

Kalmar

Laaja raportti

1.7.2024 21:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Edullisesti toimialan ykkösen kyytiin

Aloitamme Kalmarin seurannan osta-suosituksella ja 36,0 euron tavoitehinnalla. Yhtiön kohdemarkkinoiden kasvu on vauhdittumassa ja tätä tukevat vahvat megatrendit kuten päästöjen vähennystarve ja sähköistyminen sekä logistiikkaympäristön muutos. Kalmar on markkinoiden johtavia toimijoita ja sen tuloksen hyvä ennustettavuus sekä vankka tase madaltavat riskiprofiilia. Osakkeen arvostus on erittäin houkutteleva.

Megatrendien tukemaa kohtuullista markkinakasvua näkyvissä lähivuosina

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kuten kontti- ja kuljetuslukkien, konttikurottajien, terminaalitraktoreiden ja haarukkatrukkien markkinat ovat globaalit. Ne jakautuvat monien asiakastoimialojen kuten satamien ja terminaalien, raskaan logistiikan, valmistavan teollisuuden ja jakelun kesken. Laitemarkkinan odotetaan kasvavan vajaan 5 %:n p.a. tahtia 2024-2028 ja kasvua kiihdyttävät päästöjen vähennystarve ja laitekannan sähköistyminen, logististen ketjujen muutokset, tuottavuus- ja turvallisuusvaatimusten kasvu sekä työvoimapula. Kalmarin vastaus haasteisiin on täyssähköinen tuotetarjonta, liitettävyys-, ohjelmisto- ja analytiikkaratkaisut sekä autonomiset ja käyttäjäavusteiset ratkaisut. Lähes uuslaitemarkkinan kokoisen palvelumarkkinan ytimessä ovat perinteiset varaosa- ja huoltopalvelut. Vähemmän huoltoa tarvitsevien sähköisten laitteiden yleistyessä tämä markkina kasvaa hieman uuslaitemarkkinaa hitaammin eli vajaa +4 % p.a. vuosina 2024-2028. Sähköistyminen ja digitalisaatio mahdollistavat kuitenkin uusia palveluja ja palvelumalleja.

Strategia mahdollistaa markkinaosuuden haalimisen

Kalmarin strategisina painopisteinä ovat edellä mainittujen tuoteinnovaatioiden lisäksi kasvu palveluissa parantamalla asemia omassa, isossa asennetussa laitekannassa, tarjoamalla uusia digitaalisia ratkaisuja sekä laajentamalla sähköisten laitteiden vaativassa huollossa ja lisäarvopalveluissa. Strategian kolmas painopiste on operatiivisen ja strategisen suorituskyvyn parantaminen näihin suunnitelluilla toimenpideohjelmilla. Kalmarin vuosien 2024-2028 liikevaihdon kasvutavoite (+5 % p.a.) on markkinoiden tasoa, vaikka itse näemme yhtiöllä edellytykset markkinaosuuden nostoon hyödyntämällä erittäin vahvaa sähköistä tuotetarjontaa laitemyynnissä sekä parantamalla asemia oman asennetun laitekannan huollossa ja muissa palveluissa.

Kalmarin kasvun odotetaan käynnistyvän 2025

Kalmarin vuoden 2023 heikon tilauskertymän jälkeen 2024-liikevaihto laskee ja ennusteemme on -15 % v/v. Koko markkinan kiihtyvä kasvu sekä Kalmarin markkinaosuuden maltillinen nousu nostavat kuitenkin vuosien 2025-2027 liikevaihdon kasvuvauhdin +7 %:iin p.a. Arvioimme 2024:n vertailukelpoisen EBIT-marginaalin putoavan 11,5 %:iin vuoden 2023 13,0 %:sta, mutta kohoavan volyymien ja tehostusohjelmien myötä 13,7 %:iin vuonna 2027 eli melko lähelle vuoden 2028 strategista 15 %:n tavoitetta. Vuosien 2025-2027 EPS-kasvu on mukava +12 % p.a.

Osakkeen arvostustaso on erittäin houkutteleva

Kalmarin osakkeen arvostus on houkutteleva kaikilla mittareilla. Odotettu kokonaistuotto ylittää tuottovaatimuksen selvästi, arvostusdiskontto verrokkeihin on noin -10...-30 % ja nousuvara DCF-arvoon on huomattava. Mahdollisia positiivisia kurssiajureita ovat uutiset sähköistymisen nopeasta etenemisestä raskaiden materiaalien käsittelyssä ja tähän liittyvät uudet tilaukset Kalmarilta sekä lisätiedot suorituskykyohjelmien etenemisestä.

Suositus

Osta

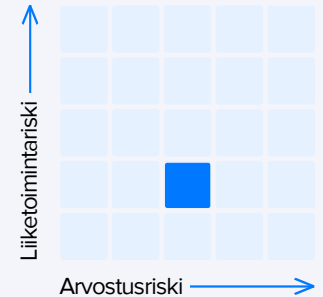
(aik.)

36,00 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

26,40



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	2050	1742	1818	1949
kasvu-%	5 %	-15 %	4 %	7 %
EBIT oik.	254,7	203,5	224,1	254,7
EBIT-% oik.	12,4 %	11,7 %	12,3 %	13,1 %
Nettotulos	193,8	126,1	162,8	188,1
EPS (oik.)	3,17	2,42	2,53	2,92
P/E (oik.)	n.a.	10,9	10,4	9,0
P/B	n.a.	2,8	2,4	2,1
Osinkotuotto-%	n.a.	3,8 %	4,9 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	n.a.	8,7	7,6	6,4
EV/EBITDA	n.a.	7,9	6,1	5,2
EV/Liikevaihto	n.a.	1,0	0,9	0,8

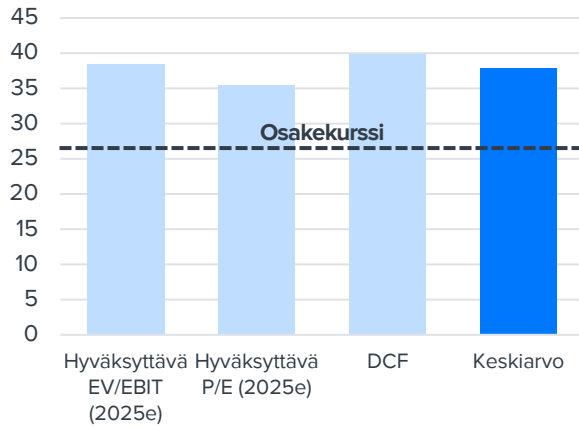
Lähde: Inderes

Ohjeistus

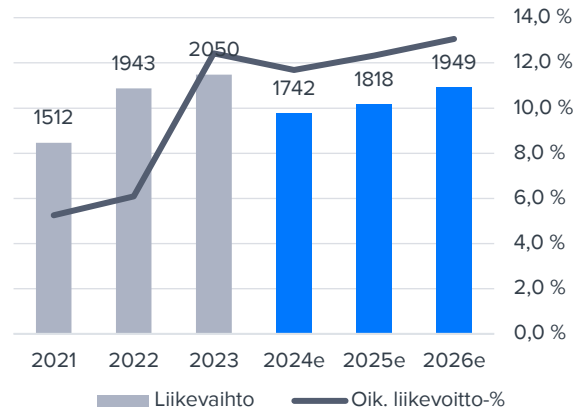
(Uusi ohjeistus)

Kalmarin vertailukelpoisen liikevoittoprosentin itsenäisenä yhtiönä arvioidaan olevan yli 11 % vuonna 2024.

Arvonmääritys vs. osakekurssi, EUR

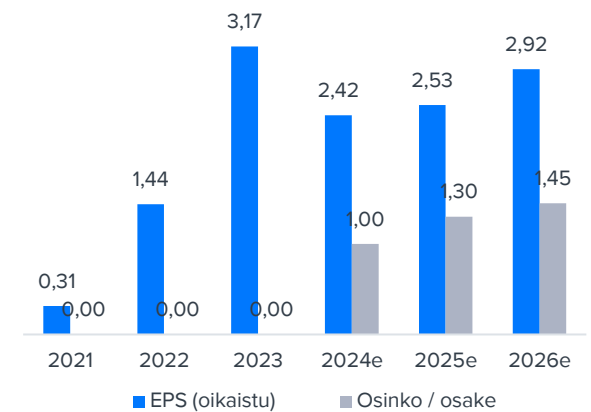


Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Konttiliikenteen kasvun vauhdittuminen H2'24:stä eteenpäin
- Laitekannan sähköistymisen sekä kontinkäsittelyn automaation eteneminen
- Palveluliiketoiminnan kasvu oman asennetun laitekannan tehokkaamman hyödyntämisen sekä digitalisaation avulla



Riskitekijät

- Laitekysynnän yleinen syklisyys
- Geopoliittisten jännitteiden lisääntyminen
- Hintakilpailun kiristyminen etenkin kiinalaisten toimijoiden taholta
- Sähköistyminen ja automaatio eivät etene odotettua tahtia

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	26,4	26,4	26,4
Osakemäärä, milj. kpl	64,3	64,3	64,3
Markkina-arvo	1698	1698	1698
Yritysarvo (EV)	1774	1697	1626
P/E (oik.)	10,9	10,4	9,0
P/E	13,5	10,4	9,0
P/B	2,8	2,4	2,1
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,9	6,1	5,2
EV/EBIT (oik.)	8,7	7,6	6,4
Osinko/tulos (%)	50,9 %	51,3 %	49,5 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Liiketoimintamalli	8-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-16
Kohdemarkkinat	17-21
Kilpailutilanne	22-24
Taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-33
Arvonmääritys ja suositus	34-40
Vastuuvapauslauseke	41

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

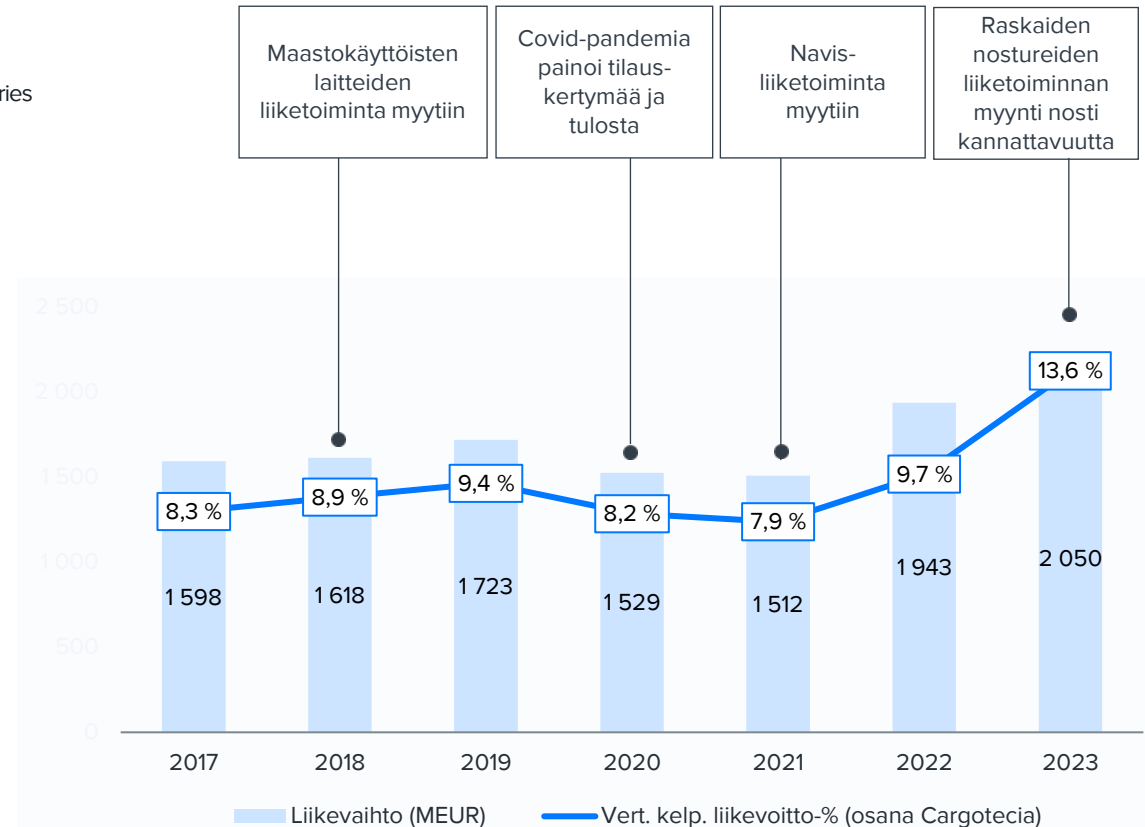
255 MEUR (12,4 % liikevaihdosta)

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.

