciksi vuonna 2005 on Kalmar tämän jälkeen ollut osa Cargotec Oyj:tä.

## Takana useita rakennejärjestelyjä

Cargotecin omistuksessa Kalmarin merkittävimmät yritys- ja liiketoimintajärjestelyt ovat olleet seuraavat:

- 2006: Kalmarin jälleenmyyjän Catracomin (Belgia) hankinta. Kohteen liikevaihto oli n. 70 MEUR.
- 2011: Terminaalien toiminnanohjausjärjestelmien toimittajan Navixin hankinta. Kohteen liikevaihto oli n. 50 MEUR.
- 2018: Maastokäyttöön tarkoitettujen materiaalinkäsittelylaitteiden liiketoiminnan (Kalmar Rough Terrain Center; RTC) myynti.
- 2020: Luopuminen kiinalaisen Rainbow-Cargotec Industries Co., Ltd -yhteisyrityksen 49 %:n omistusosuudesta.

## Divestointien vaikutus liikevaihtoon, MEUR



## Lopetetut vs. ydinliiketoiminnat



# Yhtiökuvaus 2/2

- 2021: Naviksen divestointi. Yhtiön liikevaihto vuonna 2020 oli 107 MEUR.
- 2022: Raskaiden nostureiden immateriaali-oikeuksien siirto RCI:lle. Kalmar sitoutui huolehtimaan sovituista toimituksista ja sitovista tarjouksista. Raskaiden nostureiden liikevaihto Kalmarille oli 75 MEUR vuonna 2022 ja 41 MEUR vuonna 2023. Vuoden 2023 lopussa tilauskanta oli enää 3 MEUR.
- 2023: Puukurottajaliiketoiminnasta luopuminen ja tuoteoikeuksien myynti Toijala Worksille, joka aiemmin oli valmistanut kurottajia alihankintana Kalmarille.

## Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden globaali kärkiyhtiö

Rakennemuutosten jälkeen Kalmar profiloituu raskaiden materiaalien käsittelylaitteita (konttikurottajia, terminaalitraktoreita, haarukkatrukkeja, konttitarttuvia sekä konttilukkeja) toimittavana ja huoltavana teknologiayhtiönä, joka palvelee lukuisia asiakastoimialoja globaalisti. Kevyitä haarukkatrukkeja lukuun ottamatta Kalmar on kaikilla tuotealueillaan maailman kolmen suurimman valmistajan joukossa. Toimialan vahvoja kasvutrendejä ovat laitteiden sähköistyminen ja automatisaatio sekä palveluiden digitalisaatio.

Kalmarilla on yhteensä 43 tytäryhtiötä sijoittuneena kaikille mantereille. Työntekijöitä on yhteensä 32 maassa. Tärkeimpiä näistä ovat Yhdysvallat, Malesia, Ruotsi, Kiina, Suomi, Puola, Espanja, Intia ja Alankomaat.

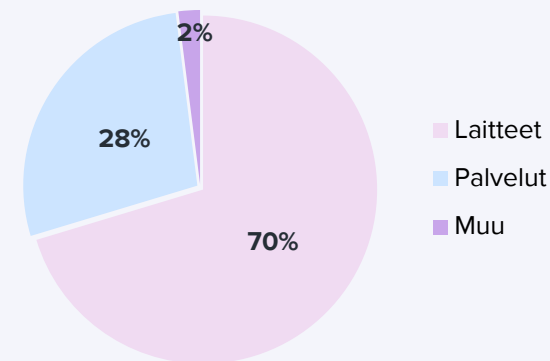
Kalmarin tuotteiden valmistus nojaa hyvin vahvasti alihankintaan ja yhtiö on omassa valmistus-

toinnassaan keskittynyt loppukokoonpanoon ja testaukseen. Malesian-tehtaalla tosin on myös omaa pienimuotoista komponenttivalmistusta. Valmistusyksiköitä on neljä ja ne sijaitsevat Puolassa, Yhdysvalloissa, Kiinassa ja Malesiassa.

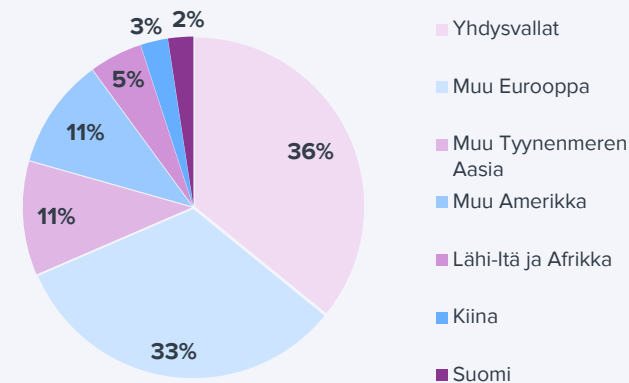
## Palveluissa leveä tarjoama

Kalmarin jälkimarkkinapalvelut muodostivat vuonna 2023 28 % liikevaihdosta. Palveluihin kuuluvat kulutus- ja varaosapalvelut, huolto- ja ylläpitopalvelut sekä näihin liittyvät elinkaaripalvelut, modernisointi- ja jälkiasennuspalvelut, digitaaliset ja etäpalvelut, konsultointi ja koulutus sekä vuokraus ja käytettyjen koneiden myyntipalvelut. Kalmarin 65000 asennetun koneen laitekanta muodostaa perustan palvelutarjoamalle. Näistä koneista 13000 (20 %) on kytketty verkkoon, mikä mahdollistaa digitaalisten palvelujen tarjoamisen. Kalmarin palveluorganisaatioon kuuluu mm. 1300 huoltoteknikkoa ja yli 120 huoltopistettä eri puolilla maailmaa.

## Liikevaihto liiketoiminnoittain 2023



## Liikevaihto maantieteellisesti 2023



# Uusien laitteiden liiketoimintamalli 1/3

## Vahvasti alihankittua valmistusta

Kalmarin liiketoimintamalli uusissa laitteissa perustuu 1) vahvaan alihankintaan, 2) pääasiassa tuotekehitykseen, loppukokoonpanoon ja testaukseen keskittyvään omaan valmistustoimintaan sekä 3) laajaan jakeluverkkoon.

Kalmarin omat valmistusyksiköt ovat seuraavat:

- Stargard, Puola (konttilukit, konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit)
- Shanghai, Kiina (konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit)
- Ipoh, Malesia (Bromma-konttitarttijat)
- Ottawa (Kansas), Yhdysvallat (terminaalitraktorit)

Yhtiöllä on kaikkiaan tuhansia alihankkijoita ja arvioimme, että tuotteiden suorista valmistuskustannuksista noin 70 % syntyy alihankituista osista ja komponenteista. Arviomme perustuu vastaavalla valmistuskonseptilla toimivan Hiabin ilmoittamaan osuuteen. Kalmar perustelee korkeaa ulkoistusastetta sillä, että asiakkaille eri tuotekategorioiden tarjottavien lukuisten tuotevariaatioiden johdosta yksittäisten tuoteversioiden tuotantomäärät ovat yleensä matalat eikä omien komponenttien valmistus olisi kovin kustannustehokasta. Tuotteiden tärkeimpiä alihankittavia osia ovat moottorit, voimansiirron osat, jäähdätyksen komponentit, ohjaamot ja ohjaamojen lisävarusteet, hydrauliiikka, elektroniikka (sekä pien- että korkeajännite), raskaat teräsrakenteet, keskiraskaat ja kevyet teräslaitteet ja -osat (esim. puomit ja mastot, valut ja takeet), akselit ja renkaat, hammaspyörät ja nostimet, kiinnikkeet ja

jouset sekä raakateräs. Komponenttihankinnat hajautuvat laajan toimittajajoukon kesken ja 10 suurimman toimittajan osuus kokonaishankinnoista on vain 35 %. Kalmarilla on joitakin yksittäisiä tuoteriippuvuuksia mm. akuissa ja moottoreissa, mutta kaikissa keskeisissä komponenteissa pyritään useampaan vaihtoehtoiseen toimittajaan.

Muista toiminnoista esimerkiksi logistiikka- ja kiinteistöpalvelut ovat ulkoistettuja. Omista tehtaista Stargardin (Puola) tehdas on Kalmarin omistama, muualla toimitaan vuokratiloissa.

## Tuotekehityksessä muutama painopistealue

Automaation, sähköistymisen ja digitalisaation etenemisen vuoksi jatkuvassa muutoksessa olevalla toimialalla tutkimuksen ja tuotekehityksen rooli on hyvin keskeinen. Kalmarin tärkeimmät t&k-yksiköt

## Kalmarin tehtaat



### ■ Tehdasverkko

Kaupunki / maa	Tuotteet
Stargard, Puola	Konttilukit, konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit
Shanghai, Kiina	Konttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit
Ipoh, Malesia	Konttitarttijat
Ottawa, Yhdysvallat	Terminaalitraktorit

# Uusien laitteiden liiketoimintamalli 2/3

sijaitsevat Tampereella ja Ruotsin Ljungbyssä. Tuotekehitystä tehdään myös Ottawassa (Yhdysvallat) ja Malesiassa. Kalmarin t&k-kulut olivat viime vuonna 54 MEUR eli 2,6 % liikevaihdosta. Viime vuosina t&k-kulujen osuus on ollut hyvää keskiluokkaa; se on ollut korkeampi kuin esimerkiksi Konecranesilla, Metsolla ja Valmetilla, mutta toisaalta pienempi kuin Wärtsilällä ja Ponsella. Kalmar ei tavanomaisesti aktivoi t&k-kuluja vaan kirjaa ne suoraan kuluksi.

T&k-yhteistyötä tehdään sekä muiden yritysten että korkeakoulujen kanssa. Kalmarin patenttisalkku on mittava: yhtiöllä on noin 30 patenttiperhettä ja lähes 200 patenttia. T&k-toiminnassa painopiste on viime vuosina ollut selvästi tuoteportfolion sähköistämässä ja nykyisin kaikissa päätuoteryhmissä tyhjien konttien käsittelylaitteita lukuun ottamatta on tarjolla

täyssähköinen versio. Myös tyhjien konttien käsittelylaitteen sähköinen versio aiotaan lanseerata H2'24:llä. Vuonna 2023 noin neljäsosa Kalmarin t&k-kuluista liittyi sähköistämiseen. Muita fokusalueita ovat tekoälypohjaisen ennakoivan huollon kehittäminen, päästöttömät teknologiat ja automaatio. Viime mainitusta esimerkkinä on maaliskuussa 2024 julkistettu yhteistyö yhdysvaltalaisen Forterran kanssa autonomisen terminaalitraktoriratkaisun kehittämiseksi.

