

PONSSE

Yhtiöraportti

6/2017

inde
res.

Tuloskasvun jatkolle hyvät eväät

Ponssse on maailman toiseksi suurin tavaralajimenetelmän metsäkoneiden valmistaja. Metsäkoneiden kysynnällä on lukuisia kasvuajureita ja näemme Ponssella olevan edelleen edellytyksiä markkinaosuuden maltilliseen kasvattamiseen. Osakkeen arvostustaso on maltillinen sekä suhteessa fundamentteihin että verrokkeihin. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 27,00 euroon (25,00 euroa) merkiten 13 %:n nousuvaraa.

Markkinalla lukuisia kasvuajureita

Ponsssen tuotteiden kysynnällä on lukuisia, sekä jo olemassa olevia että lähitulevaisuudessa nähtävissä olevia kasvuajureita. Ensin mainittuja ovat puun globaalien hakkuuvolyymien kasvu, hakkuiden etenevä koneellistuminen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Yhteenlaskettuina em. tekijät johtavat Ponsssen uusien koneiden markkinan 4-5 % vuosikasvuun. Yksittäisistä markkinoista nopeimmin kasvavat Venäjä ja Brasilia. Lähitulevaisuudessa digitalisoituminen tulee entistä voimakkaammin kasvattamaan puunkorjuuteknologian ja siihen liittyvien palvelujen markkinaa mm. uuden sensoriteknologian, data-analytiikan ja reaaliaikaisen tiedonvälityksen avulla. Odotamme Ponsssen globaalien markkinaosuuden kohoavan 29,0 %:sta 29,5-30,0 %:iin ennustejaksollamme, pääasiassa pienten valmistajien kustannuksella.

Odotamme tasaista kannattavuuskehitystä ja keskimäärin 6 %:n vuotuista tuloskasvua

Ennustamme Ponsssen liikevaihdon kasvavan keskimäärin 7,3 %:n vuosivauhtia 2017-2019 huoltoliiketoiminnan (+10,4 % p.a.) kasvaessa uusien laitteiden myyntiä sekä vaihtokoneliiketoimintaa (+6,6 % p.a.) nopeammin. Kannattavuuskehityksessä on toisiaan kompensoivia tekijöitä hyväkatteisen huoltoliiketoiminnan osuuden kasvun neutraloidessa odottamamme uuslaitemyynnin ja vaihtokoneliiketoiminnan marginaalilaskun. Kaikkiaan odotamme Ponsssen liikevoittomarginaalin säilyvän 10,6-10,9 %:ssa vuosina 2017-2019 (2016: 10,7 %) ja osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin reilun 6 %:n vuosivauhtia samaan aikaan.

Osakkeen suhteellinen aliarvostus yli 30 %, lisää-suositus tukevalla pohjalla

Ponsssen osake on vuosien 2017-2018 P/E-kertoimilla (Inderes: 14,3x ja 13,1x; konsensus: 15,4x ja 14,4x) arvostettu omilla ennusteillamme 31-34 % ja konsensusennusteilla 24-29 % alle vertailuryhmän mediaanin (21,7x ja 19,0x). Kun huomioidaan a) Ponsssen kokoero verokkiryhmän keskiarvoon; b) erot jatkuvan liiketoiminnan (huolto) osuudessa; c) erot tuloskasvuodotuksissa sekä d) Ponsssen osakkeen heikompi likviditeetti, pidämme Ponsselle hyväksyttävänä 15x-16x –tasoisia P/E-kertoimia vuosien 2017 ja 2018 ennusteilla. Tämä merkitsee 22-25 % vertailuryhmän mediaania alempaa arvostusta, mitä pidämme riittävänä kompensaationa em. tekijöistä. Asetamme 27,00 euron tavoitehinta merkitsee 16,2x:n P/E-kerrointa vuodelle 2017 ja 14,8x:n kerrointa vuodelle 2018. Tavoitehintaan on 13 %:n nousuvara, mikä on linjassa lisää-suosituksemme kanssa.

Analyttikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää



27,00 EUR

Edellinen: 25,00 euroa

Osakekurssi: 23,89 EUR

Potentiaali: +13 %

Avainluvut

	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	461,9	517,4	567,3	607,1
- kasvu-%	18,2 %	12,0 %	9,6 %	7,0 %
Liikevoitto	56,0	55,2	60,2	65,4
- Liikevoitto-%	12,1 %	10,7 %	10,6 %	10,8 %
Oikaistu EPS	1,48	1,63	1,67	1,83
Osinko	0,55	0,60	0,70	0,85
- Osinkosuhde	42 %	37 %	37 %	42 %
P/E (oikaistu)	12,4x	14,7x	14,3x	13,1x
P/B	4,4x	4,5x	3,7x	3,2x
P/S	1,1x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBIT (oik.)	9,8x	12,6x	11,3x	10,1x
EV/EBITDA (oik.)	8,3x	10,3x	9,1x	8,1x
EV/ Liikevaihto	1,2x	1,3x	1,2x	1,1x
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,5 %	2,9 %	3,6 %

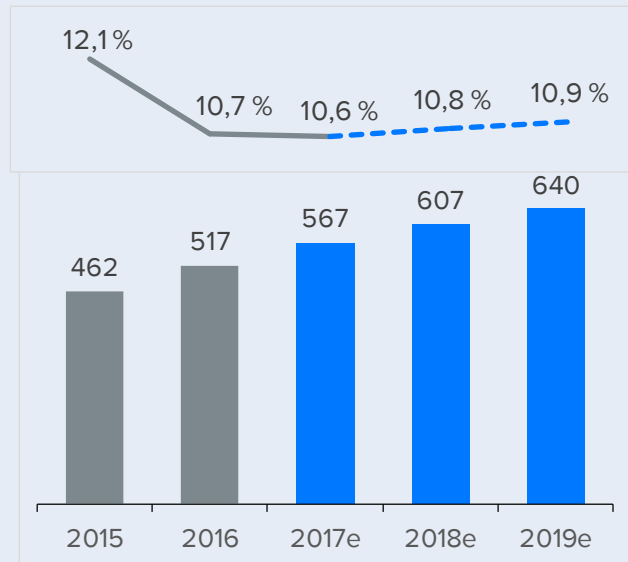
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

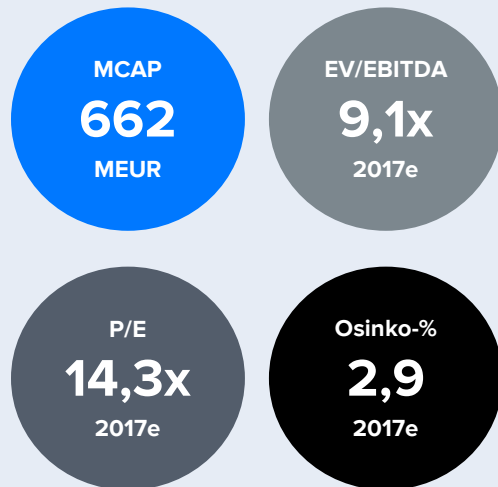
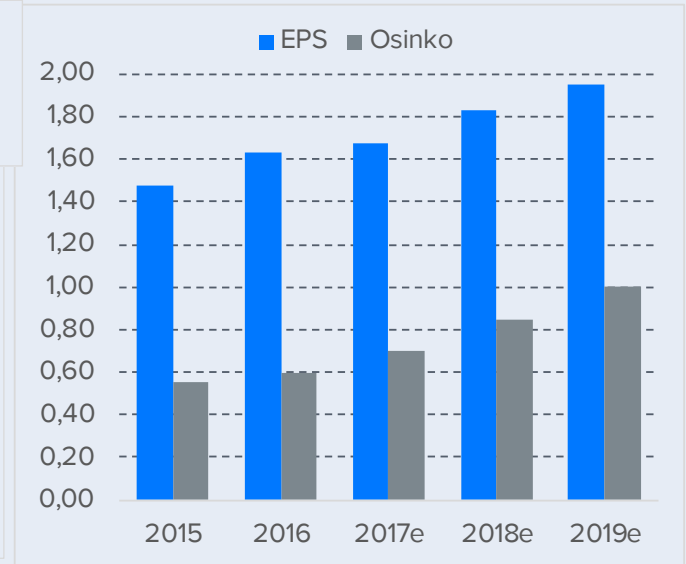


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Arvoajurit

- Vahva asema metsäkonemarkkinan kasvusegmenteissä
- Tuotteet markkinoiden huippua
- Jälkimarkkina-toiminnoissa edellä kilpailijoita
- Hyvä kannattavuus ja vahva kassavirta



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste
- Tuotekehityspanostukset ominaisuuksiin, joista asiakkaat eivät ole valmiita maksamaan riittävästi



Arvostus

- Arvostus 31-34 % alle verrokkien vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimilla
- Hyväksymme Ponselle 15x-16x P/E:n vuosien 2017 ja 2018 ennusteilla, millä syntyy 13 % nousuvara
- Hyväksytyt kertoimet huomioivat erot vertailuryhmään nähden koossa, odotetussa tuloskasvussa ja osakkeen likviditeetissä

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 5-8
Liiketoimintamalli	s. 9-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 13-14
Metsäkonemarkkinat	s. 15-17
Kilpailutilanne	s. 18-20
Taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet	s. 25-36
Arvonmääritys ja suositus	s. 27-31
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 33

Ponsse lyhyesti

Ponsse on maailman johtavia tavaralajimenetelmään perustuvien metsäkoneiden valmistajia. Kasvun ajureita ovat sekä hakkuiden lisääntyvä koneellistuminen että tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Metsäkoneiden kysyntä on kuitenkin luonteeltaan syklistä.

Ponsse

- YDINOSAAMINEN ON TAVARALAJI-MENETELMÄN JA KOKO PUUNKORJUUKETJUN SYVÄLLISESSÄ YMMÄRTÄMISESSÄ
- OMASSA SEGMENTISSÄÄN YHTIÖ ON MAAILMAN TOISEKSI SUURIN
- PONSSE ON ALANSA TEKNOLOGISTA KÄRKEÄ JA PROFILOITUNUT ASIAKKAAN TARPEIDEN TÄYTTÄJÄNÄ

517 MEUR (+12,0 % vs. 2015)

LIIKEVAIHTO 2016

55,2 MEUR (10,7 % lv:sta)

LIIKEVOITTO 2016

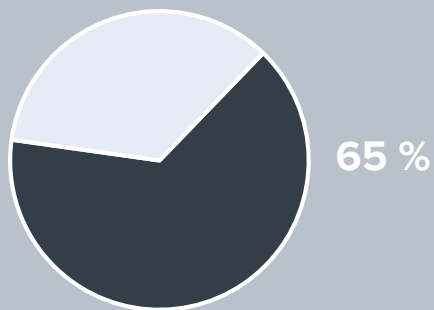
MARKKINAOSUUS

28-29 % TAVARALAJIMENETELMÄN
METSÄKONEISSA

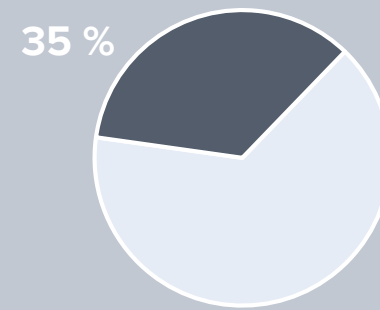
Kilpailuetu perustuu tuotteiden tehokkuuteen ja innovatiivisuuteen sekä vahvaan jälkimarkkina-osaamiseen ja -verkostoon. Yhtiön verkosto kattaa 33 maata.

Ponssen suoria asiakkaita ovat yli 2000 metsäkoneurakoitsijaa, jotka puolestaan palvelevat metsäyhtiöitä, sahoja tai yksityisiä metsänomistajia.

Uudet metsäkoneet



Jälkimarkkinatoiminnot



Yhtiöesittely

Metsäkoneyhtiö keskitettyllä fokuksella ja tuotannolla

Ponsse on konepajayhtiö, joka valmistaa tavaralajimenetelmään perustuvia metsäkoneita ja tarjoaa niihin liittyviä liitännäis- ja tukipalveluja kuten metsäkoneiden tietojärjestelmiä, huoltopalveluja sekä vaihtokonepalveluja.

Yhtiön tuotteiden valmistus on keskitetty Suomeen yhteen tehtaaseen Vieremällä. Valmistuksen alhaisella ulkoistusasteella tähdätään prosessin parempaan kokonaisuoptimointiin. Ponssen kansainvälisessä palveluverkostossa (mukaan lukien jälleenmyyjät ja sopimus-huoltajat) on noin 180 huolto- ja varaosa-keskusta, joissa työskentelee yli 500 henkilöä.

Ponsse näkee kilpailuetuinaan markkinoiden uusimman ja laajimman tuotevalikoiman ja innovatiivisimmat ratkaisut (esim. vakaus ja näkyvyys kuljettajan kannalta), tuotteiden tuottavuuden / tehokkuuden, monipuolisimman asiakasrääätälöityvyyden sekä kattavimmat huoltopalvelut.

Uusien metsäkoneiden myynti (n. 65 % liikevaihdosta)

Ponsse myy tavaralajimenetelmään perustuvia, itse kehittämiään ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yhteensä noin 2000 metsäkoneurakoitsijalle yli 30 maahan. Asiakasriski on siis hyvin hajautunut ja tyypillisellä metsäkoneurakoitsijalla on vain 1-2 konetta.

Vuodessa myytävien metsäkoneiden määrä on noussut lähelle 1000 koneen tasoa ja se jakautuu suunnilleen tasan harvestereiden ja metsätraktoreiden kesken. Harvestereiden hintahaarukka on 300-550 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR kappaleelta. Kysynnästä yhä suurempi osa tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on toimintansa alusta lähtien toimittanut yli 12 000 metsäkoneita, joista noin 10 000 on edelleen käytössä.

Uusien metsäkoneiden lisäksi Ponsse myy erikseen harvesteripäitä pääasiassa eri valmistajien kaivinkoneisiin. Liiketoiminta on toistaiseksi vain pari prosenttia Ponssen

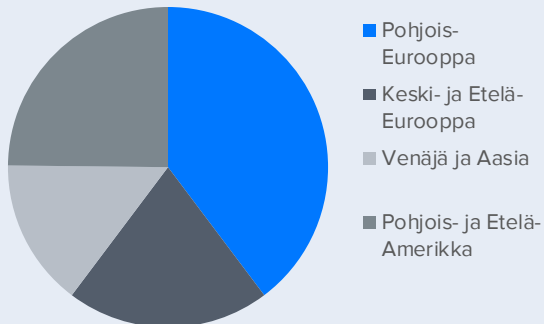
liikevaihdosta, mutta hyvin kannattavaa ja kasvaa metsäkoneemyyntiä nopeammin.

Jälkimarkkinapalvelut (yhteensä n. 35 % liikevaihdosta)

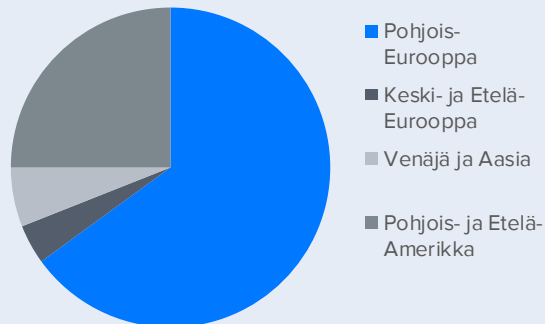
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (18 % liikevaihdosta) sekä vaihtokoneliiketoiminnasta (arviomme mukaan 17 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta 90-95 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä 180 huoltopisteen kautta, joista 40 on Ponssen omia ja 140 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä.

Ponsse myy noin 80 % uusista koneistaan omien myyntiyhtiöidensä kautta, jolloin asiakas hyvin usein tarjoaa oman vanhan koneensa vaihdossa. Yhtiö myy edelleen ko. vaihtokoneen, ja saa useimmiten kaupan yhteydessä taas (vanhemman ja halvemman) vaihtokoneen. Tämä prosessi voi toistua 3-4 kertaa, kunnes asiakkaalla ei enää ole (relevanttia) vaihtokoneita tarjolla. Koneiden myyntituotot luonnollisesti kirjataan Ponssen liikevaihtoon.

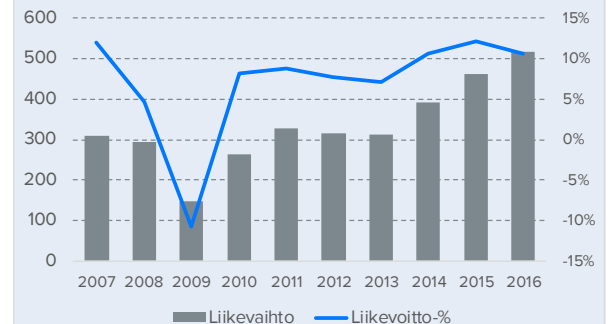
Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2016



Henkilöstön maantieteellinen jakauma 2016



Liikevaihdon ja liikevoitto-%:n kehitys



Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö, jolla on jo näyttöjä

Metsäkonevalmistaja Ponsse on 1990-luvulla tapahtuneen onnistuneen kansainvälistymisen jälkeen kasvanut koko 2000-luvun noin 10 %:n vuositahtia pääkilpailijoiden jäätyä 3-5 %:iin ja on noussut tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman toiseksi suurimmaksi.