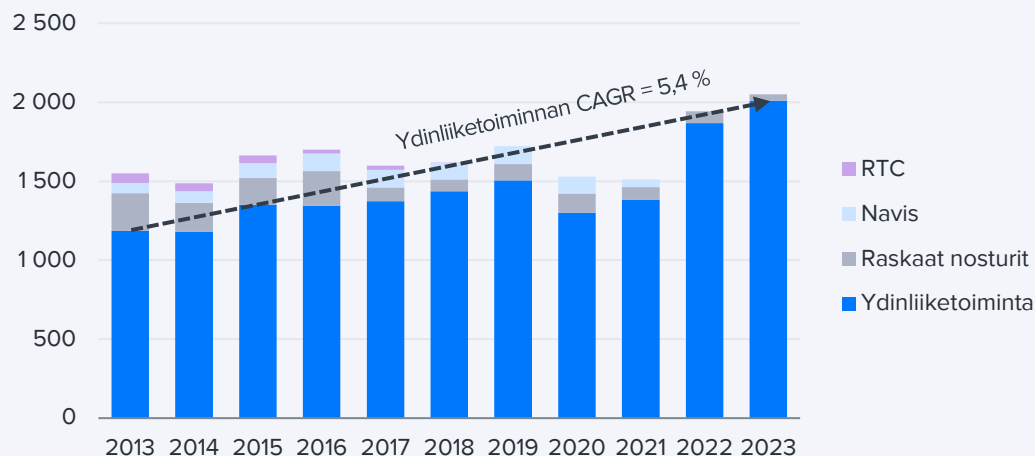
Osana Cargotecia Kalmar-liiketoiminta-alue alkoi muotoutua vuonna 1997, kun Partek Oyj osti Suomen valtiolta Oy Sisu Ab:n, jonka liiketoimintaan kuuluivat mm. kontinkäsittelylaitteet, raskaat haarukkatrukit ja terminaalitruktorit. Sisu oli aiemmin vuonna 1994 ostanut Valmetin materiaalinkäsittelyliiketoiminnan. 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 Naviksen 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, konttitarttujia 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.

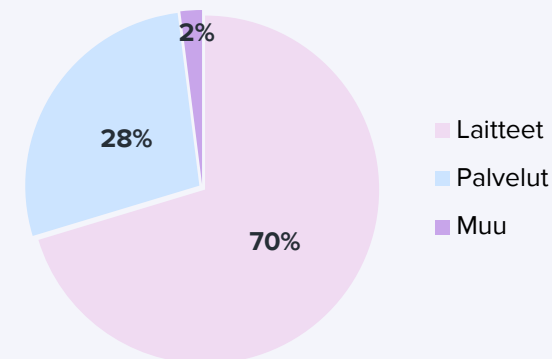
Kalmarin tuotteiden valmistus nojaa hyvin vahvasti alihankintaan ja yhtiö on omassa valmistus-

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

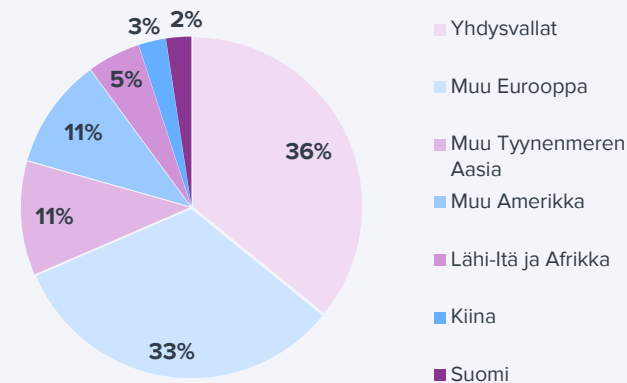
Palveluissa leveä tarjoama

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 tyhjiin konttien käsittelylaitteita lukuun ottamatta on tarjolla

täyssähköinen versio. Myös tyhjiin 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 siirtohinnalla 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

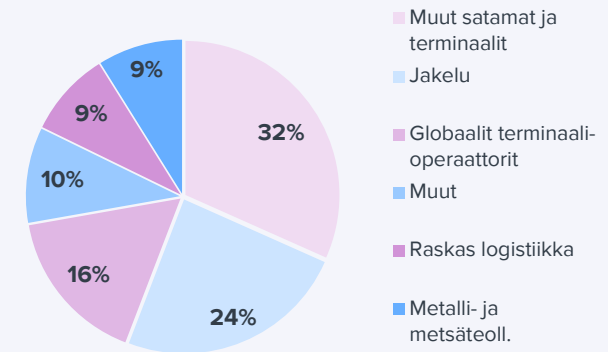
metalliteollisuus (9 %) sekä muut (10 %). KPMG:n vuoden 2024 tutkimuksen mukaan satamat ja terminaalit vastasivat 35 %:sta koko markkinaa vuonna 2023, raskas logistiikka 24 %:sta, jakelu 18 %:sta ja valmistava teollisuus 23 %:sta. Tällä perusteella Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista saatavasta 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 asiakastyytyväisyys 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 palveluliikvaihtonsa 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 varaosamyynti 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

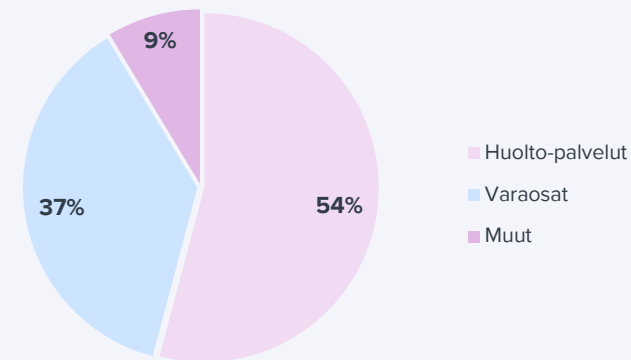
Kalmarin palvelujen liiketoimintamalli on konepajoille tyypillinen etenkin etähuollon ja –valvonnan merkityksen kasvaessa. Yhtiön osuus oman laitekannan varaosahuollosta on kuitenkin edelleen alhainen. Tämä kertoo ainakin aiemmista puutteista varaosaliiketoiminnan tavoiteasetannassa ja/tai operaatioissa, 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

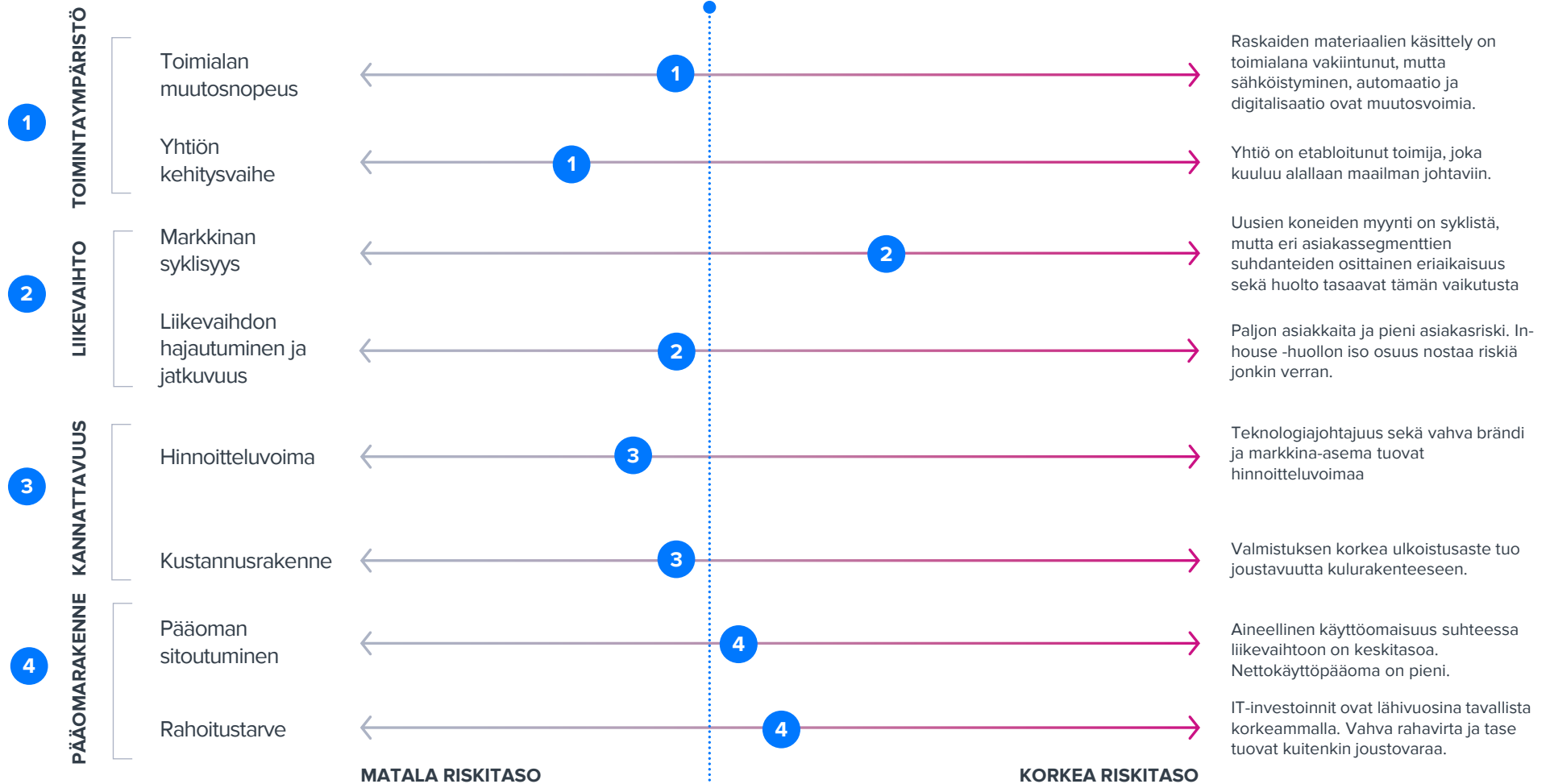
- Kasvu oman laitekannan huoltopalveluissa
- Kasvu digitaalisissa palveluissa (MyKalmar-portaali)
- Kasvu sähköisten laitteiden huollossa

Palvelumarkkinan jakautuminen 2023



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Kalmarin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Talouslukujen tähtäin vuodessa 2028

Kalmarin julkistettavat taloudelliset tavoitteet 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. Käsitksemme 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

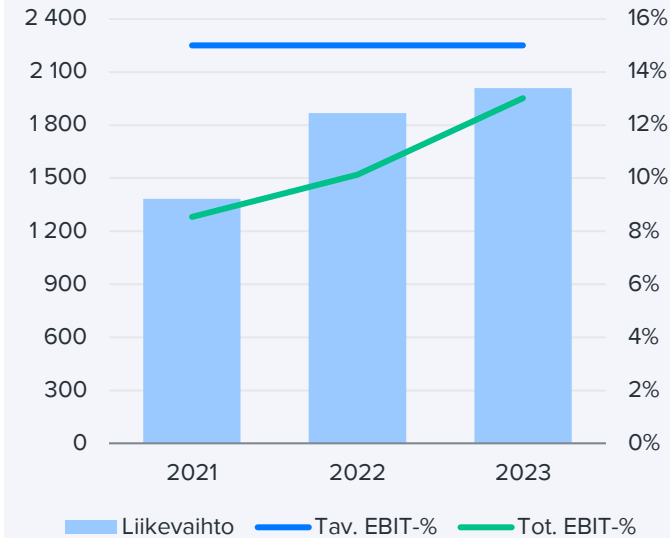
eliminoitu raskaiden nostureiden liikevaihto- ja liikevoittoluvut (vastaavasti 40,5 MEUR ja -6,7 MEUR) sekä lisätty allokoitu osa konsernikuluista (-24,7 MEUR). Kun huomioidaan operatiivisen vivun vaikutus sekä Kalmarin suorituskykyohjelmat, voidaan asetettua EBIT-marginaalitavoitetta pitää realistisena.