## Tuotevalikoiman fokus mobiililaitteissa

Kalmarin nykyinen tuotevalikoima keskittyy raskaiden materiaalien käsittelyn mobiililaitteisiin (konttikurottajat, konttitarttujat, haarukkatrukit ja terminaalitraktorit) ja nykyisestä tuotevalikoimasta ainoastaan kontti- ja kuljetuslukit ovat tämän ryhmän ulkopuolella eli horisontaalikuljetuslaitteissa. Kalmar

luopui raskaiden nostureiden eli satamanostureiden (STS), kiskoilla liikkuvien pukkinostureiden (RMG), mobiilipukkinostureiden (RTG) ja automaattisten pinoamisnostureiden (ASC) liiketoiminnasta vuonna 2022 toiminnan volyyymien oltua pieniä ja kannattavuuden heikko. Toisaalta Kalmar hankki sähköterminaalitraktoreiden tuoteoikeudet Lonestar Specialty Vehiclesiltä vuonna 2023, mikä heijastaa jo edellä todettua vahvaa panostusta täyssähköisiin laitteisiin.

Kalmarin nykyinen tuotevalikoima on aiemman satamafokuksen sijasta profiloitunut hyvin monien asiakastoimialojen tarpeiden täyttämiseen, mikä pienentää riskiä ja on samalla helpommin sähköistettävissä. Tuotevalikoima on arviomme mukaan mobiililaitteissa markkinoiden kattavin. Oheisessa taulukossa on avaintietoja päätuotteista.

## Kalmarin päätuotteet

	Konttikurottaja	Tyhjäkonttikurottaja	Konttilukki	Haarukkatrukki	Terminaalitraktori
Nostokapasiteetti, tn	14–130	7–10	60	5–85	–
Nosto-/pinoamiskorkeus, kontteja	3–8	3–8	3–4	–	–
Teho, kW(h)	–	–	–	–	112–224
Malleja, kpl	8	8	4	61	6
Tyypilliset asiakkaat	Satamat ja terminaalit, raskas logistiikka	Satamat ja terminaalit, raskas logistiikka	Satamat ja terminaalit	Valmistava teollisuus, satamat ja terminaalit, raskas logistiikka	Jakelukeskukset, raskas logistiikka, satamat ja terminaalit

# Uusien laitteiden liiketoimintamalli 3/3

## Jakelussa jälleenmyyjillä merkittävä rooli

Kalmarin jakelu tapahtuu sekä omien tytäryhtiöiden (43 kpl 32 maassa) että ulkopuolisten jälleenmyyjien kautta. Kaikkiaan Kalmarin myyntiä tapahtuu yli 120 maassa ja myynnistä noin 40 % tulee jälleenmyyjien kautta. Jälleenmyyjien rooli on suhteellisesti tärkein terminaalitraktoreiden myynnissä Yhdysvalloissa.

Kalmar seuraa myyntiyhtiöidensä toimintaa niiden erilliskatteen kehityksellä (local contribution margin). Erilliskatteen laskennassa myyntiyhtiöt hankkivat tuotteet sisäisellä siirto hinnalla ja myyntihinnan sekä myyntiyhtiön omien kulujen erotus ratkaisee tuotetun lisäarvon. Myyntiyhtiöitä ei ole jouduttu sulkemaan, joten niiden toiminta täyttäneen Kalmarin vaatimukset.

Jälleenmyyjät ovat tyypillisesti monipuolisia konemyyjiä eivätkä ne myy yksinomaan Kalmarin tuotteita. Osa jälleenmyyjistä tekee myös huoltotöitä, kun Kalmarin omista myyntiyhtiöistä kaikissa on tarjolla myös huoltoa. Jälleenmyyjien omat varastot ovat tyypillisesti enemmän massatuotteita (kuten terminaalitraktoreita), kun taas erikoistuneempia trukkeja ei juuri varastoida. Kalmar tarjoaa jälleenmyyjille koulutusta, osallistuu aika ajoin myös niiden myyntikampanjoihin ja auttaa jälleenmyyjää saamaan lisää näkyvyyttä. Kalmarin mukaan jälleenmyyjien pysyvyys on ollut hyvää luokkaa, mikä kertoo Kalmarin tyytyväisyydestä niiden toimintaan.

## Tuhansia asiakkaita eri toimialoilla

Kalmarin liiketoiminnan asiakastoimialoista suurimpia ovat globaalit terminaalioperaattorit (arvioitu osuus nykymuotoisen Kalmarin liikevaihdosta 16 % vuonna 2021), muut satamat ja terminaalit (32 %), raskas logistiikka (9 %), jakelu (24 %), metsä- ja

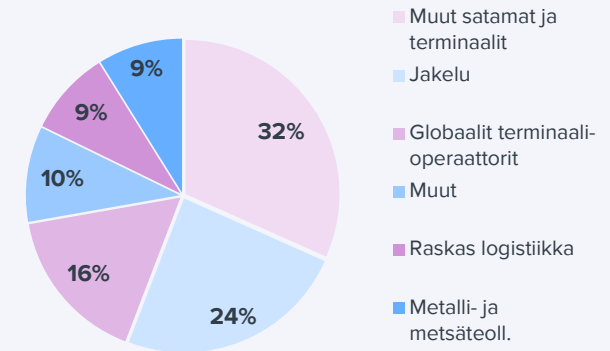
metalliteollisuus (9 %) sekä muut (10 %). KPMG:n vuoden 2024 tutkimuksen mukaan satamat ja terminaalit vastasivat 35 %:sta koko markkinaa vuonna 2023, raskas logistiikka 24 %:sta, jakelu 18 %:sta ja valmistava teollisuus 23 %:sta. Tällä perusteella Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista saatavasta liikevaihdosta on selvästi suurempi kuin markkinoilla keskimäärin ja toisaalta riippuvuus raskaasta logistiikasta selvästi pienempi. Arvioimme mainittujen toimialariippuvuuksien heijastavan sekä laite- että palvelumarkkinaa. Kaikkiaan emme näe Kalmarin laitemyynnin riskiprofiilissa oleellista poikkeamaa koko markkinasta.

Kalmarin yksittäiset asiakasriippuvuudet ovat pieniä. Vuonna 2023 kymmenen suurinta asiakasta vastasi yhteensä alle 25 %:sta liikevaihtoa eikä yhdenkään asiakkaan osuus noussut yli 10 %:n. Näiden lukujen perusteella päättelemme, että kaikkiaan Kalmarilla on tuhansia asiakkaita. Vuonna 2023 Kalmarin asiakastytyväisyys oli 81 % eikä yhtiö ole menettänyt yhtään 20 suurimmasta asiakkaastaan vuodesta 2016 lähtien. Tälläkin perusteella asiakasuskollisuus on korkealla tasolla ja asiakasriskit pieniä.

## Liiketoimintamallissa monia vahvuuksia

Valmistuksen korkea ulkoistusaste on perusteltu useiden tuotteiden vuosittaisten volyymien ollessa pieniä. Tämä keventää toiminnan pääomarakennetta ja tuo kuluihin tarvittavaa joustoa, vaikka voikin suotuisassa suhdanteessa rasittaa marginaaleja. Tehdasverkosta huomattava osa on alemman kustannustason maissa, mikä on positiivista. Melko laajan oman myyntiyhtiöverkon ylläpito kasvattaa kustannuksia, mutta voi olla välttämätöntä riittävän asiakastuntemuksen ja -yhteydenpidon varmistamiseksi.

## Kalmarin liikevaihto asiakasryhmittäin



\*) Kalmarin johdon arvio, vuoden 2021 luvut, Kalmar pl. raskaat nosturit ja Navis



# Palvelujen liiketoimintamalli 1/2

## Tarjolla leveä palvelupaletti

Kalmarin asiakkaille tarjoamat palvelut muodostuvat kuudesta kokonaisuudesta:

1. Kulutus- ja varaosapalvelut;
2. Ylläpito- ja huoltotyöt;
3. Modernisoinnit ja jälkiasennukset;
4. Digitaaliset ja etäpalvelut;
5. Konsultointi ja koulutus sekä
6. Vaihtokonepalvelut.

Kalmar ei ole julkistanut palveluliikevaihtonsa jakautumista palvelumuotojen kesken. Kohtuullisen indikaation saanee KPMG:n arviosta, jonka mukaan globaalista 6,0 miljardin euron palvelumarkkinasta vuonna 2023 54 % oli huoltoa, 37 % kulutus- ja varaosia ja loput 9 % muita palveluja. Perinteisesti konepajoilla kulutus- ja varaosamyyni on parempi-katteista kuin henkilötyötä sisältävä huolto, mutta

Kalmar ei ole kommentoinut palveluidensa katerakennetta.

Kalmar arvioi, että 40-45 % huoltopalveluista suoritetaan asiakkaiden omin voimin pääasiassa suurissa satamissa ja jakelukeskuksissa, joissa on mittava kalusto ja 24/7-palvelutoiminnot. Kalmarin oman palvelutoiminnan kasvattamisen lähtökohdat ovat vahvat: yhtiöllä on globaalisti 65000 toimitetun laitteen aktiivinen kanta, josta vasta 20 % on kytketty verkkoon. Yhtiöllä on myös 1300 huoltoteknikon verkosto yli 35 maassa.

Kalmar hakee palveluliiketoiminnan kasvua pääasiassa kolmella keinolla:

- **Osuuden kasvattaminen oman laitekannan huollossa.** Varaosissa osuus oli aiemmin alhainen (25 % vuonna 2021), mikä osin johtui

Kalmarin fokuksen puutteesta varaosa-markkinassa. Tilanne on aktiivisilla toimilla parantumassa (osuus oli 29 % Q1'24:llä) ja tämän kehityksen jatkumiseen panostetaan. Keinona on mm. Kalmarin varaosien verkkokaupan (MyParts) kehittäminen. Vuonna 2023 noin 50 % varaosamyynnistä toteutui MyPartsin kautta.