Perheyhtiön plussat ja miinukset

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

Uusien koneiden kysyntä on syklistä

Metsäkoneiden kysyntä on johdannainen globaalien hakkuuvolyymien kehityksestä, mikä puolestaan viime kädessä riippuu puuta käyttävän teollisuuden (etenkin rakennusteollisuus sekä paperi- ja kartonkiteollisuus) kysynnästä. Metsäkoneiden kysyntä on loppuasiakkaiden tuotteiden kysyntää selvästi syklistä, mistä osoituksena on globaalinen metsäkonemarkkinan 65 %:n romahdus vuonna 2009. Tätä oli tosin edeltänyt pitkä ja ylikuumenemiseen johtanut nousukausi emmekä näe nyt vastaavia uhkia.

Lukuisia kasvuajureita

Ponssen toimintaympäristössä on sekä nykyisiä että potentiaalisia kasvuajureita. Ensin mainittuja ovat globaalien hakkuuvolyymien kasvu, puunkorjuun lisääntyvä koneellistuminen sekä Ponssen edustaman tavaralajiteknologian markkinaosuuden nousun jatkuminen. Potentiaaliset kasvuajurit liittyvät puunkorjuun etenevään digitalisaatioon ja automatisoimiseen (esim. lennokkipohjainen tiedonhankinta metsistä, koko toimitusketjun kattavat pilvipalvelut ja kehittynyt data-analytiikka). Mahdollisuuden täysi hyödyntäminen edellyttää Ponsselta partneroitumista, mikä on käynnissä.

Potentiaali

Ponssen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Uusien koneiden myynnin kasvu.** Keskeistä on globaalisti etenevä puunkorjuun koneistuminen ja tavaralajimenetelmän markkina-osuuden kasvu. Ponsselle USA:n markkinan kääntyminen nopeampaan kasvuun olisi merkittävä arvoajuri.
- **Huoltopalveluiden kasvu.** Ponssen edelleen käytössä oleva toimitettu konekanta on noin 10000 kpl. Pääasiassa hyväkatteisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 18 % Ponssen liikevaihdosta ja arviomme mukaan noin 35 % liikevoitosta. Vaikka uusien koneiden markkina kohtaisikin vaikeuksia, suuri ja edelleen kasvava sekä myös koko ajan ikääntyvä toimitettu konekanta tuo lisää kasvumahdollisuuksia huollolle.
- **Vahvan kassavirran suomat mahdollisuudet.** Ponssen operatiivinen kassavirta on ollut

vuodesta 2009 positiivinen ja kassavirta investointien jälkeen vuodesta 2012 selvästi positiivinen. Kun huomioidaan konsernin alhainen velkaantuneisuus (nettovelat / käyttökate = 0,5x) on Ponssella hyvät mahdollisuudet panostaa digitaalisten tuotteiden kehitykseen, läsnäolon vahvistamiseen esimerkiksi Aasiassa tai entistä suurempiin osinkoihin.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Uusien koneiden markkinan hyyytyminen.** Vaikka emme pidä vuoden 2009 kaltaista romahdusta todennäköisenä, voi etenkin Kiinan velkakuplan puhkeamisella olla hyvinkin kielteisiä vaikutuksia metsäkoneiden kysyntään. Myös Yhdysvaltain mahdollisten tuontitullien vaikutus Ponsseen olisi selvästi negatiivinen.
- **Panostaminen tuoteominaisuuksiin, jotka eivät myy.** Kaikkein hienostuneimmat ominaisuudet eivät välttämättä ole myyntivaltteja asiakkaiden keskuudessa.
- **Epäonnistuminen partneroitumisessa.** Ponssella ei ole varaa ainakaan isompiin virheliikkeisiin uusien digitaalisten tuoteominaisuuksien ja palvelujen kehityksessä.
- **Työrauha järkkyy Suomessa.** Syksyn 2017 palkkaneuvottelut voivat johtaa työmarkkinahäiriöihin ja toimitusongelmiin satamissa tai Ponssen alihankkijaverkostossa, mikä vuorostaan näkyisi nopeasti asiakasrajapinnassa.

Sijoitusprofiili

1. Vankat markkinan kasvuajurit

2. Jatkuvien tulojen kasvu

3. Joustava kulurakenne

4. Vahva kassavirta ja tase

5. Uudet digitaaliset sovellukset

Potentiaali

- Koneellistuminen ja tavaralajimenetelmä etenevät
- Huoltopalvelut kasvavat konekannan myötä
- Vahva kassavirta luo kasvu- ja osinkopotentiaalia
- Rooli puunkorjuun digiloikassa

Riskit

- Uusien laitteiden markkina hyytyy (Kiinan tilanteen vaikutukset)
- Kehitetään tuoteominaisuuksia, jotka eivät myy
- Epäonnistuminen partneroitumisessa
- Työmarkkinahäiriöt alihankkijakentässä

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli

Valmistus kokonaan omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit ja metsätraktorit tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Tehtaan pinta-ala on noin 2,7 hehtaaria ja henkilöstön määrä noin 350.

Ponsse valmistaa koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit itse. Alhaista ulkoistusastetta perustellaan sillä, että metsäkoneet ja niiden osat ovat marginaalituotteita. Näin ollen olisi hankala päästä valmistusmääriin, joilla alihankkijan intressi varmistaa saatavuus ja tuotekehitys olisi riittävän suuri. Merkittävimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit, hydraulikkakomponentit sekä valukomponentit.

Käynnissä oleva investointi

Ponsse on vuosien 2016-17 aikana investoinut yhteensä yli 30 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa tehdään pinta-ala kasvaa noin 1,3 hehtaaria. Investointi sisältää uuden kokoonpanolinjan, automatisointiasteen kohottamisen sekä suuremman varaston. Uuden linjan ylösajo on tarkoitus tapahtua kesällä 2018. Ponsse tähtää investoinnilla yhtä aikaa sekä laadun ja tuottavuuden parantamiseen että joustavuuden lisäämiseen. Samalla kapasiteetti kasvaa.

Tuotteet teknisesti alansa huippua

Ponssen tuotteita on aina pidetty alan teknisesti edistyneimpiin kuuluvina. Esimerkkejä ovat alumiinirakenteiden käyttö koneissa jo 1980-luvun alussa sekä PC:n tuominen harvesterin ohjaamoon 1992. Ponsse toi myös ensimmäisenä markkinoille 8-pyöräisen

harvesterimallin vuonna 2009 ja nyt näiden osuus tuotannosta on yli 90 %. Viime vuosina tuotekehityksen painopiste on siirtynyt koneen suorituskyvystä ympäristöystävällisyyteen ja kuljettajan ergonomiaan. Merkkinä tästä on Ponssen Scorpion-harvesteri, jossa on viisi keskeistä patentoitua ratkaisua liittyen koneen ympäristöystävällisyyteen ja ergonomiaan (esim. tasapaino ja kuljettajan työskentelynäkyvyys). Kaikkiaan Ponssen metsäkoneissa hyödynnetään 45 patenttiperhettä.

Ponsse korostaa, että asiakkailta saatava palaute on aina keskiössä yhtiön tuotekehityksessä. Samaten yhtiö tähdentää, että sillä on halu ja kyky ottaa isojakin riskejä tuotekehityksessä ja tarjota omintakeisiakin ratkaisuja asiakkaiden esiin tuomiin ongelmiin.

Asiakastarpeisiin vastataan massaräätälöinnillä

Ponsse ei ole julkistanut tietoa eri konemalleille yhteisten komponenttien ja osakokonaisuuksien osuudesta, mutta arvelemme tämän olevan 40-50 %. Suuri keskenään vaihtokelpoisten osien määrä mahdollistaa paitsi merkittävät synergiaedut kulutus- ja varaosatoiminnoissa, myös laajan malliston ja koneiden tehokkaan massaräätälöinnin. Ponssen mukaan sillä on markkinoiden laajin mallisto. Lisäksi asiakas tekee kunkin yksittäisen koneen osalta 60-80 valintaa koneen lopullisen konfiguraation suhteen.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle, josta ne kuljetetaan edelleen

satamien kautta jakelijoille. Vuonna 2016 rahdit ja huolinta vastasivat ainoastaan 1,6 %:sta Ponssen liikevaihtoa, joten tehtaan sijainti etäällä satamista tai muista rahtiliikenteen solmukohdista ei ole ongelma. Lisäksi on huomattava, että myös pääkilpailijoiden tehtaat sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponssen jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu kymmenen oman myyntiyhtiön sekä noin 35 jälleenmyyjäyhtiön avulla.

Digitalisoituminen ajaa partneroitumaan

Tulevaisuudessa puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat edelleen voimakkaasti. Kasvualueita tulevat olemaan 1) uudenlainen satelliitti- ja lennokkiperustainen tiedonhankinta metsistä; 2) ”metsien internet” eli koko toimitusketjun reaaliaikainen tiedonhankinta ja -välitys; 3) sensoriteknologia, robotiikka ja kauko-ohjatut metsäkoneet sekä 4) data-analytiikka (ennusteet, simulointi, tekoäly, päätöksenteon tukijärjestelmät). Ponsse onkin hankkimassa merkittävän määrän teknologia-partnereita ko. kehityksen hyödyntämiseksi metsäkoneissa. Prosessi on yhtiön mukaan vasta aluillaan, mutta hyvässä vauhdissa.

Liiketoimintamallin arvio

Näyttöjen perusteella liiketoimintamalli toimii hyvin. Näemme kuitenkin yhden tehtaan ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmän melko riskialttiina ja yhtiön valinnanvaraa kaventavana. Myös partneroitumisen onnistumisessa on riskejä.

Ponssen päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, kg:	16500-23800
Pituus, cm:	730-899
Leveys, cm:	285-314
Moottorin teho, kW:	150-240
Moottorin vetovoima, kN:	130-230
Nosturin ulottuma, m:	10-11
Harvesterin avauma, mm:	530-740
Hinta, TEUR	300-550

Kuormatraktorit



Paino, kg:	14700-22900
Pituus, cm:	933-1106
Leveys, cm:	270-331
Moottorin teho, kW:	150-210
Kuormaimen nostomomentti, kN:	106-160
Kuormainen ulottuma, m:	10
Kuormatila, kg:	10000-20000
Hinta, TEUR	250-350

Huollon liiketoimintamalli

Toiminnan pohjana kattava huoltoverkosto

Ponssen huolto liiketoiminta vastasi 18 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2016 oltuaan noin 95 MEUR. Ponsella on kaikkiaan 180 huoltopistettä 33 maassa. Huoltopisteistä 40 on Ponssen omia ja 140 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (25), Ruotsissa (32), Venäjällä (29) ja Yhdysvalloissa (15). Huollon käytettävissä on kaikkiaan yli 500 työntekijää.

Käytännössä kaikki yhtiön toimittamat ja edelleen käytössä olevat noin 10 000 metsäkoneita ovat huollon piirissä, sillä vähintään metsäkoneen varaosat hankitaan Ponssen tai sen edustajan kautta. Ponssen mukaan kiinteän huoltopisteen perustamisen kannalta noin 30 huollettavan koneen kanta on minimimäärä. Koneiden sijainnin hajanaisuudesta johtuen päättelemme kuitenkin, että huoltoverkostossa olisi edelleen tarvetta kasvattamiseen (10 000 / 180 = noin 55 konetta per huoltoyksikkö eli selvästi enemmän kuin 30).

Takuukustannukset katettu 7 MEUR varauksella

Ponsse myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2016 lopussa 7,3 MEUR:n takuuvaraus, joka perustuu aikaisemmilta vuosilta kertyneeseen tuotteiden vikaantumishistoriaan. Takuuvarauksen odotetaan kattavan seuraavan vuoden takuukorjausten kustannukset.

Huoltosopimuksilla haetaan ennustettavuutta

Kulutus- ja varaosien lisäksi Ponsse tarjoaa enimmillään kolmen vuoden tai 7200 käyttötunnin mittaisia huoltosopimuksia (Ponsse Active Care tai Active Care+), joihin kuuluvat kiinteähintainen määräaikaishuolto alkuperäisillä varaosilla ja tarkastuksilla. Active Care+:aan sisältyy lisäksi pidennetty takuu normaalista 2000 käyttötunnista aina 6000 käyttötuntiin. Ponsse ei ole julkistanut varsinaisen huoltosopimuksen piirissä olevaa osuutta em. 10000 koneen kannasta, mutta sanoo ”suurimman osan” koneista käyvän Ponssen huollossa vuosittain. Huoltopalveluihin kuuluu myös tekninen tuki, joka sisältää kenttähuoltoa (huoltoauto ajaa työmaalle) ja huoltoneuvontaa sekä toisaalta käyttökoulutusta uuden metsäkoneen toimituksen yhteydessä.

Konekohtainen huolto liikevaihto kasvaa käyttötuntien funktiona

Huoltopalvelujen liikevaihto vaihtelee voimakkaasti koneiden välillä. Koska huollon liikevaihdosta 90-95 % muodostuu kulutus- ja varaosista, on koneiden käyttötunneilla ratkaiseva vaikutus kysyntään. Hakkuukoneen käyttötunnit Pohjoismaissa ovat yleensä reilut 2000 tuntia vuodessa ja Pohjois-Amerikassa vain noin 1500 tuntia vuodessa, mutta toisaalta Venäjällä ja Brasiliassa usein yli 4000 tuntia vuodessa.

Koneen teknisen elinkaaren päättyessä yleensä 30 000 käyttötunnin jälkeen on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on oleellisesti suurempi viimeisten 10 000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10 000 käyttötunnin aikana.

Paljon eväitä huollon kasvuille ja hyvälle kannattavuudelle

Seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) toimitetun metsäkonekannan kasvu noin 1000 koneella vuosittain merkiten noin 10 %:n lisäystä käytössä olevaan konekantaan; 2) metsäkoneyrittäjät yhä useammin ulkoistavat huollon eivätkä enää yritä huoltaa koneita itse kuten aikaisemmin; 3) metsäkoneiden ristiinhuolto eri konemerkkien välillä on hyvin vähäistä eli Ponsse käytännössä yksin huoltaa toimittamaansa konekanta ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten piraattiosien merkitys tärkeällä kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

Ponsse on kommentoinut huolto liiketoimintansa kannattavuutta sanomalla, että kulutus- ja varaosaliiketoiminta on kannattavampaa kuin uusien koneiden myynti. Tässä suhteessa Ponsse ei poikkea muista konepajayhtiöistä. Huollossa käytetyt työtunnit Ponsse näkee osaksi asiakaspalvelua ja varsinainen kate tehdään kulutus- ja varaosamyynnissä. Yksittäisten huoltotapahtumien ja niistä laskuttamisen sijaan yhtiö pyrkii pitämään kurissa asiakkaan koneen elinkaarikustannukset, sillä ne ratkaisevat asiakastyytyväisyyden ja vaikuttavat oleellisesti merkkiuskollisuuteen mm. uusintaostotilanteessa.

Liiketoimintamallin arvio

Positiivista on kilpailun vähyys, erityisesti hyvin kannattavassa kulutus- ja varaosatoiminnassa. Arviointia vaikeuttaa tiedon puute varsinaisten huoltosopimusten määrästä, mutta digitalisoitumisen mahdollistamassa ennakoivassa huollossa on varmasti kasvuvaraa.

Vaihtokoneiden liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta saadaan lähes aina vaihtokone

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

Jälleenmyyjät huolehtivat omista vaihtokoneistaan

Ponsse on indikoinut, että se myy noin 80 % valmistamistaan metsäkoneista oman jakeluverkostonsa eli omien myyntiyhtiöidensä kautta loppujen mennessä asiakkaalle jälleenmyyjäyhtiön kautta. Ponssen mukaan viimeksi mainitut yhtiöt hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

Vaihtokoneliiketoiminnalle on tyypillistä, että se on kertautuvaa. Myydessään uuden koneen kaupassa vastaanottamansa vaihtokoneen edelleen Ponsse tyypillisesti joutuu ottamaan vastaan asiakkaan vaihtokoneen ja sama tilanne usein toistuu ”vaihtokoneen vaihtokonetta” myydessä. Uuden koneen myynnistä voikin lopulta koitua Ponsselle 2-4 vaihtokonekauppaa. On kuitenkin muistettava, että kierros kierrokselta 1) myytävien vaihtokoneiden keskihinta laskee ja 2) kaupassa vaihtokoneen tarjoavien asiakkaiden osuus alenee.

Arvioimme, että myydessään itse uuden koneen saa Ponsse 90 %:ssa tapauksista taseeseensa vaihtokoneen. Vaihtokonetta myydessä

arvioimme osuuden laskevan 65 %:iin ja vaihtokoneen vaihtokonetta myydessä edelleen 40 %:iin. Käytännössä koneet ovat tässä vaiheessa usein jo teknisen elinkaarensa päätösvaiheessa.

Kone myydään useimmiten paikallisesti

Ponssen mukaan vaihtokonemarkkina on varsin aktiivinen eivätkä kaikki metsäkoneasiakkaat suinkaan halua uutta konetta. Yhtiö ei omaehtoisesti kunnosta myyntiin asettamiaan vaihtokoneita, mutta ostajalle tarjotaan mahdollisuutta haluamiensa koneen osien kunnostamiseen. Pääsääntöisesti vaihtokoneet myydään samoilla markkinoilla, joilla ne on vastaanotettu. Yhtiön mukaan Suomesta ja Ruotsista viedään kuitenkin jonkin verran vaihtokoneita Itä-Eurooppaan.

Fokus varaston kierrossa ja kassavirrassa

Ponssen fokus vaihtokoneliiketoiminnassa on ennen kaikkea varaston hallinnassa ja kassavirrassa. Keskimääräinen myyntiaika vaihtokoneella on 3-6 kuukautta. Varaston mahdollisesti kasvaessa tarpeettoman suureksi tai yksittäisten koneiden kaupankäynnin seisahtuessa järjestää Ponsse tarvittaessa myyntikampanjoita tai koneiden huutokauppoja.