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 omaisuuseriä 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. Päästö- vähennysten 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

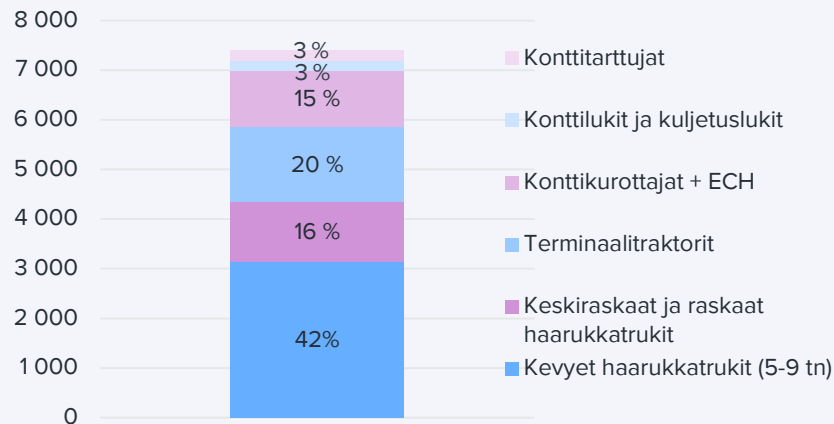
Olemme käyttäneet kohdemarkkinoiden analysoinnissa Kalmarin listautumisesitteessä esitettyä KPMG:n markkinatutkimusta (2024). KPMG arvioi laitemarkkinan kooksi viime vuonna 7,4

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

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

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinat laiteyrypeittäin 2023, MEUR



Laitteiden arvioituja tyypillisiä myyntihintoja

Tuote	Hintahaarukka TEUR/kpl *)
Konttitarttujat	50-150
Kevyet haarukkatrukkien (5-9 tn)	30-100
Keskiraskaat ja raskaat haarukkatrukkien	50-150
Terminaalitraktorien	50-120
Konttikurottajien + ECH	200-500
Konttilukit ja kuljetuslukkien	400-1200

*) Inderesin arvio

*) ECH = tyhjien 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.

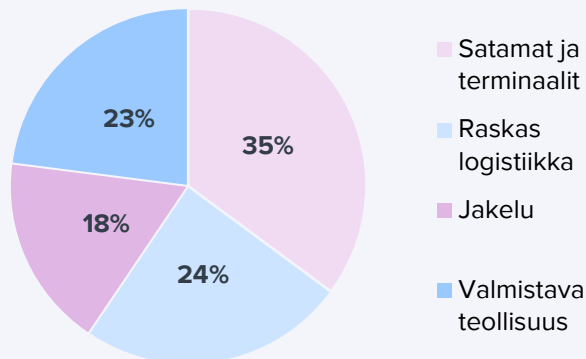
Kun koko markkinan jakautumista asiakasryhmittäin vertaa Kalmarin vastaavaan jakoon (ks. s. 8), huomataan että Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista (yhteensä 48 %) on selvästi koko markkinan riippuvuutta suurempi. Kalmar on kuitenkin viime vuosina korostanut riippuvuutensa

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.

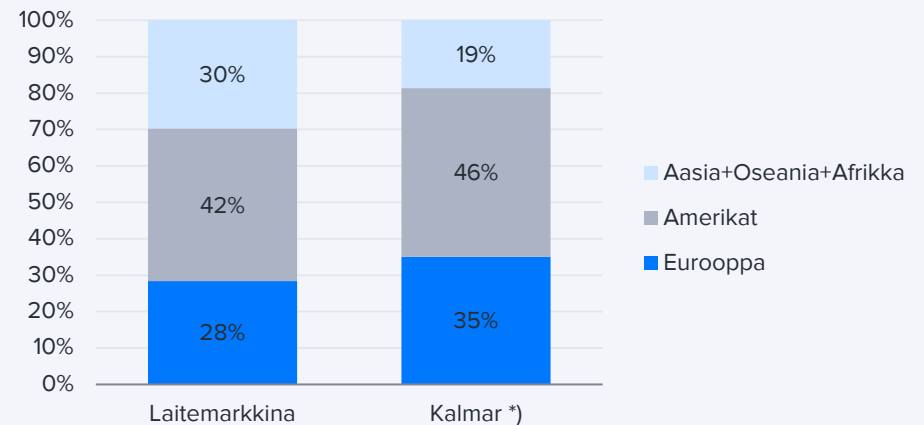
Markkina on Amerikka-vetoinen

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 koledemarkkinat 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 kuljetuslukkien 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

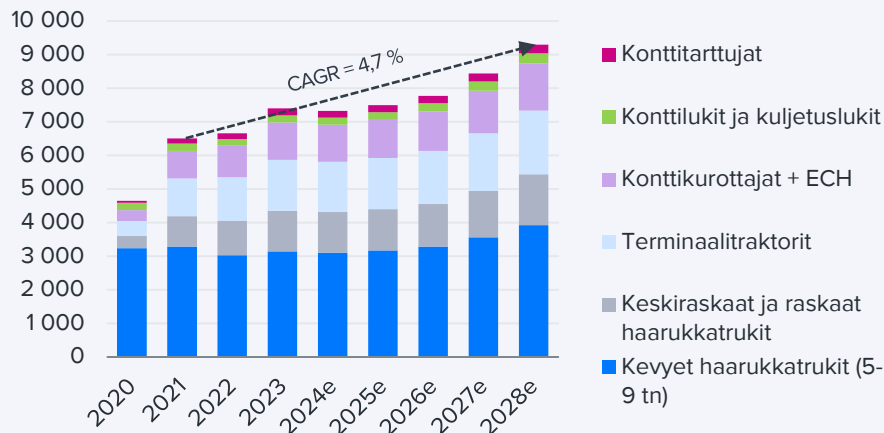
KPMG:n ennusteessa täysin sähkökäyttöisten laitteiden myynnin arvioidaan kasvavan peräti +28 % p.a. vuosina 2024-2028 ja niiden osuuden koko markkinasta nousevan vuoden 2023 15 %:sta

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

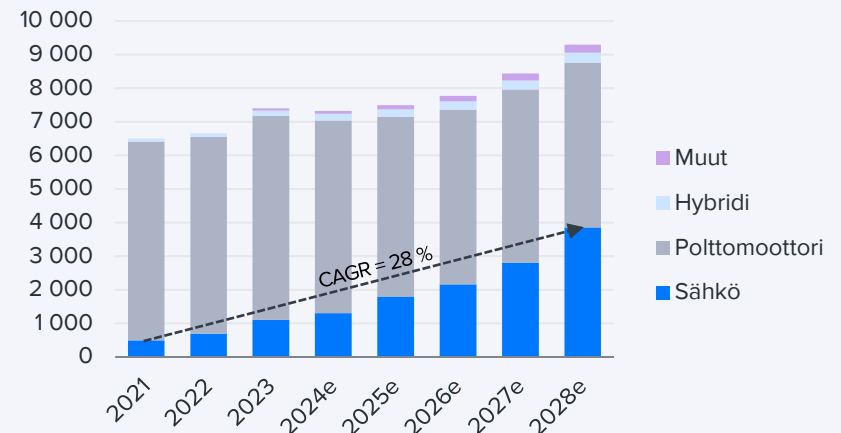
Kalmar on aiemmassa materiaalissaan korostanut korvauskysynnän merkitystä laitemarkkinan ajurina. Kalmarin mukaan laitteiden tekninen tai kaupallinen elinkaari on lukeissa tyypillisesti 8-10 vuotta ja kevyemmissä laitteissa 8 vuotta. Vuosina 2022-2023 Kalmar arvioi korvauskysyntämarkkinan 2,5 mrd euron 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



Lähde: KPMG; Inderesin arviot (2024e-2027e)

Laitemarkkinat käyttövoiman mukaan 2021-2028e, MEUR



Lähde: KPMG; Inderesin arviot (2021-2022, 2024e-2027e)

Kalmarin kohdemarkkinat 5/5

korvauskysyntää ei ole esitetty omana komponenttinaan 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, elinkaaripalvelut sekä 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 jakelu-keskuksissa, joissa kalusto on merkittävän kokoinen ja käytettävissä on 24/7-palvelut.

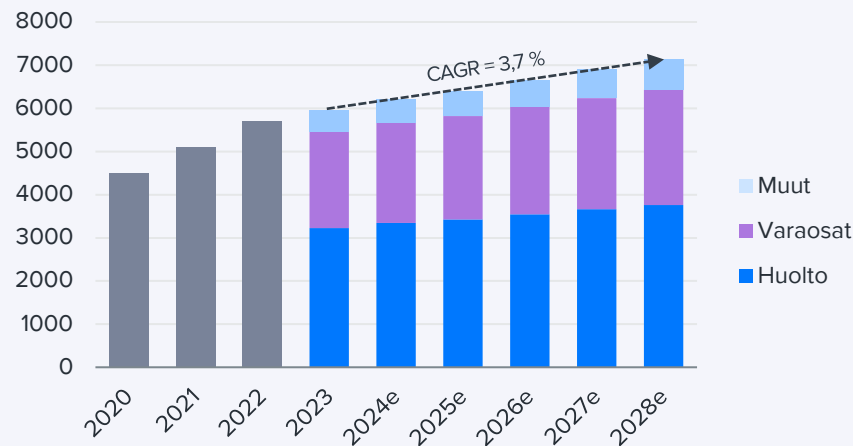
Palvelumarkkinan odotetaan muuttuvan sähköistymisen ja digitalisaation mahdollistamien uusien palvelujen ja palvelumallien myötä. Esimerkkejä ovat reaaliaikaisen ja etäluettavan datan tarjoami-

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 tuotekategorioiden 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 omissa käsissä, kuten edellä on todettu. Tilanne on digitalisaation myötä vähitellen muuttumassa, sillä paikallisilla huoltoyrityksillä tai edes isoilla raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden asiakkailta 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 terminaalitruktorit 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	Terminaalitruktorit
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	KONECRANES 
Konttikurottajat + ECH 	900-1100	~30 %	#1...#3	KONECRANES  
Terminaalitraktorit 	1300-1500	~30 %	#1	 TERBERG SPECIAL VEHICLES 
Keskiraskaat ja raskaat haarukkatrukit 	1100-1200	~20 %	#2...#3	KONECRANES  
Kevyet haarukkatrukit 	3100	~1 %	n.a.	 KION GROUP 
Konttitarttajat 	200-300	~35 %	#1	 
Palvelut 	6000	~10 %	n.a.	<ul style="list-style-type: none"> • In-house • Paikalliset huoltoyhtiöt ja korjaamot • Muut laite- ja osavalmistajat
Yhteensä	13000-14000	~15 %	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 esitetyssä 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 tuotekategorioissa 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 %. Käytettävissä 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.