- Toinen panostuskohde ovat **digitaaliset ratkaisut**, joilla laitteiden turvallisuutta ja tuottavuutta parannetaan. Esimerkki on Kalmar Insight -alusta, jonka avulla kuljettaja ja asiakas saavat tiedot laitteen käyttöasteesta ja jopa sen yksittäisistä liikkeistä tehokkuuden tarkkailemiseksi, kuljettaja- ja käyttöpaikkakohtaiset tiedot, kulutuksen ja päästöt, huollontarpeen ennakoivasti jne. Asiakas saa yhteyden kaikkiin digitaalisiin ratkaisuihin yhden portaalin (MyKalmar) kautta. Digitaaliset ratkaisut toimivat

## Kalmarin palvelupaketit

Ohjelma / sisältö	Kunnossapidon suunnittelu	Ehkäisevä huolto	Ennakoiva huolto	Korjaava huolto	Ennakoivat varaosat	Korjaavat varaosat	Voitelu	MyKalmar	Kalmar Insight	Rengashuolto	Akkuhuolto
Essential Care	●	●			●		●	●	●		
Complete Care	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
On Demand Care	Vapaasti valittavissa										

- Sisältyy palvelupakettiin
- Valinnainen

# Palvelujen liiketoimintamalli 2/2

osana Kalmarin palvelupaketteja, joita on kuvattu edellisen sivun graafissa. Digitaalisten ratkaisujen avulla Kalmarilla on mahdollisuus selvästi kasvattaa sopimusperusteisten palvelujen määrää. Jo Cargotecin vuoden 2022 pääomamarkkina-päivässä sopimusten määräksi kerrottiin yli 3700 kpl, joten potentiaali on merkittävä.

- Kalmar aikoo hyödyntää laitteiden **sähköistymisen tarjoamaa kasvupotentiaalia** huollossa. Vaikka sähköisten laitteiden huollontarve on vähäisempi kuin perinteisten laitteiden, on huolto vaativampaa ja vaatii sekä kalliimpia osia että korkeampaa koulutusta, mikä näkyy hinnoittelussa. Sähköisissä laitteissa on myös tarjolla lisäpalvelumahdollisuuksia akkujen vaihdossa ja latauspalveluissa.

## Liiketoimintamallissa vielä säädettävää

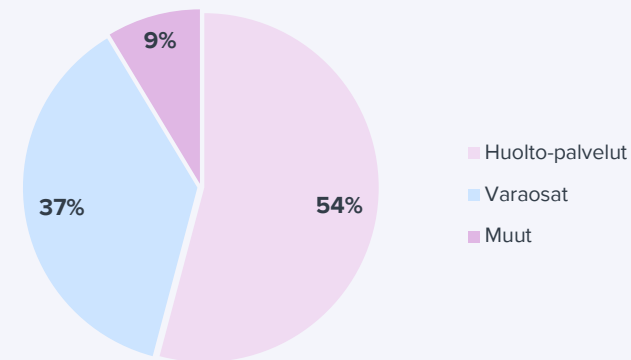
Kalmarin palvelujen liiketoimintamalli on konepajoille tyypillinen etenkin etähuollon ja –valvonnan merkityksen kasvaessa. Yhtiön osuus oman laitekannan varaosahuollosta on kuitenkin edelleen alhainen. Tämä kertoo ainakin aiemmista puutteista varaosaliiketoiminnan tavoiteasetannassa ja/tai operaatioissa, mutta samalla merkittävästä potentiaalista. Vaikka varaosafokusta on terävöitetty, on Kalmarin hankittava vielä lisää näyttöjä onnistumisista.

Sekä digitaalisissa ratkaisuissa että laitteiden sähköistymisessä on merkittävää kasvupotentiaalia palveluissa, kunhan Kalmarin myyntistrategia ja -argumentit ovat kunnossa. Itse palvelutuotteissa tuskin on vikaa ja laitteiden monimutkaistuminen tulee todennäköisesti hyödyttämään Kalmaria.

## Kalmarin palveluliikevaihdon kasvupilarit

- Kasvu oman laitekannan huoltopalveluissa
- Kasvu digitaalisissa palveluissa (MyKalmar-portaali)
- Kasvu sähköisten laitteiden huollossa

## Palvelumarkkinan jakautuminen 2023



# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Kalmarin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Sijoitusprofiili

1.

**Erittäin vahva markkina-asema; monissa segmenteissä #1 maailmassa**

2.

**Hyvät edellytykset hyödyntää ja myös johtaa toimialan sähköistymistä ja automatisoitumista**

3.

**Merkittäviä kasvumahdollisuuksia palveluissa**

4.

**Uusien laitteiden markkina on melko syklinen**

5.

**Hintakilpailun kiristyminen eri tuotteissa ja alueilla on hyvin mahdollista**

## Potentiaali



- Konttiliikenteen kasvun vauhdittuminen H2'24:stä eteenpäin
- Laitekannan sähköistymisen sekä raskaiden materiaalien käsittelyn automaation eteneminen
- Palveluliiketoiminnan kasvu oman asennetun laitekannan tehokkaamman hyödyntämisen sekä digitalisaation avulla
- Kannattavuuden parantuminen mm. suorituskykyohjelmien avulla

## Riskit



- Laitekysynnän yleinen syklisyys
- Hintakilpailun kiristyminen etenkin kiinalaisten toimijoiden taholta
- Sähköistymisen ja automaatio eivät etene odotettua tahtia

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategian keskeiset ajurit

Globaalin laitemarkkinan kasvu **5 % p.a. 2024-2028**

Globaalin palvelumarkkinan kasvu **4 % p.a. 2024-2028**

## Asiakkaiden haasteet



Päästöjen vähentäminen ja sähköistyminen



Tuottavuusvaatimusten kasvu



Turvallisuusvaatimusten kasvu



Osaavan työvoiman puute

## Strategiset painopisteet

- 1. Investoinnit vastuullisiin innovaatioihin**
  - Päästöttömät ja sähköiset laitteet
  - Kuljettaja-avusteiset ja autonomiset laitteet
  - Liitettävyyssratkaisut asiakkaiden toimintojen, tuottavuuden ja turvallisuuden optimoimiseksi sekä päästöjen minimoimiseksi
- 2. Palveluliiketoiminnan kasvattaminen**
  - Kasvu oman asennetun laitekannan huollossa
  - Digitaaliset ratkaisut laitteiden tuottavuuden ja turvallisuuden parantamiseksi (MyKalmar-alusta)
  - Kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen sähköisten laitteiden vaativassa huollossa sekä niiden lisäarvopalveluissa
- 3. Liiketoiminnan suorituskyvyn kehittäminen**
  - Kaupallisen suorituskyvyn ohjelma
  - Operatiivisen suorituskyvyn ohjelma

## Tavoitteet vuoteen 2028

**5 % p.a.**

Liikevaihdon kasvu yli syklin

**15 %**

Vertailukelpoinen liikevoitto-%

**>25 %**

Sijoitetun pääoman tuotto

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Kalmarin strategiset painopisteet	1 Investoinnit vastuullisiin innovaatioihin	2 Palveluliiketoiminnan kasvattaminen	3 Liiketoiminnan suorituskyvyn kehittäminen
<b>Tausta</b>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Päästöjen minimoimistarve</li> <li>• Tarve kohottaa tuottavuutta</li> <li>• Tarve alentaa elinkaarikustannuksia</li> <li>• Tarve parantaa turvallisuutta</li> <li>• Puute osaavasta työvoimasta</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Laajan asennetun laitekannan tehokkaampi hyödyntäminen kasvun ja tuottavuuden ajurina</li> <li>• Tarve kasvattaa toistuvan liiketoiminnan osuutta palvelumyynnissä</li> <li>• Elinkaariarvon kasvattaminen asiakaskumppanuuksien ja älykkään palvelutarjonnan avulla</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tarve parantaa tuottavuutta ja rahavirtaa kasvun, tuotekehityksen, investointien ja voitonjaon turvaamiseksi</li> </ul>
<b>Toimet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Täyssähköisen tarjonnan laajentaminen ja ulottaminen kaikkiin tuotekategorioidiin</li> <li>• Liitettävyys-, ohjelmisto-, analytiikka- ja tekoälyratkaisujen kehittäminen edelleen. Näillä asiakkaat voivat optimoida toimintojaan, kehittää tuottavuutta ja turvallisuutta sekä minimoida päästöt ja tehottomuudet.</li> <li>• Autonomisten ja käyttäjäavusteisten ratkaisujen kehittäminen. Näillä asiakkaat voivat pienentää työvoiman saatavuusongelmaansa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Markkinaosuuden kasvattaminen varaosamyynnissä oman verkkokaupan (MyKalmar) jatkokehityksellä</li> <li>• Verkkoon kytkettyjen laitteiden määrän kasvu mahdollistaa räätälöidyt etäpalvelut sekä uusien ennakoivien ominaisuuksien kehittämisen ja tarjonnan</li> <li>• Sähköisten laitteiden vaativampi huolto kohottaa konversioastetta (capture rate)</li> <li>• Sähköisille laitteille tarjotaan lisäpalveluita kuten lataus- ja akkujen vaihtopalvelua</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portfolion optimointi (mm. raskaista nostureista luopuminen), joka tässä vaiheessa valtaosin toteutettu</li> <li>• Kaupallisen suorituskyvyn ohjelma (mm. hinnoittelun hallinta, tuotekustannusten optimointi)</li> <li>• Operatiivisen suorituskyvyn ohjelma (mm. toimitusketjun harmonisointi, prosessien virtaviivaistaminen edelleen)</li> </ul>
<b>Inderesin kommentti</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Strategiassa ratkaistaan asiakkaiden keskeisimpiä ongelmia ja Kalmarin vahva asema täyssähköisissä laitteissa antaa toteuttamiseen hyvät eväät</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iso asennettu laitekanta antaa eväät kasvulle</li> <li>• Sähköisten laitteiden pienempi huollontarve kaventaa kasvupotentiaalia</li> <li>• Markkinaosuuden kasvattaminen oman laitekannan huollossa on hyvällä alulla, mutta nousun jatkuvuudesta ei ole takeita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kalmarin itsenäisyys antaa em. ohjelmien toteutukseen lisää liikkumavaraa</li> <li>• Ohjelmien tarkempi kuvaus puuttuu vielä</li> </ul>

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Talouslukujen tähtäin vuodessa 2028

Kalmarin julkistettujen taloudellisten tavoitteiden vuoteen 2028 ovat seuraavat:

- Vuotuinen liikevaihdon kasvu 5 % yli syklin;
- 15 %:n vertailukelpoinen liikevoittoprosentti;
- >25 %:n sijoitetun pääoman tuotto (ROCE);
- Nettovelat / käyttökate <2x;
- Osinkosuhte 30-50 %

Lisäksi Kalmar on asettanut tavoitteeksi yhdenmukaisuuden tieteesen perustuvien ilmastotavoitteiden (Science-Based Targets Initiative, SBTi) kanssa 1,5 °C:n sitoumuksella.