Ponsse on indikoinut, että sen tarjoamat vaihtohinnat neuvotellaan sellaisiksi, ettei yhtiön tarvitse myydä vaihtokoneita tappiolla. Vaihtokonekaupasta saatavia marginaaleja luonnehditaan kuitenkin muihin liiketoimintoihin verrattuna pieniksi, mikä tarkoittaa myyntimixin heikentymistä vaihtokonekaupan roolin kasvaessa.

Vaihtokoneiden liikevaihto samaa luokkaa huollon kanssa

Uskomme että Ponssen taseessa vaihtokoneomaisuuden osana näkyvä ”muu vaihtokoneomaisuus” (2016: 32,7 MEUR; 2015: 25,2 MEUR) on käytännössä kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä vastaa 9-11 % taseesta mainittuina vuosina eli arvostukseen liittyviä riskejä voidaan pitää kohtuullisina. Kun oletamme vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi 4,5 kuukautta sekä myynnin katetasoksi 5 %, päädyimme 91-92 MEUR:n arviointiin vaihtokoneliiketoiminnan liikevaihdosta viime vuonna. Tämä vastasi 17-18 % konsernin liikevaihdosta. Liikevaihto on siis arvioimme mukaan samaa luokkaa huolto-liiketoiminnan kanssa.

Liiketoimintamallin arvio

Dynamiikka on tervettä siinä mielessä, että vaihtokoneen taseeseen tuloa on aina edeltänyt uuden koneen myynti ja vaihtokonevaraston koko on Ponssen kokoon verrattuna kohtuullinen (6 % vuoden 2016 liikevaihdosta ja 22 % konsernin omasta pääomasta 31.12.2016). Keskittyminen kassavirtaan on mielestämme perusteltua ja se, että liiketoiminta on mitä ilmeisimmin kohtuullisen kannattavaa on positiivinen lisäpiirre. Olettamallamme noin 5 %:n liikevoittomarginaalilla Ponsse tekisi vaihtokoneliiketoiminnassa varsin hyvää noin 15 %:n sijoitetun pääoman tuottoa.

Ponssen liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



1 Liikevaihto	Markkinan syklisyys		1	Lyhyellä tähtäimellä kysyntä on syklistä
	Liikevaihdon jatkuvuus		1	Huollon osuus melko pieni, mutta nousussa
	Liikevaihdon hajautuminen	1		Paljon asiakkaita, hyvä maantieteell. hajautus
2 Kannattavuus	Kapasiteetin joustavuus		2	Lyhyellä ajalla vähän joustoa (oma tuotanto)
	Kustannusten skaalautuvuus	2		Kohtuullisesti joustavat operatiiviset kulut
3 Pääoman sitoutuminen	Operatiivinen rahavirta	3		Vahva kassavirta, hyvä käyttöpääoman hallinta
	Investointi-intensiivisyys	3		Kohtuullinen investointitarve kiinteään omaisuuteen

Arvio Ponssen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Ei julkituotua strategiaa

Ponssella ei ole varsinaista julkistettua strategiaa. Yhtiö on julkistanut toimenpidesuunnitelman vuosille 2017-2019 ”osana strategiaprosessia”, mutta ko. suunnitelma on kuitenkin enemmän Ponssen vastuullisuus-käsityksen ja tähän liittyvän toimintakulttuurin kehityssuunnitelma kuin varsinainen strateginen julkilausuma, vaikka yhtiön taloudelliset tavoitteet onkin liitetty osaksi ko. suunnitelmaa. Pidämme julkistetun strategian puutetta negatiivisena sijoittajille, mutta mielestämme kokonaiskuva on kuitenkin kohtuullisen selkeä.

Oletuksemme strategisiksi kulmakiviksi

Ponssen johdon kanssa käymiemme keskustelujen sekä muun aineiston perusteella näemme seuraavat seikat yhtiön strategisiksi kulmakiviksi:

- 1. Tiukka fokus.** Toisin kuin kansainvälisten konglomeraattien osana toimivilla pääkilpailijoilla, Ponssen koko toiminta on valjastettu ainoastaan tavaralajimenetelmän kumipyöräisten metsäkoneiden kehittämiseen, valmistamiseen ja myymiseen.
- 2. Asiakastarpeiden huomioiminen kaikessa toiminnassa.** Ponssella tämä tarkoittaa asiakaspalautteen eli käyttökokemusten, kritiikin ja kehitysideoiden laajamittaista ja jatkuvaa keräämistä ja sen heijastamista koko ketjuun tuotekehityksestä valmistuksen ja jakelun kautta jälkimarkkina-toimintoihin. Osana tätä toimintatapaa asiakkaiden henkilökohtainen tunteminen ja jopa heidän perheidensä huomioiminen

toiminnassa on hyvin keskeistä ja arviomme mukaan erottaa yhtiön edukseen kilpailijoista.

- 3. Innovatiivisuus.** Ponsse antaa suunnittelijoille vapaat kädet kehittää uudenlaisia ratkaisuja. Tähän liittyen yhtiö on valmis ottamaan merkittäviäkin riskejä tuotekehityksessä. Esimerkki tällaisesta innovaatiosta on nosturin sijoittaminen ohjaamon taakse Ponsse Scorpion-harvesterissa, mikä osoittautui erinomaiseksi ratkaisuksi.
- 4. Osaaminen omissa käsissä.** Ponsse on keskittänyt tuotteiden valmistuksen yhteen yksikköön ja laskee hyötyvänsä merkittävästi kaiken keskeisen osaamisen pitämisestä omissa käsissä sekä tuotekehityksen, hankintojen ja valmistuksen läheisestä integraatiosta. Yhtiön mukaan tämä näkyy niin tehokkuudessa, laadussa kuin reaktionopeudessaakin.

Kilpailustrategian tarve voi nousta

Kaikkien strategioiden onnistumisen mittari on niiden toimivuus käytännössä ja tässä mielessä Ponssen strategia vaikuttaa tehokkaalta. Se ei ole helposti kopioitavissa ja sekä yhtiön kasvu, kannattavuus että kassavirta ovat hyvällä tasolla.

Tilanteeseen vaikuttaa arviomme mukaan myös tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan oligopolistinen rakenne ja se, että metsäkoneala ei ole Ponssen pääkilpailijat omistavien konsernien ydinliiketoimintaa. Kilpailutilanne on siis mielestämme kohtuullisen rauhallinen.

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

Strategian arviointi

Pidämme edellä esitetyistä Ponssen strategisista kulmakivistä erityisesti kahdesta ensin mainitusta. Tiukka keskittyminen yhtiön omaan ydinosaamisalueeseen on sijoittajien intresseissä ja yhtiön tavoite pitää asiakastarpeet toiminnan johtavana periaatteena auttaa varmasti saamaan tilauksia. Sitä vastoin pidämme yhden tehtaan valmistuskonseptia sen hyvistä puolista huolimatta riskinä eikä se, että pääkilpailijoilla tilanne on melko samanlainen muuta näkemystämme.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Taloudelliset tavoitteet

Ponssen vuosien 2017-2019 toimintasuunnitelmassa ja muualla julkistetut taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon markkinaa nopeampi kasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali $\geq 12\%$
- **Kassavirta:** Operatiivinen kassavirta \geq käyttökate
- **Pääomatehokkuus:** Pääoman kiertonopeus $\geq 2x$
- **Tuottavuus:** Vieremän tehtaan tuottavuusparannus $\geq 5\%$ vuodessa

Tulkitsemme em. tavoitteiden tarkoittavan niiden saavuttamista vuosien 2017-2019 aikana eikä esimerkiksi ko. vuosina keskimäärin tai yli syklin.

Kommenttimme tavoitteiden suhteesta viime vuosien toteutuneisiin lukuihin ovat:

- **Kasvu:** Ponssen liikevaihto kasvoi vuosina 2014-2016 12-25 % vuosittain (keskimäärin 18 %), mikä todennäköisesti ylittää selvästi markkinakasvun. Pääkilpailijoiden kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut keskimäärin 6-12 % kyseisellä jaksolla.
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali oli 12,1 % vuonna 2015, mutta ostettujen materiaalien ja palvelujen osuus liikevaihdosta oli tuolloin tavanomaista 64-65 %:n tasoa alempi oltuaan 62,8 %. Vuosina 2014 ja 2016 liikevoittomarginaali oli 10,7%. Kannattavuudessa on mielestämme parantamisen varaa.

- **Kassavirta:** Operatiivinen kassavirta oli vuosina 2014-2016 67-80 % käyttökatteesta, joten tässä suhteessa tavoitteesta on jääty.
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -lukuna. Tavoite saavutettiin vuosina 2014 (2,0x) ja 2015 (2,0x), mutta siitä jäätiin vuonna 2016 (1,8x).
- **Tuottavuus:** Mittaaminen on ulkopuoliselle mahdotonta ja sen seuranta jää yhtiön raportoinnin varaan.

Liikevaihdon kasvutavoite on maltillinen

Tavoite on saavutettu viime vuosina ja sen saavuttaminen on mahdollista myös jatkossa. Kasvua tukee Vieremän tehtaan laajennusinvestointi sekä jakeluverkoston edelleen jatkuva laajentaminen. Tavoitteen saavuttamisen arviointia kuitenkin vaikeuttaa markkinoiden koosta ja myös pääkilpailijoiden liikevaihdon kehityksestä saatavan tiedon vähäisyys.

Kannattavuustavoitteessa riittää haastetta

Ponsse on aikaisemmin saavuttanut tavoitteen vain erittäin suotuisissa oloissa. Yhtiön mukaan tavoite edellyttää jatkossa onnistumista volyymikasvussa, Vieremän tehtaan hyvää tuottavuutta ja tiukkaa kulukontrollia. Emme pidä tavoitetta epärealistisena, mutta liikevoittomarginaalin nostaminen kestävästi yli 12 %:n tason on erittäin haastavaa.

Kassavirtatavoite kysymysmerkki

Ponssen tavoite käyttökateen ylittävästä operatiivisesta kassavirrasta on mielenkiintoinen, sillä sen saavuttaminen edellyttää jo määritelmällisesti joko a) nettokäyttöpääoman supistumista kasvun sijaan, b) positiivisia kassaperustaisia nettorahoituskuluja, c) erittäin pieniä maksettavia veroja tai d) kaikkien näiden yhdistelmää. Tietojemme mukaan tavoite on saavutettu ainoastaan vuonna 2013, jolloin operatiivinen kassavirta oli 38,5 MEUR ja käyttökate 29,1 MEUR. Kyseisenä vuonna nettokäyttöpääoma supistui noin 11 MEUR, mitä voidaan pitää poikkeuksellisenä.

Pääomatehokkuus ei ole ongelma

Laskeva pääomatehokkuus Ponssen tavalla mitattuna ei ole huolestuttavaa, sillä sen takana on taseen kasvu oman pääoman ja kassan kasvun, toisin sanoen hyvän kannattavuuden seurauksena. Sijoittajan kannalta mielekäs tapa taseen supistamiseen ja tunnusluvun parantamiseen olisi tietenkin avokätinen osingonjako.

Ei kovin täsmällistä osingonjakopolitiikkaa, mutta tasainen kehitys saanee jatkoa

Ponssen osinkopolitiikan mukaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääomavaatimusten mukaisesti”. Osakekohtaisen osingon suuntaus on ollut viime vuosina nouseva ja osingonjakosuhte on ollut 37-42 % vuosina 2014-2016. Odottamamme hyvän kannattavuus- ja kassavirtakehityksen myötä ennustamme osingonjakosuhteen kohoavan 55 %:iin vuonna 2020..

Ponssen liiketoimintaympäristö

Asiakkaat / kumppanit

~ 2000 metsäkone-yrittäjää



Kilpailijat / verrokkit



JOHN DEERE



SAMPO ROSENLEW

P O N S S E

Sektorit (2016 liikevaihdosta, %)



Uudet metsäkoneet
n. 65 %



Vaihtokoneet
n. 17-18 %



Huolto
18 %

Tuotteet

Harvesterit



Kuormatraktorit



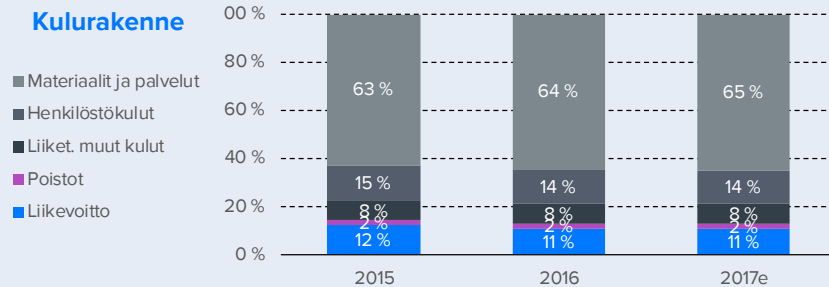
Hakkuupäät



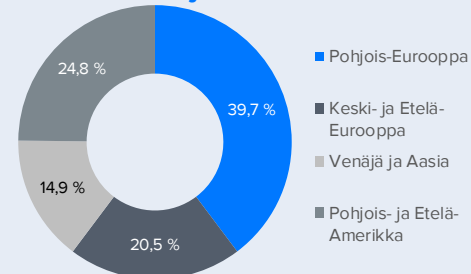
Tietojärjestelmät



Kulurakenne



Liikevaihdon jakautuminen 2016



Lähde: Inderes, Ponsse

Metsäkonemarkkinat (1/3)

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 1,8-1,9 miljardia kuutiota

Metsäkoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat 1,8-1,9 miljardia m³ vuodessa, sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun lisäksi suunnilleen saman suuruinen määrä puuta käytetään polttopuuna. Tästä valtaosa on manuaalisesti hakattua / kerättyä puuta asuntojen lämmitykseen sekä keittotarkoituksiin pääasiassa Aasiassa, Afrikassa ja Latinalaisessa Amerikassa. Tarkkojen tietojen hankkiminen on sen vuoksi vaikeaa. Varsinaisen teollisen energiapuun käyttö on globaalisti edelleen varsin vähäistä ja energiapuun osuus Suomenkin puukaupasta on selvästi alle 10 %.

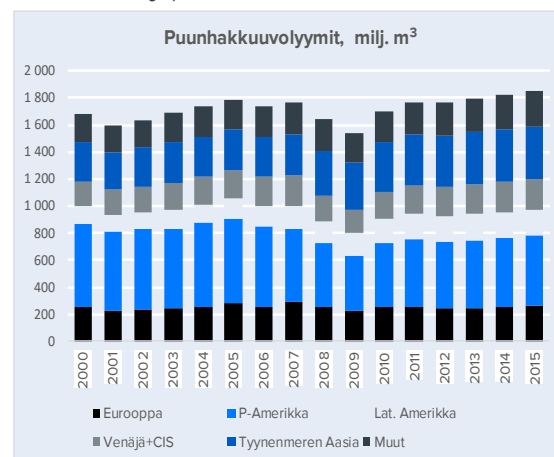
Hakkuuvolyymien kasvu hidasta

Teollisen raakapuun (kuitupuun, tukkipuun) suurimmat loppukäytämärkinat löytyvät rakentamisesta (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muusta puutuoteteollisuudesta (mm. vaneri- ja muu puulevy- ja puutuoteteollisuus) sekä sellu- ja massateollisuudesta. Kyseessä on globaalisti kypsä toimiala, jossa tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaali-teollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden (paperi) kysynnän vähittäisellä laskulla.

Energiapuun käyttö kokonaisuutena todennäköisesti laskee kaupungistumisen myötä, mutta teollisen energiapuun käyttö todennäköisesti kasvaa. Esimerkiksi FutureMetrics ennustaa, että puupellettien kysyntä tärkeimmillä markkinoilla (Iso-Britannia, Alankomaat, Belgia, Tanska, Etelä-Korea, Japani

ja Kanada) kasvaa 13,8 miljoonasta tonnista yli 42 miljoonaan tonniin vuoteen 2025 mennessä eli kasvua olisi yli 13 % vuosittain. On kuitenkin huomattava, että energiapellettien valmistukseen käytetään pääasiallisesti puunjalostuksessa syntyviä sivutuotteita kuten puupurua. Näin ollen kasvussa on kyse enemmän raaka-aineen tehokkaammasta käytöstä kuin hakkuumäärien kasvuun vaikuttavasta tekijästä.

Oheisessa kuvassa on esitetty teollisen raakapuun globaalit hakkuuvolyymit (miljoonia kuutiometrejä) alueittain:



Lähde: FAO

Globaalit hakkuuvolyymit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla 2000-2015 keskimäärin vain 0,6 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Latinalaisessa Amerikassa (2,6 %), Tyynenmeren Aasiassa (1,9 %) ja Venäjällä (1,7 %), kun taas kasvu on ollut nolaluokkaa Euroopassa (0,2 %) ja negatiivista Pohjois-Amerikassa (-1,2 %).

Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin alle 1%:ssa vuosittain kasvun ollessa edelleen nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien lisääntyessä edelleen.

Hakkuiden koneellistumisasteesta vielä paljon nousuvaraa

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja kuormatraktorin yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori - yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on Ponssen arvion mukaan noussut vuoden 2010 noin 35 %:sta tähänhetkiseen reiluun 40 %:iin. Odotamme nousun jatkuvan suunnilleen samaa tai hieman hidastuvaa tahtia. Koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset koneinvestointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia).

Tavaralajimenetelmällä merkittäviä kilpailuetuja

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

Metsäkonemarkkinat (2/3)

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

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

Tavaralajimenetelmän etuja kokopuumenetelmään nähden ovat 1) vähäisemmät ympäristörasitukset (karsitut latvukset ja oksat toimivat työskentelyalustana jolloin kone ei rasita maaperää sekä toisaalta jäljelle jäävien puiden pienemmät vauriot harvennuksissa); 2) hakkuiden korkeampi saanto; 3) parempi soveltuvuus pehmeään maaperään ja esim. suoalueille; 4) säästöt kuljetuskustannuksissa (kuormatraktorin kapasiteetti on selvästi juontokonetta isompi) sekä 5) vähemmistä käsittelykerroista ja ”pehmeämmästä” käsittelystä (puut kannetaan eikä niitä raahata) seuraava korkeampi laatu ja puhtaampi lopputulos.