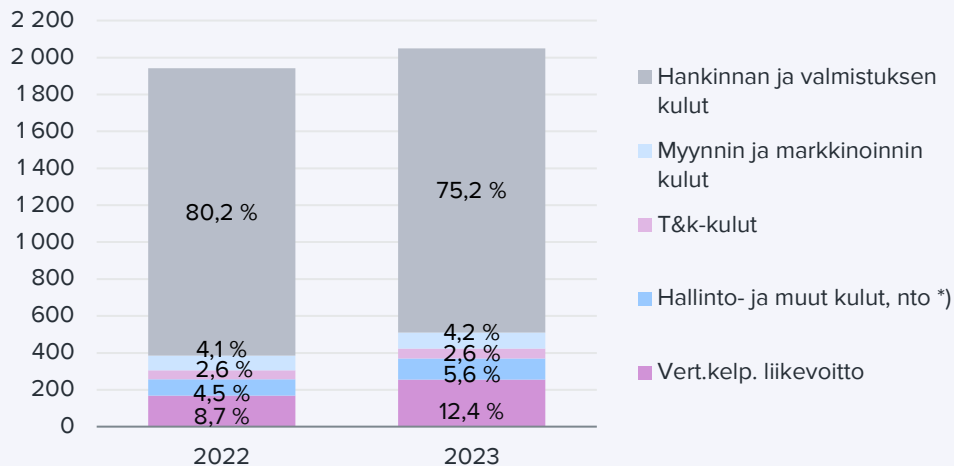
Kalmarin vertailukelpoinen bruttomarginaali oli 24,8 % vuonna 2023, missä oli selvää parannusta vuoden 2022 19,8 %:sta. Vuoden 2022 bruttomarginaalia painoivat edelleen komponenttipula, muut logistiset ongelmat sekä komponenttihintojen ja oman hinnoittelun epätasapaino. Nämä ongelmat korjautuivat suurelta 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 liiketulosarvolla netottuvat, mutta omilla tuotto-/kuluriveillään vastaavat noin 1,4 % liikevaihdosta.

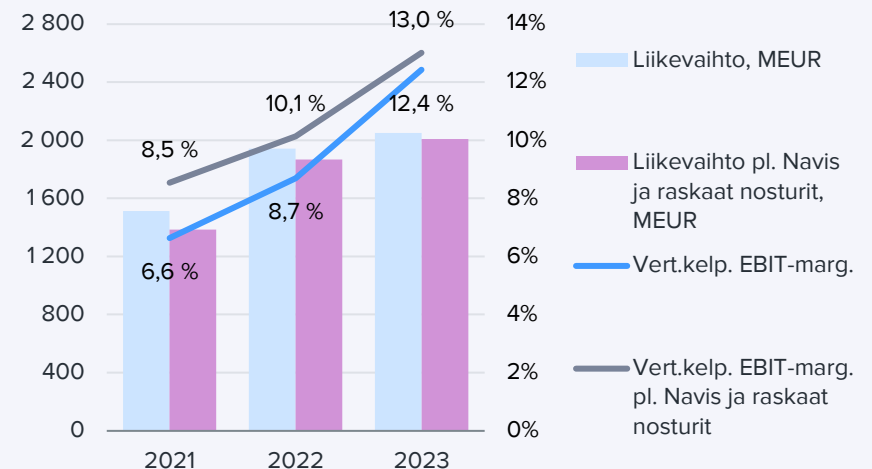
Kululajikohtaisessa tarkastelussa Kalmarin henkilöstökulut olivat vuosina 2022-2023 15,4...15,6 % liikevaihdosta. Luku on alhainen verrattuna esim. Konecranesiin (30...32 %), Metsoon (20 %) ja Wärtsilään (23...24 %) ja kertoo valmistuksen korkeasta ulkoistusasteesta ja myös oman globaalin organisaation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

Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



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

Naviksen ja raskaiden nostureiden divestoinnin vaikutus



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

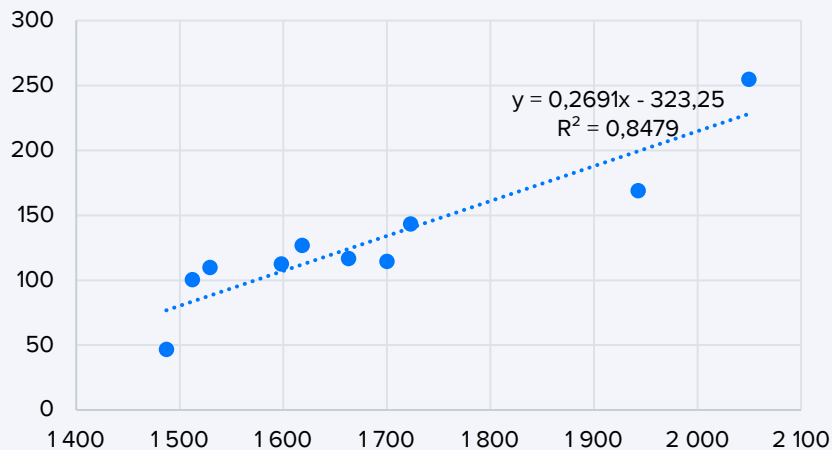
liikevaihdon suhteelliseen muutokseen on konepajojen keskitasoa (2,3x...3,0x), mikä indikoi kohtuullista kulujoustavuutta.

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

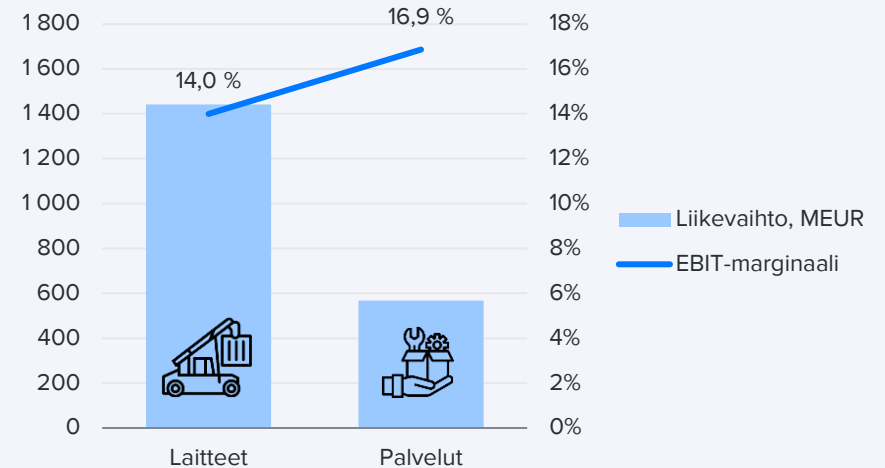
toimipisteverkon kulujen kohdistamisesta. Prospectus ei kuitenkaan tarjoa juurikaan tukea liiketoimintojen kannattavuuden tarkasteluun, sillä historiatietojakin tarjotaan vain 2023:sta sekä Q1'24:stä. Tarkempi analyysi jää siten mahdollisesti myöhemmin tarkentuvan informaation varaan.

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

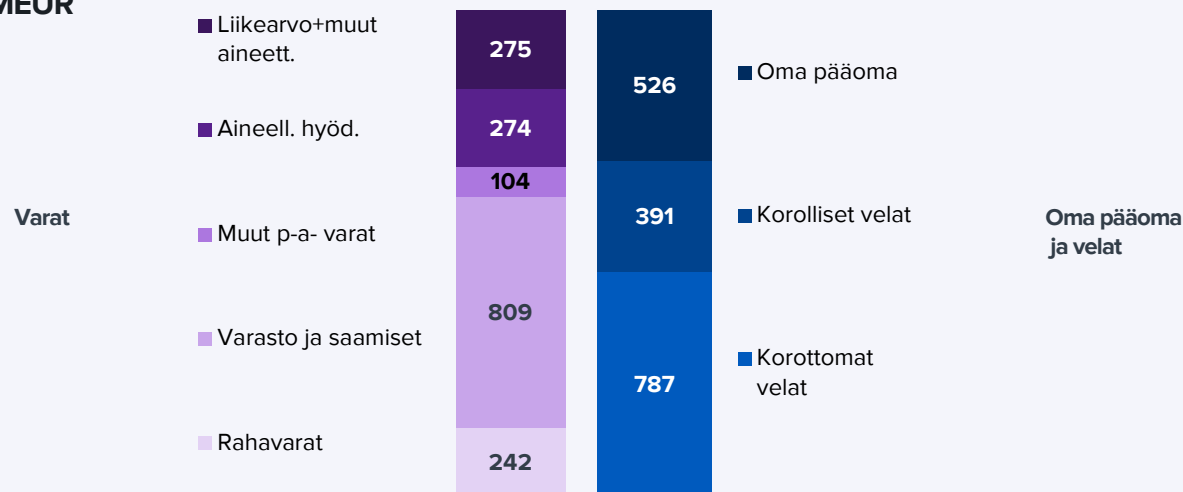
Jakautumisen yhteydessä Kalmarin oma pääoma muodostuu siirrettävän osakepääoman (20 MEUR), sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston (174 MEUR) ja kertyneiden voittovarojen (449 MEUR) summana, josta vähennetään -117 MEUR muuntoeroja. Em. luvut ovat prospectuksen mukaisia 31.3.2024 pro forma -lukuja.

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 nettokäyttöpääoma / 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



Ennusteet 1/4

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustemme Kalmarin liikevaihdon kehitykseksi perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Sekä laite- että palvelumarkkinat kehittyvät sivuilla 19-20 esitettyjen KPMG:n ja omien ennusteidemme mukaisesti. Laitemarkkinan kehitys on vielä hidasta vuonna 2024 (-1,0 % v/v), mutta kiihtyy selvästi vuosina 2025-2027 (CAGR = +4,8 %). Jaksolla 2024-2027 kontti- ja kuljetuslukkien markkina kasvaa muuta laitemarkkinaa nopeammin (CAGR = +6,9 %). Muissa laitetyypeissä kasvu on +3,2...+3,3 %:n p.a. luokkaa.
- Palvelumarkkinan ennustettu kehitys on varsin tasaista (2024-2027 CAGR = +3,7 %). Laitemarkkinaa hitaampi kokonaiskasvu selittyy täyssähköisten laitteiden kasvavalla osuudella ja pienemmällä huollontarpeella.
- Odotamme Kalmarin vuoden 2024 laiteliikevaihdon laskevan reilusti (-18 % v/v) vuoden 2023 tilauskertymän oltua selvästi liikevaihtoa pienempi ja markkinaosuuden tämän seurauksena niaavaan. Tämän jälkeen odotamme laiteliikevaihdon kasvavan vuosina 2025-2027 muuta markkinaa nopeammin (CAGR = +6,5 % vs. +4,8 %): Keskeinen ajuri laitemarkkinaosuuden palauttamisessa vuoden 2024 noin 16 %:sta vuoden 2027 noin 17 %:iin on Kalmarin hyvin kilpailukyinen asema täyssähköisissä laitteissa. Näiden odotettu kasvu on nopeaa, kuten edellä on todettu.
- Arvioimme Kalmarin palveluliikevaihdon kasvavan vuosina 2024-2027 keskimäärin +4,8 % p.a. koko markkinan kasvun ollessa tätä hitaampaa (+3,7 % p.a.). Odotuksemme Kalmarin kasvusta perustuu strategian mukaiseen vahvaan panostukseen

palveluliiketoimintaan. Odotamme omaan laitekantaan tehtävien varaosahankintojen konversioasteen nousevan vuoden 2023 29 %:sta vuoden 2027 35 %:iin. Lisäksi palvelujen kasvua ajavat liitettyjen laitteiden määrän kasvu (2024e-2027e +9 % p.a. vs. 2019-2023 tot. +9 % p.a.) sekä huoltosopimuskannan kasvu (2024e-2027e +9 % p.a. vs. 2019-2023 tot. +7 % p.a.).