## Taloudelliset tavoitteet ovat realistisia

Jo aiemmin esitetty Kalmarin ydinliiketoiminnan historiallinen 5,4 %:n vuotuinen kasvu (CAGR) vuosina 2014-2023 kuvastaa, että asetettu kasvutavoite on täysin realistinen. Käsitteemme mukaan termi ”syklin yli” viittaa keskimääräiseen kasvuun. Tavoite on nominaalinen, joten mukana lienee inflaatiokomponentti, jonka mittakaavasta Kalmar ei julkista arviota.

Tavoitteena olevan 15 %:n vertailukelpoisen EBIT-marginaalin arvioinnissa miltei ainoa käytettävissä oleva vertailukelpoinen toteumaluku on vuoden 2023 13,0 %. Tässä luvussa Cargotecin segmenttiraportoinnin mukaisesta oikaistusta liikevoittoluvusta (279,4 MEUR; marg. 13,6 %) on

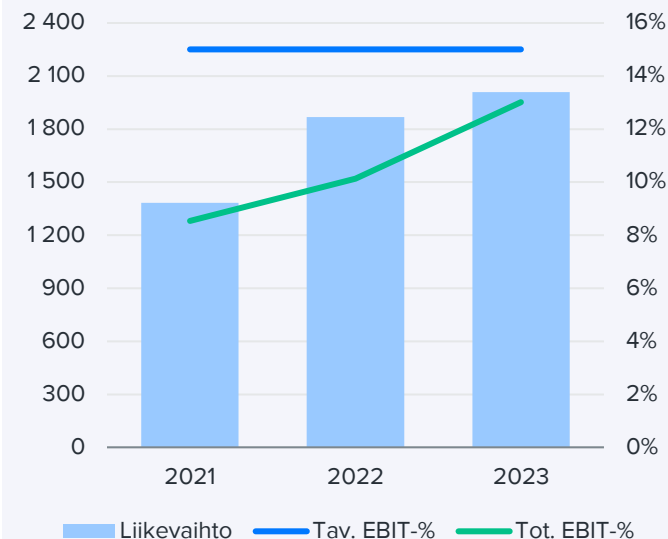
eliminoitu raskaiden nostureiden liikevaihto- ja liikevoittoluvut (vastaavasti 40,5 MEUR ja -6,7 MEUR) sekä lisätty allokoitu osa konsernikuluista (-24,7 MEUR). Kun huomioidaan operatiivisen vivun vaikutus sekä Kalmarin suorituskykyohjelmat, voidaan asetettua EBIT-marginaalitavoitetta pitää realistisena.

Kalmarin >25 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoitteen arvioinnissa on vastaavia ongelmia, sillä historiallisissa carve out –luvuissa konsernin ulkoista rahoitusta ei yleensä ole kohdistettu Kalmarille eikä myöskään oman pääoman määrä ole vertailukelpoinen. Prospectuksen vuosien 2021-2023 tilintarkastamattomat ROCE-luvut (30,4 %; 12,4 % ja 24,4 %) indikoivat kuitenkin sitä, että tavoite on mielekäs. Vertailukohtana tavoitteelle voi käyttää esim. Metsoa. Vuonna 2023 Metson liikevoittomarginaali oli 14,9 % ja ROCE 22,3 %, vaikka yhtiöllä on huomattavasti enemmän aineettomia omaisuuksia suhteessa taseeseen kuin Kalmarilla.

Kalmarin pro forma / carve-out –pohjainen nettovelat/käyttökate –suhdeluku oli vain 0,5x 313,24 (145 / 287 MEUR). Näiden lukujen perusteella Kalmarilla olisi mahdollisuus jopa noin 430 MEUR:n lisävelkaantumiseen asetetun tavoitteen rajoissa eli pelivaraa on vielä reilusti. Tavoitteeksi asetettu 30-50 %:n osinkosuhte on Kalmarin toimiala ja yhtiön kehitysvaihe sekä taseasema huomioiden hyvin tavanomainen.

Palaamme taloudellisten tavoitteiden suhteeseen odottamaamme kehitykseen vielä raportin ennusteosiossa.

## Toteutunut kannattavuus\*) vs. tavoitetaso



\*) Vertailukelpoinen pois lukien Navis ja raskaat nosturit

# Kalmarin kohdemarkkinat 1/5

## Kohdemarkkinoilla lukuisia kysyntämittareita

Raskaiden materiaalien käsittely on globaali toimiala, joka jakautuu lukuisille asiakastoimialoille ja sama koskee tietenkin vastaavia laite- ja palvelumarkkinoita. Tämän vuoksi ei ole olemassa yksittäistä Kalmarin kohdemarkkinoiden indikaattoria vaan sellainen olisi kasattava lukuisista mittareista.

Mahdollisia eri kohdeasiakasryhmien aktiviteettia kuvaavia mittareita ovat seuraavat:

- Satamat ja terminaalit: Globaalin konttiliikenteen tilastot ja ennusteet (esim. Drewry);
- Raskas logistiikka: Rakentamisen tilastot ja ennusteet;
- Jakelu: Yksityisen kulutuksen tilastot ja ennusteet;
- Valmistava teollisuus: Teollisuustuotannon volyymin tilastot ja ennusteet

On huomioitava, että globaalia konttiliikennettä lukuun ottamatta mainittuja mittareita olisi seurattava maittain tai ainakin suuralueittain, jotta kokonaiskuvan muodostaminen raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden ja niihin liittyvien palvelujen kysynnästä olisi mahdollista. Yhtä tärkeää on huomioida, että asiakastoimialoilta tulevassa kysynnässä on keskinäisriippuvuutta asiakkaiden monesti toimiessa eri osissa samaa logistista ketjua. Koska uudet raskaiden materiaalien käsittelylaitteet ovat investointitararoita, on myös korkotasolla merkittävä vaikutus niiden kysyntään. Itsestään selvää on, että inflaatio vaikuttaa rahamääräiseen laite- ja palvelumarkkinan arvoon.

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden ja niihin liittyvien palvelujen kysyntäajureiden ollessa hyvin monimuotoisia, voidaan globaalia bkt:n kehitystä pitää pitkän aikavälin pohjatasona Kalmarin kohdemarkkinan kasvussa. Lyhyellä aikavälillä uusien laitteiden kysyntä on kuitenkin suhdanneherkempää kuin bkt:n muutokset.

## Monia kasvua kiihdyttäviä markkinatrendejä

Bkt:n kehityksen lisäksi Kalmarin kohdemarkkinoiden kasvua kiihdyttävät seuraavat markkinatrendit:

- **Tarve vähentää päästöjä** ja tähän liittyvä **laitekannan sähköistyminen**. Päästöjen vähentämistä ajavat regulaatio, asiakkaiden omat vaatimukset sekä kansalaisjärjestöt. Päästövähennysten tavoittelussa täysin sähkökäyttöiset laitteet ovat tällä hetkellä primääri ratkaisu. Lisäksi vaikka sähkökäyttöisten laitteiden hankintakustannus on perinteisiä laitteita korkeampi, ovat sähkökäyttöisten laitteiden elinkaarikustannukset muodostumassa perinteisiä laitteita edullisemmiksi. Vaikka sähköisten laitteiden ei odoteta juuri lyhentävän perinteisten laitteiden uusintasykliä, ovat laitteiden arviolta 30-50 % suuremmat keskimääräiset hankintakustannukset kasvattamassa markkinan arvoa. Sähköisten laitteiden huolto- ja varaosatarve on noin -30 % pienempi kuin perinteisten laitteiden, mutta laitteiden monimutkaisuus asettaa sekä varaosille että palveluille korkeampia vaatimuksia ja tämän odotetaan suosivan Kalmarin kaltaisia OEM-valmistajia. Kuten aiemmin on todettu, sähköistyminen tarjoaa mahdollisuuksia myös uusille palveluille kuten latauspalveluille sekä akkujen vaihtoon ja kierrätykseen.

## Kasvua kiihdyttävät kysyntäajurit



Päästöjen vähennystarve



Laitekannan sähköistyminen



Logistiikkaketjujen hajautuminen / paikallistuminen



Tuottavuusvaatimusten kasvu



Turvallisuusvaatimusten kasvu



Puute osaavasta työvoimasta



# Kalmarin kohdemarkkinat 2/5

- **Muuttuva logistiikkaympäristö.**

Koronapandemia sekä viime vuosina lisääntyneet geopoliittiset jännitteet ovat ajamassa logistisia ketjuja kohti paikallisempia ja hajautetumpia malleja, mikä kasvattaa raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kysyntää tietyissä kategorioissa. Muita merkittäviä trendejä ovat lisääntyvän verkkokaupan vaikutus jakelualan lastinkäsittelyratkaisujen kysyntään sekä rautatieliikenteen suosion kasvu (kumipyöräliikenteen sijasta) mm. EU:ssa, mikä kasvattaa intermodaaliterminaalien ja edelleen raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden tarvetta.

- **Tuottavuus- ja turvallisuusvaatimusten kasvu.**

Näihin vastataan digitaalisilla kalustonhallinta- ja valvontajärjestelmillä, jotka minimoivat toiminnan häiriöt mm. ennakoivan huollon ansiosta.

Tuottavuutta ja turvallisuutta ajaa myös kasvava automaatio, joka minimoi henkilöstökustannukset ja pienentää inhimillisten virheiden mahdollisuutta.

- **Työvoimapula etenkin kehittyneissä maissa.**

Tämän odotetaan ajavan investointeja sekä käyttäjäavusteisten että kokonaan automatisoitujen ratkaisujen suuntaan. Pula osaavista huoltoasentajista taas merkitsee lisäpotentiaalia OEM-laitetoimittajille korvaamaan in-house –huoltokonsepteja.