Tavaralajimenetelmän haittoja puolestaan ovat 1) korkeampi investointikustannus; 2) selvästi korkeammat vaatimukset koneenkäyttäjän osaamistasolle; 3) monimutkaisemmasta teknologiasta koituvat toimivuusriskit; 4) harvesteripään heikompi toimivuus syvässä lumessa sekä joidenkin puulajien (esim.

suurikokoiset haavat) kanssa.

Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,1-1,2 miljardia euroa

Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla varsin vähän. Freedonia arvioi vuoden 2015 tutkimuksessaan koko markkinan arvoksi noin 7,4 miljardia dollaria (tuolloin n. 5,6 miljardia euroa). Freedonia myös arveli koko markkinan keskimääräiseksi kasvuvauhdiksi 4,5 % vuodessa 2015-2019 eli nousua 9,3 miljardiin dollariin (nykykurssilla 8,5 miljardia euroa). Tutkimuksessa oli kuitenkin mukana paljon tuotteita, joilla on vain vähän tekemistä Ponsen markkinoiden kanssa (moottorisahat, kuorimakoneet, silppurit ja niin edelleen).

Ponselle relevanttia markkinaa olisikin helpompi arvioida myytävien konemäärien ja tärkeimpien toimijoiden liikevaihdon kautta. Valmistajat eivät kuitenkaan julkista toimitusvolyymejään yksittäisinä vuosina eivätkä myöskään pelkästä uuslaitemyynnistä kertynyttä liikevaihtoa. Ponsen tämänhetkinen arvio on, että maailmassa myydään vuosittain noin 3500 tavaralajimenetelmän metsäkonetta jakautuen puoliksi harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken. Harvestereiden keskimääräinen myyntihinta on 350-400 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR, joten tavaralajimenetelmän uuslaitemyynnin markkinan koko globaalisti on arviolta 1100-1200 MEUR.

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus on kasvanut koko ajan

Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on

viimeisimpien arvioiden mukaan ylittänyt 40 %:n rajan oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistymisen ennen kaikkea Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa.

Pohjois-Amerikan markkina haasteellinen

Tavaralajimenetelmän suosio vaihtelee voimakkaasti eri maantieteellisillä alueilla.

Venäjällä tavaralajimenetelmän yleistymisen on ollut nopeaa ja sen osuus Venäjän koneellisessa puunkorjuussa nousi vuoden 2005 noin 40 %:sta vuoden 2016 yli 90 %:iin. Venäjällä tavaralajimenetelmä on suosittu kaikkialla, missä on länsimaista metsäteollisuutta. Tärkeitä argumentteja menetelmän puolesta ovat koneiden kantavuus pehmeällä maalla, soveltuvuus kelirikkoajan puunkorjuuseen sekä puunkorjuun siirtyminen hoidettuihin istutus- ja viljelymetsiin.

Tavaralajimenetelmän osuus on silmiinpistävästi pieni Pohjois-Amerikassa (n. 10 %). Syitä tähän on useita: 1) kulttuuri, jossa puutavara nähdään raaka-aineena jonka käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joiden varastointi, muu logistiikka sekä puutavaran prosessointi on viritetty puutavaran käsittelyyn bulkkituotteena; 3) eri osavaltioissa lisääntyvä puun energiakäyttö, joka suosii kokopuumenetelmää sekä 4) metsäalan työvoiman koostuminen suurelta osin siirtolaisista, joilla ei ole tavaralajimenetelmän edellyttämää korkeaa osaamista ja kielitaitoa.

Metsäkonemarkkinat (3/3)

Tavaralajimenetelmä on Pohjois-Amerikassa yleistynyt Kanadan itäosissa sekä Yhdysvalloissa Suurten Järvien alueella, mutta kehitys on ollut hidasta eikä tähän odoteta nopeita muutoksia.

Latinalaisessa Amerikassa koneellinen puunkorjuu keskittyy pääasiassa istutusplantaaseille ja kaikki korjuumenetelmät ovat käytössä. Tavaralajimenetelmän osalta kuormatraktoreiden toimivuus on plantaaseilla hyvä, mutta puut kaadetaan tavallisten harvestereiden sijasta usein myös telalustaisilla kaatokoneilla, joita Ponsse ei valmista. Kaikkiaan tavaralajimenetelmän osuudeksi Brasilian koneellisessa puunkorjuussa arvellaan 65-67 %. Osuus on ollut hienoisessa kasvussa viime vuosina. Toinen tärkeä markkina on Uruguay, joka on melkein täysin tavaralajimenetelmän hallitsema.

Aasian markkinat ovat Ponssen näkökulmasta olleet vähemmän houkuttelevat. Kiinassa lisääntyneet luonnonmetsien hakkuukiellot ovat johtaneet merkittävään ylikapasiteettiin metsänkorjuussa ja vaikka istutusmetsien hakkuut ovatkin lisääntyneet, on Kiina ennen kaikkea lisännyt puutavaran tuontiaan. Muissa Aasian maissa jo tarvittavien investointien suuruus hidastaa markkinan kehittymistä. Intian markkinoita Ponsse ei ole juuri tutkinut ja Indonesian markkinoiden kooksi arvellaan muutama kymmenen metsäkonetta vuodessa.

Markkinan painopiste edelleen Euroopassa

Ponssen esittämän arvion mukaan tavaralajimenetelmän metsäkoneiden globaali markkina on kooltaan noin 3500 konetta. Arviomme mukaan markkina on edelleen varsin Eurooppa-painotteinen, sillä Eurooppa

kokonaisuutena vastaa noin 70 %:sta koko markkinaa, jakautuen Pohjois-Euroopan (Pohjoismaat ja Baltia) 37 %:n osuuteen ja muun Euroopan 33 %:n osuuteen. Voimakkaassa nousussa oleva Venäjän metsäkonemarkkina vastaa 11 %:sta, Pohjois-Amerikka 7 %:sta ja Latinalainen Amerikka 9 %:sta.

Metsäkonekysyntä on syklistä

Vaikka tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisten 25 vuoden aikana, on ala syklinen. Vuonna 2009 globaali markkina putosi 1400 koneeseen edellisen vuoden 4000 koneesta eli -65 %. Markkina ei ole siis vieläkään tavoittanut vuoden 2008 tasoa. Pienempi notkahdus markkinassa koettiin myös 2012-2013. Vaikka vuoden 2009 tapahtumien uusiminen olisikin epätodennäköistä, ovat pienemmät markkinashokit mahdollisia.

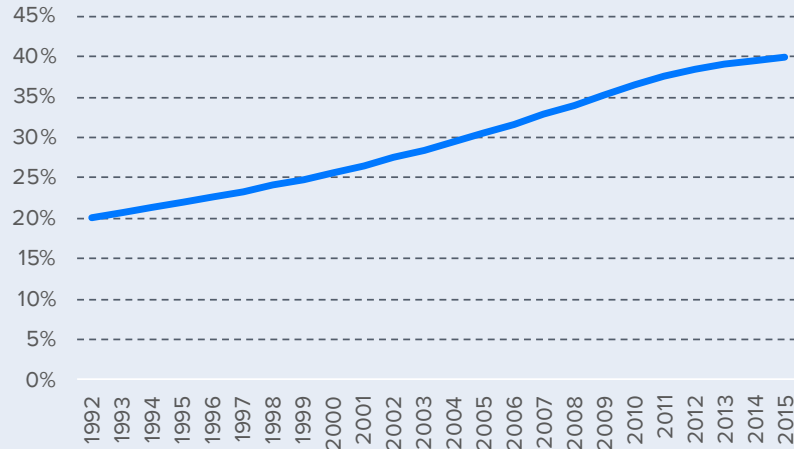
Ponssen kohdemarkkinan kasvutahti 4-5 %

Ponssen markkinan kasvulla vuosina 2017-2020 on kolme keskeistä ajuria: 1) puunkorjuun globaali kasvu, joka on hidasta. Volyymikasvuksi arvioimme 0,9-1,5 % vuodessa; 2) puunkorjuun etenevä koneellistuminen, joka tuo markkinaan arviomme mukaan 1,7-2,4 %:n vuotuisen lisäkasvun sekä 3) tavaralajimenetelmän yleistymisen koneellisena puunkorjuumenetelmänä eli sen markkinaosuuden kasvu. Tämä tuo arviomme mukaan ennustejaksolla 1,1-1,5 %-yksikön lisäkasvun jo mainittujen kasvuajureiden päälle. Kokonaisuutena Ponssen kohdemarkkina kasvaa siten arviomme mukaan 4-5 %:n vuositahtia 2017-2020.

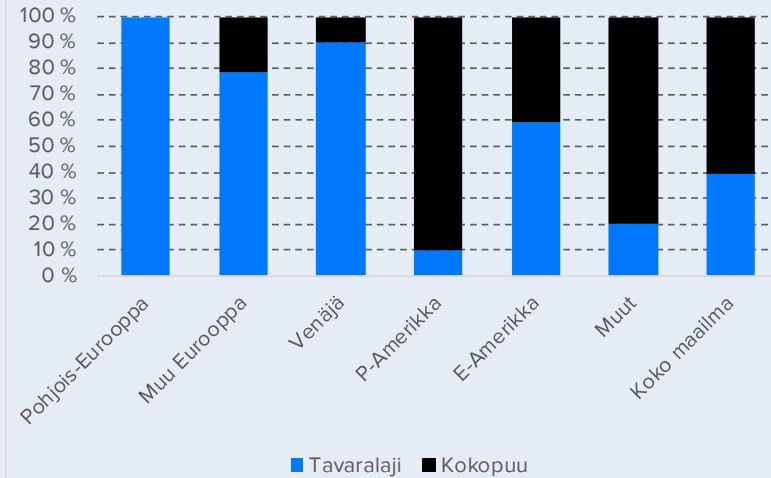
Kaikkiin mainittuihin tekijöihin liittyy epävarmuutta, vaikka niiden puolesta puhuvat vahvat argumentit. Mielestämme suurin epävarmuus liittyy siihen, kuinka helposti metsäurakoitsijat kasvavilla markkinoilla (jotka usein ovat ns. kehittyviä markkinoita) kykenevät rahoittamaan tavaralajimenetelmän konehankinnat. Koneet ovat investointeina hintavampia kuin kokopuumenetelmän koneet

Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat

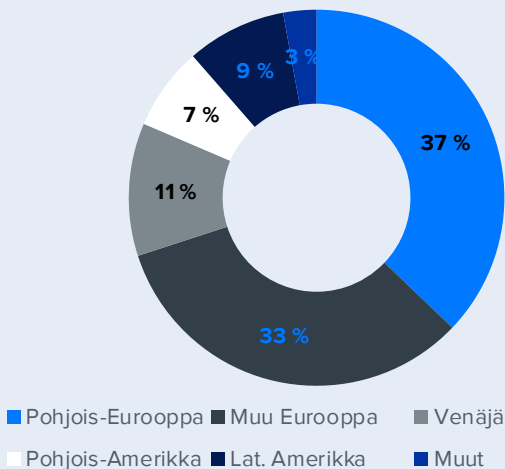
Tavaralajimenetelmän indikatiivinen markkinaosuus, %



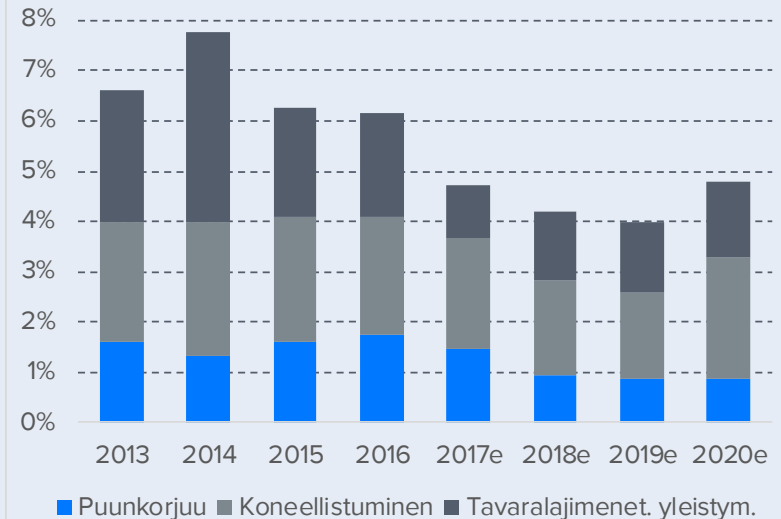
Tavaralajimenetelmän osuus alueittain



Tavaralajimenetelmän konemarkkina alueellisesti



Ponssien kohdemarkkinan kasvuajurit



Lähde: Ponsse; Inderes

Kilpailutilanne (1/3)

Markkina pitkälti kolmen kauppa

Tavaralajimenetelmän metsäkoneiden noin 3500 kappaleen globaali markkina on valtaosin eli 85-90 %:sesti jaettu kolmen toimijan kesken. Nämä ovat John Deere Forestry Yhdysvalloista, Ponsse sekä japanilainen Komatsu Forest. Näistä Ponsse ja Komatsu Forest keskittyvät pelkästään tavaralajimenetelmään, kun taas Deere valmistaa Yhdysvalloissa myös kokopuumenetelmän koneita. Alan mielenkiintoisiin piirteisiin kuuluu, että kaikilla kolmella em. valmistajalla on linkki Suomeen. Deere Forestry osti Metso Oyj:lta sen Timberjack-ryhmän vuonna 2000 ja kaikki Deeren tavaralajimenetelmän koneet valmistetaan edelleen Joensuussa. Komatsu puolestaan osti KONE Oyj:lta sen Partek Forest-liiketoiminnan (aikaisemmin nimeltään Sisu Logging) vuonna 2003. Komatsun metsäkoneet valmistetaan Uumajassa Ruotsissa sekä telalustaisten metsäkoneiden osalta USA:ssa.

Markkinatietoa kilpailijoista vain vähän

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuusien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Deere Forestry on osa Deere & Companyn Construction & Forestry-divisioonaa, jonka liikevaihto oli viime vuonna 4,4 miljardia euroa (4,9 miljardia dollaria). Metsäkoneisiin keskittyvä Deere Forestry vastasi noin 970 MEUR:sta. Deere Forestryn tavaralajimenetelmän koneiden arvioidaan vastaavan tästä hieman yli 50 %:sta. Toisaalta Ponsse arvioi Deere Forestryn vuosittain myymien tavaralajimenetelmän metsäkoneiden määräksi n. 1200.

Komatsu Forestin osalta käytettävissä olevan tiedon määrä on vielä niukempaa. Vuoden 2015

liikevaihdoksi yhtiö on kuitenkin kertonut 422 MEUR ja Ponsse puolestaan arvioinut vuosittain myytävien metsäkoneiden määräksi enintään 800-900. Kun tiedämme Ponssen vuonna 2016 toimittamien metsäkoneiden määräksi suunnilleen 1000, päädyimme seuraavaan karkeaan arviointiin alan kappalemääräisistä markkinaosuuksista viime vuonna:

Tavaralajimenetelmän metsäkoneet 2016

	Kpl	Osuus
Deere	1 200	34 %
Ponsse	1 000	29 %
Komatsu	850	24 %
Muut	450	13 %
Yhteensä	3 500	100 %

Lähde: Ponsse, Inderes

Ponsse vankistanut kakkostilaansa

Käytettävissä olevan tiedon puutteista johtuen oheista taulukkoa ei pidä tulkita kirjaimellisesti, mutta markkinaosuusjärjestys kolmen suurimman kesken on mielestämme selvä. Myös markkinaosuuden kehityssuunta vaikuttaa selkeältä: vuodesta 2014 vuoteen 2016 Ponssen liikevaihto kasvoi 32 %:lla, kun Deere Forestryn euromääräinen liikevaihto pysyi samaan aikaan paikallaan. Ellei Komatsu Forestin liikevaihto kasvanut vuonna 2016 yli 36 %:lla (mitä pidämme hyvin epätodennäköisenä liikevaihdon laskettua 3 %:lla vuonna 2015), on Ponsse kasvanut myös Komatsu Forestia nopeammin eli ottanut siltä markkinaosuutta.

Arviomme mukaan Ponssen kilpailijoita nopeampi kasvu perustuu ennen kaikkea uusiutuneeseen tuotemallistoon. Jo esillä olleen miltei vallankumouksellisen Scorpion-mallin

lanseerauksen (2013) jälkeen uusiutui koko tuotemallisto täysin vuonna 2015. Uudessa mallistossa kiinnitettiin erityistä huomiota ergonomiaan (mm. kuormatraktorin sivuttaisheilahdukset vaimentava ActiveFrame-järjestelmä), huollon helppouteen sekä pidempiin huoltoväleihin ja asiakkaat ottivat nämä muutokset suosiollisesti vastaan.

On kuitenkin pidettävä mielessä arvioimamme markkinaosuuskehityksen indikaatiivisuus; sillä 1) valmistajien liikevaihtoon sisältyy tuntematon määrä muutakin liikevaihtoa (huoltoa, vaihtokoneliiketoimintaa) kuin uusien laitteiden myyntiä; 2) laitteiden keskihinnat valmistajien kesken vaihtelevat sekä 3) Deere Forestryn liikevaihdon tarkka jakautuminen tavaralajimenetelmän ja kokopuumenetelmän koneiden kesken ei ole tiedossamme.