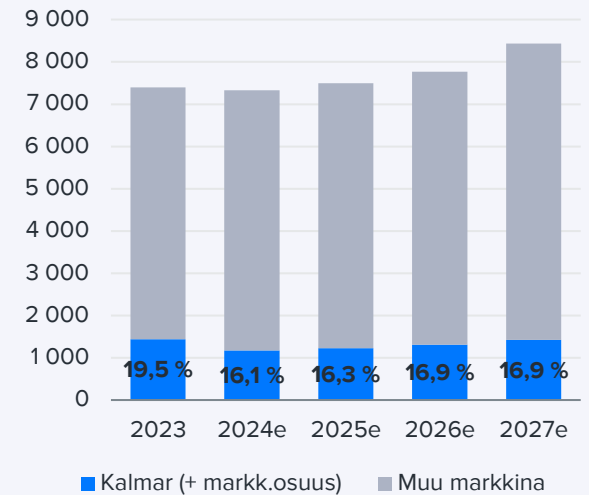
- Kalmarin liikevaihto seuraa tilauskertymää siten, että laitteissa liikevaihdolla painotettu keskimääräinen toimitusaika on 7 kuukautta ja palveluissa 3 kuukautta.
- Mainittujen tekijöiden yhdistelmänä odotuksemme Kalmarin liikevaihdon kasvuksi on +0,7 % p.a. vuosina 2024-2027 ja +6,6 % p.a. vuosina 2025-2027. Inflaation merkitys on ennusteissamme noin +2 % p.a.

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

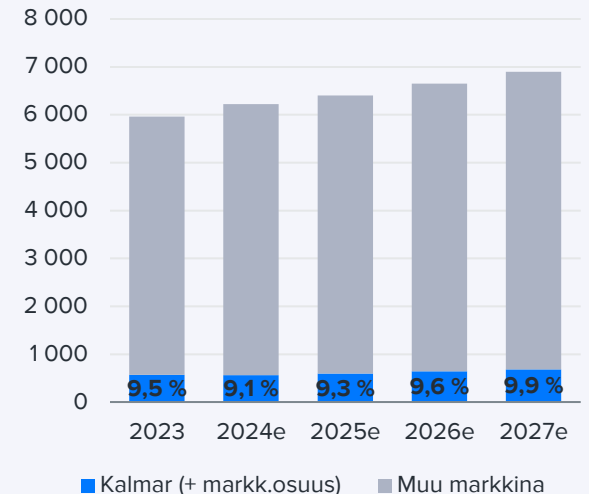
Ennustemme vuosien 2024-2027 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Myyntimix on stabiili. Vuosina 2024-2027 laitemyynnin osuus liikevaihdosta on 67...68 % ja palvelujen osuus 32...33 %. Muutos vuodesta 2023 (laitteet 70 %; palvelut 28 %) on kuitenkin merkittävä.
- Odotamme konsernin bruttokatteen alentuvan vuoden 2023 24,8 %:sta vuoden 2024 23,9 %:iin volyymien laskiessa ja lähtevän sen jälkeen volyymien sekä etenkin palvelujen paranevan myyntimixin (enemmän korkean lisäarvon palveluita) myötä nousuun palaten 24,8 %:n tasolle vuonna 2027. Emme ole kuitenkaan tässä vaiheessa huomioineet Kalmarin suorituskykyohjelmien (commercial excellence ja operational

Kalmar ja laitemarkkina, MEUR



Kalmar ja palvelumarkkina, MEUR



Ennusteet 2/4

excellence) vaikutusta informaation vähäisyyden vuoksi.

- Myynti- ja markkinointikulujen osuus liikevaihdosta on ennusteissamme 4,2...4,7 % (2023 tot. 4,2 %) ja tutkimus- ja kehityskulujen osuus 2,7...2,9 % (2023 tot. 2,6 %). Hallinnon kulujen osuus liikevaihdosta on 4,7...5,1 %, missä vertailukohtana ovat olleet hallintokulut mukaan lukien konsernihallinto vuosina 2021-2023 (6,0...7,5 % liikevaihdosta). Vuoden 2024 osalta tilannetta hämärtää Kalmarin ja Cargotecin välinen molemminpuolinen siirtymävaiheen hallintopalvelusopimus, jonka kesto on enintään 7 kuukautta täytäntöönpanopäivän eli 30.6.24 jälkeen. Hallintokulujen lopullinen määrä ja sisältö ovat ennusteissamme huomattava epävarmuustekijä.
- Osakkuusyhtiö Bruks Siwertell AB:n kontribuutio liiketulokseen on +8,0...+9,5 MEUR
- Operatiivinen vipu on vertailukelpoisesta liikevoitosta mitattuna jaksolla 2024-2027 hyvin korkea (4,7x) lähtötilanteen ollessa poikkeuksellinen. Sitä vastoin vipu on kohtuullinen (2,0x) jaksolla 2025-2027. Lukua voi verrata aiemmin (s. 20) esitettyyn 2,3x...3,0x:aan.
- Kalmarin korollisten velkojen (ml. vuokrasopimusvelat) korko on ennustejaksolla 3,5 %. Luku on linjassa prospectuksen mukaisten, keskisaldoilla laskettujen korkojen kanssa (vuokrasopimusvelat >4 %; muut korolliset velat n. 2,5...3,0 %). Muut rahoituskulut kuten limiittiprovisiot ja suojauskulut ovat ennusteissamme keskimäärin 0,3 % liikevaihdosta.
- Konserniveroaste on 24,7 % vuonna 2024 ja 23,0 % vuosina 2025-2027.

Investoinnit, rahavirta ja osingot

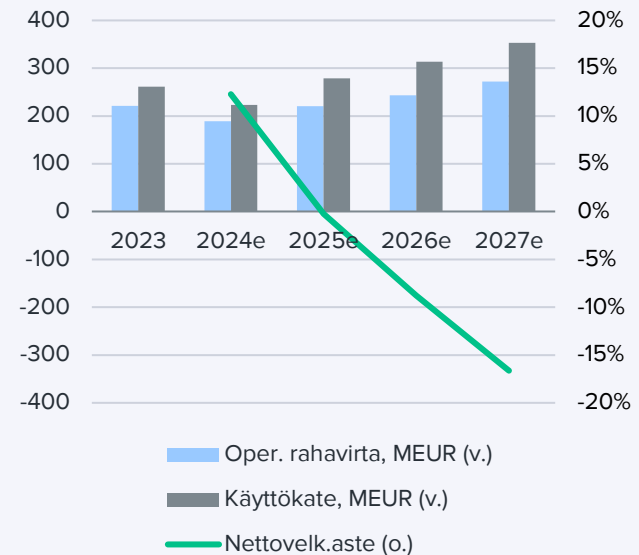
Kalmarilla ei ole merkittäviä tavallisuudesta poikkeavia investointitarpeita ja lähtökohtaisesti investointien arvioidaan ylittävän hieman poistotason. Poikkeuksen tekee SAP-toiminnanohjausjärjestelmän päivitys, joka on määrä saattaa loppuun ennen yleisen tuen päättymistä vuoden 2027 loppuun mennessä. Arvioimme näiden investointien määräksi 2 MEUR vuonna 2025, 3 MEUR vuonna 2026 ja 1 MEUR vuonna 2027. Kalmar ei ole SAP-päivityksen vaatimia investointeja, joten kyseessä on vain karkea arvio. Kalmar-konsernin tasolla vuoden 2024 laskennalliset bruttoinvestoinnit ovat 56 MEUR ja vuosina 2025-2027 69...88 MEUR, vastaten 3,0...3,8 %:a liikevaihdosta. Samalla jaksolla investoinnit ovat kumulatiivisesti 26 % suuremmat kuin poistot. Paranevan kannattavuuden ja maltillisesti kasvavan nettokäyttöpääoman ansiosta rahavirta investointien jälkeen on kuitenkin koko jakson reilusti positiivinen (vuosittain +133...+185 MEUR).

Odotamme vuosina 2024-2027 50...51 %:n osinkosuhdetta, mikä on virallisen osinkopolitiikan (30-50 %) mukaista. Yhtiöllä olisi varaa jakaa selvästi enemmänkin osinkoa, sillä omilla ennusteillamme yhtiön nettovelkaantumisaste laskee matalaan -17 %:iin vuonna 2027. Yhtiön tavoitteena olevaan <2x:n nettovelat/käyttökate -suhteeseen on siten erittäin reilusti turvamarginaalia.

Vuoden 2024 ennuste

Kalmarin tilauskertymän kehitys sekä vuonna 2023 (-18 % v/v) että Q1'24:llä (-15 % v/v) indikoivat vuodelle 2024 selvää liikevaihdon laskua ja oma ennusteemme on vertailukelpoisesti -13 %:n v/v pudotus. Lasku keskittyy laiteliikevaihtoon (-18 % v/v)

Rahavirta ja velkaantuneisuus



Ennusteet 3/4

palveluliiketoiminnan ollessa suunnilleen ennallaan (-1 % v/v). Toisaalta ennustamme tilauskertymän kääntyvän vuonna 2024 yhteensä +3,5 %:n v/v kasvuun (laitteet +2,4 % v/v; palvelut +6,1 % v/v).

Kalmarin Q1'24-liiketoiminta laski vertailukelpoisesti -9 % v/v ja 12,2 %:n vertailukelpoinen EBIT-marginaali oli tähän nähden hyvä suoritus.

Kalmar on ohjeistanut vuoden 2024 EBIT-marginaalin itsenäisenä yhtiönä olevan >11 %. Vuoden 2023 marginaali ilman Navista ja raskaita nostureita oli 13,0 % eli turvamarginaalia on paljon, etenkin kun huomioidaan että Q1'24:n vertailukelpoinen EBIT-marginaali parani Q1'23:n 12,0 %:sta. Kalmarilla on lisäksi edelleen käynnissä lokakuussa 2023 aloitettu, sittemmin 20 MEUR:sta 30 MEUR:on kasvanut kustannussäästöohjelma, jonka alkuperäinen tavoite oli pääosin saavutettu jo Q1'24:n loppuun mennessä. Jos arvioidaan, että

alkuperäinen säästöohjelma paransi Kalmarin Q1'24-tulosta +5 MEUR:lla, olisi ohjelmasta vielä luvassa +25 MEUR:n hyöty Q2-Q4'24:lle. Emme tosin tiedä, minkä verran (jos ollenkaan) kyseisellä ohjelmalla on päällekkäisyyttä aiemmin mainittujen excellence-ohjelmien kanssa.