### Laitemarkkinoiden koko yli 7 miljardia euroa

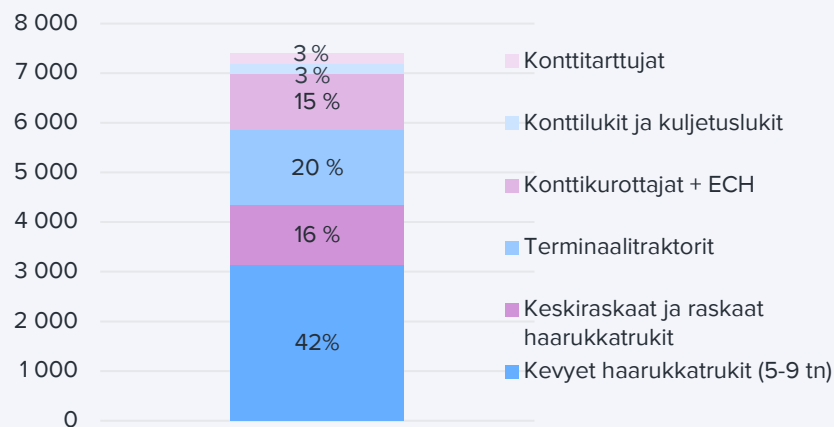
Olemme käyttäneet kohdemarkkinoiden analysoinnissa Kalmarin listautumisesitteessä esitettyä KPMG:n markkinatutkimusta (2024). KPMG arvioi laitemarkkinan kooksi viime vuonna 7,4

miljardia euroa. Arvio on reilu 3 mrd euroa suurempi kuin aiemmin julkistetussa materiaalissa (mm. Cargotecin sijoittajaesitys Q1 2024) esitetty 4,1 mrd euroa. Ero johtuu kevyiden haarukkatrukkien sisällyttämisestä KPMG:n tarkasteluun.

Vuonna 2023 kevyet haarukkatrukit muodostivat KPMG:n arvion mukaan laitemarkkinan selvästi suurimman segmentin 42 %:n osuudella. Keskiraskaiden ja raskaiden haarukkatrukkien osuus oli 16 %, terminaalitraktoreiden 20 % ja konttikurottajien sekä tyhjiä konttien käsittelylaitteiden (ECH) 15 %. Konttilukkien ja kuljetuslukkien sekä konttitarttujien osuudet markkinasta olivat molemmilla noin 3 %.

Oheisessa taulukossa on esitetty arvioimamme hintahaarukoita Kalmarin eri päätuotteille. Arviot koskevat perinteisiä (dieselkäyttöisiä) laitteita.

**Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinat laiteyhteittäin 2023, MEUR**



**Laitteiden arvioituja tyypillisiä myyntihintoja**

Tuote	Hintahaarukka TEUR/kpl *)
Konttitarttajat	50-150
Kevyet haarukkatrukit (5-9 tn)	30-100
Keskiraskaat ja raskaat haarukkatrukit	50-150
Terminaalitraktorit	50-120
Konttikurottajat + ECH	200-500
Konttilukit ja kuljetuslukit	400-1200

\*) Inderesin arvio

\*) ECH = tyhjiä konttien käsittelylaite Lähde: KPMG; Inderesin arviot

# Kalmarin kohdemarkkinat 3/5

Sähkökäyttöiset laitteet maksavat arviomme mukaan tyypillisesti 30-50 % mutta joskus jopa 100 % enemmän kuin perinteiset laitteet.

Laitemarkkinoille on tyypillistä, että yksikköhinnaltaan alempien laitteiden (kuten kevyiden haarukkatrukkien) markkinat ovat paitsi yksikkömäärältään myös kokonaisarvoltaan suurempia kuin yksikköhinnaltaan kalliimpien laitteiden markkinat. Tämän mukaisesti kevyiden haarukkatrukkien noin 3,1 mrd euron markkinat (2023) koostuivat arviomme mukaan 40000-50000 trukista, kun taas esimerkiksi konttikurottajien ja tyhjien konttien käsittelylaitteiden (ECH) 1,1 miljardin euron markkinoilla käytiin viime vuonna kauppaa arviolta 2000-2500 laitteesta.

## Satamat ja terminaalit tärkein asiakasryhmä

KPMG:n arvion mukaan satamat ja terminaalit olivat vuonna 2023 edelleen raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden tärkein asiakasryhmä 35 %:n osuudella. Loput 65 % markkinasta jakautuu melko tasaisesti raskaan logistiikan (mm. rakenteiden ja isojen työkoneiden kuljetukset), jakelun sekä valmistavan teollisuuden (mm. metsä- ja metalliteollisuus) kesken. Kuten jo aiemmin todettiin, raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kysyntäajureita on lukuisia eikä toimiala ole liian riippuvainen yhdestäkään asiakassegmentistä.

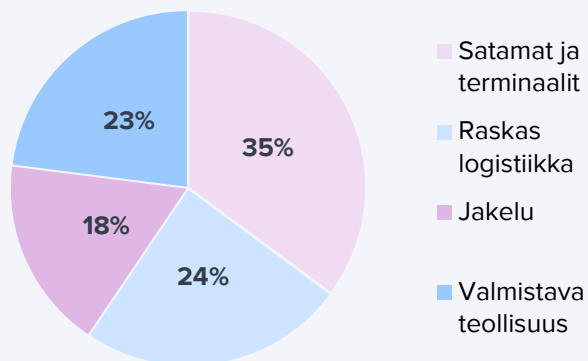
Kun koko markkinan jakautumista asiakasryhmittäin vertaa Kalmarin vastaavaan jakoon (ks. s. 8), huomataan että Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista (yhteensä 48 %) on selvästi koko markkinan riippuvuutta suurempi. Kalmar on kuitenkin viime vuosina korostanut riippuvuutensa

globaaleista satama- ja terminaalioperaattoreista pienentyneen ja fokuksen siirtyneen vähäriskisempiin pienempiin satamaoperaattoreihin (n. 80 % kaikista) sekä sisämaan terminaaleihin. Kalmarin riippuvuus raskaasta logistiikasta asiakasryhmänä (9 %) on selvästi koko markkinaa alhaisempi. Muilta osin erot riippuvuuksissa ovat selvästi pienempiä.

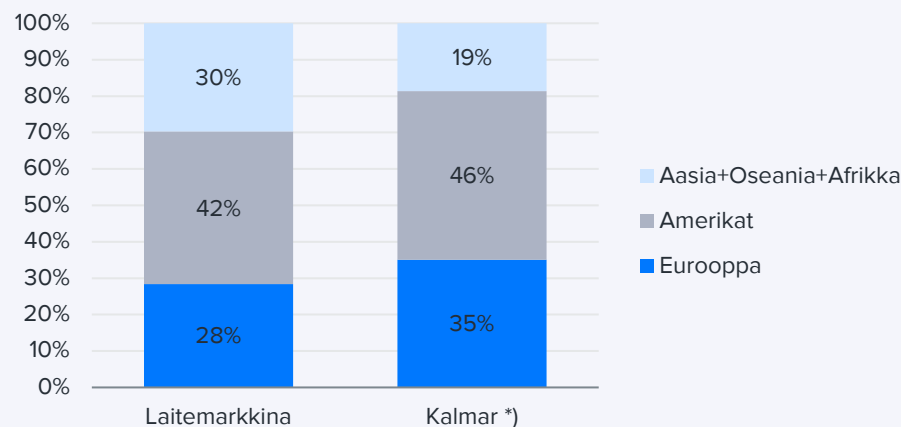
## Markkina on Amerikka-vetoinen

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden maantieteellinen markkina on jakautunut varsin tasaisesti, vaikka Amerikoiden osuus onkin yllättävän vahva. Kalmarista ei ole ollut saatavissa pelkästään laiteliiketoiminnan maantieteellistä jakaumaa, mutta uskomme koko Kalmarin liikevaihdon maantieteellisen jakautumisen antavan tästä melko hyvän likiarvon. Amerikoiden osuus korostuu Kalmarillakin samalla kun Aasia näyttäisi tarjoavan hyvää kasvupotentiaalia.

## Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinat asiakasryhmittäin 2023



## Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinoiden ja Kalmarin liikevaihdon maantieteellinen jako 2023



# Kalmarin kohdemarkkinat 4/5

## Laitemarkkinan ennusteet 2024-2028

KPMG:n markkinaennusteessa vuosille 2024-2028 koko raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinan arvioidaan kasvavan +4,7 % p.a. Eri tuoteryhmistä ainoastaan kontti- ja kuljetusluukien markkinan odotetaan kasvavan selvästi muita ryhmiä nopeammin (+8 % p.a.) muiden tuoteryhmien kasvun asettuessa +4...+5 %:n p.a. luokkaan. Tämän vuoksi myöskään eri laitetyyppien osuuksissa koko markkinasta ei odoteta tapahtuvan merkittäviä muutoksia vuodesta 2023 (ks. s. 17).

## Kasvu painottuu vuosiin 2026-2028

Oheisessa graafissa ilmenee koronapandemiasta johtunut laitekysynnän epätavallisen voimakas heilahtelu 2020-2021 (vuoden 2020 romahdus ja vuoden 2021 nopea kasvu). Vuosina 2022-2023

heilahtelua aiheuttivat Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa, globaalit toimitusketjujen häiriöt sekä kiihtynyt inflaatio ja kohonnut korkotaso. KPMG kuitenkin odottaa kysynnän normalisoituvan vuosina 2024-2025 ja edellä esitettyjen makrotason trendien alkavan vaikuttaa vuodesta 2026 eteenpäin. KPMG ei ole raportin julkistetussa osuudessa esittänyt vuosien 2024-2027 markkinaennusteitaan, mutta olemme edellä mainitun perusteella arvioineet vuosien 2024-2025 laitemarkkinan kasvuksi +0,7 % p.a. ja vuosien 2026-2028 kasvuksi +7,4 % p.a.

## Sähköistyminen etenee vauhdilla

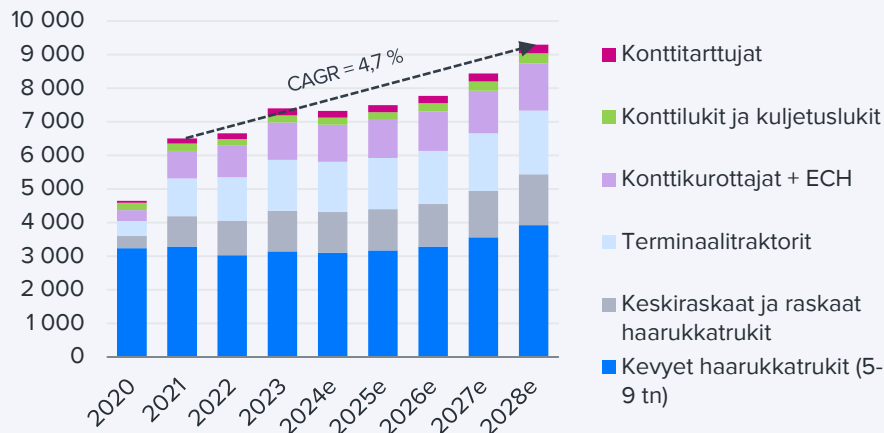
KPMG:n ennusteessa täysin sähkökäyttöisten laitteiden myynnin arvioidaan kasvavan peräti +28 % p.a. vuosina 2024-2028 ja niiden osuuden koko markkinasta nousevan vuoden 2023 15 %:sta

vuoden 2028 41 %:iin. Sähkökäyttöisten laitteiden kysynnän ajureita olemme käsitelleet jo aiemmin. Muita käyttövoimia hyödyntävien laitteiden markkinoiden arvioidaan vuosina 2024-2028 supistuvan -3 % p.a.