Maakohtaisissa markkinaosuuksissa suuria eroja

Seuraavassa taulukossa on osittain indikaatiiviset arviomme eri valmistajien osuuksista tavaralajimenetelmän koneiden markkinoilla viime vuonna:

Osuudet tärkeimmillä markkinoilla 2015/16

	Kpl	Deere	Ponsse	Komatsu	Muut
Ruotsi	600	37 %	18 %	27 %	18 %
Suomi	500	24 %	45 %	20 %	11 %
Venäjä	400	45 %	40 %	10 %	5 %
Brasilia	300	7 %	35 %	55 %	3 %
Yhteensä	1 800	30 %	33 %	26 %	11 %

Lähde: Metsätans, Transportstyrelsen, Ponsse, Inderes

Kilpailutilanne (2/3)

Ponssen johtoasema Suomen markkinoilla ei ole yllätys, mutta maailman tärkeimmällä metsäkonemarkkinalla Ruotsissa osuus on aina ollut suhteellisen vaatimaton. Ponssen Scorpion-mallin vahva kysyntä on yhtiön mukaan kuitenkin johtanut asemien paranemiseen. Ponssen mukaan haasteena on Ruotsissa saada aikaan riittävän vahva huoltopalveluverkosto, sillä ruotsalaiset asiakkaat vaativat lähellä sijaitsevaa huoltopistettä. Yhtiö on ratkaissut ongelmaa sopimushuoltajien verkostolla, mutta tämä on näkynyt toisaalla asiakastuen riittämättömyytenä.

Deere Ponssea vahvempi Keski-Euroopassa

Muilla tärkeillä markkinoilla Ponssen vahva asema nopeasti kasvavilla markkinoilla kuten Venäjällä ja Brasiliassa on selvä etu. Edellisen sivun taulukosta kannattaa vielä panna merkille Komatsun vahva asema Brasilian markkinoilla sekä se, että kun lasketaan yhteen vain taulukon maat, on Ponssen markkinaosuus suurempi kuin globaalin markkinajohtajan Deeren. Tämä johtuu siitä, että Deeren asema on Ponssea vahvempi Manner-Euroopan markkinoilla, jotka yhteen laskettuina ovat suuremmat kuin Pohjoismaiden markkinat.

Pääkilpailijoiden keskeiset erot

Edellä keskusteltujen maantieteellisten painotuserojen lisäksi keskeisimmät erot Ponssen, Deeren ja Komatsun strategioissa ja liiketoimintamalleissa ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Itsenäisyys.** Deere ja Komatsu ovat suurempien konsernien tulosityksiköitä, kun Ponsse on itsenäinen toimija. Tämä saattaa kahden ensin mainitun osalta johtaa

lyhempään tarkastelujaksoon metsäkoneliiketoiminnan menestystä arvioitaessa ja ongelmien mahdollisesti pitkittyessä liiketoiminnan myymiseen, rankkaan saneeraamiseen tai jopa alasajoon.

- **Konsernin tuki.** Deere Forestryn osa maatalous- ja muita ulkokäyttöisiä työkoneita valmistavassa Deeressä on strategisesti luontevaa. Ponsse arvioi, että Deere Forestryn tuotekehityspanostukset ovat 30-50 % suuremmat kuin Ponsella. Ponssen mukaan tämä näkyy esim. digitalisaatio- ja automaatio-osaamisena, jossa Deere voi olla jonkin verran Ponssea edellä. Toisaalta asema osana suurempaa konsernia voi myös johtaa virhearvioihin: Deere on tavoitellut synergieitoa maatalous- ja metsäkoneiden huoltoverkostojen luomisessa, vaikka niiden asiakaskunnat ovat täysin erilaisia. Toisaalta Komatsu-konsernin hajautunut tuote- ja asiakaskunta ei mielestämme puolla panostamista niche-alueeksi luettavaan metsäkoneliiketoimintaan. Metsäkoneiden lisäksi Komatsu valmistaa maansiirto- ja rakennuskoneita, työstökoneita, laitteita ja työkaluja metalliteollisuudelle sekä kaivosteollisuuden koneita ja laitteita.
- **Tuoteportfolio.** Ponssen tuoteportfolio on isompi kuin kilpailijoilla. Vaikka yhtiö itse puhuu 25-30 teknisesti erilaisesta tuoteperheestä, on yhtiöllä vertailukelpoisessa mielessä 15 koneen mallisto (seitsemän harvesteria ja kahdeksan kuormatraktoria). Tämä on selvästi enemmän kuin Deerellä ja Komatsulla, joilla yhtiöiden internet-sivujen perusteella on molemmilla kymmenen metsäkoneen mallisto (viisi harvesteria ja viisi kuormatraktoria). Ponsella

on myös markkinoiden uusin mallisto, vaikka Deere on viime vuosina aktiivisesti modernisoinut tuotetarjontaansa.

- **Hinnoittelu.** Ponssen ja Deeren vertailukelpoiset koneet ovat suurin piirtein samanhintaisia. Ponsse kuitenkin korostaa haluavansa pitää tuotteidensa koko elinkaaren kustannukset Deerea alempana. Komatsun koneet ovat halvempia ja yhtiö tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana.
- **Valmistuskonsepti.** Vaikka sekä Ponsse, Deere että Komatsu ”massaräätälöivät” tuotteensa asiakastarpeisiin, on Ponssen valmistustoiminta kaikkein eniten omissa käsissä. Komatsu Forestin Uumajan tehdas on käytännössä vain kokoonpanoyksikkö. Ponsse arvioi Deeren sijoittuvan valmistuskonseptiltään näiden väliin.
- **Automaatio ja digitalisaatio.** Suurten kotimaisten metsäyhtiöiden omistama Metsäteho vertaili vuonna 2016 Ponssen, Deeren ja Komatsun tarjoamia fleet management -ohjelmistoja 1) leimikkotasolla (tuotos, sijainnit, siirrot, kannattavuus), 2) runkotasolla (tuottavuus, polttoaineenkulutus), 3) konetasolla (koneen tilan ja käytön analyysi) sekä 4) kuljettajatasolla (tuottavuus, työskentelytavat). Johtopäätös oli, että ”pääpiirteisään kaikki ohjelmistot tarjoavat saman informaation osallisuuden, vaikka ohjelmistofilosofiat ovat hieman erilaiset.” Metsätehon mukaan Ponsse keskittyy koneketjujen hallintaan ja ohjaukseen yrittäjän näkökulmasta, kun taas Deeren ja Komatsun ohjelmistot pohjautuvat enemmän koneen teknisen kunnan ja ajankäytön tarkasteluun.

Kilpailutilanne (3/3)

Johtopäätöksemme on, että nykytilanteessa ohjelmistojen kehittyneisyyden suhteen erot ovat pieniä ja kyse on viime kädessä metsäkoneen ostajan / käyttäjän prioriteeteista. Uskomme erojen jatkossa kasvavan riippuen siitä, miten hyvin metsäkoneyhtiöt onnistuvat jo aiemmin esillä olleiden uusien teknologia-mahdollisuuksien käyttöönotossa. Tältä osin onnistunut partneroituminen on Ponselle ydinkysymys.

Pienet valmistajat pysyvät pieninä

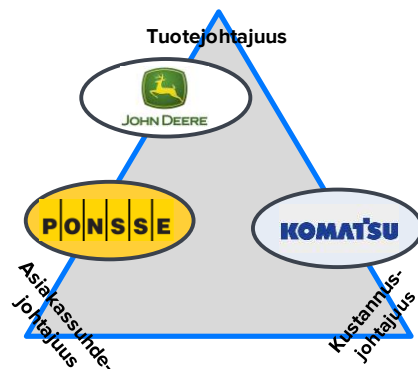
Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä kanadalainen Tigercat pitävä yhdessä hallussaan noin 10-15 %:n globaalia markkinaosuutta. Kyseiset valmistajat saattavat pitää hallussaan alueellisesti merkittäviäkin markkinaosuuksia kuten Rottne (noin 10%) ja Eco Log (noin 15 %) Ruotsissa. Emme kuitenkaan usko niiden markkinaosuuden nousuun muulla ja mielestämme voikin käydä päinvastoin. Arviomme mukaan ko. yhtiöiltä puuttuu kriittinen massa niin kilpailukykyiseen tuotekehitykseen kuin ennen kaikkea riittävän kattavan huoltoverkoston rakentamiseenkin.

Yhteenveto isojen yhtiöiden strategisesta aseoitumisesta

Olemme seuraavassa kuvassa yhteenvetona sijoittaneet Deeren, Ponsen ja Komatsun Treacy & Wierseman strategiseen kolmioon, jonka kärkinä ovat tuotejohtajuus, kustannusjohtajuus ja asiakassuhdejohtajuus. Treacy & Wierseman väite on, että yrityksen on menestyäkseen valittava yksi em. kolmesta alueesta, jolla se haluaa olla markkinoiden paras, ja sen lisäksi kyettävä vähintään

tydyttävään suorituskyykyyn myös kahdella jäljellä jäävällä alueella. Treacy & Wierseman mukaan muutoin yritys joutuu ”ei kenenkään maalle” (eli ko. kolmion keskelle) eikä tule menestymään.

Isot metsäkoneyhtiöt Treacy & Wierseman strategisessa kolmiossa



Lähde: Michael Treacy & Fred Wiersema: *The Discipline of Market Leaders*; muokannut Inderes

Käsityksemme siitä, että Deere on alan tuotejohtaja perustuu yhtiön joihinkin innovaatioihin (mm. kuormatraktorin puomin kärkiohjaus), suurempiin tuotekehityspanostuksiin ja Ponssenkin arviointiin, että Deere olisi automaatioissa ja digitalisaatioissa ”mahdollisesti jonkin verran edellä”.

Ponsen asema asiakassuhdejohtajuuden kärjessä perustuu sen tuotekehityksessäkin korostuneeseen jatkuvan asiakaspalautteen ja asiakkaiden kehitysideoiden hankkimiseen ja soveltamiseen, elinkaariajatteluun huoltotoiminnoissa ja niiden hinnoittelussa sekä henkilösuhteiden korostuneeseen merkitykseen

asiakasrajapinnassa. Yhtiö korostaa huomioivansa toiminnassaan myös asiakkaiden perheet ja sidosryhmät, mikä ei ole kovin tavallista.

Vaikka käytettävissämme ei olekaan tietoja koko Komatsu Forestin kannattavuudesta, on ruotsalaisen pääyhtiön Komatsu Forest AB:n kannattavuus erinomaista luokkaa. Vuosina 2015 ja 2016 päättyneillä tilikausilla liikevoittomarginaali oli 11,2-13,0 % huolimatta siitä, että Komatsu tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana, mitä konsernin rahoitusyhtiön Komatsu Financialin avokätiset tarjoukset vielä tukevat. Uskomme siten tiukan kustannuseurannan olevan Komatsun johtavia periaatteita.

Odotamme Ponsen markkinaosuuden vielä nousevan hieman

Kaikkiaan emme odota dramaattisia muutoksia isojen metsäkonevalmistajien keskinäisissä markkinaosuuksissa. Komatsun aggressiivinen hinnoittelu on jatkunut jo pitkään, mutta samalla sen markkinaosuus on jatkanut vähittäistä laskuaan. Pienillä valmistajilla taas näemme vain vähän edellytyksiä markkinaosuuden kasvattamiseen. Uskomme edellä mainittujen seikkojen sekä Ponsen kilpailijoita uudemman malliston nostavan yhtiön markkinaosuutta vielä 0,5-1,0 %-yksikköä 29,5-30,0 %:iin ennustejaksollamme 2017-2020.

Taloudellinen tilanne (1/2)

Liikevaihdon kasvupohja on vankka

Vaikka Ponsse toimiala on perusluonteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina vankka. Viimeisten 17 vuoden aikana liikevaihto on laskenut vain neljänä vuotena (2008, 2009, 2012 ja 2013). Näistä vuoden 2009 laskua (-50 %) voidaan pitää kaikilla mittareilla poikkeuksellisena ja muina edellä mainittuina vuosina lasku on ollut maltillista (-0,6 %...-5,5 %). Vuosina 2000-2016 liikevaihdon keskimääräinen kasvu on ollut ripeää eli 9,1 %. Viime vuosina kasvu on kiihtynyt ja oli keskimäärin 18,3 % vuodessa 2014-2016, minkä taustalla on arviomme mukaan voimakkaasti uusiutunut tuotemallisto. On huomattava, että kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääasiassa palveluverkoston laajentamisella.

Tulos kertyy loppuvuodesta

Ponsse liikevaihdon ja tuloksen kertymisen kausivaihtelu on kohtuullisen voimakasta: vuosien 2012-2016 liikevaihdosta keskimäärin 22 % ja liiketuloksesta vain 16 % kertyi vuoden ensimmäisellä kvartaalilla. Vuoden viimeisen kvartaalin vastaavat luvut ovat 32 % ja 36 %.

Maantieteelliset kannattavuuserot suuria...

Ponsse raportoi kahdesti vuodessa (Q2- ja Q4-raporttien yhteydessä) myös maantieteellisten alueidensa kannattavuuden. Näissä on huomattavia alueellisia eroja: Pohjois-Euroopan (40 % Ponsse liikevaihdosta) vuoden 2016 liikevoittomarginaali oli vaatimaton 4,7 % verrattuna Keski- ja Etelä-Eurooppaan (16,3 %), Venäjään ja Aasiaan (16,2 %) ja jopa Pohjois- ja Etelä-Amerikkaan (11,9 %).

...mutta ne johtuvat pääasiassa kulujen kohdistuksista

Ponsse on perustellut kannattavuuseroja mm. eroilla hyväkatteisen huollon osuudessa sekä Pohjois-Euroopan hyvin tiukalla hintakilpailulla. Uskomme kuitenkin, että suurimmat erot Pohjois-Euroopan ja muiden alueiden kannattavuudessa syntyvät kulujen kohdistamisesta. Ponsse esimerkiksi kirjaa noin 90 % poistoistaan Pohjois-Eurooppaan ja siksi alueen käyttökatemarginaali (9,9 % vuonna 2016) on jo lähempänä muiden maantieteellisten alueiden lukuja (12,6...16,5 %). Pohjois-Euroopalle on myös kohdistettu mielestämme ylisuhteisesti muita kiinteitä kuluja (esim. hallinto, logistiikka sekä tutkimus ja kehitys).

Kiinteiden kulujen osuus näennäisesti suuri

Ponsse kulurakenteessa korostuvat materiaalit ja palvelut (n. 65 % liikevaihdosta) sekä henkilöstökulut (n. 14 %). Muiden kulujen (mm. käyttö ja ylläpito, rahat, vuokrat, markkinointi sekä hallinto) osuus on reilut 8 % ja poistojen reilut 2 %. Tällä kulurakenteella Ponsse tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponsse valmistuksen alhainen ulkoistusaste näkyy siinä, että kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta on varsin korkea eli n. 23 % ja ns. operatiivinen vipu (liiketuloksen muutos jaettuna liikevaihdon muutoksella) 11 %:n liikevoittomarginaalitasolla 34 %. Perinteisessä tarkastelussa em. kuluista ainoastaan materiaali- ja palvelukulut sekä rahtikulut (n. 1,5 % osuus) ovat lyhyellä tähtämellä muuttuvia.

Myös kiinteät kulut joustivat markkinoiden sukeltaessa 2009

Jako muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin on kuitenkin yksinkertaistava ja kysymys on aina tarkastelujaksosta. Kun metsäkoneiden markkina romahti 65 %:lla vuonna 2009 ja Ponsse liikevaihto laski 50 %, laskivat yhtiön materiaali- ja palvelukulut linjassa tämän kanssa eli 47 %. Lisäksi yhtiö onnistui leikkaamaan myös henkilöstökuluja 34 %:lla ja muita liiketoiminnan kuluja niinkään 34 %:lla edellisvuodesta. Henkilöstökulujen leikkaamisessa Ponsse hyödynsi lomautuksia pisimpien lomautusjaksojen oltua 250 päivän luokkaa. Nämäkin leikkaukset eivät tietenkään riittäneet kokonaan pelastamaan vuoden 2009 liiketulosta, joka oli 15,7 MEUR tappiollinen liikevoittomarginaalin oltua -10,7 %.

Tyydyttävä kannattavuus säilytetty myös liikevaihdon laskiessa maltillisesti

Kun tarkastelemme koko vuosien 2001-2016 aikajaksoa, on Ponsse operatiivisen vivun mediaani ollut 20 % eli selvästi alle edellä mainitun 34 %:n. Tämä tarkoittaa, että Ponsse kulurakenne on selvästi joustavampi kuin ensi näkemältä vaikuttaa.

Vuoden 2009 jälkeen yhtiön vuotuinen liikevoittomarginaali on vaihdellut 7,2 %:n (2013) ja 12,1 %:n (2015) välillä. Esimerkiksi vuonna 2012 Ponsse liikevaihto laski 4,1 %:lla vuodesta 2011, mutta materiaali- ja palvelukulujen (-3,5 %) lisäksi Ponsse leikkasi myös kiinteitä kulujaan 1,9 %:lla, jolloin liikevoittomarginaalin heikentyminen jäi maltilliseksi (8,8 %:sta 7,8 %:iin).

Taloudellinen tilanne (2/2)

Hyvä käyttöpääoman hallinta tukee kassavirtaa

Ponsse on joka vuosi 2008:n jälkeen raportoinut positiivisen operatiivisen kassavirran, joka on vaihdellut 11,2 MEUR:n (2009) ja 53,7 MEUR:n (2016) välillä. Vahva kassavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden niin myös onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Kuten aiemmin on todettu, vaihtokoneliiketoiminta kasvattaa kohtuullisesti Ponsseen varastoja, mutta niidenkin kiertoaika on laskenut vuoden 2013 151 päivästä vuoden 2016 128 päivään.