Ennusteemme koko vuoden 2024 liikevoitoksi on 203 MEUR (marg. 11,7 %) vuoden 2023 vertailukelpoisen luvun ilman raskaita nostureita oltua 261 MEUR (marg. 13,0 %). Kuten edellä on kuvattu, odotamme Kalmarin bruttomarginaalin laskevan volyymin myötä 23,9 %:iin vuoden 2023 24,8 %:sta. Toisaalta arvioimme hallintokulujen alentuvan selvästi vertailukaudesta. Tähän liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, kuten on jo todettu.

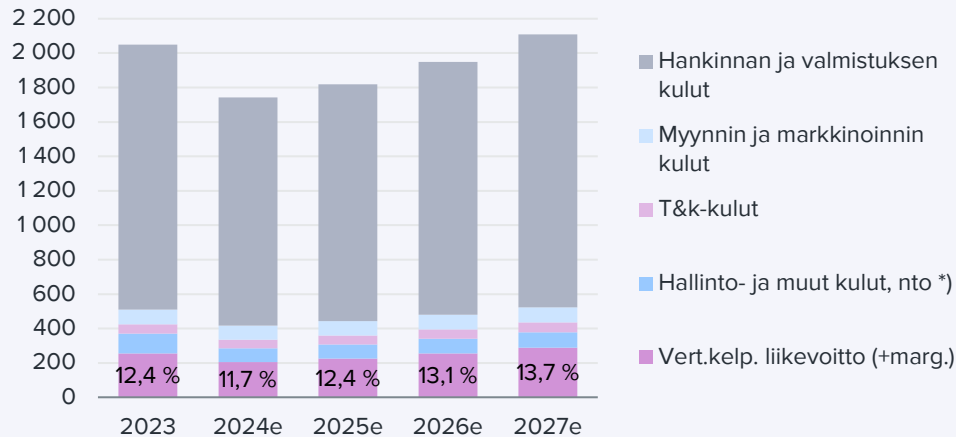
Nettorahoituskulut ovat ennusteessamme hieman positiiviset (+1,3 MEUR) ja konserniveroaste 24,7 %. Odottamme kertaeristä puhdistettua osake-

kohtainen tulos on 2,42 euroa (2023: 3,17 euroa). Osinkoennusteemme A- ja B-sarjojen osakkeille on 1,00 ja 0,99 euroa, merkiten 51 %:n osinkosuhdetta raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

Aiemmin kuvatun mukaisesti odotuksemme Kalmarin vuosien 2025-2027 liiketoiminnan keskimääräiseksi kasvuvauhdiksi on +6,6 % p.a. KPMG:n markkinakasvuodotus samoille vuosille on noin +4,2 % p.a. Odotamme Kalmarin markkinaosuuden kohoavan yhtiön aseman ollessa vahva nopeasti kasvavilla sähköisten laitteiden markkinalla sekä yhtiön strategian mukaisten merkittävien panostusten palveluliiketoimintaan tuottaessa tulosta. Koko syklin yli eli jaksolla 2019-2027 odottamme vertailukelpoinen liiketoiminnan kasvu on +4,3 % p.a.

Liiketoiminnan jako kuluihin ja tulokseen 2023-2027e, MEUR



Ennusteet 4/4

Odotamme Kalmarin vertailukelpoiseen EBIT-marginaaliin melko tasaista nousua (2025e: 12,3 %; 2026e: 13,1 % ja 2027e: 13,7 %) operatiivisen vivun sekä tehostusohjelmien tukemana. Ennustamamme marginaali jää vuonna 2027 vielä melko kauas konsernin vuodelle 2028 asettamasta 15 %:n tavoitetasosta. Positiivisten ennustemuutosten mahdollisuus liittyy lähinnä odotettua parempaan markkinakehitykseen sekä excellence-ohjelmien sisällön ja vaikutuksen täsmentymiseen.

Odotuksemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi vuosina 2025, 2026 ja 2027 ovat vastaavasti 2,53 euroa, 2,92 euroa ja 3,36 euroa. Vuosien 2025-2027 osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on siten vahva 12 % (CAGR).

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Kalmarilta hidastuvaa liikevaihdon kasvua +7,2 %:sta p.a. (2028e) +2,5 %:iin p.a. (2033e), joka on sama kuin terminaalikasvu. Varovaisuussyistä ja kilpailun kiristyessä sekä historiallisen näytön ollessa vielä vajavainen laskee ennustettu vertailukelpoinen EBIT-marginaali vuoden 2028 12,9 %:sta vuoden 2033 9,5 %:iin, joka on myös terminaalitaso. Vaikka odotettu EBIT-marginaali laskeekin eksplisiittisen ennustekauden jälkeen selvästi, on huomattava että vielä terminaalissakin ROI/ROCE on 19,1 % eli huomattavan korkea.

Ennusteiden suhde yhtiön tavoitteisiin

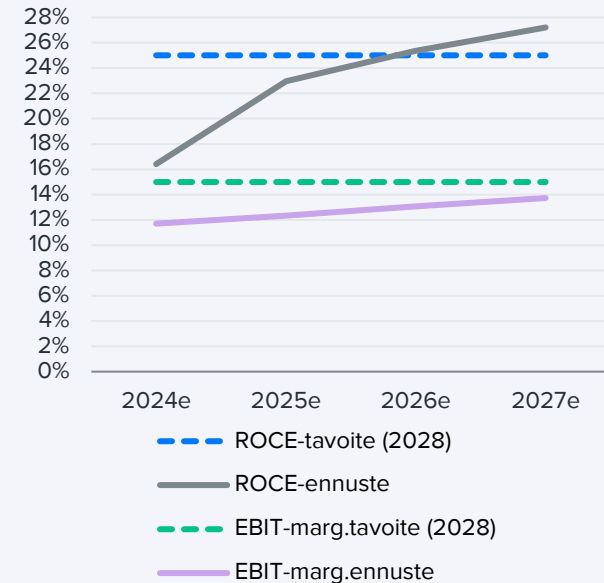
Kalmarin tavoittelema 5 %:n liikevaihdon kasvu yli syklin jää ennusteessamme saavuttamatta, sillä vuosien 2024-2033 keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ”vain” +3,2 % p.a. Taustalla on kuitenkin vuoden 2023 vaatava lähtötaso ja siten vuosien

2025-2033 keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ennusteessamme tavoitteen mukaista (+5,4 % p.a.). Ennustetun EBIT-marginaalin suhdetta 15 %:n tavoitetasoon käsitelimme jo aiemmin.

Kalmarin laskema sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) vastaa oman mallimme ROI-laskelmaa. Yhtiön asettama 25 %:n tuottotavoite saavutetaan ennusteessamme vuosina 2026-2028 (25,2...27,2 %) ja myös muina ennustevuosina 2024:n jälkeen ROCE ylittää 19 %. Pitkällä aikavälillä ROCE:n alentuminen johtuu kassan kumuloitumisesta, mitä tietenkin voitaisiin korjata entistäkin avokätisemmällä osingonjaolla. Ennusteemme toteutuessa Kalmarin ROCE olisi joka tapauksessa mainio, vaikka tavoitteesta hieman jäätäisiinkin.

Arvioimme, että Kalmar on nettovelaton jo vuodesta 2025 eteenpäin, joten <2x:n nettovelat/käyttökate-tavoite täyttyy koko ennustejakson.

Tavoitteet vs. ennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1943	2050	439	424	438	440	1742	1818	1949	2108
Kalmar	1943	2050	439	424	438	440	1742	1818	1949	2108
Käyttökate	171	297	61,2	41,1	58,1	62,8	223	279	313	353
Poistot ja arvonalennukset	-52,3	-57,1	-15,4	-13,7	-13,7	-13,7	-56,5	-54,5	-58,5	-63,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	118	255	53,9	47,4	53,0	49,1	203	224	255	289
Liikevoitto	118	240	45,8	27,4	44,4	49,1	167	224	255	289
Kalmar	118	240	45,8	27,4	44,4	49,1	167	224	255	289
Nettorahoituskulut	-0,8	1,3	1,9	-0,2	-0,2	-0,2	1,3	-12,6	-10,4	-8,6
Tulos ennen veroja	118	242	47,7	27,2	44,3	48,9	168	211	244	281
Verot	-24,9	-47,7	-14,3	-6,3	-10,2	-11,3	-42,0	-48,6	-56,2	-64,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	92,6	194	33,4	20,9	34,1	37,7	126	163	188	216
EPS (oikaistu)	1,44	3,17	0,62	0,57	0,64	0,59	2,42	2,53	2,92	3,36
EPS (raportoitu)	1,44	3,00	0,52	0,33	0,53	0,59	1,96	2,53	2,92	3,36

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	28,5 %	5,5 %	-9,5 %	-23,1 %	-12,9 %	-13,6 %	-15,0 %	4,4 %	7,2 %	8,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	48,8 %	115,3 %	-4,3 %	-33,8 %	-20,2 %	-18,5 %	-20,1 %	10,1 %	13,7 %	13,6 %
Käyttökate-%	8,8 %	14,5 %	13,9 %	9,7 %	13,3 %	14,3 %	12,8 %	15,3 %	16,1 %	16,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,1 %	12,4 %	12,3 %	11,2 %	12,1 %	11,2 %	11,7 %	12,3 %	13,1 %	13,7 %
Nettotulos-%	4,8 %	9,5 %	7,6 %	4,9 %	7,8 %	8,6 %	7,2 %	9,0 %	9,7 %	10,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	636	646	643	658	680
Liikearvo	268	260	259	259	259
Aineettomat hyödykkeet	11,2	6,9	5,9	8,1	9,9
Käyttöomaisuus	257	273	276	288	309
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	39,3	48,8	47,1	47,1	47,1
Muut sijoitukset	4,5	0,1	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	3,5	2,5	1,6	1,6	1,6
Laskennalliset verosaamiset	52,3	54,4	54,2	54,2	54,2
Vaihtuvat vastaavat	1266	1190	1021	1047	1103
Vaihto-omaisuus	503	461	418	436	468
Muut lyhytaikaiset varat	25,6	20,2	10,9	10,9	10,9
Myyntisaamiset	377	336	296	309	331
Likvidit varat	360	372	296	291	292
Taseen loppusumma	1905	1846	1675	1716	1793

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	853	818	615	714	819
Osakepääoma	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	538	637	742
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	853	818	57,0	57,0	57,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	181	243	424	363	311
Laskennalliset verovelat	12,8	9,9	11,7	11,7	11,7
Varaukset	4,0	3,2	2,9	2,9	2,9
Korolliset velat	58,0	114	294	232	180
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	106	116	116	116	116
Lyhytaikaiset velat	871	785	635	639	664
Korolliset velat	113	141	77,9	57,3	40,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	758	644	557	582	624
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	1905	1846	1675	1716	1793

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Kalmarin osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) tulos pohjaisten arvostuskertoimien (etenkin P/E, EV/EBITDA ja EV/EBIT) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään; 2) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, suhteellinen arvostustaso ja osinkotuotto sekä 3) DCF- eli kassavirtamallin kautta. Uskomme, että osakemarkkinoilla Kalmarin osake hinnoitellaan ennen kaikkea tulosperustaisesti. Pyrimme kuitenkin muodostamaan kaikkien kolmen metodin antamista indikaatioista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysksemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemysksemme mukaan seuraavat tekijät tukevat Kalmarin osakkeen arvoa:

- + **Megatrendeistä tukea saava kasvumarkkina.** Lastinkäsittelyn globaalien volyymien kasvun lisäksi Kalmarin kohdemarkkinoiden kasvu saa tukea vahvoista megatrendeistä kuten päästöjen vähennystarve ja laitekannan sähköistyminen, logistiikkaketjujen hajautuminen sekä tuottavuus- ja turvallisuusvaatimusten kasvu.
- + **Vahva markkina-asema ja mahdollisuudet parantaa sitä edelleen.** Kalmar on keskeisimmissä tuotesegmenteissään maailman kolmen suurimman toimijan joukossa. Yhtiön vahva tarjonta kaikkein nopeimmin kasvavassa segmentissä eli sähköisissä laitteissa antaa sille hyvän mahdollisuuden markkinaosuuden kasvattamiseen edelleen laitemyynnissä. Palveluissa markkinaa nopeampaa kasvua tukevat laajan asennetun ja verkkoon kytketyn laitekannan

tarjoamat mahdollisuudet sekä huollossa että uusien palvelujen tarjonnassa. Etenevä digitalisaatio ja sähköisten laitteiden kompleksisuus edesauttaa Kalmaria syrjäyttämään pieniä huoltoyhtiöitä sekä in-house –huoltoa, joiden resurssit tai mielenkiinto eivät riitä vaativampaan huoltoon ja uusiin palveluihin.