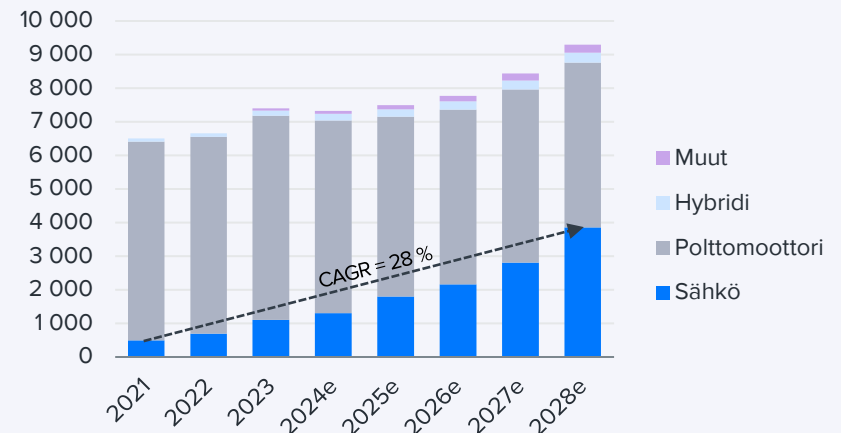
## Korvauskysyntä tasapainottaa laitemyyntiä

Kalmar on aiemmassa materiaalissaan korostanut korvauskysynnän merkitystä laitemarkkinan ajurina. Kalmarin mukaan laitteiden tekninen tai kaupallinen elinkaari on lukeissa tyypillisesti 8-10 vuotta ja kevyemmissä laitteissa 8 vuotta. Vuosina 2022-2023 Kalmar arvioi korvauskysyntämarkkinan 2,5 mrd euron suuruiseksi vastaten noin 60 %:sta laitemarkkinaa (pl. kevyet haarukkatrukit). Kalmar myös arvioi korvauskysyntämarkkinan kaksinkertaistuvan seuraavien 10 vuoden aikana (vastaava kasvu = +7 % p.a.). KPMG:n raportin ennusteissa

Raskaiden materiaalien käsittelylaitemarkkinat 2020-2028e, MEUR



Laitemarkkinat käyttövoiman mukaan 2021-2028e, MEUR



# Kalmarin kohdemarkkinat 5/5

korvauskysyntää ei ole esitetty omana komponenttina ja mallintaminen olisikin melko haastavaa. Kalmarin ja muiden toimijoiden historiallisten toimitusmäärien perusteella korvauskysyntä tulee joka tapauksessa olemaan keskeinen ajuri laitekysynnässä. Laitteiden käyttöasteiden pysyessä ennustetulla tavalla korkeina ei korvaushankintoja myöskään voida kovinkaan paljon lykätä, joten näemme korvauskysynnän stabiloivan laitemarkkinaa ja samalla kasvattavan KPMG:n kasvuennusteen uskottavuutta.

## Palvelumarkkina lähes laitemarkkinan kokoinen

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden palvelumarkkina koostuu pitkälti samoista elementeistä kuin edellä kuvatussa Kalmarin palveluliiketoimintamallissa. Palveluihin kuuluvat varaosat, huollot ja huoltosopimukset,

korjauspalvelut, elinkaari- ja konsultaatio, koulutus- ja myös lyhytaikaiset vuokrauspalvelut.

KPMG arvioi palvelumarkkinan koon olleen 6,0 mrd euroa vuonna 2023. Tämä vastaa reilua 80 %:a laitemarkkinasta ja 45 %:a yhdistetystä markkinasta. Palvelumarkkinasta noin 90 % koostui huolto- ja varaosapalveluista lopun muodostuessa korjauksista, päivityksistä sekä digitaalisista palveluista. Kalmarin arvion mukaan palveluista 40-45 % hoidetaan asiakkaiden omin voimin. Tämä on yleisintä suurissa satamissa, terminaaleissa ja jakelukeskuksissa, joissa kalusto on merkittävän kokoinen ja käytettävissä on 24/7-palvelut.

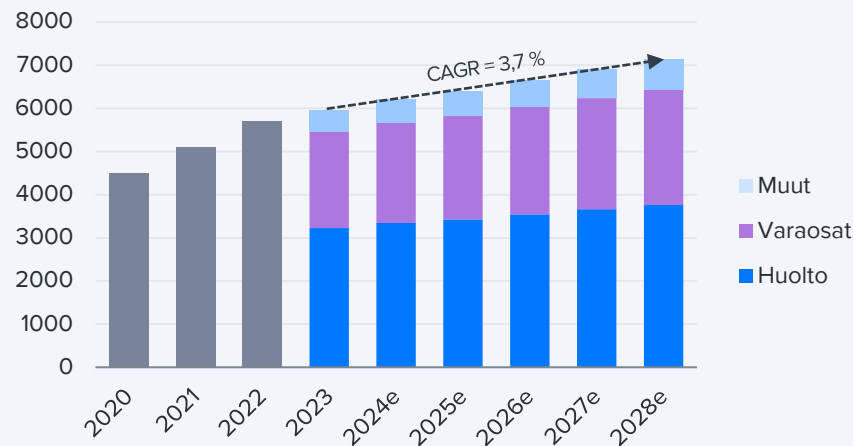
Palvelumarkkinan odotetaan muuttuvan sähköistymisen ja digitalisaation mahdollistamien uusien palvelujen ja palvelumallien myötä. Esimerkkejä ovat reaaliaikaisen ja etäluettavan datan tarjoami-

nen laitteen käytöstä, suorituskyvystä ja kunnosta ja toisaalta etävalvonnan mahdollistama automaatio.

## Palvelumarkkinan kasvu laitemarkkinaa hitaampaa

KPMG ennustaa palvelumarkkinoiden kasvavan vuosina 2024-2028 3,7 % p.a. yhteensä 7,1 mrd euroon. Julkistetussa materiaalissa ei avata kasvun komponentteja tarkemmin, mutta digitaalisten palvelujen (graafissa ryhmässä ”muut”) odotetaan kasvavan noin +9 % p.a. verkkoon liitettyjen laitteiden määrän ja automaation kasvaessa. Tällä perusteella huolto- ja varaosapalveluihin odotetaan vain reilun +3 %:n p.a. kasvua. Uskomme KPMG:n huomiointeen ennusteessaan täyssähköisten laitteiden kasvavan osuuden ja tästä seuraavan vähentyneen huollontarpeen, mutta julkistetussa materiaalissa tätä ei käsitellä tarkemmin.

## Palvelumarkkinat 2020-2028e, MEUR



Lähde: KPMG; Inderesin arviot (jako vuosina 2024e-2028e)

# Kilpailutilanne 1/3

## Melko pirstaleinen kilpailukenttä

**Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden** kilpailutilanne vaihtelee sekä tuotekategorioittain että alueittain. Globaalisti toimivista kilpailijoista jotkin kilpailevat Kalmarin kanssa vain yhdessä tuotekategoriassa, kun taas joillakin on tarjontaa useammassa kategoriassa. Yhtiöiden markkina-asemien vahvuus vaihtelee myös alueittain ja esimerkiksi kiinalaiset toimijat, kuten ZPMC ja Sany ovat luonnollisesti vahvimpia kotimarkkinoillaan. Monilla kilpailijoilla on kontinkäsittelyyn liittyvää tuotetarjontaa myös kategorioissa, joissa Kalmar ei (enää) ole läsnä. Esimerkkejä ovat Konecranesin ja ZPMC:n tarjoamat satamanosturit (STS), kiskopukkinosturit (RMG) ja kumipyöräkonttinosturit (RTG). Oheisessa taulukossa ovat Kalmarin tärkeimmät kilpailijat tuotealueittain. Horisontaali- ja mobiililaitteissa Kalmarin tuotetarjonta on käsityksemme mukaan markkinoiden laajin.

**Palveluissa** kilpailutilanne riippuu palvelukategoriasta ja markkina on pirstaleisempi kuin laitteissa. Huoltopalveluissa ja korjauksissa korostuu pienempien paikallisten yritysten rooli. Lisäksi arviolta 40-45 % palvelumarkkinasta on laitteita käyttävien yritysten omista käsissä, kuten edellä on todettu. Tilanne on digitalisaation myötä vähitellen muuttumassa, sillä paikallisilla huoltoyhtiöillä tai edes isoilla raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden asiakkailla ei ole edellytyksiä tai mielenkiintoa näiden palvelujen kehittämiseen ja tuottamiseen.

## Kalmar profiloituu yläsegmenttiin

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden hintakilpailu on kireää kaikissa tuoteryhmissä, mutta tämä korostuu pienissä haarukkatrukeissa. Kalmar on profiloitunut tuotetarjonnassaan yläsegmenttiin ja sen hinnat ovat arviomme mukaan +10...+20 % korkeampia kuin kilpailijoilla keskimäärin. Kalmar



















kuitenkin korostaa, että tuotteet ja palvelut ovat kokonaisuus, josta asiakkaat ovat valmiita maksamaan ja Kalmarin argumentit alemmista elinkaarikustannuksista ovat saaneet hyvin vastakaikua.

Lopulliseen hinnoitteluun vaikuttaa myös jakelutie, kaupankäynnin muoto ja kaupan koko. Yksikköhinnaltaan alemmat tuotteet kuten terminaalitraktorit myydään yleensä vakiohinnalla, joihin voidaan soveltaa jälleenmyyjä- tai asiakaskohtaisia alennuksia. Toisaalta esimerkiksi konttilukit myydään useimmiten tarjouskilpailun kautta. Käytännössä tarjouskilpailun järjestäminen riippuu kuitenkin tilauksen euromääräisestä koosta eikä kaupattavan laitteen yksikköhinnasta. Esim. kahden konttilukin tilauksesta ei välttämättä järjestetä tarjouskilpailua, mutta 20 konttilukin tilauksessa tilanne on toinen.