Koska Ponsse myy koneensa valtaosin käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli vain 20 päivää. Samalla Ponsseen ostovelkojen kiertoaika on niinkin korkea kuin 45 päivää. Vuosien 2014-2016 nopean liikevaihdon kasvun (keskimäärin 18 % vuodessa) aikana yhtiön nettokäyttöpääoman muutos on ollut hyvin maltillista vaihdellen 12,9 MEUR:n kasvun (2015) ja 1,5 MEUR:n pienenemisen (2014) välillä.

Myös investoinnit rahoitetaan omalla kassalla

Investointien rahoittaminen operatiivisella kassavirralla on osa Ponsseen varovaista rahoitusstrategiaa. Viimeisten 16 vuoden aikana vain kahdesti (2008 ja 2012) konsernin investoinnit ovat ylittäneet operatiivisen kassavirran. Vuosina 2014-2016 nettoinvestoinnit ovat olleet 51-55 % operatiivisesta kassavirrasta.

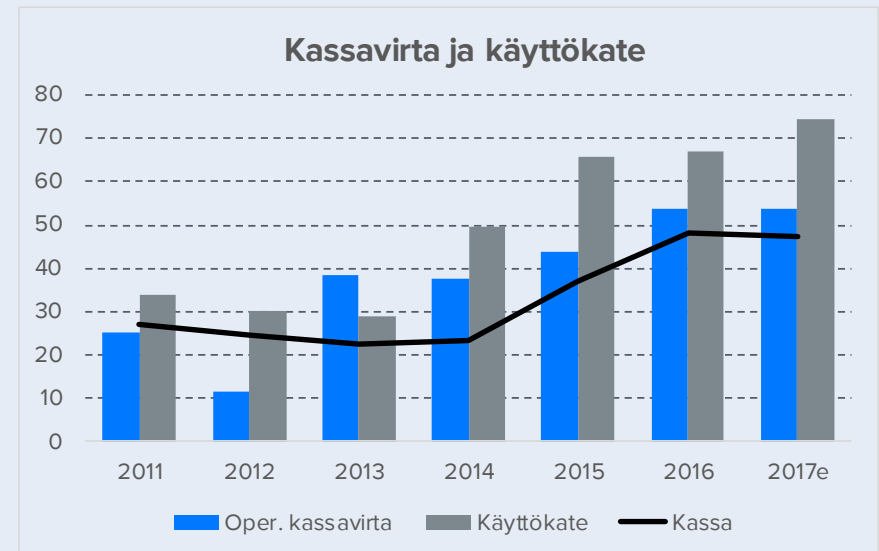
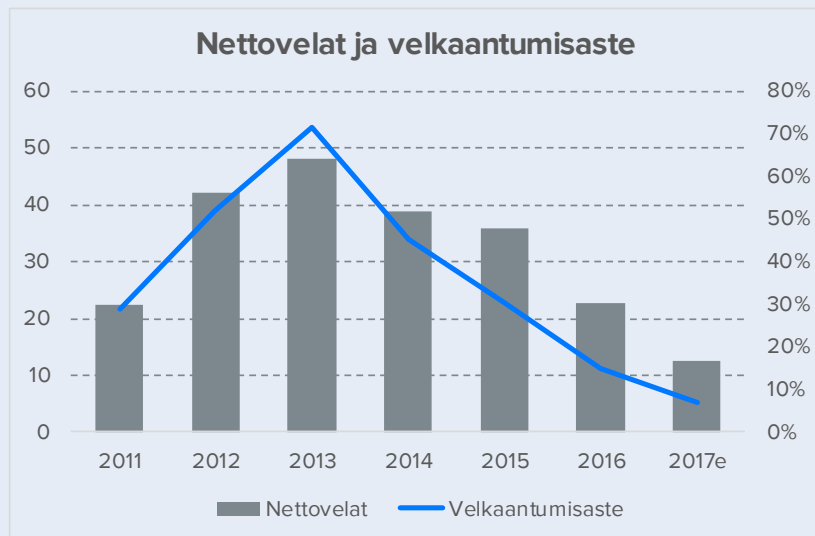
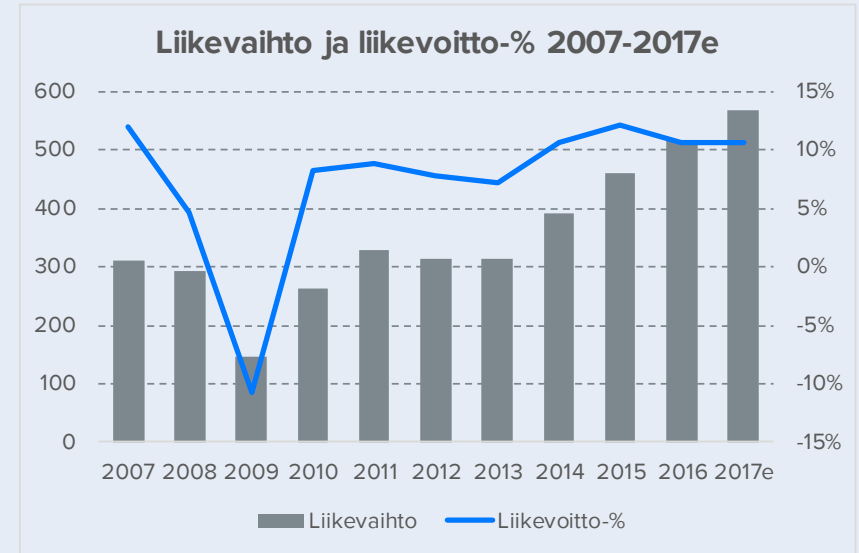
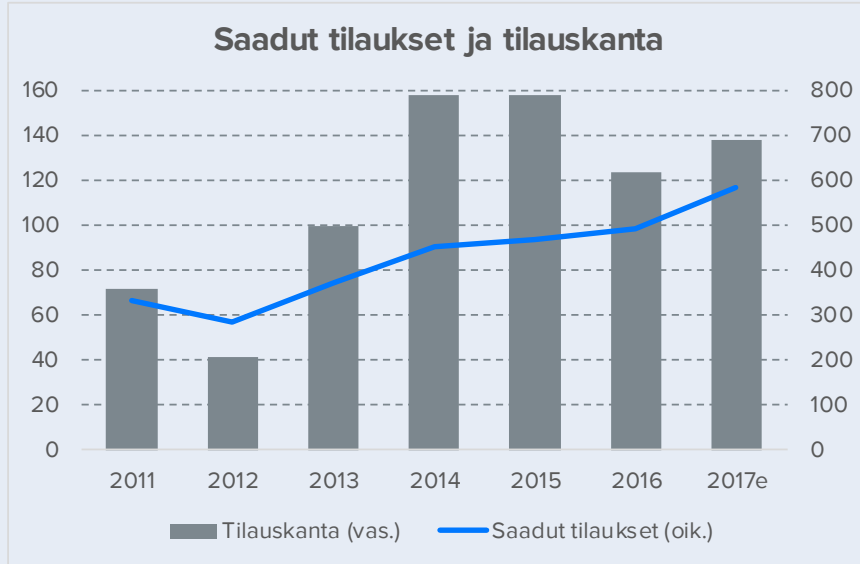
Rahoituksen tunnusluvut erinomaisia

Vahva kassavirta on johtanut myös rahoituksen tunnuslukujen oleelliseen vahvistumiseen.

Ponsseen nettovelkaantumisaste oli 22,0 % Q1'17:n lopussa oltuaan 33,3 % Q1'16:lla, 52,6 % Q1'15:lla ja 70,5 % Q1'14:lla. Samaten velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate-tunnusluku oli 0,51x Q1'17:lla, 0,60x Q1'16:lla, 1,01x Q1'15:lla ja 1,39x Q1'14:lla.

Kaikkiaan Ponsseen rahoitusriskiä voi kuvata hyvin pieneksi. Yhtiö saakin tällä hetkellä velkaa erittäin alhaisella alle 1 %:n korolla. Ponsseen mukaan 70 % velkarahoituksesta on joko sidottu pitkiin kiinteisiin korkoihin tai suojattu esimerkiksi koronvaihtosopimuksin.

Historiallinen kehitys, MEUR



Ennusteet (1/2)

Ennusteiden taustaoletukset

Ennustamme Ponsen liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myyntivolyymien ja tähän kiinteästi liittyvän vaihtokoneoliiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huoltoliiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Tavaralajimenetelmään perustuvan puunkorjuun odotettu 4-5 %:n volyymikasvu vuosina 2017-2020 muodostaa pohjan ennusteellemme. On kuitenkin muistettava, että metsäkoneiden myynti on tätä kehitystä syklistä. Odotamme Ponsen globaalin markkinaosuuden tavaralajimenetelmän metsäkoneissa kohoavan aavistuksen 29 %:sta 29,5-30,0 %:iin.

Ennustamme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin

- Kulurakenteessa tapahtuu vain pieniä muutoksia: materiaalien ja palvelujen osuus liikevaihdosta kasvaa hieman (mm. metallien hintojen noustessa), mutta samalla liiketoiminnan muiden kulujen osuus supistuu niiden kasvaessa liikevaihtoa hitaammin.
- Liiketoimintamix muuttuu siten, että uusien metsäkoneiden myynnin osuus laskee kasvun hidastumisen myötä n. 64 %:sta noin 62 %:iin vuoteen 2020 mennessä ja samalla huollon osuus kasvaa noin 18 %:sta noin 21 %:iin toimitetun konekannan kasvaessa. Huollon liikevoittomarginaalien ollessa uusien laitteiden myyntiä korkeampia tukee tämä osaltaan suhteellista kannattavuutta.
- Ponsen lainoistaan maksama korko nousee 1,5 %:sta (2017) 2,0 %:iin (2020).

- Konsernin veroaste säilyy 21,5 %:ssa.

Vuoden 2017 ennuste

Ponsen Q1'17-raportin perusteella kysyntä on edelleen säilynyt vahvana. Saadut tilaukset kasvoivat 9 % verrattuna Q1'16:een ja myös liukuvan 12 kuukauden tilausvirran kasvu oli vajaat 7 % vuotta aikaisemmasta. Ponsella saatuihin tilauksiin päätyy vain konekauppa (uudet sekä varastossa olevat vaihtokoneet), mutta ei huoltoa. Siksi tilaukset / toimitukset-suhdeluvussa nimittäjänä on käytettävä lukua, joka on vain 82 % liikevaihdosta. Tällä perusteella tilaukset / toimitukset oli 116 % Q1'17:llä ja kasvuindikaatio siten edelleen vahva. Ponsse myös kertoi huoltopalvelujen myynnin kasvaneen erinomaisesti, mutta vaihtokoneiden liikevaihdon kasvu oli sitä vastoin vaatimatonta.

Ponsen vuodelle 2017 antama ohjeistus (liiketus vuoden 2016 tasolla) on mielestämme varovainen, sillä jo Q1'17:n liiketulos (14,3 MEUR) oli 18 % korkeampi kuin Q1'16:n liiketulos (12,1 MEUR). Myös liikevoittomarginaali parani 11,0 %:iin (10,5 %). Em. perusteilla odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vajaalla 10 %:lla 567 MEUR:oon ja liikevoiton kohoavan 60 MEUR:oon (2016: 55 MEUR) marginaalin ollessa 10,6 % (2016: 10,7 %).

Vuoden 2017 EPS-ennustemme on 1,67 euroa. Tämä on vain pieni parannus vuoteen 2016 (1,63 euroa) verrattuna, mutta viime vuoden raportoituun EPS:een vaikuttivat 4,7 MEUR:n valuuttakurssivoitot. Osinkoennustemme on 0,70 (2016: 0,60) euroa merkiten 42 %:n (2016: 37 %:n) osingonjakosuhdetta.

Taseen avainlukujen osalta odotettu kehitys on niinikään myönteistä. Hyvä kannattavuus ja kassavirta painavat korolliset nettovelat 12,5 MEUR:oon (2016 : 22,6 MEUR) ja nettovelkaantumisasteen (gearing) 7,0 %:iin (2016: 15,1 %). Ennustamme velanhoitokykyä mittaavan käyttökate / nettovelat -luvun paranevan edelleen 0,17x:ään (2016: 0,34x), joka on erinomainen taso.

Vuosien 2018-2020 ennusteet

Emme odota syklin käännettä, mutta ennustamme uusien koneiden sekä vaihtokoneiden markkinakasvun hidastumista noin 6 %:sta (2018) 3 %:n tasolle (2020). Sitä vastoin uskomme huollon liikevaihdon kasvavan edelleen nopeasti vaikkakin hidastuen 10,5 %:sta (2018) 8,0 %:iin (2020). Konsernitasolla liikevaihdon kasvuennustemme ovat 7,0 % (2018), 5,4 % (2019) ja 4,0 % (2020).

Arvioimme uuslaitemyynnin liikevoittomarginaalin laskevan vuoden 2018 9,3 %:sta vuoden 2020 8,9 %:iin. Oletuksemme taustalla on hidastuvan kasvun kiristämä hintakilpailu, asiakkaiden parantunut läpinäkyvyys hintaeroihin pääkilpailijoiden välillä, kasvanut vaihtokonetarjonta sekä oletus siitä, että esim. kaikkien teräs- ja kumikomponenttien kohonneita hintoja ei saada täysimääräisesti siirrettyä lopputuotteisiin. Oletammekin materiaali- ja palvelukulujen osuuden liikevaihdosta nousevan vuoden 2016 64,5 %:sta 65,2-65,5 %:iin vuosina 2018-2020.

Ennusteet (2/2)

Oletamme myös, että em. kasvanut vaihtokone- tarjonta painaa ko. liiketoiminnan marginaaleja 5,5 %:sta (2018) 5,0 %:iin (2020). Sitä vastoin odotamme huollon marginaalien säilyvän ennustejaksolla 20,3-20,5 %:ssa, sillä uskomme kulutus- ja varaosaliiketoiminnan säilyvän edelleen Ponsseen omissa käsissä. Markkinahäiriöiden tai piraattituotteiden uhkaa vähentää koko metsäkoneliiketoiminnan marginaalisuus moniin muihin konepaja-aloihin verrattuna.

Em. perusteilla ennustamme konsernin liikevoittomarginaalitasoksi 10,7-10,9 % vuosina 2018-2020 ja liiketulostasoksi siten 65-71 MEUR. Vastaavat EPS-ennusteemme ovat 1,83 EUR (2018), 1,95 EUR (2019) ja 2,00 EUR (2020) merkiten hyvää 6,2 %:n keskimääräistä tuloskasvuvauhtia.

Hyvä kannattavuus sekä vahva tase ja kassavirta luovat Ponsselle edellytykset kasvaviin osinkoihin. Osinkoennusteemme ennuste- vuosille ovat vastaavasti 0,85 (2018) 1,00 (2019) ja 1,10 (2020) euroa, merkiten osingonjako- suhteen kohoamista vuoden 2018 47 %:sta vuoden 2020 55 %:iin. Tämä on selvästi korkeampi taso kuin vuosina 2014-2016 nähty 37-42 %, mutta mielestämme hyvin perusteltu.

Vieremän tehtaan laajennusinvestoinnin jälkeen Ponssen investointitarpeet lienevät tavanomaista luokkaa eli 15-20 MEUR vuodessa, liittyen etupäässä konekannan korvausinvestointeihin ja mahdollisesti uusien toimipisteiden avaamisiin. Odotuksemme operatiiviseksi kassavirraksi eri vuosille on erittäin vahva: +58 MEUR (2018), +66 MEUR (2019) ja +68 MEUR (2020), mikä merkitsee

myös nettovelan painumista negatiiviseksi vuodesta 2018 alkaen (2018: -11 MEUR; 2019: -38 MEUR ja 2020: -58 MEUR). Ennusteemme mukaan näin käy osingonjakosuhteen nostamisesta huolimatta. Tulosskenaariomme toteutuessa Ponsse välttää taseen ylikapitalisoitumisen ainoastaan vieläkin reilummalla osingonjaolla tai uusilla laajentumisinvestoinneilla. Ennusteissamme Ponssen nettovelkaantumistaso laskee -5,1 %:sta (2018) -15,7 %:iin (2019) ja edelleen -21,6 %:iin (2020).

Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponssen kykenevän keskimäärin 3,8 %:n kasvuun terminaalikasvun ollessa 3,3 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 10,0-10,7 %:ssa. Luku ei ole oleellisesti korkeampi kuin vuosien 2001-2016 mediaani (8,7%), kun huomioidaan tapahtunut skaalaetujen sekä huollon osuuden kasvu.

Tehdyt ennustemuutokset

Kysyntätekijöiden tarkemman analyysin jälkeen liikevaihtoennusteemme vuosille 2017-2019 ovat nousseet 8-16 %:lla, liikevoittoennusteemme 5-14 %:lla (eli marginaali-odotuksemme ovat lähes ennallaan) ja EPS-odotuksemme 8-16 %:lla. Liikevaihtoennusteemme ovat nousseet kaikissa liiketoiminnoissa mutta eniten huollossa.