- + **Suhteellinen kannattavuus paranee.** Odotamme Kalmarin oikaistun liikevoittoprosentin kohoavan vuosina 2025-2027 operatiivisen vivun sekä yhtiön tehostus- ja suorituskykyohjelmien ansiosta.
- + **Yhtiön riskiprofiili on melko matala.** Regressio-analyysi indikoi Kalmarin tuloksen ennustettavuuden olevan hyvä. Lisäksi avaava tase ja rahavirtaodotukset ovat vahvoja. Nämä seikat madaltavat Kalmarin riskiprofiilia ja sijoittajan tuottovaatimusta.

Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden peruskysyntä on melko syklistä.** Vaikka osa laitteista on hankintahinnaltaan melko edullisia ja kysyntä kertyy usealta toimialalta, on laitekysyntä kuitenkin investointitavaroille tyypillisesti syklistä ja sen heilunta on voimakkaampaa kuin yleisten taloussuhdanteiden.
- **Kiristyvän hintakilpailun uhka etenkin kiinalaisten toimijoiden taholta.** Laitemyynnin kilpailutilanne on jo lähtökohtaisesti kireä. Lisäksi etenkin kiinalaisten kilpailijoiden hinnoittelu voi olla ennakoimatonta tilanteessa, jossa niiden kotimarkkinoiden kysyntä on vaimeaa. Kireä hintakilpailu ylläpitää jatkuvaa kannattavuuspainetta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	26,4	26,4	26,4
Osakemäärä, milj. kpl	64,3	64,3	64,3
Markkina-arvo	1698	1698	1698
Yritysarvo (EV)	1774	1697	1626
P/E (oik.)	10,9	10,4	9,0
P/E	13,5	10,4	9,0
P/B	2,8	2,4	2,1
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,9	6,1	5,2
EV/EBIT (oik.)	8,7	7,6	6,4
Osinko/tulos (%)	50,9 %	51,3 %	49,5 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

- **Eräissä kannattavuustekijöissä on vielä paljon epävarmuutta.** Näitä tekijöitä ovat etenkin hallintokulujen määrä Kalmarin ollessa itsenäinen toimija ja yhtiön tehostus- ja suorituskykyohjelmien lopullinen tulosvaikutus ja sen ajoittuminen.
- **Osakkeen likviditeetistä ei ole varmuutta.** Vuonna 2023 Cargotecin osakkeen 40 %:n likviditeetti oli isojen kotimaisten konepajojen ryhmässä (muut yhtiöt KONE, Konecranes, Metso, Valmet ja Wärtsilä) hieman alle 47 %:n mediaanitason. Osittaisjakautumisen jälkeen samaa likviditeettiä ei välttämättä saavuteta ja yhtiön kaksi osakesarjaa voivat heikentää joidenkin institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta osakkeeseen.

Verrokkiryhmän arvostus ja Kalmarin hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kalmarin tärkeimmistä suorista kilpailijoista useita on pörssinoteerattu (mm. Konecranes, Hyster-Yale, Kion, ZPMC ja Sany). Kaikkien em. yhtiöiden liikevaihdosta selvästi alle puolet tulee suoraan Kalmarin kanssa kilpailevista liiketoiminnoista, mutta kysynnän ajurit ovat usein samoja kuten teollisuustuotanto, jakelu ja rakentaminen. Melko huonon kokonaissovellevuuden vuoksi jätämme kuitenkin Sanyin verrokkiryhmän ulkopuolelle. Muuhun valitsemaamme verrokkiryhmään kuuluvat kotimaisista konepajoista Metso ja luonnollisesti Cargotec sekä ulkomaisista yhtiöistä saksalainen sisälogistiikka- ja trukkitoimittaja Jungheinrich, ranskalainen kurottaja- ja kuormainvalmistaja Manitou, amerikkalainen nosturi-, nostin-, vinssi- ja kuljetinvalmistaja Columbus McKinnon sekä japanilainen nosturivalmistaja Tadano.

Painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2025. Koska verrokkit ovat lähes kauttaaltaan selvästi velkaantuneempia kuin Kalmar, soveltuu

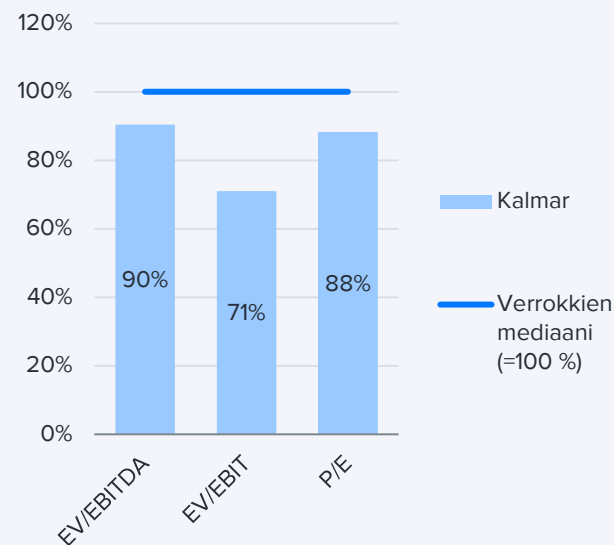
EV/EBIT-kerroin vertailuun mielestämme paremmin kuin P/E. Toisaalta EV/EBIT on mielestämme EV/EBITDA:a parempi mittari pääomaintensiivisellä toimialalla. Lisäksi esim. t&k-kulujen näkyvyys EBITDA:ssa voi vaihdella oleellisesti yhtiöiden välillä.

Vertailuryhmän mediaani-EV/EBIT vuodelle 2025 on 11x kun se Kalmarille on 8x. Muodostuva arvostusdiskontto on siten -29 %. Vertailun vuoksi voi todeta, että EV/EBITDA:lla Kalmarin osake on -10 % diskontolla suhteessa verrokkeihin ja P/E-luvulla arvostusdiskontto on -12 %. Nojaamme verrokki-arvostuksen arvioinnissa EV/EBIT:iin sen parhaan soveltuvuuden vuoksi ja johtopäätöksemme on, että Kalmarin osake on verrokkeihin nähden edullinen. Kun huomioidaan Kalmarin odotettu tuloskasvuvauhti, hyvä sijoitetun pääoman tuotto, matala riskiprofiili sekä mainitut eri kertoimiin liittyvät varaukset, pidämme Kalmarille hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 10x-12x, EV/EBITDA-kertoimena 8x-10x sekä P/E-kertoimena 13x-15x vuoden 2025 ennusteilla.

Kokonaistuotto-odotus on komea

Kalmarin osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun vuosien 2024-2025 arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyä osinkotuotolla) on EV/EBIT-kertoimiin perustuvan laskelmamme mukaan noin +23...+24 % p.a. Tuotto muodostuu +19...+20 %:n p.a. kurssipotentialin sekä noin +4 %:n osinkotuoton summana. Olemme arvioineet vuoden 2025 hyväksyttäväksi EV/EBIT-kertoimeksi 10x, joka on edellä esittämämme hyväksyttävän kertoimen haarukan alalaidassa. Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää selvästi oman pääoman 10 %:n tuottovaatimuksen, minkä vuoksi riskikorjattu tuotto-odotus on erittäin houkutteleva.

Indeksoidut arvostuskertoimet, 2025e



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kassavirtamalli indikoi isoa nousupotentiaalia

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

DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko eli pääoman painotettu tuottovaatimus (WACC) on 9,0 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 0,50 %:n likviditeetti-premio betan ollessa 1,40. Oman pääoman kustannus on 9,7 %. Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipremio.

DCF-malli antaa Kalmarin osakkeen arvoksi 40 euroa, mihin on noin +50 %:n nousuvara. Vaikka DCF-mallin parametreihin liittyy merkittäviäkin riskejä, pidämme nousuvaraa huomattavana. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Sijoitusnäkemys

Lähivuosien ennusteidemme ja yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme Kalmarin osakkeen käyväksi arvoksi nyt 34-40 euroa osakkeelta. Annamme osakkeelle ostasuosituksen ja asetamme tavoitehinnan haarukan keskelle eli 36,0 euroon. Tavoitehinnalla osakkeen vuoden 2025 EV/EBIT-kerroin on verrokkiryhmän mediaanin tasolla.

Keskeiset perusteet positiiviselle sijoitusnäkemyksellemme ovat seuraavat:

- 1) Kalmarin vuoden 2025 jälkeiset **kasvunäkymät ovat hyvät** kohdemarkkinoiden kasvaessa hyvin sekä laitteissa että palveluissa. Globaalien raskaiden materiaalien käsittelyvolymien

kasvun lisäksi kasvua ajavat päästövähennystarve ja siihen liittyvä laitekannan sähköistyminen, logistiikkaketjujen hajautuminen sekä tuottavuus- ja turvallisuusvaatimusten kasvu.

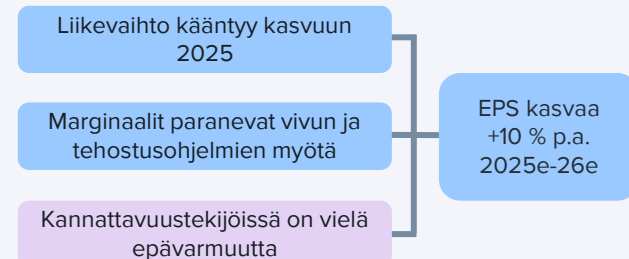
- 2) Kalmarilla on hyvät eväät **kasvattaa markkinaosuuttaan**, mikä perustuu yhtiön vahvaan tarjontaan nopeimmin kasvavassa eli täyssähköisten laitteiden segmentissä sekä omaan isoon asennettuun laitekantaan perustuvaan määrätietoiseen kulutus- ja varaosien konversiotason nostoon ja uusien digitaalisten palvelujen tarjoamaan. Markkinaosuuden kasvupotentiaali on vain hyvin pieneltä osin diskontattu ennusteisiimme.
- 3) Kalmarilla on edellytykset **merkittävään marginaaliparannukseen** lähivuosina, mikä perustuu volyymikasvuun ja operatiiviseen vipuun sekä yhtiön moniin tehostusohjelmiin. Yhtiön tuloksen ennustettavuus on historiallisesti ollut korkea.
- 4) Osakkeen **arvostus** on käyttämillämme mittareilla **erittäin houkutteleva**.