## Kalmarin tuotekategorioiden keskeiset kilpailijat

	Konttilukit	Konttitarttujat	Konttikurottajat	Kevyet haarukkatrukit	Raskaat haarukkatrukit	Terminaalitraktorit
Kalmar	●	●	●	●	●	●
Konecranes	●				●	
Hyster-Yale			●	●	●	
Terberg						●
TICO						●
Taylor			●	●	●	
Sany			●		●	●
ZPMC	●	●	●			
Kion				●		
Mitsubishi				●		

## Kilpailutilanne 2/3: Kalmarin markkina-asema

Kategoria	Markkinan koko, MEUR	Kalmarin markkinaosuus *)	Kalmarin markkina-asema	Pääkilpailijat
Konttilukit 	300-500	~35 %	#1	<b>KONECRANES</b> 
Konttikurottajat + ECH 	900-1100	~30 %	#1...#3	<b>KONECRANES</b>  
Terminaalitraktorit 	1300-1500	~30 %	#1	 <b>TERBERG</b> <b>SPECIAL VEHICLES</b> 
Keskiraskaat ja raskaat haarukkatrukit 	1100-1200	~20 %	#2...#3	<b>KONECRANES</b>  
Kevyet haarukkatrukit 	3100	~1 %	n.a.	 <b>KION</b> <b>GROUP</b> 
Konttitarttajat 	200-300	~35 %	#1	 
Palvelut 	6000	~10 %	n.a.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• In-house</li> <li>• Paikalliset huoltoyhtiöt ja korjaamot</li> <li>• Muut laite- ja osavalmistajat</li> </ul>
<b>Yhteensä</b>	<b>13000-14000</b>	<b>~15 %</b>	n.a.	

\*) Inderesin arvio

# Kilpailutilanne 3/3

## Kalmarin markkina-asema on pääosin hyvin vahva

Kalmar ei ole tuoreemmissa julkaisuissaan ottanut kantaa markkinaosuuteensa muutoin kuin listautumisesitteessä olleella maininnalla 29 %:n markkinaosuudesta oman laitekannan varaosissa. Vanhemmassa, vuonna 2022 esitetystä materiaalissa Kalmar on arvioinut globaaliksi markkinaosuudekseen laitteissa ja projekteissa 20-30 % (markkinan koko: 6 mrd euroa) ja palveluissa 6 % (markkinan koko: 8 mrd euroa). Näissä luvuissa on kuitenkin ollut vielä mukana raskaiden nostureiden liiketoiminta ja markkina.

Edellisen sivun taulukossa esitetyillä luvuilla Kalmarin markkina-asema on erittäin vahva (osuus 20-35 %) kaikissa muissa tuotekategorioiden paitsi kevyissä haarukkatrukeissa. Koko siinä laitemarkkinassa, jolle Kalmarilla on tarjontaa oli osuus arviomme mukaan noin 20 % vuonna 2023. Myös palveluissa osuus on vapaassa markkinassa (so. pois lukien in-house -palvelut) merkittävä eli reilu 15 %. Käytävissä olevien tietojen (Kalmarin carve-out –liikevaihto 2020-2023) ja arvioiden (KPMG:n raportti) perusteella Kalmarin markkinaosuus koki pienen notkahduksen vuonna 2021, mutta on vuosina 2022-2023 ollut edellä esitetyillä tasoilla.

## Kalmarin vahvuudet ja heikkoudet kilpailussa

Käsityksemme mukaan Kalmarin vahvuuksia ja mahdollisuuksia kilpailussa ovat seuraavat:


- + Tunnettuus ja vahva tuotemerkki pitävät Kalmarin potentiaalisena tarjoajana mukana lähes kaikissa merkittävämmissä laitehankkeissa;

- + Jo varsin laaja ja kilpailijoita edellä oleva täyssähköinen tuotetarjonta;
- + Kattava palvelutarjonta ja –verkosto tuovat asiakkaille lisäturvaa laitteiden käyntiasteiden pitämisessä korkealla;
- + Etä- ja muut digitaaliset palvelut sekä automaatio-tarjonta vastaavat asiakkaiden haasteisiin tuottavuuden ja turvallisuuden parantamisessa sekä työvoimapulassa;
- + Etenevä sähköistyminen, digitalisaatio ja automaatio ja siten monimutkaistuvat laitteet parantavat Kalmarin kilpailuasemaa suhteessa paikallisiin huoltoyhtiöihin ja in-house –huoltoon.


Kalmarin kilpailuaseman heikkouksia ja uhkia ovat mielestämme seuraavat:

- Kalliin toimittajan mielikuva voi karkottaa osan potentiaalisista asiakkaista;
- Etenkin kiinalaisten kilpailijoiden markkina-käyttäytyminen voi yllättää kielteisesti mm. valtion lisääntyvien tukien seurauksena;
- Toimialan sähköistyminen ja digitalisoituminen ei välttämättä etene odotettua tahtia, jolloin kilpailijat voivat saada kiinni Kalmarilla nyt olevan etumatkan.

## Kalmarin kilpailuasema

Vahvuudet ja mahdollisuudet: 

- + Tunnettuus ja vahva tuotemerkki
- + Kilpailijoita edellä oleva täyssähköinen tuotetarjonta
- + Kattava palvelutarjonta ja -verkosto
- + Kehittyneet etä- ja muut digitaaliset palvelut
- + Laitteiden komplisoituminen suosii palveluissa OEM-valmistajia pienten huoltoyhtiöiden ja in-house –huollon kustannuksella

Heikkoudet ja uhat: 

- Kalliin toimittajan mielikuva
- Kiinalaisten kilpailijoiden käyttäytyminen on epävarmaa
- Toimialan sähköistyminen ja digitalisoituminen eivät välttämättä etene odotettua tahtia



# Taloudellinen tilanne 1/3

## Kasvu on ollut varsin tasaista

Kalmarin ydinliiketoiminta on kasvanut hyvin vuosien 2014-2023 kasvun oltua keskimäärin +5,4 % p.a. (ks. s. 4). Kehitys on myös ollut varsin tasaista, sillä liikevaihto on laskenut enemmän kuin -1 % p.a. vain vuonna 2020 (-14 %), jolloin syynä oli koronapandemia. Luonnollisesti myös tehdyt yritysostot ovat myötävaikuttaneet kasvuun, mutta niiden merkitys on ollut rajallinen. Kaikista yritysjärjestelyistä puhdistetun orgaanisen kasvun kalkyloiminen olisi hyvin työlästä, sillä osa akvisitioista ja kohteiden integroinneista tapahtui jo kauan sitten.

## Kiinteä kulurakenne on kevyt

Kalmarin historiallisen kulurakenteen analysointia hankaloittavat lukuisat kertaluonteiset erät sekä se, että Naviksesta ja raskaista nostureista puhdistettua vuosien 2021-2023 tuloslaskelmaa ei ole esitetty rivi

riviltä. Toisaalta Naviksesta luovuttiin jo vuonna 2021 ja raskaiden nostureiden osuus Kalmarin liikevaihdosta laski vuoden 2022 4 %:sta vuoden 2023 2 %:iin. Näin ollen vuoden 2023 kulurakenne antaa jo kohtuullisen hyvän kuvan nykymuotoisen Kalmarin kulurakenteesta.

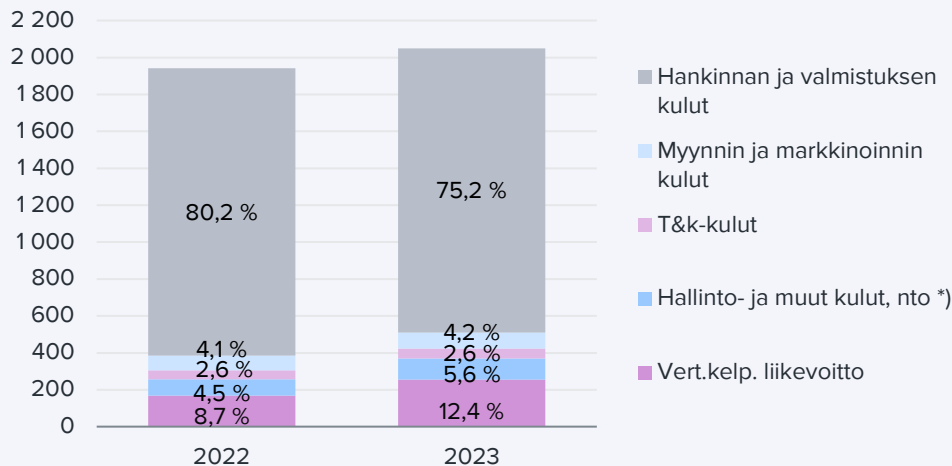
Kalmarin vertailukelpoinen bruttomarginaali oli 24,8 % vuonna 2023, missä oli selvää parannusta vuoden 2022 19,8 %:sta. Vuoden 2022 bruttomarginaalia painoivat edelleen komponenttipula, muut logistiset ongelmat sekä komponenttihintojen ja oman hinnoittelun epätasapaino. Nämä ongelmat korjautuivat suurelta osin vuoden 2023 kuluessa. Olemme arvioineet, että tuotteiden suorista valmistuskustannuksista noin 70 % syntyy alihankituista osista ja komponenteista.

Kalmarin toimintokohtaisen tuloslaskelman muiden erien liikevaihto-osuudet olivat kohtuullisen stabiileja

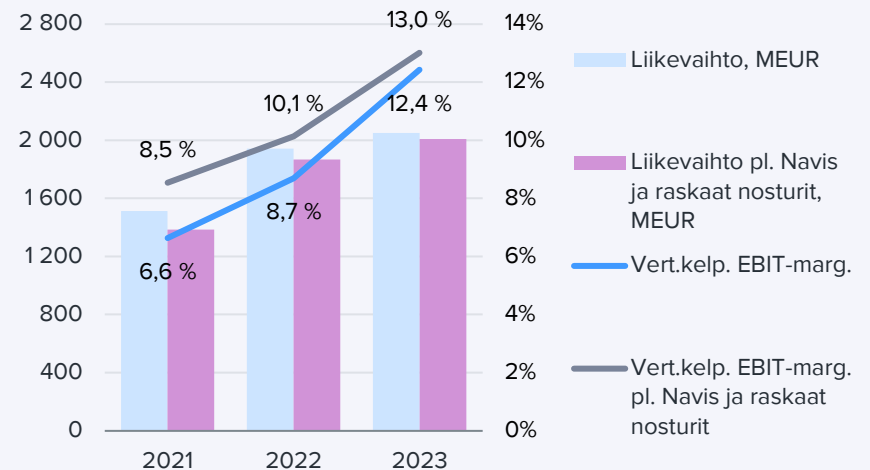
vuosina 2022-2023. Myynti- ja markkinointikulujen liikevaihto-osuus oli 4,1...4,2 %, t&k-kulujen osuus 2,6 % ja hallintokulujen osuus 6,0...6,4 %. Kalmarin liiketoiminnan muissa tuotoissa ja muissa kuluissa on lähes 100 %:sesti yhtä suuret erät nimikkeellä ”asiakasrahoitukseen liittyvät muut tuotot” ja ”asiakasrahoitukseen liittyvät muut kulut”, jotka liiketulosarolla netottuvat, mutta omilla tuotto-/kuluriveillään vastaavat noin 1,4 % liikevaihdosta.