Ennusteet ja niiden muutokset

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	461,9	115,1	122,0	112,7	167,5	517,4	129,9	139,8	123,6	174,0	567,3	607,1	639,7
<i>Ponsse</i>	<i>461,9</i>	<i>115,1</i>	<i>122,0</i>	<i>112,7</i>	<i>167,5</i>	<i>517,4</i>	<i>129,9</i>	<i>139,8</i>	<i>123,6</i>	<i>174,0</i>	<i>567,3</i>	<i>607,1</i>	<i>639,7</i>
Käyttökate	65,9	15,0	17,0	13,8	21,2	67,1	17,5	18,9	15,7	22,4	74,4	81,4	85,6
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	<i>-9,9</i>	<i>-2,9</i>	<i>-2,9</i>	<i>-3,0</i>	<i>-3,1</i>	<i>-11,9</i>	<i>-3,2</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,8</i>	<i>-14,2</i>	<i>-16,0</i>	<i>-16,0</i>
Liikevoitto ilman kertaeriä	56,0	12,1	14,1	10,8	18,2	55,2	14,3	15,3	12,1	18,5	60,2	65,4	69,6
Liikevoitto	56,0	12,1	14,1	10,8	18,2	55,2	14,3	15,3	12,1	18,5	60,2	65,4	69,6
<i>Ponsse</i>	<i>56,0</i>	<i>12,1</i>	<i>14,1</i>	<i>10,8</i>	<i>18,2</i>	<i>55,2</i>	<i>14,3</i>	<i>15,3</i>	<i>12,1</i>	<i>18,5</i>	<i>60,2</i>	<i>65,4</i>	<i>69,6</i>
<i>Nettorahoituskulut</i>	<i>-5,6</i>	<i>-0,1</i>	<i>2,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>1,7</i>	<i>3,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,1</i>
Tulos ennen veroja	50,4	12,0	16,2	10,2	19,8	58,3	14,5	15,1	11,9	18,3	59,8	65,1	69,6
<i>Verot</i>	<i>-9,1</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,8</i>	<i>-2,9</i>	<i>-4,4</i>	<i>-12,5</i>	<i>-3,3</i>	<i>-3,2</i>	<i>-2,5</i>	<i>-3,9</i>	<i>-13,0</i>	<i>-14,0</i>	<i>-15,0</i>
<i>Vähemmistöosuudet</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettotulos	41,3	9,5	13,4	7,4	15,4	45,7	11,2	11,8	9,3	14,4	46,8	51,1	54,6
EPS (oikaistu)	1,48	0,34	0,48	0,26	0,55	1,63	0,40	0,42	0,33	0,51	1,67	1,83	1,95
EPS (raportoitu)	1,48	0,34	0,48	0,27	0,55	1,63	0,40	0,42	0,33	0,51	1,67	1,83	1,95

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>18,2 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>12,9 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>5,4 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>34,2 %</i>	<i>66,0 %</i>	<i>-4,4 %</i>	<i>-11,2 %</i>	<i>-16,7 %</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>18,3 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>6,5 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>14,3 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>14,0 %</i>	<i>12,2 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>12,9 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>13,4 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>12,1 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>10,9 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>8,9 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>8,5 %</i>

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	527	567	8 %	537	607	13 %	553	640	16 %
Käyttökate	70,3	74,4	6 %	73,1	81,4	11 %	73,8	85,6	16 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	57,2	60,2	5 %	59,1	65,4	11 %	60,9	69,6	14 %
Liikevoitto	57,2	60,2	5 %	59,1	65,4	11 %	60,9	69,6	14 %
Tulos ennen veroja	55,0	59,8	9 %	56,8	65,1	15 %	58,8	69,6	18 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,54	1,67	8 %	1,62	1,83	12 %	1,68	1,95	16 %
Osakekohtainen osinko	0,65	0,70	8 %	0,70	0,85	21 %	0,80	1,00	25 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Ponssen osaketta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien eli P/E:n ja EV/EBITDA:n kautta. Painotamme arvostuksessa vuosia 2017 ja 2018, joihin on jonkinlaista näkyvyyttä. Tase pohjaisen P/B:n eritellympi tulkinta suhteessa verrokkeihin edellyttäisi myös oman pääoman tuottoasteen (ROE-%) yhtiökohtaista tutkimista. Ponssen tapauksessa kassavirtapohjaiset kertoimet (kuten P/FCF) olisivat niinkään hyödyllisiä, mutta näiden osalta konsensusaineisto on usein puutteellista.

Tällä hetkellä Ponssen osake on arvostettu lähelle historiallisia mediaanilukujaan sekä P/E:llä (2017e: 14,3x ja 2018e: 13,1x vs. vuosien 2012-2016 mediaani 13,0x) että EV/EBITDA:lla (2017e: 9,1x ja 2018e: 8,1x vs. vuosien 2012-2016 mediaani 8,3x). Sitä vastoin odottamamme tuloskasvu sekä maltillinen osinkopolitiikka pitävät P/B:n nopeasti laskevalla uralla (2017e: 3,7x; 2018e: 3,2x; 2019e: 2,8x vs. vuosien 2012-2016 mediaani 4,0x). Osinkotuotto vuosille 2017 ja 2018 on kohtuullisen hyvää luokkaa 2,9-3,6 %:n tasolla.

Hyväksyttävää arvostustasoa pohdittaessa on historiallisten keskiarvojen osalta huomattava erityisesti riskittömän 10-vuotisen koron lasku n. 1,0-1,5 %-yksiköllä vuodesta 2014 eteenpäin. Osittain tähän liittyen osakemarkkinoiden yleisesti hyväksyttävät arvostustasot Suomen osakemarkkinoilla ovat keskimäärin nousseet P/E-luvun osalta vuoden 2012 noin 13x:sta tämänhetkisellet noin 16-17x tasolle (12 kuukautta eteenpäin katsova luku).

Arvostus alempi kuin vertailuryhmällä

Suorien verrokkien puutteessa Ponssen vertailuryhmä on melko epäyhtenäinen ja muodostuu suurelta osin Ponssea selvästi kookkaammista yhtiöistä kuten kotimaiset Cargotec, Konecranes ja Metso sekä kansainväliset konglomeraatit kuten Deere & Company, Komatsu ja Caterpillar.

Vertailuryhmän arvostustaso on mielestämme korkeahko, kun huomioidaan konepajatoimialan syklisyys. Vuosien 2017e ja 2018e mediaani-P/E:t ovat vastaavasti 21,7x ja 19,0x. Sitä vastoin EV/EBITDA-luvut ovat mielestämme jo paljon maltillisempia (2017e: 11,1x ja 2018e: 10,1x) eli yhtiöiden taseet ovat keskimäärin hyvässä kunnossa.

Ponssen 2017e ja 2018e P/E-luvut ovat omilla ennusteillamme 14,3x ja 13,1x eli arvostusero vertailuryhmän mediaaniin on huomattava (-31 %...-34 %). Vastaavat konsensus-P/E:t ovat 15,4x ja 14,4x merkiten -24 %...-29 % arvostuseroa vertailuryhmään. Omat ennusteemme Ponssen vuosien 2017e-2018e EPS:ksi ovat siten 8-10 % konsensuksen yläpuolella. Ero on merkittävä, mutta pidämme omien ennusteidemme perusteita vahvoina.

Omilla vuosien 2017 ja 2018 EV/EBITDA-ennusteillamme (9,1x ja 8,1x) mitattuna tulokset ovat samansuuntaisia kuin P/E:llä, joskin arvostuserot vertailuryhmän mediaaniin pienenevät -18 %...-20 %:iin. Konsensus-ennusteilla ero supistuu -10 %...-11 %:iin.

Arvostuseron tausta

Ponssen osakkeen arvostusero merkittävään osaan vertailuryhmän yhtiöistä perustuu arviomme mukaan seuraaviin seikkoihin:

- **Erot tuloskasvuodotuksissa.** Konsensus odottaa vertailuryhmän yhtiöiltä mediaanitasolla nopeaa 16-17 %:n vuotuista tuloskasvua 2018-2019 kun oma odotuksemme Ponssen vuotuiseksi tuloskasvuksi samana aikana on 7-9 %. Mielestämme monen vertailuryhmän yhtiön kohdalla tuloskasvuodotukset - jotka perustuvat ennen kaikkea marginaali-parannuksiin - ovat epärealistisen korkealla.
- **Erot jatkuvan liiketoiminnan osuudessa.** Jatkuvan liiketoiminnan (joka on yleensä huoltotoimintaa) merkittävä osuus liikevaihdosta pienentää riskiä ja kohottaa siksi arvostustasoa. Esimerkiksi Metson liikevaihdosta 65 %, Wärtsilän liikevaihdosta 45 % ja Konecranesin liikevaihdosta 35 % on huoltoa, kun sama osuus Ponssella on 18 %.
- **Kokoero.** Ponssen kaltaisten pienempien yhtiöiden (joita ei markkinoilla tulkita ns. kasvuyhtiöiksi) osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Ero osakkeiden likviditeetissä.** Ponssen osakkeen heikompi likviditeetti suhteessa suuryhtiöihin karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

- **Ostokohdepotentiaalın poissaolo.** Ponsen omistus rakenne ja suurelta osin myös toiminnan perusteet tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisen.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan Ponsen markkina-asema, yhtiöltä odottamamme tuloskasvu sekä vahva kassavirta ja tase sekä toisaalta edellä mainitut tekijät, jotka painavat osakkeen arvostustasoa suhteessa vertailuryhmän mediaaniin, pidämme 15x-16x tasoisia P/E-lukuja ja tähän nojautuen 9x-10x tasoisia EV/EBITDA-kertoimia vuosien 2017 ja 2018 ennusteilla hyväksyttävinä. P/E-luvun osalta tämä merkitsee 22-25 % vertailuryhmän mediaania alemmaa arvostusta, mitä pidämme riittävänä kompensaaationa edellä mainituista osakkeen arvostusta laskevista tekijöistä.

DCF-arvonmääritys päätty lähes 30 euroon / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-arvostusmallissa heikkoutena on mallin herkkyys terminaaliarvon kasvu- ja kannattavuus-oletuksille. Sen vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ennustemallissamme Ponsen liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikajänteellä 3,3 %:iin oltuaan vuosina 2017e-2025e keskimäärin 5,0 %. Samaten odotamme liikevoittomarginaalin tasaantuvan pitkällä tähtäimellä 10,0 %:iin kun vuosien 2017e-2025e ennusteemme on keskimäärin 10,5 %.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 8,2 % ja oman

pääoman kustannus 9,4 %. Viime mainittu koostuu 3,0 %:n riskittömästä korosta, 4,75 %:n riskillisestä sekä 1,30:n beta-kertoimesta lisättyinä 0,25 %:n likviditeettipreemiolla. Koko pääoman kustannusta laskettaessa olemme oletaneet vieraan pääoman kustannukseksi 4,5 % ja tavoiteltavaksi pääoma-/velkaantumis-rakenteeksi (nettovelat jaettuna nettovelkojen ja oman pääoman markkina-arvon summalla) 20 %. On huomattava, että Ponsse maksaa tällä hetkellä korollisista veloistaan alle 1 %:n korkoa. Uskomme myös Ponsen pitkällä tähtäimellä lisäävän hallitusti velkavivun käyttöä.

Edellä mainittujen tekijöiden perusteella saamme Ponsen osakkeen DCF-arvoksi 30,0 euroa.

Tuotto-odotus 19-20 %

Ponsen osakkeelle laskemamme tuotto-odotus koostuu kolmesta komponentista:

- **Osakekohtaisen tuloksen kasvu.** Vuosille 2017-2019 tämä on ennusteessamme keskimäärin 6 % vuodessa.
- **Maksettavat osingot.** Ennustamamme efektiivinen osinkotuotto on 2,9-4,2 % vuosina 2017-2019. Helsingin pörssissä osingon irtoamista seuraava kurssilasku on perinteisesti eliminoitunut ajassa, joka on muutamasta viikosta pariin kuukauteen.
- **Arvostuskertoimien nousu.** Jos Ponsen osakkeen 12 kk eteenpäin katsova P/E-kerroin nousee tämänhetkisestä 14,0x :sta odottamaamme 15,8x:aan, merkitsee tämä 13 %:n kurssinousua.

Edellä mainitut tekijät yhteenlaskettuna on

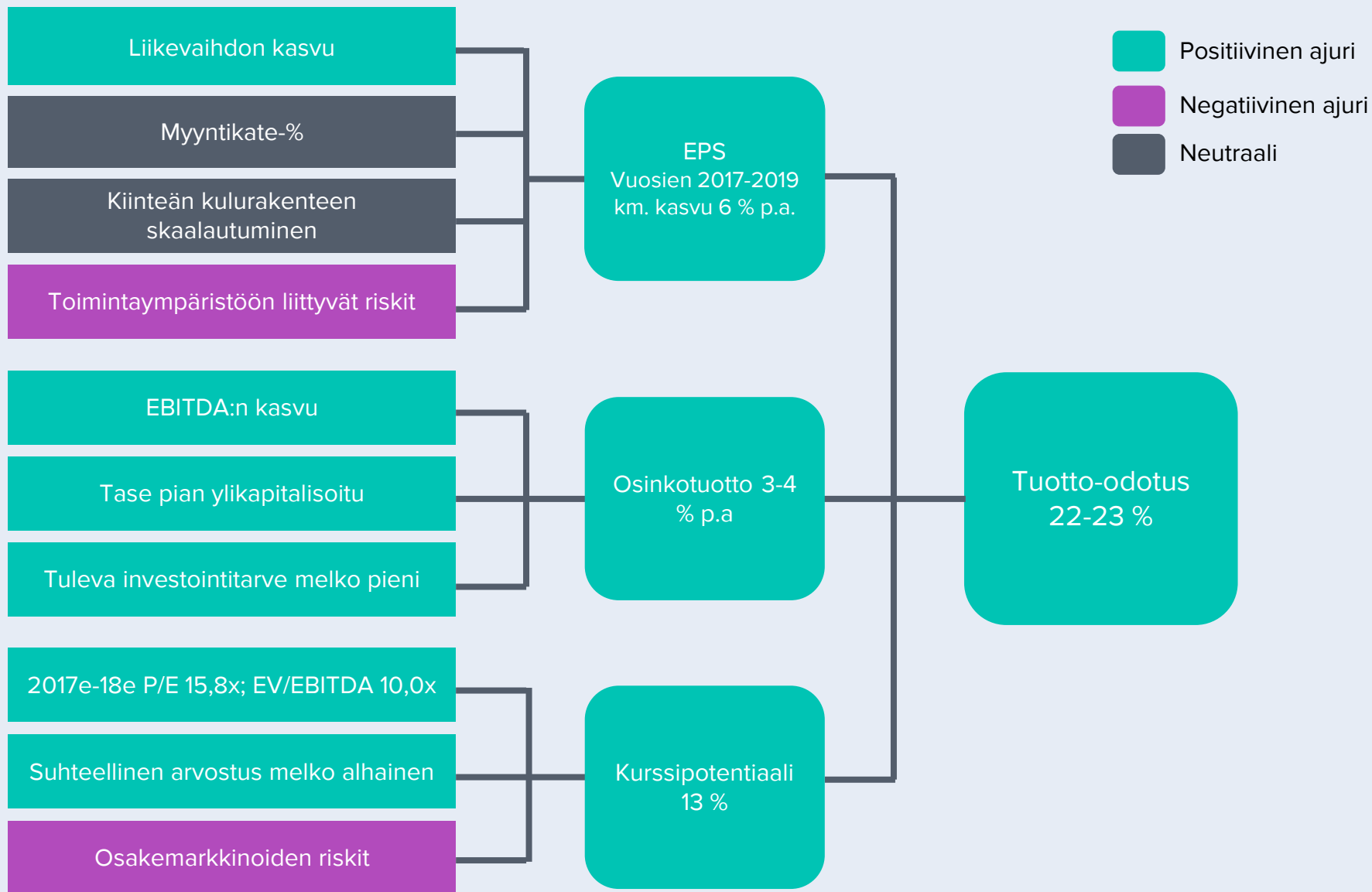
osakkeen tuotto-odotus 22-23 %.

Lisää-suositus 27,00 euron tavoitehinnalla

Toistamme Ponsen osakkeelle aiemmin antamamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 27,00 (25,00) euroon ennusteiden kohoamisen myötä. Uudella tavoitehinnallamme osakkeen vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat 16,2x ja 14,8x. Nousuvara osakkeen nykyhintaan on 13 %.

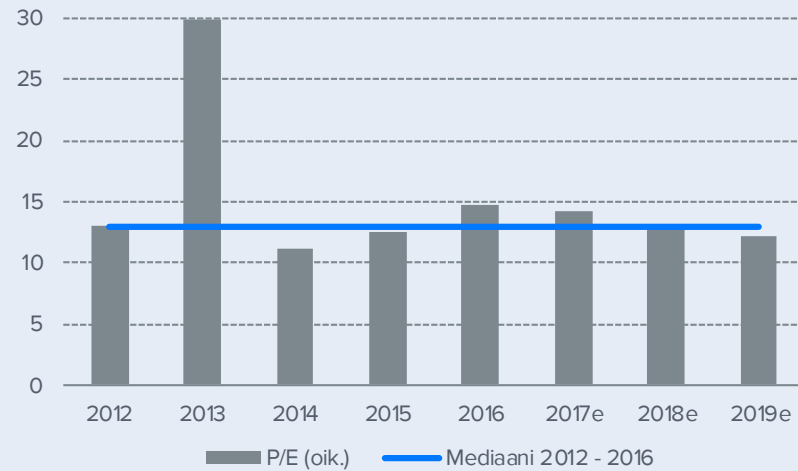
Koska Ponsen toimialasta ja kilpailijakentästä tihkuu vain harvoin Ponsen osakekurssiin oleellisesti vaikuttavia uutisia, emme odota merkittäviä kurssiarejoita ennen 8.8.2017 julkistettavaa Q2-raporttia.