Mahdollisia positiivisia kurssiajureita ovat uutiset sähköistymisen nopeasta etenemisestä raskaiden materiaalien käsittelyssä ja tähän liittyvät uudet tilaukset Kalmarilta, merkit konversioasteen nousun jatkumisesta kulutus- ja varaosissa sekä yksityiskohtaisemmat tiedot suorituskykyohjelmien tavoitteista ja sisällöstä sekä etenemisestä niiden implementoinnissa.

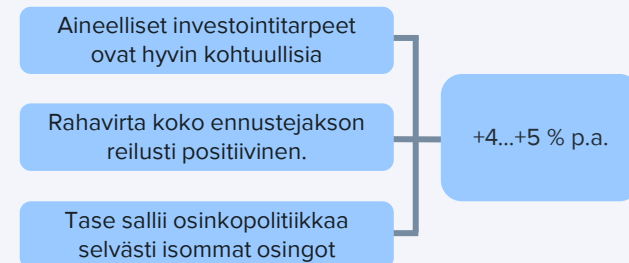
Osaketuoton ajurit 2024e-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

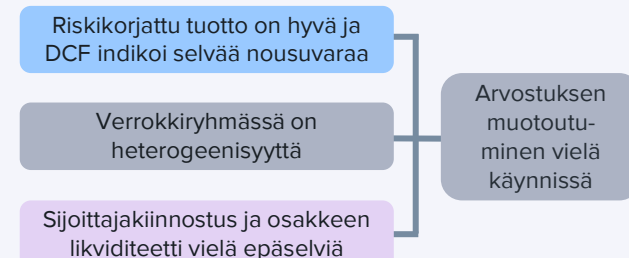
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää selvästi tuottovaatimuksen

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
- Sähköistyminen ja automaatio eivät etene odotettua tahtia

Verrokkiryhmän arvostus

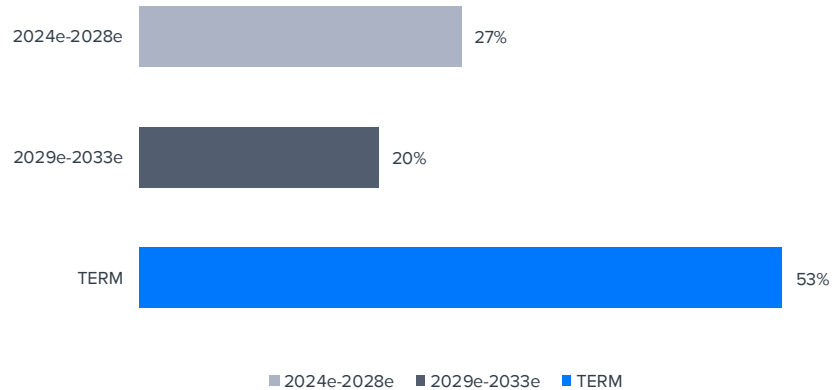
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Cargotec	4850	4763	12,0	11,1	9,8	9,4	1,2	1,1	15,6	13,9	2,4	2,6	2,9
Konecranes	4195	4525	9,8	9,1	8,0	7,5	1,1	1,1	13,5	12,4	2,9	3,2	2,4
Metso	8194	9010	11,0	10,2	9,3	8,7	1,7	1,6	14,7	13,1	3,8	4,1	2,9
Hyster-Yale	1138	1539	6,5	6,3	5,4	6,0	0,4	0,4	8,4	7,5			
Jungheinrich	3160	5572	12,3	11,3	6,1	5,8	1,0	1,0	10,1	9,1	2,6	2,8	1,3
Manitou BF	825	1242	6,4	6,1	4,7	4,5	0,4	0,4	6,0	6,1	6,3	6,6	0,8
Kion Group	5106	10873	13,3	11,4	5,9	5,4	0,9	0,9	11,1	9,1	2,5	3,2	0,8
Columbus McKinnon	930	1318	11,4	11,5	8,3	8,2	1,4	1,4	11,7	11,2	23,7	0,8	1,1
ZPMC	1815	5778			11,9	9,1	1,2	1,1	21,4	13,7			1,1
Tadano Ltd	851	847			5,4	5,3	0,5	0,5	14,7	12,5	1,8	2,3	0,8
Kalmar (Inderes)	1889	1965	9,7	8,4	8,8	6,8	1,1	1,0	12,2	11,6	3,4	4,4	3,1
Keskiarvo			10,4	9,6	7,5	7,0	1,0	0,9	12,7	10,9	5,7	3,2	1,6
Mediaani			11,2	10,7	7,1	6,7	1,1	1,0	12,6	11,8	2,7	3,0	1,1
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	-21 %	25 %	1 %	6 %	2 %	-3 %	-2 %	25 %	47 %	172 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	-15,0 %	4,4 %	7,2 %	8,2 %	7,2 %	6,3 %	5,3 %	4,4 %	3,4 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	11,7 %	9,6 %	12,3 %	13,1 %	13,7 %	12,9 %	12,0 %	11,2 %	10,3 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Liikevoitto	240	167	224	255	289	291	289	283	273	259	266	
+ Kokonaispoistot	57,1	56,5	54,5	58,5	63,8	67,4	70,7	75,2	79,2	82,6	85,4	
- Maksetut verot	-52,7	-40,0	-48,6	-56,2	-64,6	-65,2	-64,9	-63,5	-61,2	-58,0	-59,3	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,5	-3,9	-3,4	-3,1	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	
+ verot rahoitustuotoista	1,1	0,8	1,0	1,0	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	
- Käyttöpääoman muutos	-25,2	5,5	-6,9	-11,8	-14,3	-13,7	-12,7	-11,5	-9,9	-8,1	-6,0	
Operatiivinen kassavirta	220	189	220	243	272	278	281	282	279	274	284	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	9,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-63,0	-56,1	-68,9	-81,1	-87,8	-90,3	-93,6	-95,8	-97,0	-97,1	-96,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	166	133	151	162	184	188	187	186	182	177	188	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	166	133	151	162	184	188	187	186	182	177	188	2955
Diskontattu vapaa kassavirta		127	133	131	137	128	117	106	95,9	85,4	83,1	1309
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2451	2324	2191	2060	1923	1796	1679	1573	1477	1392	1309
Velaton arvo DCF		2451										
- Korolliset velat		-255										
+ Rahavarat		372										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		2569										
Oman pääoman arvo DCF per osake		39,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



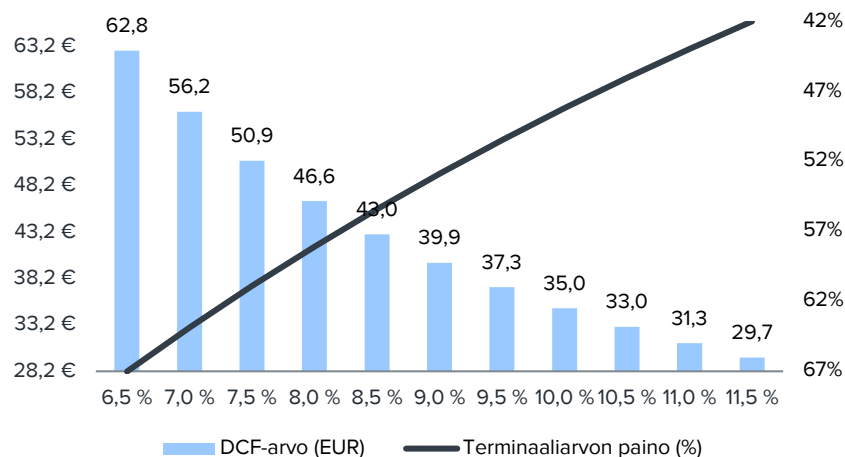
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

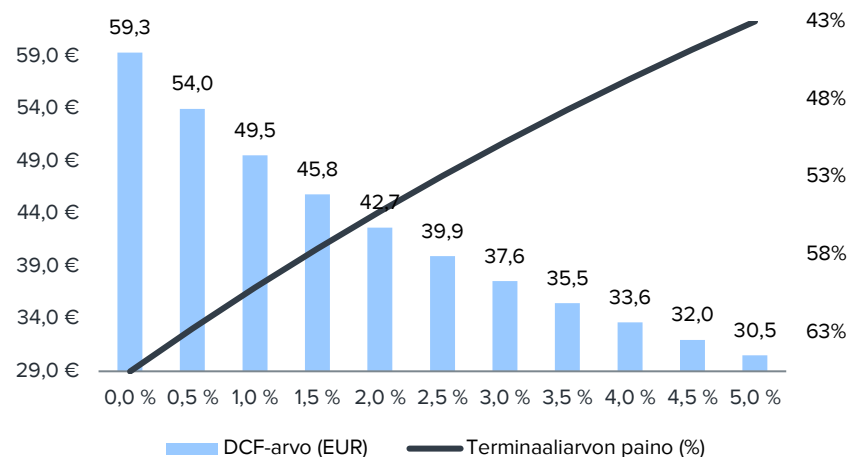
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

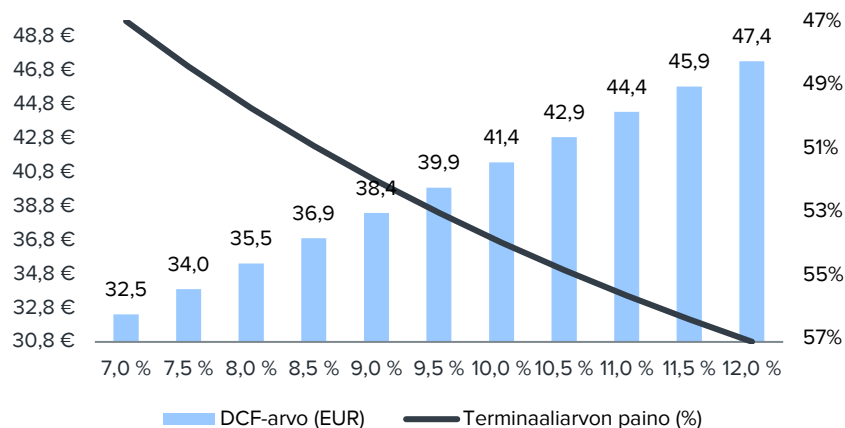
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



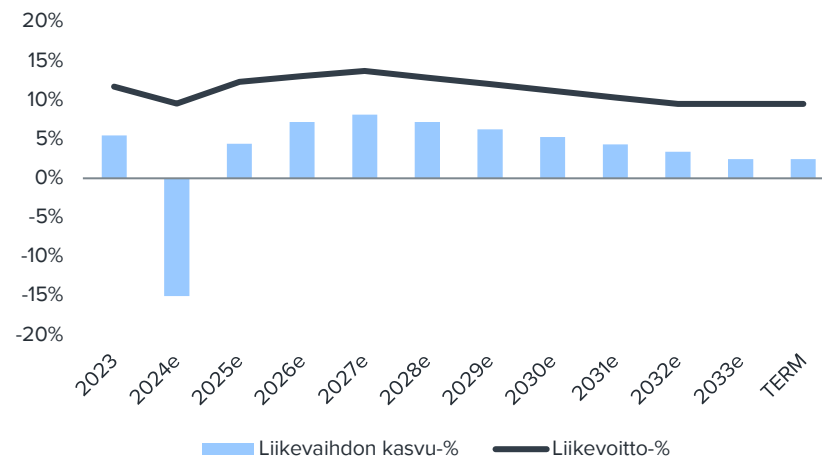
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 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/>

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.7.2024	Osta	36,00 €	26,40 €

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.**