Kululajikohtaisessa tarkastelussa Kalmarin henkilöstökulut olivat vuosina 2022-2023 15,4...15,6 % liikevaihdosta. Luku on alhainen verrattuna esim. Konecranesiin (30...32 %), Metsoon (20 %) ja Wärtsilään (23...24 %) ja kertoo valmistuksen korkeasta ulkoistusasteesta ja myös oman globaalin organisaation keveydestä. Kalmarin poistojen osuus liikevaihdosta (2,7...2,8 %) on melko tyypillistä konepajatasoa.

## Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



## Naviksen ja raskaiden nostureiden divestoinnin vaikutus



\*) Sis. liiketoiminnan muut tuotot ja kulut; Lähde: Kalmar



# Taloudellinen tilanne 2/3

## Regressio indikoi matalaa riskitasoa

Olemme arvioineet Kalmarin riskitasoa liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton regressiolla 10 vuoden jaksolla 2014-2023. Simuloidaksemme nykytilannetta olemme vähentäneet vuosien 2014-2020 liiketulosista arvioimamme konsernikulut, jotka on saatu allokoimalla Cargotecin konsernikulut Kalmarin liikevaihto-osuuden suhteessa. Vuosien 2021-2023 allokoidut konsernikulut ilmenevät prospectuksesta.

Regression tulos on esitetty alla. Sen korkea 85 %:n selitysaste ( $R^2$ ) kertoo suhteellisen kannattavuuden voimakkaasta korrelaatiosta toiminnan volyymiin, mikä on järjeenkäypää. Korkea selitysaste puoltaa näkemystä kannattavuuden kohtuullisen hyvästä ennustettavuudesta. Relevantilla 1900...2200 MEUR:n liikevaihtoalueella operatiivinen vipu eli liikevoiton suhteellisen muutoksen suhde

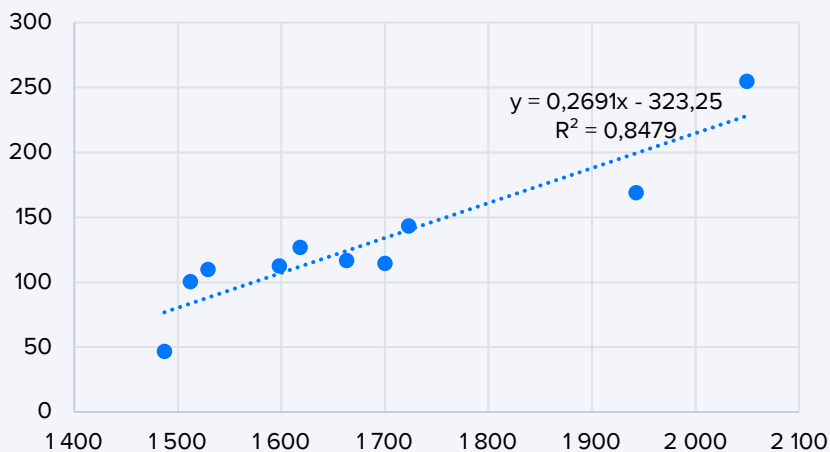
liikevaihdon suhteelliseen muutokseen on konepajojen keskitasoa (2,3x...3,0x), mikä indikoi kohtuullista kulujoustavuutta.

## Liiketoimintojen kannattavuusajureiden arvio kaippaa lisätietoja

Kalmarin prospectuksen mukaan yhtiön laiteliiketoiminnan liikevoittomarginaali oli 14,0 % ja palveluliiketoiminnan liikevoittomarginaali 16,9 % vuonna 2023. Laiteliiketoiminnan marginaali on epätavallisen korkea. Lisäksi ero liiketoimintojen kannattavuuksissa on yllättävän pieni ja mikäli vajaan 25 MEUR:n pääkonttorikulut kohdistettaisiin liiketoiminnoille suhteessa 50/50 (mikä saamamme käsityksen mukaan on käypä oletus), olisivat vastaavat marginaalit 13,1 % ja 14,7 % eli ero supistuisi entisestään. Selitys pienelle erolle suhteellisessa kannattavuudessa voi löytyä esimerkiksi

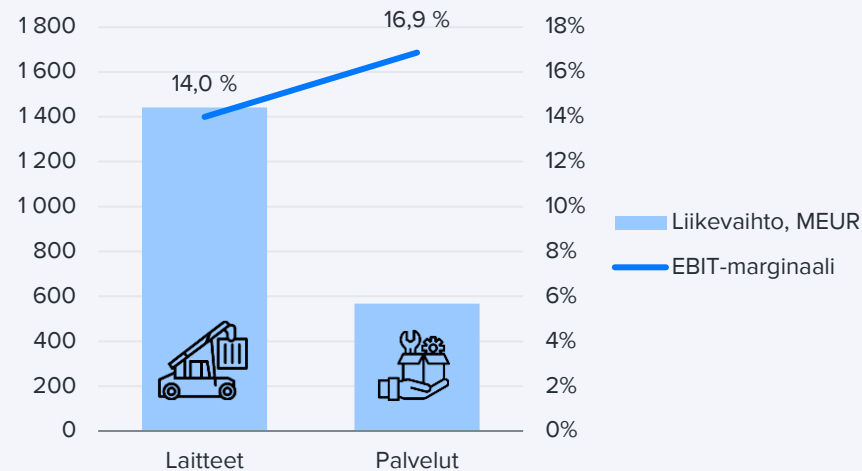
toimipisteverkon kulujen kohdistamisesta. Prospectus ei kuitenkaan tarjoa juurikaan tukea liiketoimintojen kannattavuuden tarkasteluun, sillä historiatietojakin tarjotaan vain 2023:sta sekä Q1'24:stä. Tarkempi analyysi jää siten mahdollisesti myöhemmin tarkentuvan informaation varaan.

## Liikevaihdon ja oikaistun EBIT:n regressio 2014-2023



Lähde: Cargotec, Kalmar

## Laitte- ja palveluliiketoimintojen kannattavuus 2023



# Taloudellinen tilanne 3/3

## Avaava tase on hyvässä kunnossa

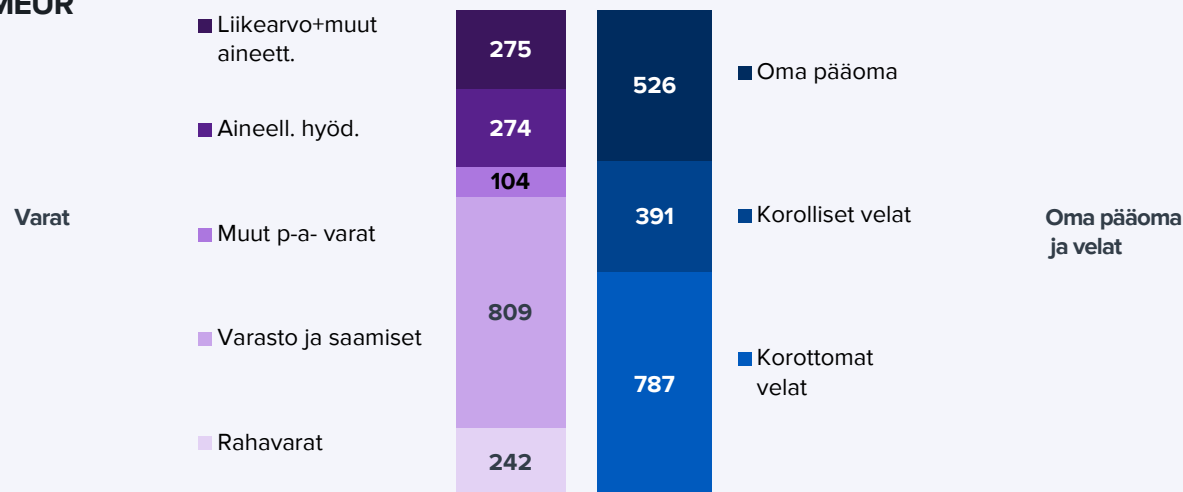
Jakautumisen yhteydessä Kalmarin oma pääoma muodostuu siirrettävän osakepääoman (20 MEUR), sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston (174 MEUR) ja kertyneiden voittovarojen (449 MEUR) summana, josta vähennetään -117 MEUR muuntoeroja. Em. luvut ovat prospectuksen mukaisia 31.3.2024 pro forma -lukuja.

Kalmarin avaava tase näyttää riittävän vahvalta. 31.3.2024 lukujen perusteella omavaraisuusaste ei ole kovin korkea (31 %), mutta tätä tärkeämpi nettovelkaantumisaste on hyvin kohtuullinen (28 %) ja jo aiemmin käsitelty nettovelat/käyttökate -tunnusluku (0,5x) mahdollistaa reilun lisävelkaantumisen. Taseen tunnusluvuista aineettomat hyödykkeet / liikevaihto, ja aineelliset hyödykkeet / liikevaihto (molemmat 13 % vuoden 2023 lopussa) ovat kotimaisten listattujen

konepajojen keskitasoa. Viime vuoden lopun netto-käyttöpääoma / liikevaihto oli alhainen (4 %) verrattuna esim. Konecranesiin (9 %) tai Metsoon (18 %).

Kalmarin operatiivinen rahavirta on rakenteellisesti vahvaa. Rahavirtasuhde (liiketoiminnan rahavirta vs. käyttökate) oli 74...95 % vuosina 2022-2023. Kun huomioidaan kannattavuuden hyvä ennustettavuus, nykyisellään hyväkuntoinen tase ja kohtuulliset investointitarpeet sekä myönteinen rahavirtaprofiili, emme usko Kalmarin taseaseman tai rahoituksen aiheuttavan yhtiölle ongelmia näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa.

## Pro forma tase 31.3.2024, MEUR



# Vastuuvapauslauseke

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden 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 suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**