Ponssen lähivuosien arvoajurit

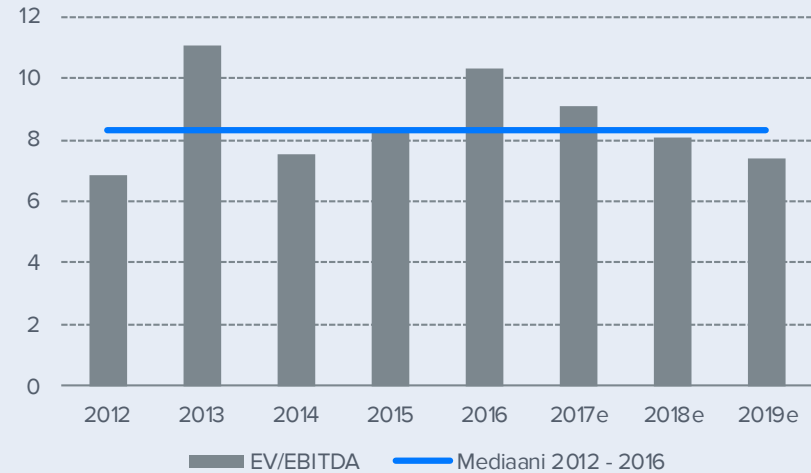


Historiallinen ja nykyinen arvostustaso

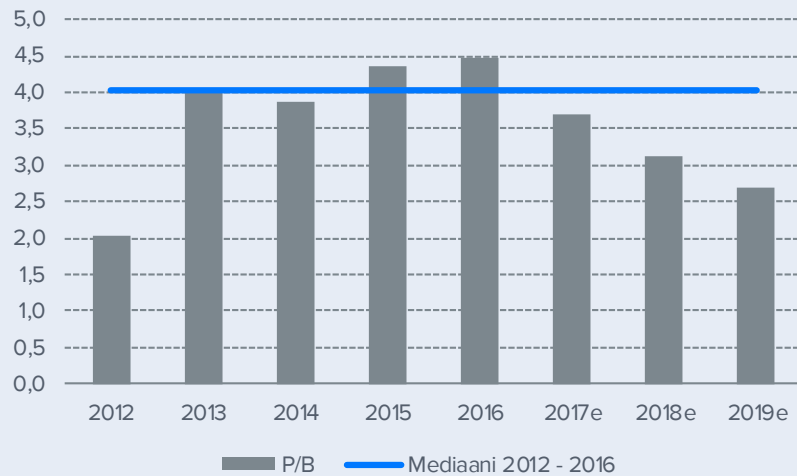
P/E



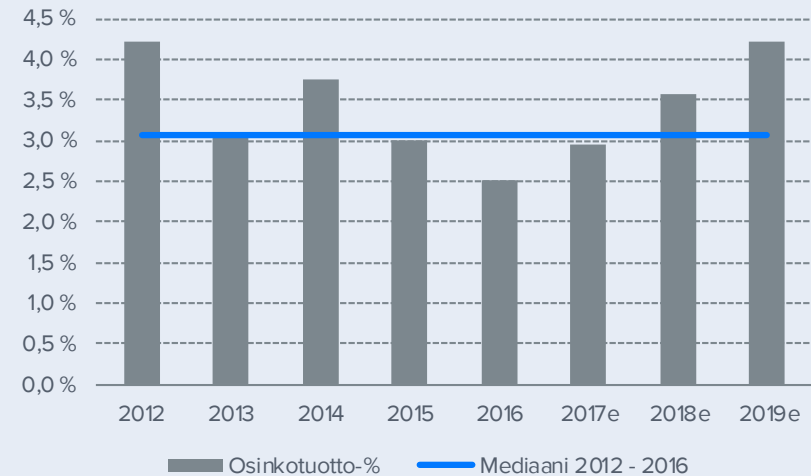
EV/EBITDA



P/B



Osinkotuotto-%

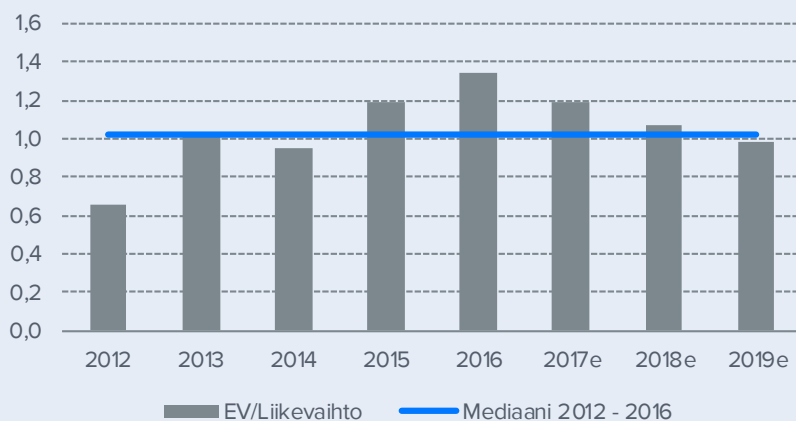


Arvostusyhteenvedo

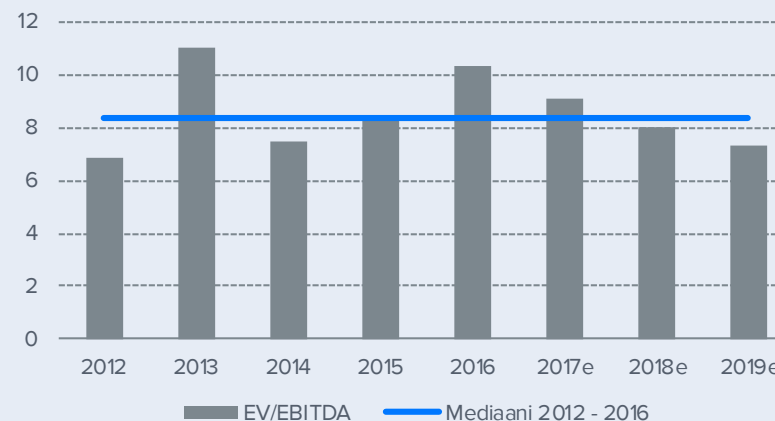
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,94	9,81	12,02	18,36	23,98	23,89	23,89	23,89
Markkina-arvo	165	273	334	513	671	668	668	668
Yritysarvo (EV)	207	321	373	549	693	681	657	630
P/E (oik.)	13,0	30,0	11,2	12,4	14,7	14,3	13,1	12,2
P/E	11,9	30,0	11,2	12,4	14,7	14,3	13,1	12,2
P/Kassavirta	-30,0	11,7	14,2	30,3	27,4	24,4	15,5	13,1
P/B	2,0	4,0	3,9	4,4	4,5	3,7	3,2	2,8
P/S	0,5	0,9	0,9	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,7	1,0	1,0	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,8	11,0	7,5	8,3	10,3	9,1	8,1	7,4
EV/EBIT	8,5	14,3	8,9	9,8	12,6	11,3	10,1	9,0
Osinko/tulos (%)	50,0 %	91,7 %	42,0 %	37,3 %	36,7 %	41,9 %	46,5 %	51,2 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,1 %	3,7 %	3,0 %	2,5 %	2,9 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



EV/EBITDA



Verrokkiryhmän arvostus

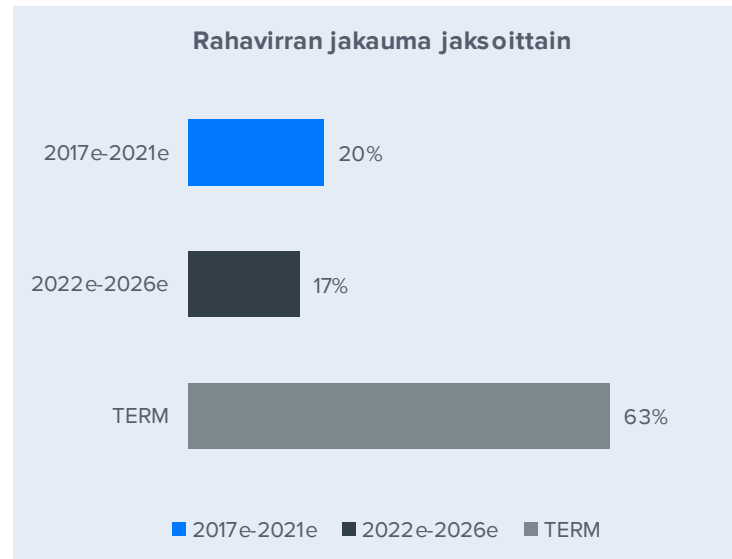
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Ponsse	23,89	669	705	12,1	11,2	9,9	9,2	1,3	1,3	15,4	14,4	2,8	3,0	3,8
Cargotec	57,55	3176	3831	14,1	12,2	10,9	9,7	1,1	1,1	19,7	16,9	1,9	2,2	2,5
Konecranes	39,28	2898	3465	12,3	15,3	9,1	10,4	1,1	1,0	30,1	20,7	2,8	2,7	2,5
Metso	30,81	4632	4627	15,0	12,9	12,5	11,0	1,7	1,6	23,3	19,7	3,4	3,6	3,2
Raute	22,87	74	67	6,1	6,7	5,2	5,2	0,5	0,5	11,8	13,4	5,0	5,2	2,8
Valmet	17,25	2585	2570	12,1	10,9	8,7	8,0	0,8	0,8	18,2	15,6	2,9	3,2	2,7
Wärtsilä	55,00	10848	11149	18,2	16,0	15,2	13,5	2,2	2,1	23,1	20,5	2,5	2,7	4,4
Palfinger	39,00	1457	2053	15,4	12,8	11,1	9,6	1,4	1,3	17,0	14,2	1,8	2,3	2,3
Volvo	147,00	32317	43595	15,7	14,9	10,4	9,8	1,3	1,3	16,3	15,4	2,5	2,7	2,8
Deere & Co	126,44	36436	64189	25,8	22,1	18,8	17,7	2,8	2,7	20,2	18,3	1,9	1,9	4,9
Komatsu	2803,50	21920	24801			11,5	10,1	1,8	1,5	26,5	22,9	2,1	2,1	1,7
AGCO	67,25	4835	6327	19,6	16,5	11,1	10,1	0,9	0,9	24,5	19,8	0,8	0,8	1,8
Terex	35,88	3224	3610	21,9	14,9	15,3	12,1	1,0	1,0	39,1	22,4	0,8	0,8	2,4
Caterpillar	108,05	56807	82715	25,9	21,1	15,6	13,8	2,3	2,2	26,0	20,5	2,9	2,9	4,3
Ponsse (Inderes)	23,89	668	681	11,3	10,1	9,1	8,1	1,2	1,1	14,3	13,1	2,9	3,6	3,7
Keskiarvo				16,5	14,4	11,8	10,7	1,4	1,4	22,2	18,2	2,4	2,6	3,0
Mediaani				15,4	14,9	11,1	10,1	1,3	1,3	21,7	19,0	2,5	2,7	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-27 %	-32 %	-18 %	-20 %	-10 %	-16 %	-34 %	-31 %	18 %	33 %	34 %

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	55,2	60,2	65,4	69,6	71,1	73,7	75,2	76,4	77,8	80,6	83,2	
+ Kokonaispoistot	11,9	14,2	16,0	16,0	15,8	16,4	16,8	17,3	18,1	18,8	19,5	
- Maksetut verot	-12,4	-13,0	-14,0	-15,0	-15,3	-15,9	-16,3	-16,6	-17,0	-17,6	-18,2	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	1,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-3,6	-7,7	-9,0	-5,1	-4,0	-3,6	-4,3	-5,0	-4,6	-4,2	-4,1	
Operatiivinen kassavirta	51,8	53,6	58,3	65,6	67,6	70,6	71,5	72,3	74,6	77,9	80,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-28,5	-26,3	-15,2	-14,7	-19,3	-18,8	-20,4	-22,4	-22,8	-23,1	-23,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	24,5	27,4	43,2	50,9	48,3	51,9	51,1	49,8	51,7	54,7	57,1	
+/- 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	24,5	27,4	43,2	50,9	48,3	51,9	51,1	49,8	51,7	54,7	57,1	1180,1
Diskontattu vapaa kassavirta		26,3	38,2	41,6	36,5	36,2	33,0	29,7	28,5	27,8	26,8	554,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		879,3	853,0	814,8	773,1	736,6	700,4	667,4	637,7	609,2	581,4	554,5
Velaton arvo DCF		879,3										
- Korolliset velat		-60,1										
+ Rahavarat		37,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,8										
Oman pääoman arvo DCF		839,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		30,03										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen beta	1,30
Markkinariskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

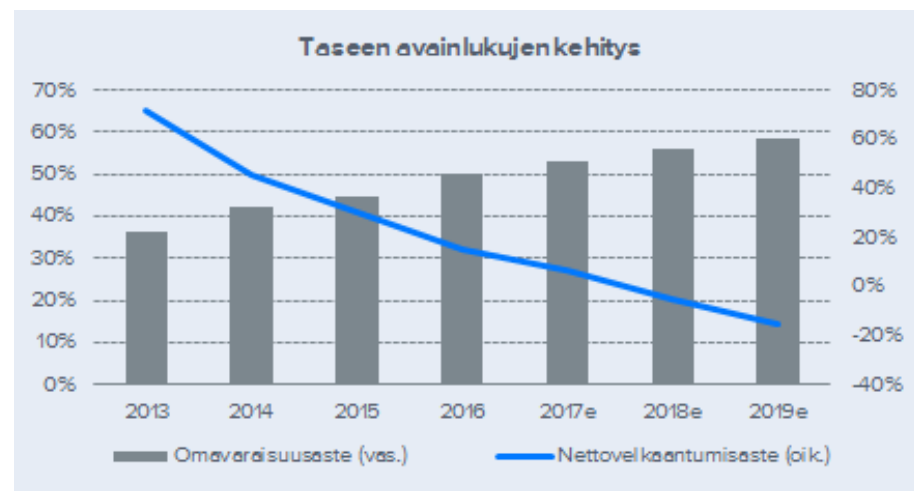
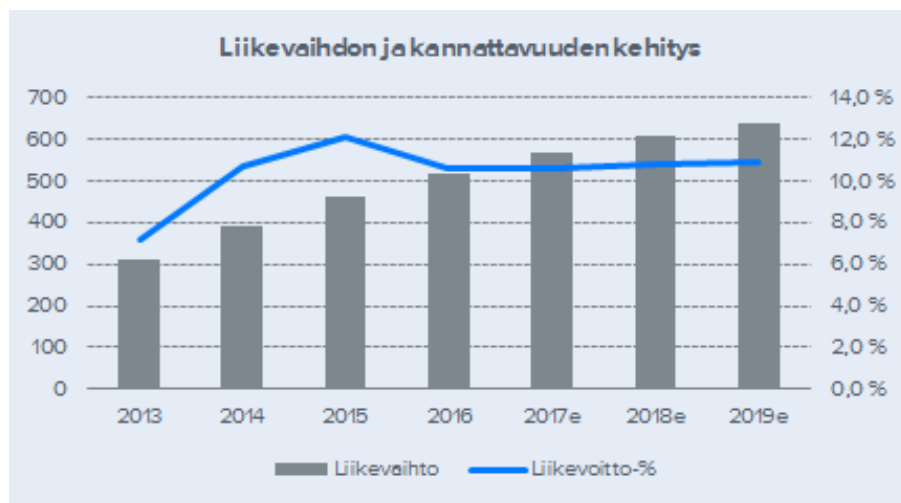


Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	517	567	607	640
Kulut	-332	-372	-397	-419
EBITDA	67,1	74,4	81,4	85,6
Poistot	-11,9	-14,2	-16,0	-16,0
Liikevoitto	55,2	60,2	65,4	69,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>55,2</i>	<i>60,2</i>	<i>65,4</i>	<i>69,6</i>
Rahoituserät	2,3	-0,8	-0,2	0,6
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	58,3	59,8	65,1	69,6
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-12,5	-13,0	-14,0	-15,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	45,7	46,8	51,1	54,6
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>45,7</i>	<i>46,8</i>	<i>51,1</i>	<i>54,6</i>
Setunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	45,7	46,8	51,1	54,6
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>1,63</i>	<i>1,67</i>	<i>1,83</i>	<i>1,95</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	1,63	1,67	1,83	1,95

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	103	115	114	113
Liikearvo	4	4	4	4
Aineettomat oikeudet	20	23	25	27
Käyttöomaisuus	74	83	80	77
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	2	2	2	2
Laskennalliset verosaamiset	3	3	3	3
Vaihtuvat vastaavat	198	229	268	246
Varastot	118	130	143	150
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	43	51	55	58
Likvidit varat	37	47	71	38
Taseen loppusumma	302	344	383	419

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Oma pääoma	150	180	211	242
Osakepääoma	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	140	170	201	232
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	1	1	1	1
Muu oma pääoma	2	2	2	2
Vähemmistöosuus	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	55	48	48	48
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1
Varaukset	7	7	7	7
Leinat rahoituslaitoksilta	47	40	40	40
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	97	116	123	129
Leinat rahoituslaitoksilta	13	20	20	20
Lyhytaikaiset korotonta	84	96	103	109
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	302	344	383	419



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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 (välittömät 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2015	Lisää	17,00 €	15,40 €
21.10.2015	Lisää	18,00 €	16,73 €
25.11.2015	Vähennä	19,00 €	18,58 €
15.2.2016	Lisää	18,00 €	16,20 €
17.2.2016	Lisää	19,00 €	17,99 €
14.3.2016	Vähennä	20,00 €	19,72 €
20.4.2016	Lisää	25,00 €	23,10 €
10.8.2016	Vähennä	25,00 €	26,31 €
18.10.2016	Vähennä	25,00 €	24,70 €
5.12.2016	Lisää	25,00 €	22,01 €
15.2.2017	Lisää	23,00 €	22,30 €
26.4.2017	Lisää	25,00 €	23,08 €
21.6.2017	Lisää	27,00 €	23,89 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi