

Kesla

Yhtiöraportti

09/08/2019

Peruskunto hyvä, mutta maasto vaikeutuu

Toistamme Keslan osakkeen vähennä-suosituksen arvonmäärityksemme tulosten perusteella hieman kohotetulla 4,60 (4,50) euron tavoitehinnalla. Yhtiö on monelta osin matkalla oikeaan suuntaan, mistä mm. strategisen fokuksen selkeyttäminen, orgaaninen kasvu ja trendinomaisesti parantunut kannattavuus ovat merkkejä. Ennustamme markkinatilanteen kuitenkin heikentyvän, mikä tulee arviomme mukaan näkymään liikevaihdon ja suhteellisen kannattavuuden negatiivisena kehityksenä vuonna 2020. Osakkeen vain lievästi positiivinen tuotto-odotus, vuoden 2020 ennusteilla korkea arvostus suhteessa verrokkeihin ja enimmäkseen kielteiset kurssiajurit eivät tällä hetkellä puolla positiivisen suosituksen antamista.

Strategiaa on kirkastettu

Kesla on selkeyttänyt rakennettaan ja strategiaansa viimeisen vuoden aikana. Konepajajärjestelmät-liiketoiminnan loppuosa myytiin elokuussa 2018, minkä seurauksena yhtiö on nyky muodossa keskittynyt vahvasti puunkorjuulaitteisiin. Yhtiön vuosien 2019-2021 strategiset painopisteet, joiden ytimessä on partneroituminen tuotekehityksen ja kasvun välineenä, palvelujen nosto omaksi liiketoiminnakseen muiden liiketoimintojen rinnalle sekä operatiivinen tehostaminen ovat mielestämme hyvin perusteltuja. Painopisteissä kasvun ja kannattavuuden edellytysten varmistaminen samoin kuin omien resurssien rajoitteet tulevat hyvin huomioitua.

Heikentyvä suhdanne saa liikevaihdon notkahtamaan 2020-2021

Keslan liikevaihdon vuoden 2019 kehitys on yhtiön H1'19-raportin perusteella suotuisaa, mutta uskomme globaalin talouden kasvuvauhdin hiljenemisen ja hidastuvan rakentamisen näkyvän puunhakkuuvolyymeissä erityisesti vuosina 2020-2021. Vaikka uskomme matalasuhdanteen jäävän melko lyhytkestoiseksi ja kasvun käynnistyvän uudelleen vuonna 2022, odotamme Keslan vuosien 2020-2021 liikevaihdon kehityksen olevan lievästi negatiivista (CAGR = -2 %).

Marginaaleihin tulossa painetta, mutta tyydyttävä taso säilyy

Vuoden 2019 ennätyksellisen hyvän kannattavuuden jälkeen uskomme kasvun pysähtymisen ja sen seurauksena kiristyneen hintakilpailun ja alentuneen kapasiteetin käyttöasteen painavan Keslan marginaaleja. Uskomme kuitenkin tehtyjen operatiivisten tehostamistoimien sekä kohtuullisen joustavan kulurakenteen pitävän yhtiön suhteellisen kannattavuuden tyydyttävällä tasolla myös vuosina 2020-2021. Vuodesta 2022 eteenpäin paraneva markkina ja suunnitellun automaatioinvestoinnin tuomat säästöt kohottavat taas marginaaleja selvästi.

Osakkeen arvostuksessa ei juuri tilaa nousta

Vaikka Keslan vuosien 2020-2021 ennustettu tuloskasvu onkin negatiivista, odotamme hyvän osinkotuoton sekä arvostuskertoimien hienoisesta noususta nostavan osakkeen kokonaistuoton positiiviseksi, mutta vain hieman (5 % p.a.). Muiden arvostusmenetelmien (verrokkihinnoittelu ja kassavirtamalli) indikaatio osakkeen nousuvarasta on niin ikään pieni. Kun myös huomioidaan nykyiset negatiiviset kurssiajurit, ei osakkeella tällä hetkellä ole perusteltua nousuvaraa.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



4,60 EUR

(aik. 4,50 EUR)

Osakekurssi: 4,40 EUR

Potentiaali: 4,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

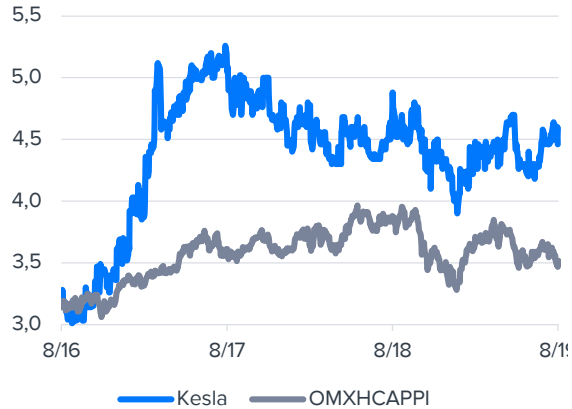
Konsernin liikevaihdon ja liikevoiton odotetaan kasvavan tilikaudella 2019 alkuvuoden toteuman, vallitsevan kysynnän ja vahvan tilauskannan vuoksi.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	45,1	49,1	47,3	47,2
kasvu-%	6 %	9 %	-4 %	0 %
EBIT oik.	2,4	3,1	2,4	2,6
EBIT-% oik.	5,3 %	6,4 %	5,1 %	5,4 %
Nettotulos	1,5	2,4	1,8	1,9
EPS (oik.)	0,42	0,63	0,53	0,57

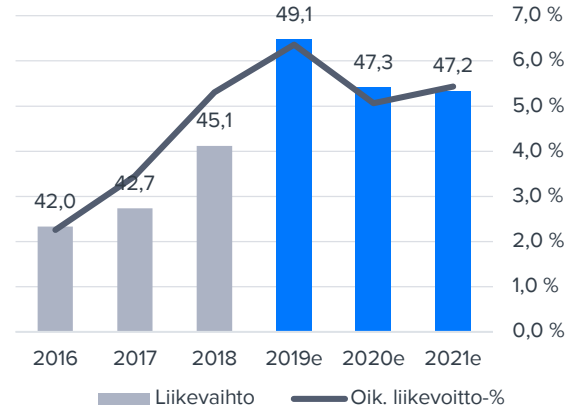
P/E (oik.)	9,2	7,0	8,4	7,7
P/B	1,1	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
EV/EBIT (oik.)	9,9	7,7	10,0	8,8
EV/EBITDA	6,9	5,5	6,2	5,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5	0,5

Osakekurssi



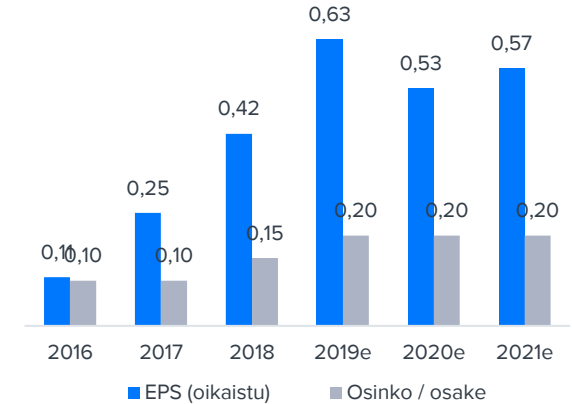
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Fokusoituminen kannattaviin liiketoimintoihin
- Markkinalla vahvat pitkän tähtäimen kasvuajurit
- Jälkimarkkinatoiminnoista tukea kasvulle ja kannattavuudelle
- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella

Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Venäjä-riski
- Melko alhainen peruskannattavuus; tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Tase vielä heiveröinen kestäämään mahdollista taantumaa

Arvostus

- Ennakoidun huippuvuoden 2019 kertoimet selvästi alle verrokkien, mutta ero tasoittuu huomattavasti 2020 kertoimilla
- Arvostusta rasittavat osakkeen heikko likviditeetti, Keslan pieni koko sekä tuloksen historiallisesti melko voimakas heilunta

MCAP
15
MEUR

EV
24
MEUR

EV/EBIT
7,7
2019e

P/E (oik.)
7,0
2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia	15-19
Toimiala	20-25
Kilpailu	26-28
Taloudellinen tilanne	29-31
Ennusteet	32-35
Arvonmääritys ja suositus	36-38
Taulukot	39-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Kesla lyhyesti

Kesla on metsäteknologian ja materiaalinkäsittelyn kehittämiseen, markkinointiin ja valmistukseen erikoistunut konepajakonserni, joka tuottaa asiakkaan alustaan integroituvia materiaalinkäsittelyratkaisuja. Liiketoiminta-alueita ovat traktorivarusteet, puunkorjuulaitteet sekä auto- ja teollisuusnosturit. Viennin osuus liikevaihdosta on noin 70 %.

1960

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

45,1 MEUR (+14,9 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

+4,0 % 2015-2018

Metsäkoneiden liikevaihdon keskimääräinen kasvu

2,2 MEUR (5,0 % lv:sta)

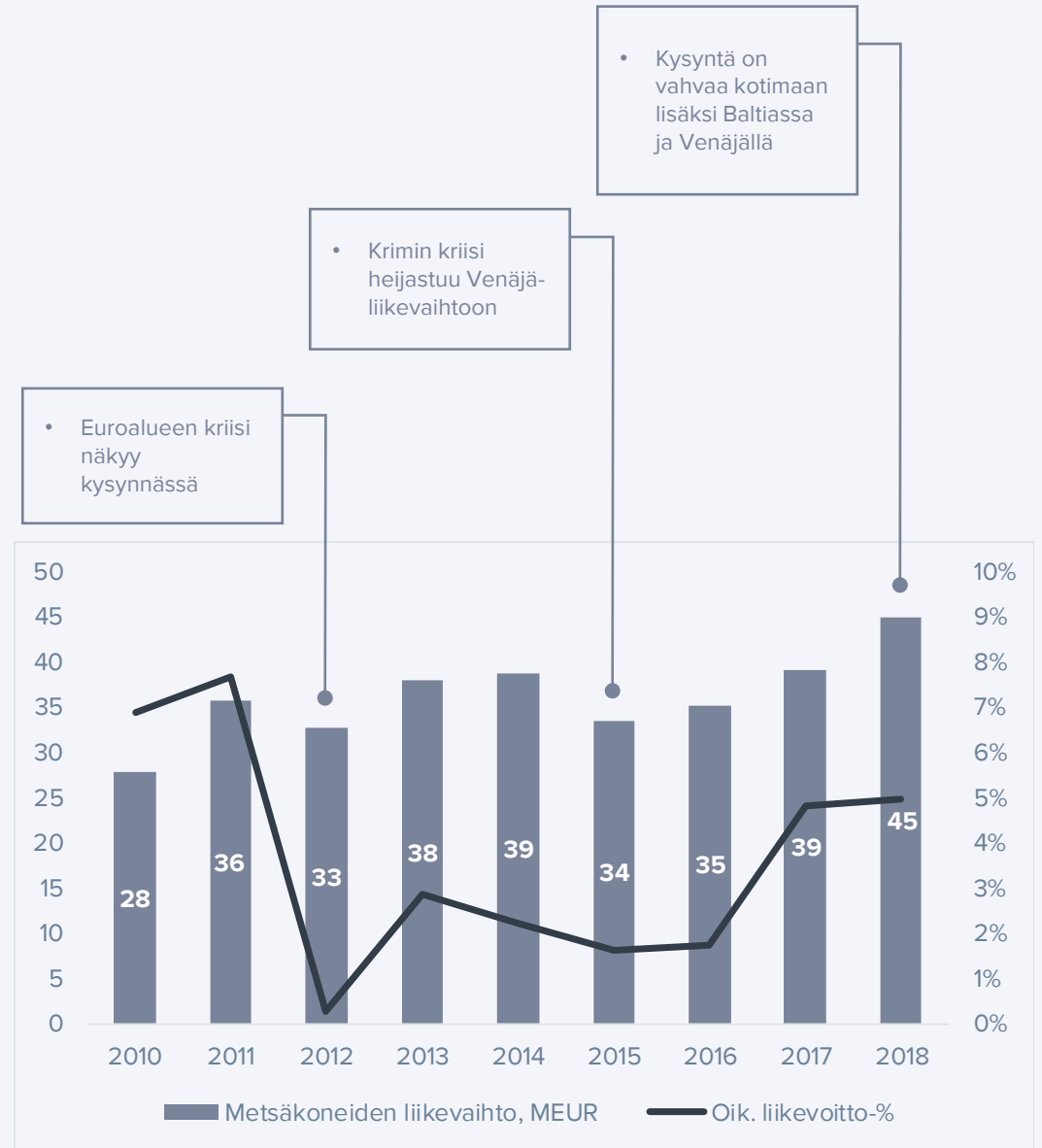
Liikevoitto 2018

242

Henkilöstö 2018 lopussa

85 % / 15 %

Laitemyynnin / palvelujen arvioitu osuus liikevaihdosta 2018



Uusien laitteiden liiketoimintamalli (1/3)

Tuoteporfolio on kattava, mutta fokusoitunut

Keslan tuoteporfolio jakaantuu kolmeen segmenttiin:

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

Tuotevalikoima on kattava sisältäen puunkorjuuketjun kaikki keskeiset vaiheet kannolta tehtaalle. Yksittäisissä segmenteissä tuotevalikoima ei ole erityisen leveä, vaan fokusoitunut. Puunkäsittelyyn liittyvät laitteet muodostavat noin 95 % Keslan liikevaihdosta, joten riippuvuus puunkorjuusta toimialana on korkea. Esimerkiksi kierrätysnosturit on toistaiseksi varsin marginaalinen, joskin nopeasti kasvava tuoteryhmä. Uskomme, että Kesla säilyttää jatkossakin kaikki yllä mainitut segmentit tuotevalikoimassaan.

Tuoteryhmien sisällä Kesla laajentaa edelleen tuotevalikoimaa mm. konfiguroitavien lisäominaisuuksien myötä. Valikoiman mahdollinen karsinta kohdistuu vain joihinkin edellisen sukupolven laitteisiin. Valikoimissa on kuitenkin edelleen jonkin verran päällekkäisyyttä, esimerkiksi autonostureissa.

Keslan tuoteportfolio on yhtiön oman käsityksen mukaan hyvin ajan tasalla. Autonosturiportfolio on päivitetty 2010-luvulla ja etenkin eräiden ohjausjärjestelmäominaisuuksien osalta Kesla arvelee olevansa kilpailijoiden edellä. Hakkuupääportfolioa Kesla päivittää suunnilleen yhden kokoluokan vuositahia. Tällä hetkellä kokoluokkia on viisi. Keslan metsäkonenosturit ovat tällä hetkellä iäkkäin tuoteryhmä, mutta myös koko markkina uudistuu hitaimmin mm. alustakoneiden varsin hitaan uusimistahdin vuoksi.

Valmistus kolmessa yksikössä Suomessa

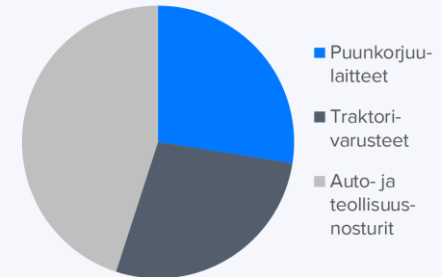
Kaikki Keslan tuotteet valmistetaan Suomessa kolmessa tehtaassa Joensuussa (tuotantotilaa 6000 m²), Kesälähdellä (7600 m²) ja Ilomantsissa (3300 m²), joilla kullakin on oma fokuksensa. Joensuun tehdas keskittyy nosturituotteisiin (metsäkone-, auto-, teollisuus- ja kierrätysnosturit), Kesälähdän tehdas harvesterikouriin, hakkureihin ja traktorin metsävarusteisiin ja Ilomantsin tehdas etupäässä hydraulikkasyilinterien valmistukseen sekä koneistuksiin.

Keslan omissa tehtaissa tapahtuu lastuava työstö, osa komponenttivalmistuksesta, hitsaus, maalaus, loppukokoonpano ja testaus. Tärkeimpiä alihankittavia raaka-aineita ovat levy- ja tankomateriaalit, valut, esikoneistetut kappaleet ja maalit. Keskeisiä alihankittavia komponentteja taas ovat hydraulikkaosat, autonostureiden hytit, kourien mittalaiteteknologia ja yksinkertaisimmat sylinterit. Arvioimme, että kaikkiaan yli 60 % valmistuskustannuksista syntyy ulkoa ostettavista raaka-aineista ja komponenteista.



Uuslaitemyynti

Liikevaihdon (n. 38 MEUR) jakauma, 2018



Puunkorjuulaitteet

- Ajokone- ja harvesterinosturit
- Harvestereiden hakkuupäät

Traktorivarusteet

- Kuormaimet
- Perävaunut
- Hakkurit

Auto- ja teollisuusnosturit

- Puutavaranosturit
- Kierrätysnosturit

Keslan päätuotteita

Harvesterikourat ja metsäkoneenosturit



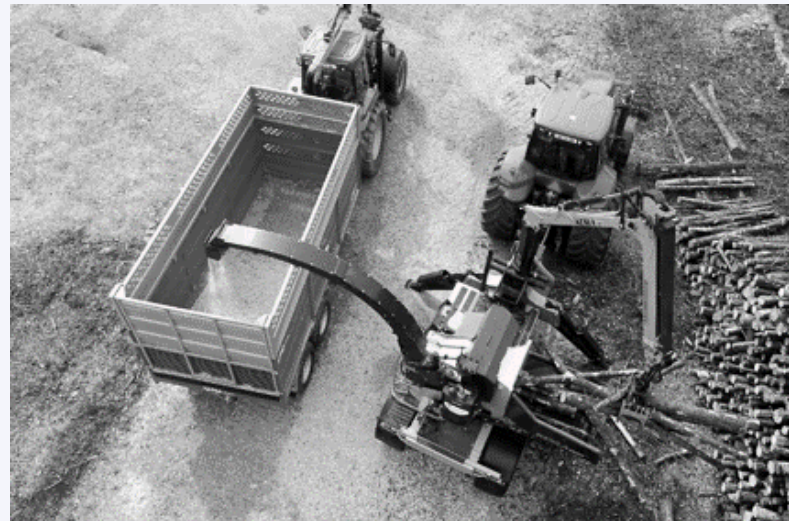
Traktorin metsävarusteet



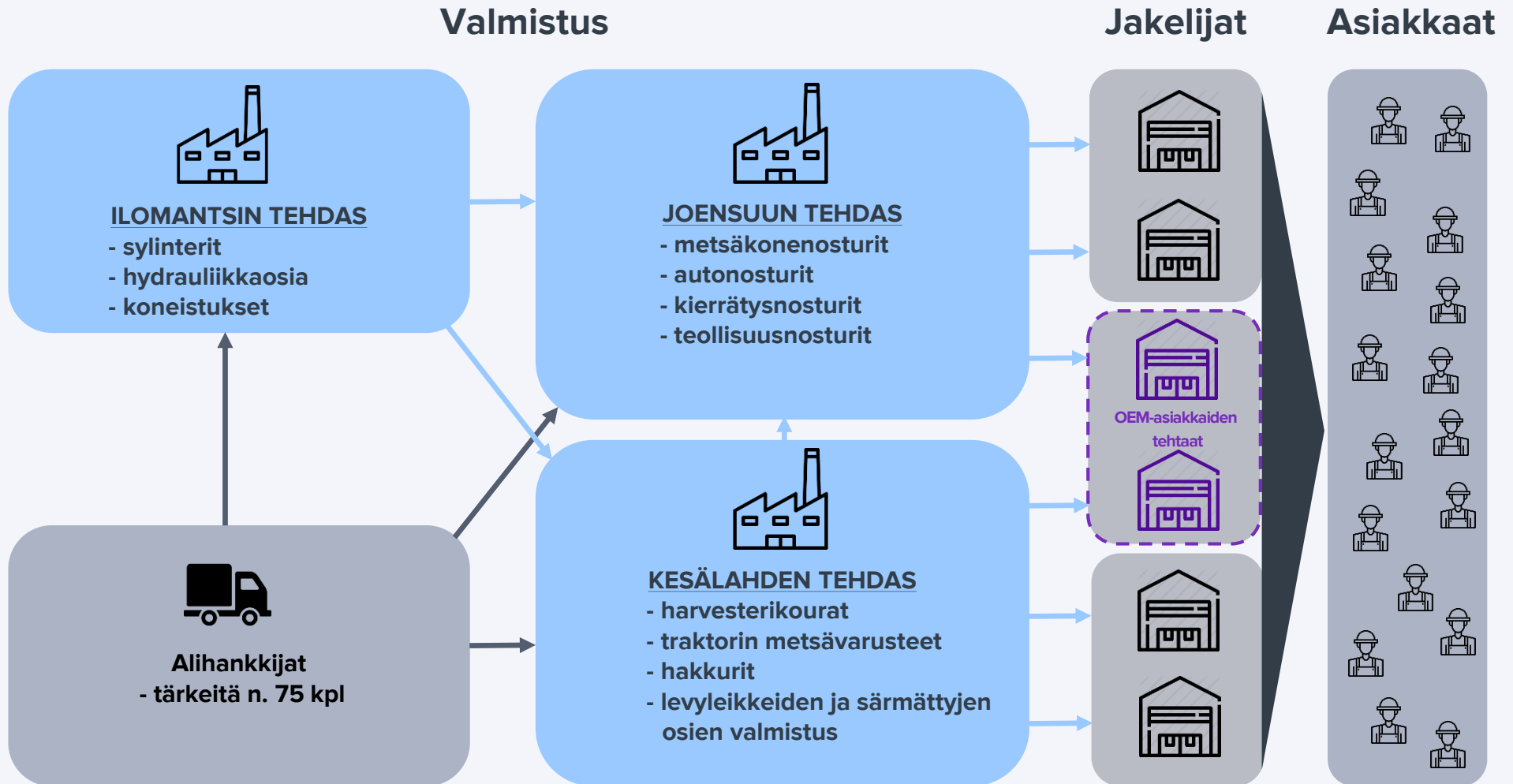
Auto- ja teollisuusnosturit



Hakkurit



Valmistuksen organisointi



Uusien laitteiden liiketoimintamalli (2/3)

Toimitusketjun isoimmat haasteet olivat aiemmin Ilomantsin tehtaalla, mutta ongelmat on Keslan mukaan sittemmin ratkottu integroimalla yksikkö aiempaa paremmin osaksi Joensuun ja Kesälahden valmistusprosesseja.

Tuotanto tähtää joustavuuteen

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

Toiminnanohjausjärjestelmänä (ERP) Keslalla on ollut vuodesta 2010 käytössä ruotsalainen IFS, johon on liitetty kaikki keskeiset operatiiviset toiminnot palkanlaskentaa lukuun ottamatta. Kesla on ollut järjestelmään tyytyväinen ja sen avulla tuotteiden myyminen, spesifikaatiot, konfiguraatio ja kokoonpano tapahtuvat ongelmitta. Koska valmistusketjusta iso osa on Keslan omissa käsissä, se voi optimoida komponenttivarastoja ja välttää eksoottisempia komponenttivalintoja. Komponenttivarastoja ja varastonhallintaa on kehitetty myös yhteistyössä toimittajien kanssa. Varastonhallinnassa Kesla on johdonmukaisesti kasvattanut komponenttivarastoja siellä, missä se on ollut toimituskyvyn parantamiseksi tehokkainta (esim. Ilomantsissa sylinterien osien varastoa on kasvatettu ja Joensuussa sylinterivarastoa pienennetty). Tämä on merkinnyt joustavuuden

lisääntymistä.

Keslan valmistus tapahtuu tällä hetkellä pääosin yhdessä vuorossa ja keskeytyvässä kaksivuorotyössä, mutta jonkin verran käytetään myös keskeytymätöntä kahta vuoroa. Keslan mukaan vuorojärjestelyt tarjoavat kapasiteetin käytön osalta joustovaraa ja tuotantoa voitaisiin esimerkiksi Joensuun tehtaalla kasvattaa 20 %:lla nykyisen kapasiteetin puitteissa.

Joustavuutta on kasvatettu antamalla koko ajan suurempia kokonaisuuksia alihankkijoiden valmistettaviksi. Tässä yhteydessä myös tuotekehityksessä on tapahtunut verkottumista ja Kesla on pienempien, rutiininomaisten tuotekehitystehtävien osalta jo antanut vastuuta alihankkijoille.

Isoja investointeja takana, mutta uusiakin on tulossa

Tuotantotilojen suhteen Kesla ei näe tällä hetkellä investointitarpeita. Yhtiön konekanta on omaa ja osittain modernisoitua, sillä Kesla 2015 -projektin yhteydessä 2013-2015 investoitiin 7 MEUR koneisiin, mm. työstökeskukseen ja maalaukslinjaan. Vuosina 2016-2018 kalustoinvestoinnit jäivät kuitenkin poistoja pienemmiksi ja nyt Keslan tarkoitus on panostaa valmistustoiminnan automaatiotason ja laadun kohottamiseen. Investointikohteita tulevat olemaan mm. hitsausautomaatio sekä plasmaleikkurin vaihtaminen laserleikkuriin (hinta noin 1,2 MEUR) suuremman valmistustarkkuuden saavuttamiseksi, mikä vähentää leikkeiden

jatkotyöstövaiheita. Myös ilomantsin tehtaalla lisätään robottivaihteista koneistusta. Kaikkiaan laiteinvestoinnit vuosina 2019-2021 ovat vajaa 5 MEUR, painottuen vuoteen 2020. Investoinneilla saavutetaan merkittäviä kustannussäästöjä, joihin palaamme raportin ennusteosiossa. Investointien myötä Kesla myös siirtää osan aiemmin alihankitusta osavalmistuksesta omiin käsiinsä.

Tuotekehitys on panostuskohde

Keslan tuotekehityksessä punaisena lankana on ollut puunkorjuulaitteiden kehittäminen yhteensopiviksi useisiin eikä vain yhteen alustakonetyyppiin (esim. traktorit, kaivurit ja kuorma-autot). Kantavana teemana on ollut myös tuotteiden valmistettavuuden sekä koko tilaus-toimitusprosessin kehittäminen. Viime aikojen keskeisimpiä tuotekehityskohteita ovat olleet nostureiden ohjaus- ja vakaudenhallinta-järjestelmät sekä hakkuupäiden antureista saatavan tiedon kerääminen ja prosessointi pilvessä.

Kesla on viime aikoina hionut tuotekehitys-prosessien systematiikkaa, jossa projekti etenee tarkasti dokumentoituna ja tiettyjen virstanpylväiden kautta. Näin on myös varmistettu, ettei tuotteiden konfiguraatioihin tule yhteensopimattomuuksia.

Kasvaneen konseptien kopiointiuhan vuoksi Kesla tulee panostamaan tuotteiden suojaamiseen entistä enemmän. Vuonna 2018 yhtiö haki hyödyllisyysmallisuoja ja teki patenttihakemuksia enemmän kuin vuosina 2011-2017 yhteensä.

Uusien laitteiden liiketoimintamalli (3/3)

Keslan tuotekehityksessä työskentelee noin 10 henkilöä. Kaikkiaan tutkimus ja kehitys ovat Keslalle tulevina vuosina korostetusti panostuskohde etenkin ohjausjärjestelmissä. Tutkimus- ja kehityskulujen osuus liikevaihdosta aiotaan säilyttää yli 2 %:ssa (2018: 2,8 %) ja alue ”ei ole säästökohde”.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Tällä hetkellä Keslan toimitusajat ovat autonostureiden osalta noin 6 kuukautta ja muiden tuotteiden osalta keskimäärin 3 kuukautta. Kesla myy valmiit laitteet tehdashinnalla sekä jakelijoille että OEM-loppuasiakkaille, jotka pääsääntöisesti maksavat rahat. Keslan omat logistiikkakulut ovat vähäisiä.

Globaalisti 120 jakelijaa ja 250 toimipistettä

Keslan tuotteiden jakelijat ovat monentyyppisiä: useimmiten ne ovat traktorimyyjiä, kaivinkoneiden myyjiä, maatalouskoneiden myyjiä, kuorma-automyyjiä tai päällirakenteiden myyjiä mainittuihin koneisiin. Näiden ryhmien sisällä on jälleenmyyjiä, jotka ovat tietyn alustakoneen kuten traktorin osalta keskittyneet vain Keslaan ja tarjoavat asiakkaille esimerkiksi metsävarusteita ja hakkureita. Ajokone- ja harvesterinostureissa sekä harvestereiden hakuupäissä jälleenmyyjä taas on useimmiten joku valtamarkin (esim. Komatsu) myyjä. Useimmilla jälleenmyyjillä Keslan tuotteen myynti on sidoksissa liittyvän tuotteen (kuorma-auto, traktori, kaivinkone) myyntiin, mutta esimerkiksi Japanissa on niitä, jotka myyvät käytännössä pelkästään Keslan tuotteita.

Jälleenmyyjät voivat pitää jonkin verran Keslan tuotteiden varastoa etenkin standardituotteissa (kuten traktorivarusteet). Pääsääntöisesti kalliimmat tuotteet (kuten harvesteripäät) toimitetaan kuitenkin vain tilauksesta.

Jälleenmyyjien insentiivit myydä Keslan laitteita ovat monipuoliset: ne ansaitsevat itse laitekaupan katteen lisäksi asennuksesta, koulutuksesta ja jälkimarkkinasta (varaosat ja huolto) sekä myös koko kone-/laitekaupan rahoituksesta. Keslan tavoitteena taas ovat kumppanuudet, joilla mahdollisimman suuri osa loppuasiakkaan prosessia saadaan katettua kumppanin jakelu-/palveluverkoston kautta.

Asiakkaissa kolme isoa ja paljon pieniä

Keslan asiakkaat ovat joko suoria loppuasiakkaita tai jälleenmyyjiä. Kaikkiaan Keslalla on yli 1300 asiakasta, mutta merkittäviä eli yli 100 TEUR liikevaihtoa tuovia on noin 60. Asiakkaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Suorat teolliset asiakkaat** (n. 15-20 % liikevaihdosta). Nämä ovat laitevalmistajia, joiden tuotteiden osaksi Keslan laitteet päätyvät. Näitä ovat etenkin Valtra/AGCO (traktorivarusteet), Sampo-Rosenlew sekä Sumitomo (molemmissa harvesteripäät).
- **Suorat loppuasiakkaat** (n. 3-6 % liikevaihdosta). Näitä ovat etenkin kotimaiset kulutus- ja varaosa-asiakkaat.
- **Jälleenmyyjät** (n. 75-80 % liikevaihdosta). Nämä muodostuvat noin 120 yhtiöstä ja 250

toimipisteestä 45 eri maassa. Suomen 45 toimipisteestä 39 on Valtra/AGCO:n myyntipisteitä. Ruotsissa Keslan traktorivarusteiden jakelusta vastaa maan johtava maataloustarvikkeiden kauppias Lantmännen, jolla on maassa noin 60 omaa toimipistettä ja joka hoitaa siellä myös Valtran jakelun.

Teollisista asiakkaista tärkein on AGCO-konserniin kuuluva Valtra, joka on selvä traktoreiden markkinajohtaja Suomessa ja vahva myös mm. muissa Pohjoismaissa, Ranskassa ja Brasiliassa. Valtra-yhteistyö on Keslalle kullannarvoista, sillä AGCO Suomen myyntipisteet markkinoivat Keslan koko traktorivarustetuotevalikoimaa. Vuonna 2016 alkaneeseen yhteistyöhön kuuluu myös tuotekehitysyhteistyötä sekä optio laajentamiseen muilla markkinoilla.

Keslan suurimmat asiakasriippuvuudet ovat suoria teollisia asiakkaita. Yhdenkään näistä osuus Keslan liikevaihdosta ei kohoa yli 10 %:n, joten asiakasriski on rajattu.

Liiketoimintamallin arvio

Toimialariskiä voidaan pitää korkeana.. Tuotelajitelma on Keslan kokoon nähden laaja, mutta tarjonnee hyvin synergiaa valmistusprosessin alkupäässä, brändäämisessä ja asiakasrajapinnassa. Valmistuksen kulurakenne on kohtuullisen joustava ja riskit liittyvät enemmän äkillisiin markkinashokkeihin. Valtra/AGCO-yhteistyö on selvä vahvuus.

Tuoteryhmät, asiakkaat ja markkina-alueet



**Puunkorjuulaitteet
(25-30 %)**



**Traktorivarusteet
(25-30 %)**



**Auto- ja teollisuus-
nosturit (45 %)**

Loppuasiakkaat (3-6 %)
- kulutus- ja varaosat

Teolliset asiakkaat (15-20 %)
- laitevalmistajat

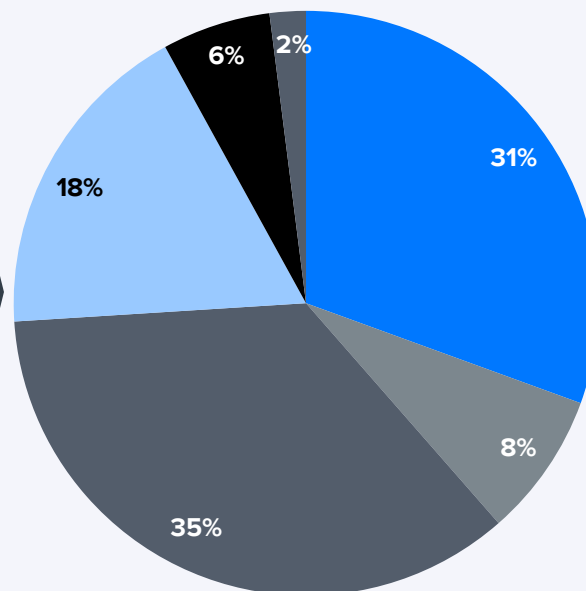


Jakelijat (75-80 %)
- 120 yhtiötä, 45 maata



Lantmännen

TECHMAT
Groupe DALBY



- Suomi
- Muu EU
- Amerikka
- Muut pohjoismaat
- Venäjä ja Valko-Venäjä
- Aasia

Palveluiden liiketoimintamalli (1/2)

Fokus kulutus- ja varaosaliiketoiminnassa

Kesla ei julkista palveluliiketoiminnan osuutta konsernin liikevaihdosta, mutta on todennut osuuden nousseen viime vuosina prosentti-yksikön vuosivauhtia. Arvelemme osuuden olleen vuonna 2018 noin 15 % ja vastaavan liikevaihdon siten vajaa 7 MEUR.

Keslan strategiassa palvelut on nostettu omaksi liiketoiminnakseen ja yhtiö kutsuu niitä elinkaaripalveluiksi. Palveluissa Keslan fokus on toistaiseksi selvästi kulutus- ja varaosatoiminnassa, joiden lisäksi tarjotaan jonkin verran koulutus- ja käyttöönottopalveluja. Kesla ei ole halunnut osallistua vaihtokoneliiketoimintaan vaan on jättänyt sen jakeluverkoston huoleksi. Jo käynnistyneistä palveluiden kehitysprojekteista keskeisimpiä on oman sähköisen varaosakaupan kehittäminen ja tähän liittyen yhteistyön tiivistäminen oman toimittajaverkoston kanssa. Keslan mukaan verkkoversio yhtiön varaosakaupasta voitaneen lanseerata 2020-2021.

Etävalvonta luo huoltoyhtiöille potentiaalia

Toinen selvä kehityskohde on laitteista saatavan informaation (käyttö- ja tilatiedot) keräämisen, jalostamisen ja siirtämisen kehittäminen ja tästä rakentuvan ennakoivan huollon liiketoimintamallin hiominen. Etävalvonta on mielekästä kalliimmille Keslan tuotteista eli harvesteripäille, vakaudenhallintajärjestelmällä varustetuille kierrätysnostureille sekä hakkureille. Näistä kaikkiin asennetaan antureita, joilla voidaan kerätä tietoa koneesta ja sen tilasta. Edullisemmissa

laitteissa etävalvonta ei Keslan mukaan ole asiakkaiden mielestä oleellista tai ainakaan siitä ei olla valmiita maksamaan. Mahdollisesta huoltosopimuksesta riippuen etävalvonta antaa huoltoyhtiölle ainakin tehokkaan mahdollisuuden nopeaan reagointiin, vaikka Keslan mukaan ennakoiva huolto ei konseptina ole toimialalla toistaiseksi juuri edennyt. Ennakoivan huollon edellyttämä etävalvonta yleistyne merkittävämmän vasta tuotesukupolven vaihtumisen myötä eli kun on siirrytty hydraulisesta sähköiseen ohjaukseen, jolloin etävalvonnan edellyttämät anturit ja lähettimet on helpompi asentaa koneeseen.

Huollon organisointi

Toimialalla asiakas itse hoitaa koneiden päivittäisen huollon (rasvaukset, ketjunvaihdot, terähuollot) ja Keslan laitteiden jälleenmyyjät ovat sen varsinaisia huoltopartnereita hoitaen operatiivisen huollon. Kesla on mielestämme perustellusti tullut johtopäätökseen, että oman organisen huoltoverkoston rakentaminen olisi kallista ja muutoinkin haastavaa. Asiakkailla olevien Keslan laitteiden määräaikaishuollot tapahtuvat tavanomaisesti alustakoneen (harvesteri, traktori, kuorma-auto) huoltorytmin mukaisesti. Varaosien saatavuus voi joskus muodostaa ongelmakohtan, sillä sekä jälleenmyyjän että Keslan intressissä on pitää kulutus- ja varaosavarastot minimissä, mikä voi toisinaan johtaa kalliisiin kiiretoimituksiin.



Palvelut

Liikevaihdon (n. 7 MEUR) jakauma, 2018



Huollon organisointi

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

Kasvutekijät

- Laitekannan kasvu
- Etävalvonta / ennakoiva huolto
- Sähköinen varaosakauppa

Palveluiden liiketoimintamalli (2/2)

Keslan tehtävänä itse huoltotyön osalta on tukea huollosta vastaavan jälleenmyyjän huoltokyvyn ylläpidossa ja parantamisessa. Keslan kussakin liiketoimintayksikössä on huoltokysymyksiin erikoistunutta henkilöstöä, joka vastaa jälleenmyyjien kouluttamisesta ja yhteydenpidosta näiden kanssa huoltoasioissa.

Käytössä olevassa laitekannassa riittää huollettavaa

Monilla jälleenmyyjillä on Keslan(kin) tuotteet kattavia huoltosopimuksia, mutta näiden piirissä olevan laitekannan kokoa Kesla ei julkista. Koko käytössä oleva Keslan laitekanta ja siten huoltopotentiaali on kuitenkin mittava. Käytössä oleva hakkureiden määrä on Keslan mukaan noin 300 kpl, harvesterikourien määrä 1600 kpl, auto- ja metsäkonenostureiden määrä 3500 kpl ja traktorikuormaimien ja -vaunujen määrä noin 4000 kpl. Kaikissa päätuoteryhmissä laitekanta on tuhansia laitteita, mikä tarjoaa huollolle sekä kulutus- ja varaosille merkittävän markkinan.

Takuukustannuksia varten 0,4 MEUR varaus

Kesla myöntää uusille laitteille pääsääntöisesti 12 kuukauden tai käyttötuntien määrään perustuvan takuun, jonka aikana takuuehdot täyttävät viat korjataan takuuehtojen mukaisesti joko korjaamalla viallinen osa tai vaihtamalla se uuteen. Takuuvarauksen määrä perustuu kokemukseräiseen tietoon takuumenojen toteutumisesta ja vuoden 2018 lopun 359 TEUR:n takuuvarauksen arvellaan kattavan vuoden 2018 aikana myytyjen laitteiden arvioidut

takuukustannukset.

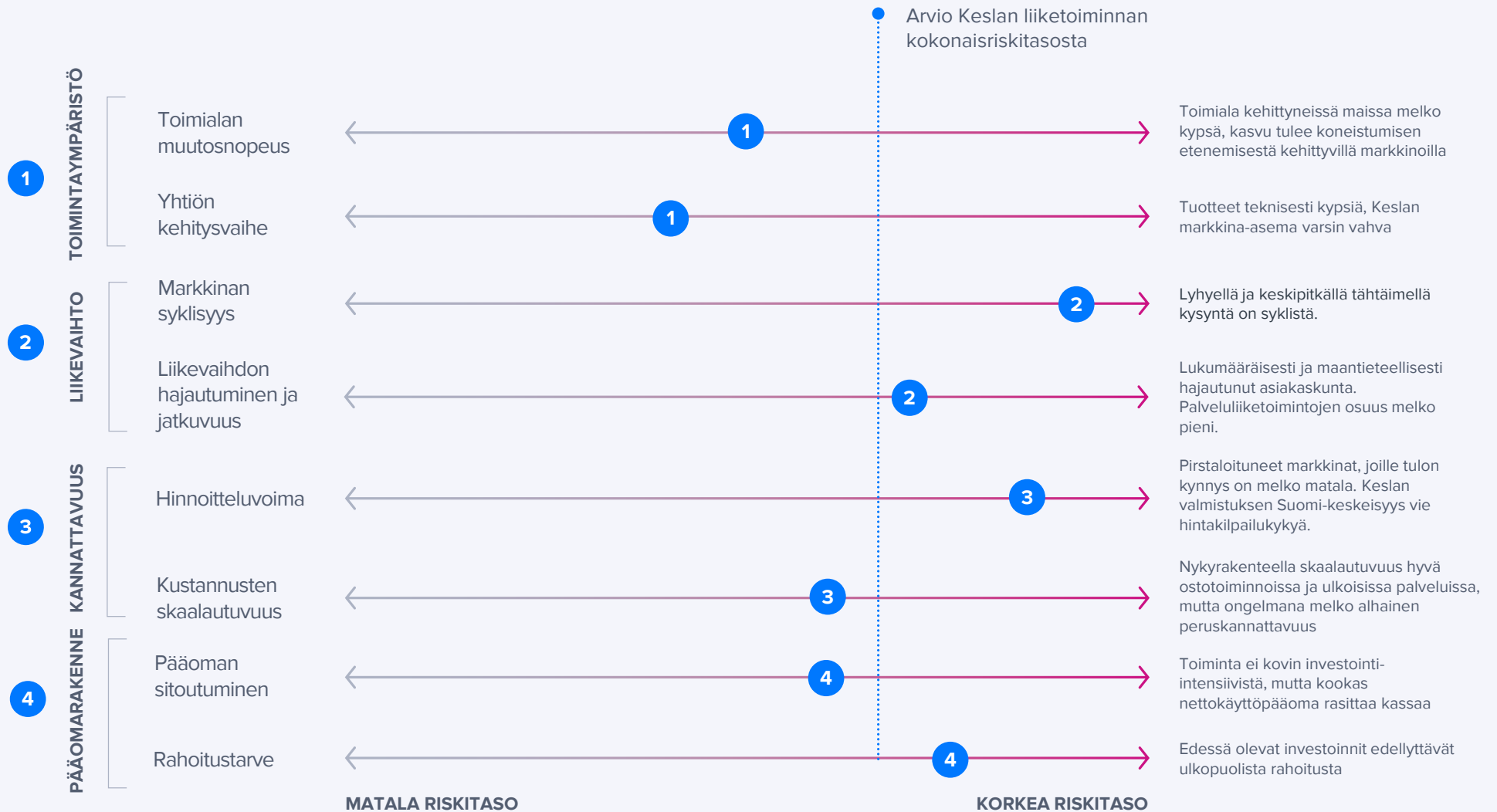
Kasvua laitekannan myötä

Tulevan kulutus- ja varaosien tarpeen arviointia vaikeuttaa Keslan laitteiden keskimäärin hyvin pitkä käyttöikä. Hakkureissa, harvesterikourissa ja metsäkonenostureissa 7 vuoden ikäiset laitteet ovat pääsääntöisesti edelleen käytössä. Traktorivarusteiden elinkaari on vielä selvästi pidempi ja traktorinostimen sekä perävaunun käyttöikä voi ulottua useamman traktorisukupolven yli. Tärkein ajuri kulutus- ja varaosien myynnin sekä huoltotyön kasvulle tulevaisuudessa onkin koko ajan kasvava laitekanta. Keslan mukaan markkinoilla näkyy jonkin verran piraattiosia, mutta niiden rooli on jäänyt vähäiseksi.

Liiketoimintamallin arvio

Keslan keskittyminen palveluliiketoiminnassa pelkästään kulutus- ja varaosien kauppaan ja itse huoltotyössä vain jälleenmyyjien tukemiseen on mielestämme järkevää kun huomioidaan Keslan koko sekä kattavan huoltoverkoston rakentamis- ja ylläpitokulut. Olemme arvioineet kulutus- ja varaosakaupan olevan Keslan paraskatteisinta liiketoimintaa katteiden ollessa noin 10-15 % ja Keslan itse valmistamissa osissa arviomme mukaan 20 %:n luokkaa.. Koska laitekanta kasvaa koko ajan ja piraattiosien merkitys on pieni, emme lyhyellä tähtämellä näe tekijöitä, jotka voisivat heikentää kannattavuutta oleellisesti.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Keslan strategia 1/3

Ei julkituotua strategiaa

Keslalla ei ole varsinaista julkistettua strategiaa. Vuoden 2018 strategiatyön seurauksena yhtiö on kuitenkin määritellyt visionsa, liiketoimintaporfolionsa sekä strategiset painopistealueensa vuosille 2019-2021.

Visio keskittyy asiakkaaseen

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

Liiketoimintaporfolio ja sen menestystekijät

Strategiaprosessissa Keslan liiketoimintaporfolio ja sen menestystekijät määriteltiin seuraavasti:

1. Traktorivarusteet-liiketoiminta, jonka kulmakivenä on yhteistyö Valtran kanssa. Keslan mukaan kumppanuus mahdollistaa ainutlaatuisen lisäarvon tuottamisen tuotteiden, ohjausjärjestelmien ja toimintatapojen integroinnilla. Liiketoiminnan kasvun painopisteenä on laajentuminen edelleen Valtran jakelukanavistoon ja myös soveltuvin osin metsän ulkopuolisiin Valtran

avainasiakas-segmentteihin kuten kiinteistöhoitoon, puolustusvoimiin ja kunnallistekniikkaan.

2. Puunkorjuulaitteet-liiketoiminnassa keskeistä on Keslan joustavuus sovitaa laitteet eri konealustoille. Kesla on suurin metsäkonevalmistajista riippumaton puunkorjuulaitteiden toimittaja ja tavoitteena on kasvaa erityisesti kaivinkonesovelluksissa mekanisointia käynnistävissä maissa. Keslan mukaan metsäkoneriippumattomuus mahdollistaa ratkaisujen optimoinnin kaivinkonealustoille. Kesla näkee merkittävää kasvupotentiaalia myös valtamärkeistä riippumattomissa metsäkonevalmistajissa.

3. Auto- ja teollisuusnosturit-liiketoiminta hakee kasvua puutavara-autosovellusten ohella kierrätys- ja erikoissovellusten markkinoista. Keslan kasvua etenkin kierrätysnostureiden markkinalla tukevat 1) tuotesynergiat (puutavara- ja kierrätysnosturit ovat eri versioita samasta perustuotteesta); 2) tuotteiden korkeammat älykkyyysvaatimukset ja Keslan kehittämä oma ohjausjärjestelmä sekä 3) Dalby-TechMat -yhteistyö tuotekehityksessä ja jakelussa. Kierrätysnostureiden kysyntä on myös vähemmän syklistä kuin puutavaranostureiden.

4. Elinkaaripalvelut-liiketoiminta tukee muita liiketoimintoja tarjoamalla tukipalveluja laitteiden hankintaan, käyttöön, ylläpitoon, huoltoon ja jälkimarkkinointiin. Kasvuajureina ovat toimitetun konekannan kasvu sekä palvelutuotevalikoiman ja –kanavien laajentaminen.

Keslan liiketoiminnat ja niiden aseointi

Liiketoiminta	 Traktorivarusteet	 Puunkorjuulaitteet	 Autonosturit	 Elinkaaripalvelut
Johtoajatus	Valtra-kumppanuus	”Joustavasti eri konealustoille”	”Fiksut välineet kovaan käyttöön”	--
Asiakslupaus	Tuotteiden, ohjausjärjestelmien ja toimintatapojen integroinnilla uniikkia lisäarvoa asiakkaille ja yhteistyökumppaneille.	Eri konealustoille integroitujen ja laajasti eri olosuhteisiin soveltuvien laitteiden avulla tuottavuutta mekaaniseen puunkorjuuseen.	Vaativiin olosuhteisiin soveltuvilla älykkäillä, kestävillä ja tehokkailla nostureilla tuottavuutta koko ajoneuvo-investoinnin elinkaarelle.	Helppoutta, turvallisuutta ja huolettomuutta tuotteen hankinnan, käytön, ylläpidon, huollon ja jälkimarkkinoiden tukipalveluilla.
Markkinaposition ja kasvu	Suurin traktoreiden metsävarusteiden high end -segmentissä. Laajentuu Valtran kanavistossa ja avainasiakassegmenteissä.	Suurin konemerkkiriippumaton toimija. Kasvaa Venäjällä, plantaaseilla, mekanisointia käynnistävissä maissa ja kaivinkonesovelluksissa.	Puutavara-autonostureiden kolmanneksi suurin. Kasvaa Pohjois-Euroopassa, CIS-maissa sekä kierrätys- ja erikoissovelluksissa.	Kasvaa toimitetun konekannan kasvun myötä sekä palvelutuotevalikoimaa ja -kanavia laajentamalla.

Keslan strategia 2/3

Oletuksemme strategisiksi kulmakiviksi

Keslan julkistaman aineiston sekä johdon kanssa käymiemme keskustelujen perusteella näemme seuraavat seikat yhtiön strategisiksi kulmakiviksi:

- 1. Fokusoituminen ydinosaamiseen,** mikä tarkoittaa keskittymistä puunkorjuuteknologiaan sekä valikoituihin kierrätyksen ja erikoisovellusten segmentteihin. Tämän prosessin osana Kesla saattoi loppuun voimansiirron komponenttien ja järjestelmien valmistus- ja maahantuontiliiketoiminnan myynnin vuonna 2018. Myyty liiketoiminta vastasi 16 %:sta konsernin liikevaihtoa vielä vuonna 2016.
- 2. Käyttäjäkokeemuksesta kilpailuetu.** Kesla korostaa tuotekehityksessä kaiken aikaa laitteiden ja järjestelmien käytettävyyttä sekä mahdollisuuksia elinkaaren pidentämiseen mm. etävalvontamahdollisuuksia kehittämällä. Tavoitetta tukee Keslan vuonna 2016 hankkima tuotekehityssimulaattori, jolla nopeutetaan kehitysprosessin läpimenoaikaa sekä tuetaan tuotteisiin liittyvien älykkäiden ominaisuuksien ja ohjausjärjestelmien kehittämistä. Tuotteiden massaräätälöinti CTO-mallilla (configure to order) mahdollistaa sen, että asiakas saa juuri omien toiveidensa mukaisen lopputuotteen.

- 3. Partneroituminen kaikkialla, missä se on mielekästä.** Tämä tarkoittaa tiiviin yhteistyömallin luomista alustakonevalmistajien ja merkittävien jakelijoiden kanssa tilanteissa, joissa Keslan tuotteet täydentävät partnerin tarjontaa. Alustakonevalmistajien kanssa kyse on pitkälle viedystä yhteistyöstä sekä tuotekehityksen että jakelun osalta (partnerina esim. Valtra) ja jakelupartnerin kanssa sen valikoiman täydentämisestä ja vahvan verkon hyödyntämisestä sekä myynnissä että jälkimarkkinoinnissa (esim. Lantmännen). Kesla kartoittaa koko ajan uusia partnereita.
- 4. Maantieteellinen laajentuminen.** Tämä tapahtuu linjassa alustakonevalmistajien kasvustrategioiden kanssa ja Keslan keihäänkärkenä ovat puunkorjuulaitteet. Fokuksessa ovat Latinalainen Amerikka (eukalyptusplantaasit) sekä Kaakkois-Aasian ne markkinat, joilla puunkorjuun koneellistuminen on vielä alkuvaiheissa. Traktorivarusteiden myynnin maantieteellisessä kasvattamisessa keskeistä on Valtran Pohjoismaiden ulkopuolella olevan jakeluverkoston hyödyntäminen.
- 5. Kasvu palveluissa.** Palveluissa Kesla keskittyy tulevaisuudessakin edelleen kulutus- ja varaosiin. Suunnitelmiin kuuluu mm. verkossa tapahtuvan kulutus- ja varaosakaupan kehittäminen ja tähän

liittyen yhteistyön tiivistäminen oman toimittajaverkoston kanssa. Käytössä olevan laitekannan kasvu globaalisti tukee kulutus- ja varaosamyyntiä. Kehityskohteena on myös digitalisaation mahdollistama huoltotarpeiden parempi identifiointi ja ennakointi etävalvonnan kautta laitteista hankittujen käyttö- ja tilatietojen avulla.

Keslan strategia 3/3

Strategiset painopistealueet 2019-2021

Vuoden 2018 strategiatyössä Kesla nosti vuosien 2019-2021 strategisiksi painopisteiksi seuraavat:

1. Asiakastarpeeseen kehitetyt tuotteet
2. Erinomainen toimituskyky
3. Asiakkaan liiketoimintaa edistävät palvelut
4. Vahva läsnäolo markkinoilla

Painopistealueissa on luonnollisesti paljon samaa kuin jo esiin nostamissamme oletetuissa strategian kulmakivissä. Toimituskykyyn liittyviä seikkoja olemme käsitelleet jo kohdassa ”Uusien laitteiden liiketoimintamalli” (s. 6-10). Suhteessa Keslan aiempaan strategiseen asemointiin on palveluliiketoiminta nyt nostettu elinkaaripalvelut-nimellä uudeksi, muita kolmea liiketoimintaporfolion osaa tukevaksi toiminnoksi. Toiminnon keskeisenä tavoitteena on digitaalisten palvelujen kehittäminen / kasvattaminen sekä sopimushuoltopisteverkoston laajentaminen kumppaneiden avulla.

Seuraavalla sivulla on kaavio Keslan strategisista painopisteistä, niiden keskeisistä osatekijöistä sekä seurannassa käytettävistä mittareista.

Strategian arviointi

Keslan strategian arviointi tilanteessa, jossa sen sisältö on osin omien oletustemme varassa on huomattavan vaikeaa. On kuitenkin selvää, että toimenpiteet edellä esitettyjen kulmakivien 1., 3. ja 4. suhteen ovat olleet strategian mukaisia:

1. Fokusoituminen ydinosamiseen: Komponenttiliiketoiminnan myynti v. 2018 ja sen seurauksena homogeenisen tuote-/asiakasportfolion saavuttaminen;
2. Partneroituminen: Jo aiemmin solmittujen Valtra- ja Sumitomo-kumppanuuksien lisäksi TechMat Dalby –yhteistyön aloittaminen on esimerkki etenemisestä;
3. Maantieteellinen laajentuminen: Jo tapahtunut jakelusopimusten solmiminen Ruotsissa (Lantmännen) ja Norjassa (Eikmaskin) sekä Thaimaassa ja Brasiliassa ovat strategian kanssa linjassa olevia toimenpiteitä.

Edellä esitetyistä strategian rakennuspalikoista sekä fokusoituminen että partneroituminen ovat mielestämme hyvin perusteltuja. Fokusoitumisella Kesla varmistaa rajallisten resurssien tehokkaan käytön. Partneroitumisella Kesla puolestaan tavoittaa laajan asiakaskentän ja saavuttaa läsnäolon ja jakeluvoiman markkinoilla, joille levittäytymiseen sen omat voimavarat eivät riittäisi. Samalla Kesla pystyy hyödyntämään leveältä rintamalta kerättyä asiakaspalautetta omassa tuotekehityksessään ja pitämään omat kiinteät kustannuksensa kurissa.

Käytettävissämme ei ole riittävästi tietoa sen arvioimiseksi, muodostaako parempi käyttäjäkokemus Keslalle todellisen kilpailuedun. On myös liian varhaista arvioida, miten paljon uudet digitaaliset palvelut tukevat palveluliiketoimintaa. Jälkimarkkinoilla Keslan

keskittyminen kulutus- ja varaosiin ja niiden jakeluun jälleenmyyjien kautta on kuitenkin selvä kustannusetu oman toimipisteverkon perustamiseen verrattuna.

Esitetty lista strategian kulmakivistä on hieman puutteellinen. Kaipaisimme lisäselvitystä Keslan strategian toteuttamiseen tarvittavista resursseista (henkiset ja aineelliset) sekä yhtiön taloudellisista tavoitteista niin kasvun, kannattavuuden kuin taloudellisen asemankin suhteen.

Keslan strategiset painopisteet 2019-2021

Painopiste / tavoite	 Asiakstarpeeseen kehitetyt tuotteet	 Erinomainen toimituskyky	 Asiakkaan liiketoimintaa edistävät palvelut	 Vahva läsnäolo markkinoilla
Osatekijöitä	Tuotekehitys-prosessin tehokkuus Massaräätälöinti Kumppaniyhteistyö Valmistettavuus Tuote- ja portfoliojohtaminen Kustannuslaskenta	Lean-prosessijohtaminen Hankintojen tehokkuus Konfiguraation tehokkuus Valmistusteknologian laatu	Palvelumuotoilut Koulutusosaaminen Digitaaliset palvelut Kumppaniyhteistyö	Asiakas- ja kanavajohtaminen Kumppaniyhteistyö Tavoitettavuus Digimarkkinointi
Mittareita	Dokumentoinnin taso Markkinaosuus Koko portfolion kannattavuus	Toimitusvarmuus Laatu Hinnan ja toimitusajan kilpailukyky	Ristiinmyyntiaste Takuukustannukset	Uusien kanavien tuoma liikevaihto ja sen kannattavuus

Puunkorjuukoneiden markkinat (1/3)

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 1,9 miljardia kuutiota

Puunkorjuukoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 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 (noin 1 % koko volyymistä) ja energiapuun osuus Suomenkin teollisuuspuun hakkuista on noin 5 %.

Hakkuumäärien kasvu on hidasta

Teollisen raakapuun (kuitupuu, tukkipuu) suurimmat loppukysyntämarkkinat 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 pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden kuten paperin kysynnän vähittäisellä laskulla.

Energiapuun käyttö kokonaisuutena todennäköisesti laskee kaupungistumisen myötä, mutta teollisen energiapuun käyttö kasvaa. On kuitenkin huomattava, että energiapellettien

valmistukseen käytetään pääasiallisesti puunjalostuksessa syntyviä sivutuotteita kuten puupurua. Näin ollen kasvussa on enemmän kyse raaka-aineen tehokkaammasta käytöstä kuin hakkuumäärien kasvuun vaikuttavasta tekijästä.

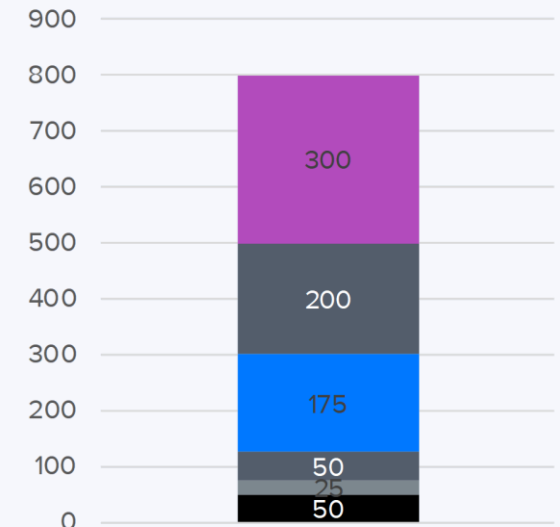
Globaalit hakkuuvolyymit ovat vuosien 2000-2017 aikana kasvaneet keskimäärin vain 0,7 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Latinalaisessa Amerikassa (2,4 %), Aasiassa (1,9 %) ja Venäjällä (1,6 %), kun taas kasvu on ollut nolaluokkaa Euroopassa (0,4 %) ja negatiivista Pohjois-Amerikassa (-0,8 %). Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin alle 1 %:ssa vuosittain kasvun ollessa edelleen nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien lisääntyessä edelleen ja kohtuullisen ripeää myös Aasiassa, osin samasta syystä.

Hakkuiden koneellistumisasteessa vielä paljon nousuvaraa kehittyvillä markkinoilla

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja ajokoneen yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti

Keslan kohdemarkkinat

Kohdemarkkinat segmenteittään, MEUR (2018, arvio)



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

Lähde Kesla, Hiab, Inderes

Puunkorjuukoneiden markkinat (2/3)

koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on eri lähteisiin perustuvan arviomme mukaan noussut volyymipainotettuna jo yli 50 %:n. Koska koneistumisen hyödyt ovat ilmiselvät, odotamme sen jatkuvan suunnilleen entistä (globaalin koneistumisasteen nousu noin 1 %-yksikön vuosivauhtia) tai hieman hidastuvaa tahtia. Yksikköhinnaltaan kalliimpien koneiden (kuten harvesterit) osalta koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset investointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia). Tämä seikka kuitenkin koskee vain osaa Keslan monipuolisesta tuotevalikoimasta ja Keslan tavoitteena onkin omilla tuotteillaan toimia näillä markkinoilla ensiaskeleena koneelliseen puunkorjuuseen.

Tavaralajimenetelmä ottanut markkinaosuutta metsäkoneissa

Hakkuumäärien ja koneellistumisen kasvun ohella kolmas keskeinen kasvuajuri Keslan tuotteille on tavaralajimenetelmän (cut-to-length, CTL) yleistyminen metsäkoneiden (harvesterit ja ajokoneet) markkinoilla, sillä Kesla toimittaa harvesterikouria ja nostureita vain tavaralajimenetelmän koneisiin. Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on ylittänyt 40 %:n rajan oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistyminen ennen kaikkea Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa

Amerikassa. Viime vuosina tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu on kuitenkin hidastunut. Kesla-konsernin tasolla on joka tapauksessa muistettava, että vain Puunkorjuulaitteet-segmentin tuotteita (25-30 % konsernin liikevaihdosta) asennetaan nimenomaan tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin.

Painopiste Euroopassa, mutta potentiaali Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa

Maantieteellisesti Keslan kohdemarkkinaa pitää tarkastella tuoteryhmittäin, mutta ainakin toistaiseksi se on varsin Eurooppa-keskeinen, painopisteen ollessa Keski- ja Pohjois-Euroopassa. Esimerkiksi tavaralajimenetelmän metsäkoneissa Euroopan ja Venäjän markkina vastaa 80 %:sta kokonaisuutta. Hakkurimarkkina keskittyy isoihin metsäteollisuusmaihin ja traktorin metsävarusteet ovat valtaosin pohjoiseurooppalainen markkina. Puutavaranosturien markkina lienee Keslan kohdemarkkinoista maantieteellisesti laajin. Kierrätysnostureita taas käytetään eniten kehittyneissä länsimaissa (Eurooppa, Pohjois-Amerikka). Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia, mutta vielä melko pienimerkityksisiä alueita. Kesla kuitenkin panostaa molempiin ja on solminut niissä yhteistyösopimuksia. Keslan mukaan sen teknologia tarjoaa monilla markkinoilla ensi askeleen mekaaniseen puunkorjuuseen ja sen tuotteiden käytön opettelu on monille traktorin- tai kaivinkoneenkuljettajille helpompaa kuin harvesterin käytön ja hallinnan oppiminen.

Keslan kohdemarkkinan kokoarvio 0,8 mrd EUR

Keslan kohdemarkkinaa tulee tarkastella alasegmenteittäin. Markkinan koon arviointi on haastavaa, mutta se on suuruusluokkatasolla arvioitavissa perustuen Keslan käsitykseen vuosittain myytävien koneiden ja laitteiden kappalemäärästä eri segmenteissä sekä osin muihin lähteisiin kuten Hiabin arvioihin. Markkinan keskeiset lukuarvot on esitetty seuraavan sivun taulukossa.

On huomattava, että pelkästään eri tuoteryhmissä globaalisti myytävien tuotteiden lukumäärän arvioiminen tarkasti on hyvin vaikeaa, puhumattakaan myytyjen tuotteiden keskihinoista. Sen vuoksi taulukon tietoihin tulee suhtautua vain hyvin karkeana arviona Keslan kohdemarkkinan koosta. Termi OEM viittaa niihin metsäkonevalmistajiin (esim. Ponsse) jotka valmistavat itse koneidensa harvesterikourat sekä nosturit. Ns. vapaan markkinan osuus metsäkoneiden harvesterikourista ja nostureista on tuotteesta riippuen 30 %:n (nosturit) ja 60 %:n (harvesterikourat) välillä.

Keslan kohdemarkkinat, 2018

Tuotealue →	Harvesterin irtokourat	Metsäkone- nosturit pl. OEM	Hakkurit	Traktori- varusteet	Puutavara- nosturit	Kierrätys- nosturit	Yhteensä
Keslan segmentti	Puunkorjuu- laitteet	Puunkorjuu- laitteet	Auto- ja teolli- suusnosturit	Traktori- varusteet	Auto- ja teolli- suusnosturit	Auto- ja teolli- suusnosturit	
Markkina, kpl	1 200	1 000	500	7 000	4 000	3 750	
Keskihinta, 1000 EUR	40	25	100	25	50	80	
Markkina, MEUR	50	25	50	175	200	300	800
Kasvuvauhti v/v, arvio	4-5 %	4 %	2 %	2 %	2 %	5 %	3 %

Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Puunkorjuukoneiden markkinat (3/3)

Kysyntä on syklistä, mutta markkinat voivat tasata toisiaan

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

Kohdemarkkinan kasvu yli syklin n. 3 % vuodessa

Keslan eri kohdemarkkinoille on tyypillistä, että niiden kasvunopeus vain harvoin ylittää bkt:n kasvuvauhdin, etenkin kehittyneillä markkinoilla. Kehittyneiden markkinoiden puunkorjuuta leimaa pitkälle edennyt koneistuminen. Kehittyneillä markkinoilla myös mm. paperin, kartongin, lasin, muovin ja metallin kierrätys on jo pitkälle edistynyt ja markkinan sekä samalla kierrätystavaran käsittelyssä käytettävien koneiden ja laitteiden kysyntä kasvaa yleensä alle 5 %:n tahtia.

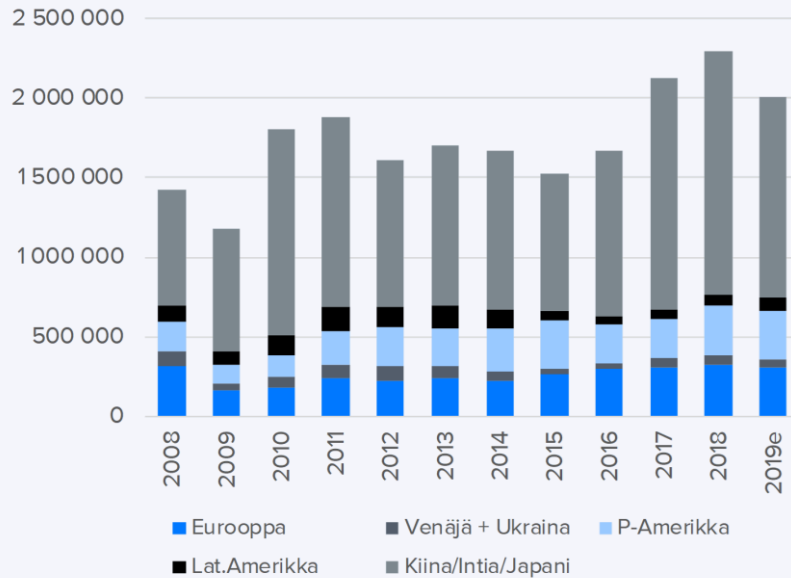
Edellisen sivun taulukossa on esitetty arviomme Keslan eri tuotealueiden tyypilliseksi kasvuvauhdiksi yli suhdanteiden. Puunkorjuulaitteiden sekä kierrätysnostureiden 4-5 %:n v/v keskimääräisessä kasvunopeudessa on huomioitu ao. markkinoiden nopeampi kasvu

kehittyvillä markkinoilla. Kohdemarkkinoiden koolla painotettu kasvuvauhti on noin 3 % v/v.

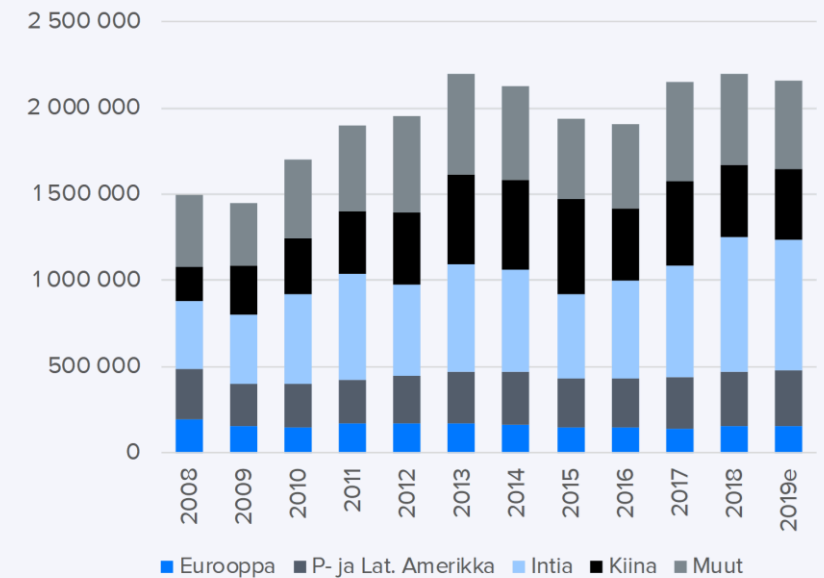
Toinen tapa tarkastella etenkin puunkorjuulaitteiden markkinan kasvua on yhdistää kasvun kolme komponenttia eli 1) hakkuumäärien 0,7-0,9 % v/v kasvu; 2) koneellisen puunkorjuun volyymiosuuden nousu 55 %:sta (2017) 60 %:iin (2022e) tuoden mukanaan 1,5-1,9 %-yksikön v/v lisäkasvun sekä 3) tavaralajimenetelmän osuuden kasvu 41 %:sta (2017) 44 %:iin (2022e), mistä n. 30 % Keslan liiketoiminnasta hyötyy, antaen edelleen 0,4-0,5 %-yksikön v/v lisäkasvun. Edessä todennäköisesti olevan taantuman vuoksi odotamme Keslan koko kohdemarkkinaan vain 0-1 %:n vuosikasvua 2019-2021, minkä jälkeen ennustamme kasvun kiihtyvän 3-4 %:iin vuonna 2022.

Alustakoneiden markkinat

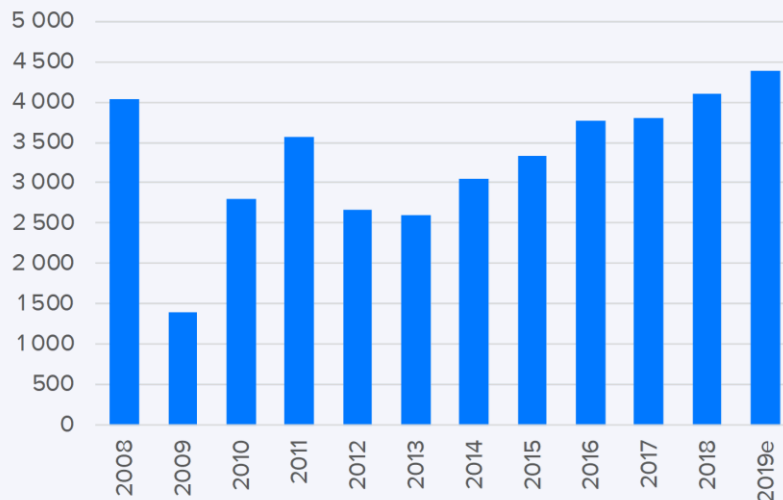
Raskaiden kuorma-autojen päämarkkinat, kpl



Globaalit traktorimarkkinat, kpl

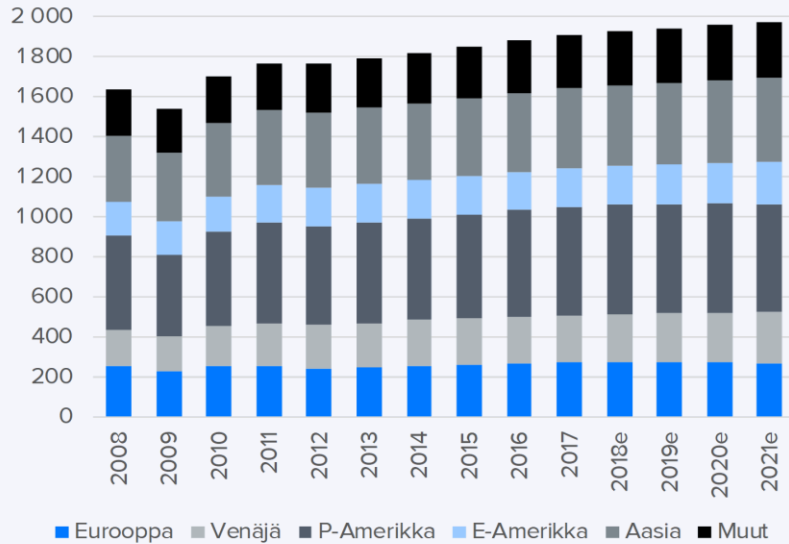


Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat, kpl

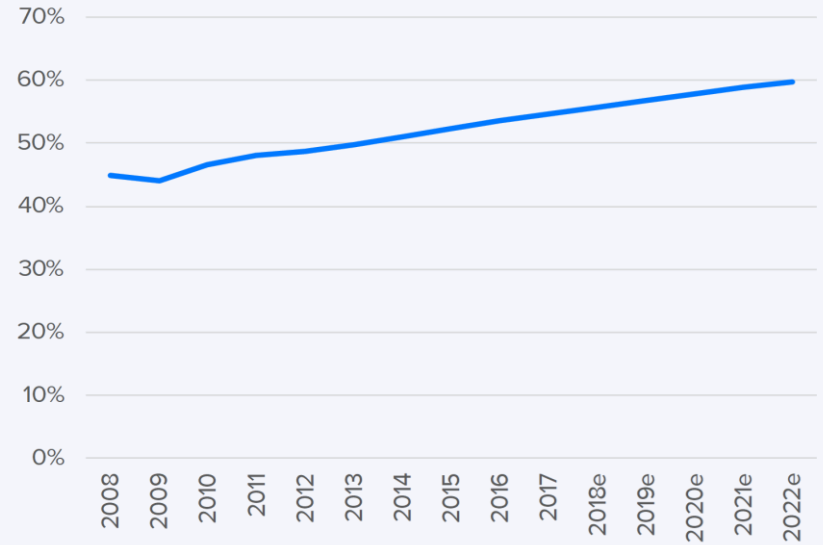


Keslan puunkorjuulaitteiden kysyntäjurit

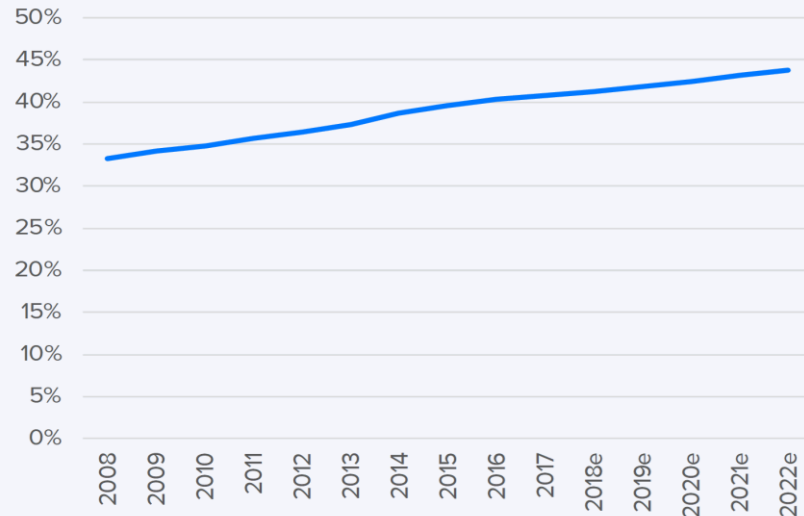
Puunhakkuuvolyymit, milj. m³



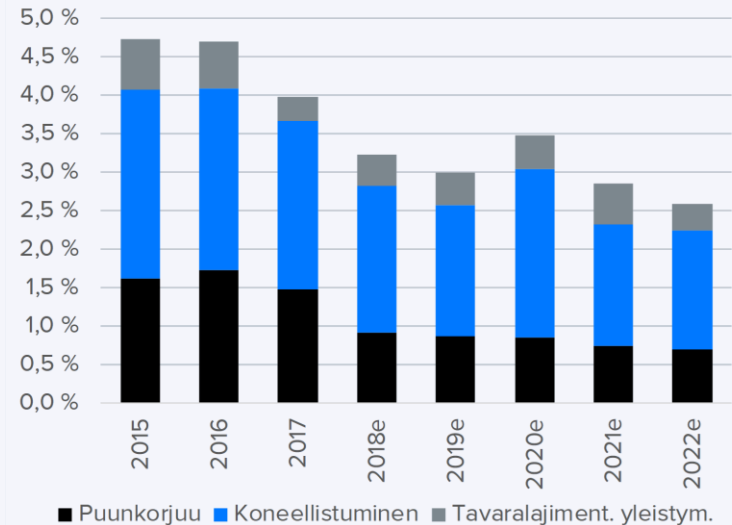
Indikatiivinen puunkorjuun globaali koneellistumisaste



Indikatiivinen tavaralajimenetelmän markkinaosuus



Keslan kohdemarkkinan kasvuajurit



Kilpailutilanne (1/2)

Markkina on fragmentoitunut

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

Keslan koko tuotesortimenttia sekä kilpailulle vapaata markkinaa ajatellen kilpailukentässä erottuu kaksi globaalia yhtiötä eli Cargotec-konserniin kuuluva Hiab (2018 liikevaihto 1149 MEUR) sekä itävaltalainen Palfinger (Land-segmentin vuoden 2018 liikevaihto 1399 MEUR). Merkittävä osa muista kilpailijoista ei ole vielä julkistanut vuoden 2018 lukujaan, mutta vuonna 2017 niiden liikevaihto oli tyypillisesti 5-50 MEUR:n luokassa eli ne olivat Keslan kanssa samaa kokoluokkaa tai sitä pienempiä.

Keslan markkina-asema pääosin vahva

Oheisessa taulukossa on lueteltu Keslan pääkilpailijat eri tuotesegmenteissä ja arvioimme Keslan markkina-asemaa kuvaava sijaluku. Koko noin 800 MEUR:n suuruisella kohdemarkkinalla Keslan markkinaosuus on noin 5 % ja kierrätysnostureiden markkina poislueutuna noin 7 %. Vastaavalla tuotetarjonnalla toimivien kilpailijoiden puuttuessa näille luvuille ei kuitenkaan ole mielekää tulkintaa.

Kilpailijoiden liikevaihtotietojen perusteella

arvioimme Keslan aseman suhteellisesti vahvimmaksi harvesterikourien ja metsäkone-nostureiden vapaalla markkinalla, joissa arvioimme sen markkinaosuudeksi 15-16 %. Hakkureiden, traktorivaruusteiden ja puutavaranostureiden osalta arvioimme Keslan markkinaosuudeksi tuoteryhmästä riippuen 4-8 %. Tälläkin markkinaosuudella Kesla on johtavien yritysten joukossa markkinan pirstaloituneisuudesta johtuen.

- **Harvesterikourien** koko markkinalla kaikki Keslaa suuremmat valmistajat ovat sidoksissa metsäkonevalmistajiin. Logset ja Ponsse myyvät jonkin verran omia kouria, John Deere omistaa Waratahin ja Komatsu ruotsalaisen Log Maxin sekä kanadalaisen Southstarin.
- **Hakkureiden ja traktorivaruusteiden** markkinat ovat Keslan markkinoista kaikkein pirstaleisimmat. Hakkureiden osalta kyse on viime kädessä siitä, miten markkina rajataan laitteen koon ja käyttötarkoituksen mukaan.
- **Puutavaranostureissa** Palfinger ja Hiab ovat selvästi muita toimijoita kookkaampia. Pelkästään Palfingerin markkinaosuuden on arveltu olevan 40-50 %:n luokkaa.
- **Kierrätysnostureiden** markkinalla Kesla on vasta tulokas ja sen markkinaosuus on arvioimme mukaan alle 1 %. Keslan jakeluyhteistyö ranskalaisen Dalby-TechMatin kanssa avaa kuitenkin hyviä kasvumahdollisuuksia.

Keslan kilpailijat

Tärkeimmät kilpailijat ja Keslan asema tuoteryhmittäin

Tuotealue	Pääkilpailijat	Keslan asema
Harvesterikourat	Kone-Ketonen	#3
	Log Max	
	Southstar	
	SP Maskiner Waratah	
Metsäkone-nosturit pl. OEM	Fassi/Cranab	#2...#3
	Mesera	
	Palfinger	
Hakkurit	Bruks	#5...#10
	Jenz	
	Musmax	
Traktori-varusteet	Farma	#3...#5
	Farmi Forest	
	FTG Cranes	
	Kronos	
	Palmse Steindl-Palfinger	
Puutavara-nosturit	Fassi/Cranab	#3
	Guerra	
	Hiab	
	Palfinger	
	Tajfun-LIV Penz	
Kierrätys-nosturit	Hiab	---
	Fassi/Cranab	
	Marchesi	
	Palfinger Penz	

Lähde Kesla, yhtiöt, Inderes

Kilpailutilanne (2/2)

Keslan vahvuudet kilpailussa

Seuraavat seikat ovat mielestämme Keslan kilpailullisia vahvuuksia:

- **Vahva toimialaosaaminen.** Keslan osaaminen kattaa puunkorjuun koko tuotantoketjun, jolloin sillä on paremmat edellytykset aitoon kumppanuuteen asiakkaan kanssa ja myös asiakassuhteen vahvistamiseen tämän laajentaessa omaa arvoketjuaan.
- **Tuotevalikoiman kattavuus yhdistettynä fokukseen.** Edelliseen kohtaan liittyen Keslan tuotetarjonta kattaa puunkorjuun kaikki keskeiset vaiheet, mutta yksittäisissä segmenteissä tuotetarjonta on fokusoitunut. Segmenttien koko huomioiden tämä on perusteltua. Keslan toimintatapaan kuuluu tuotetarjonnan räätälöiminen ja hiominen segmenttien sisältä valittuihin alasegmentteihin.
- **Etumatka tuoteominaisuuksissa.** Keslan mukaan sen ohjauksjärjestelmäintegraatio laiteyhdistelmissä (hakkuri + nosturi, vaunu + kuormain + traktori) on markkinoiden kehittynein ja edellä kilpailijoita. Keslan alustakoneriippumattomuus puunkorjuulaitteissa (harvesterikourat ja nosturit) taas laajentaa selvästi asiakaskuntaa moniin kilpailijoihin verrattuna.
- **Maine kestävien, kovaan käyttöön tarkoitettujen laitteiden toimittajana.** Esimerkiksi puutavaranostureissa kilpailija Palfinger profiloituu Keski-Euroopan tarpeisiin

parhaiten soveltuvien, kevyiden nostureiden valmistajana kun taas Keslan tuotetarjonta profiloituu kestäviin, nopeisiin ja suorituskykyisiin puutavaranostureihin. Kestävyysmaine tukee Keslan tuotteiden kysyntää myös hyvän jälleenmyyntiarvon muodossa.

- **Vahvat asiakasreferenssit ja jakelukumppanit.** Teollisissa asiakkaissa tärkeimmät referenssit ovat Sumitomo Construction Machinery (liikevaihto 2,3 mrd euroa vuonna 2018), jolle Kesla toimittaa harvesteripäitä kaivinkoneisiin sekä AGCO:n omistama Valtra (n. 5 %:n osuus EU:n traktorimarkkinoista), jolle Kesla toimittaa metsävarusteita. Kesla korostaa, että suhteet mainittuihin päämiehiin eivät ole perinteisiä alihankkijasuhteita, vaan yhdessä kehittämistä. Jakelun osalta Keslan vahvimmat kumppanit ovat Suomen traktorimarkkinoiden selvä johtaja Valtra/AGCO sekä 25000 ruotsalaisen maanviljelijän omistama Lantmännen, joka on Pohjoismaiden johtava toimija mm. maatalouskoneiden alalla. Kokonaisuutena Keslan 45 maata ja noin 120 yhtiötä käsittävä jakeluverkosto on yhtiön kokoluokassa selvä kilpailuetu.
- **Joustava ja asiakastarpeet keskivertokilpailijaa paremmin huomioiva toimintatapa.** Keslan tiivis vuorovaikutus jälleenmyyjien (joihin on pitkät vakiintuneet suhteet) ja suorien loppuasiakkaiden (erityisesti Valtra) kanssa tuo asiakastoiveet ja –palautteen Keslan tietoisuuteen sekä laajalta

rintamalta että nopeasti. Tämä seikka yhdistettynä CTO-valmistustapaan tehostaa selvästi asiakastarpeet täyttävien laitteiden kehittämistä ja valmistamista.

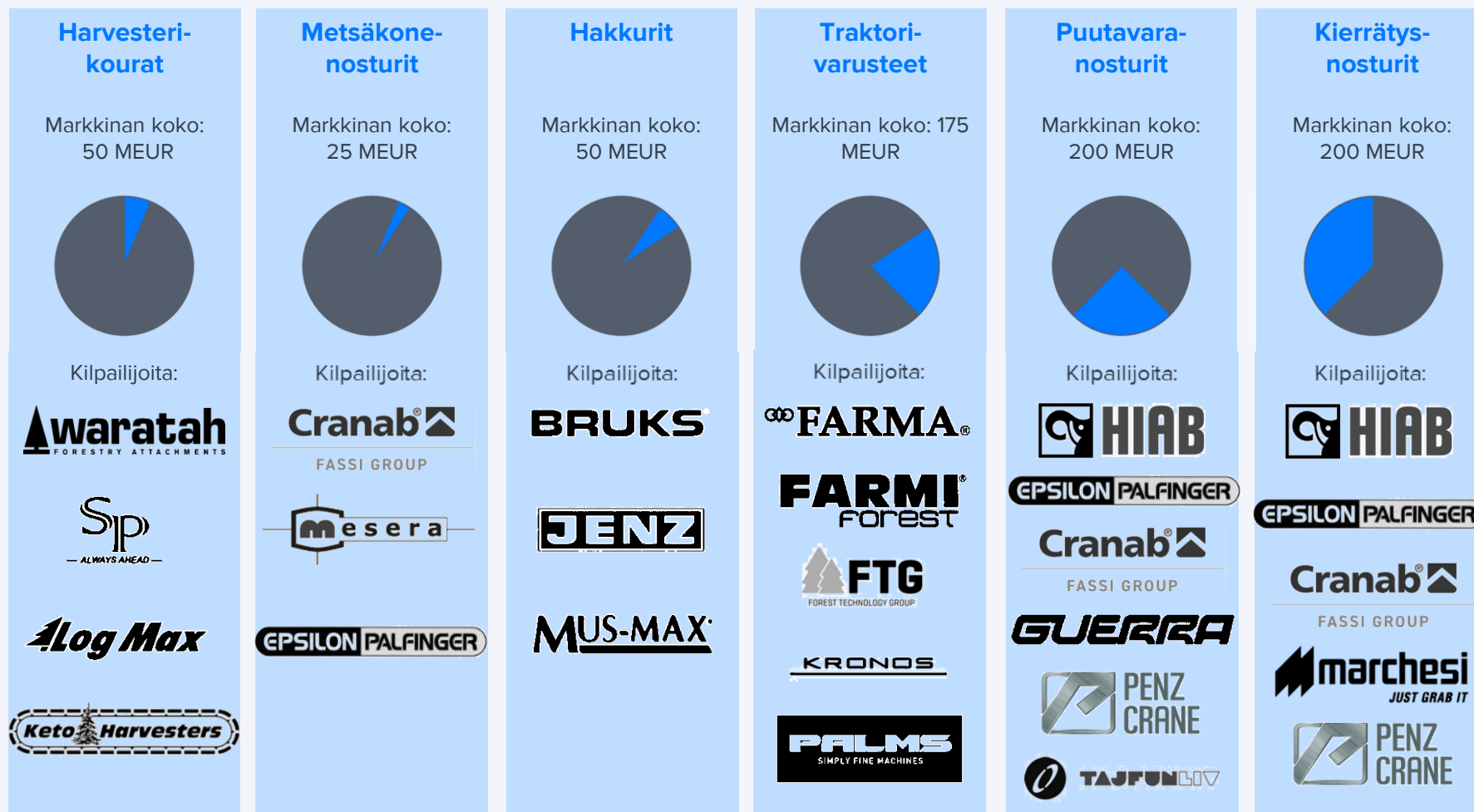
Kilpailuaseman haasteet

Arvioimme seuraavien seikkojen olevan Keslan merkittävimpiä haasteita kilpailutilanteessa:

- **Resurssien hajautuminen.** Keslan tuotevalikoiman kattaessa kaikki puunkorjuun tärkeimmät segmentit hajauttaa tämä väistämättä yhtiön rajallisia resursseja tuotekehityksessä ja markkinoinnissa.
- **Rajallinen hintakilpailukyky.** Valmistuksen keskittyminen korkean kustannustason maahan eli Suomeen rajoittaa Keslan kykyä kilpailla kustannuksilla ja siten hinnoilla suhteessa niihin kilpailijoihin, joilla on valmistusta myös matalamman kustannustason maissa (esim. Palfinger, Hiab, Palmse).
- **Haastajan asema eräissä segmenteissä.** Keslan tuotealueista puutavaranostureiden ja kierrätysnostureiden markkinat ovat selvästi kahden ison toimijan (Palfinger ja Hiab) dominoimia. Näissä segmenteissä isojen pelureiden parempi tunnettuus, isommat tuotekehitysresurssit, leveämpi tuotetarjonta, valmistuksen skaalaedut sekä kattavammat myynti- ja jälkimarkkinapalvelut antavat niille merkittävää kilpailuetua.

Keslan kilpailijakenttä on hajanainen

Keslan kohdemarkkina (n. 800 MEUR)



Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Taloudellinen tilanne (1/3)

Konsernirakenne selkiytynyt

Kesla on kahdella eri kaupalla vuosien 2017 ja 2018 aikana luopunut kokonaan Konepajajärjestelmät-liiketoiminnasta (MFG Components Oy), joka vastasi 16 %:sta (6,7 MEUR) konsernin liikevaihtoa vielä 2016. MFG Componentsin valmistusliiketoiminta (tilikauden 2017 liikevaihto 3,5 MEUR) myytiin lokakuussa 2017 ja maahantuontiliiketoiminta (tilikauden 2018 liikevaihto 1,5 MEUR) elokuussa 2018. Kesla oli luopunut segmenttiraportoinnista jo ensin mainitun kaupan yhteydessä ja jälkimmäinen kauppa merkitsi, että Keslasta tuli myös operatiivisesti vahvasti puunkorjuulaitteisiin keskittyvä yhtiö.

Raportointia on laajennettu

Kesla on kuluvalta vuodesta alkaen julkistanut normaalin puolivuosisraportoinnin lisäksi neljännesvuosikatsauksen. Katsauksessa julkistetaan saatujen tilausten ja liikevaihdon lisäksi keskeiset kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisen aseman luvut samoin kuin kommentit markkinatilanteesta ja näkymistä sekä ohjeistus. Pidämme neljännesvuosista liiketoimintakatsausta positiivisena tekijänä sijoittajainformaation riittävyyden ja siten osakekurssiin vaikuttavien tekijöiden ajantasaisuuden kannalta.

Liikevaihdossa hyvä pitkän aikavälin kasvutarina

Keslan toimiala on perusluonteeltaan syklinen, mutta siitä huolimatta Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnan (joka siis vastaa koko nykyistä

Keslaa) historiallinen kasvu yli syklien on ollut varsin voimakasta. Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu vuosina 2001-2018 oli 4,5 %. Kasvu on ollut käytännössä kokonaan orgaanista ja tapahtunut pääasiassa jakeluverkoston laajentamisen kautta.

Viimeisten 18 vuoden aikana vertailukelpoinen liikevaihto on laskenut viitenä vuotena (2001, 2003, 2009, 2012 ja 2015). Näistä vuoden 2009 lasku (-54 %) oli kaikin tavoin poikkeuksellinen ja vuoden 2015 lasku (-13 %) johtui Krimin kriisiä (2014) seuranneesta Venäjän markkinan pudotuksesta. Muina laskuvuosina pudotus on ollut maltillisempaa (keskimäärin -8 %).

Matalahko kannattavuustaso ja voimakas tulosheilahtelu

Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnalle on ollut luonteenomaista konepajaliiketoiminnaksikin varsin matala liikevoittomarginaali. Vuosien 2007-2018 keskimääräinen liikevoittomarginaali on 3,6 % ja mediaanimarginaali 3,1 %. Lisäksi saman ajanjakson kertaeristä puhdistettu liikevoitto on heilahtellut voimakkaasti (variaatiokerroin 114 %) eikä heilahtelu ole oleellisesti vähentynyt suotuisammassakaan suhdannetilanteissa.

Kulurakenne hieman verrokkeja jäykempi

Edellä mainittujen rakennejärjestelyjen jälkeen voidaan Kesla-konsernin vuoden 2018 tuloslaskelmaa pitää vertailukelpoisena nykytilanteeseen, sillä MFG Componentsin maahantuontiliiketoiminta oli tuolloin esitetty lopetettuna liiketoimintana eikä siten enää

vaikuttanut raportoituihin lukuihin.

Vuoden 2018 tuloslaskelmassa aine- ja tarvikekäytön osuus liikevaihdosta oli suurin (53 %) ja tätä seurasivat henkilöstökulut (26 %), liiketoiminnan muut kulut (13 %) sekä poistot (3 %). Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimpia eräiä olivat tuotannon muuttuvat kulut (4 % liikevaihdosta), myynti- ja mainoskulut (2 %) sekä käyttö- ja ylläpitokulut (2 %). Kaikkiaan Keslan aine- ja tarvikekäytön 53 %:n osuus liikevaihdosta on konepajayhtiölle varsin tavanomainen, sillä vastaava luku (lisättyä valmistukseen liittyvillä ulkopuolisilla palveluilla) on esimerkiksi Wärtsilällä 54 %, Rautella 56 % ja Ponsella niinkin korkea kuin 64 %. Henkilöstökulujen 26 %:n osuus liikevaihdosta on samaa tasoa kuin Rautella, mutta korkea suhteessa esimerkiksi Wärtsilään (23 %) ja etenkin Ponsseen (14 %). Keslalla henkilöstökulujen korkeaa osuutta selittää osittain henkilöstön keskittyminen korkean kustannustason maahan eli Suomeen, mutta toisaalta Keslalla työvoimavaltaisen palveluliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on em. verrokkeja alempi.

Jos mainituista kulueristä kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut (sekä valmistukseen liittyvät ulkopuoliset palvelut) tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista (44 %) hieman Rauten vastaavaa lukua (40 %) ja selvästi Ponssen lukua (29 %) korkeampi. Johtopäätöksemme on, että Keslan kulurakenne on hieman verrokkeja jäykempi, minkä tulisi näkyä voimakkaampana operatiivisena vipuna.

Taloudellinen tilanne (2/3)

Voimakas operatiivinen vipu

Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnan operatiivisen vivun (liiketuloksen muutos suhteessa liikevaihdon muutokseen) voimakkuutta mittaavassa, vuodet 2007-2018 käsittävässä regressiossa vipu on liikevaihdon relevantilla alueella (36-46 MEUR) 2,2x-3,4x eli vipu on voimakas. Edellä mainituista yhtiöistä vipu on Rautella 1,8x-2,5x ja Ponsella vain 1,2x. Historialluvut siis tukisivat käsitystä Keslan tuloksen hyvin vahvasta kasvusta liikevaihdon kasvaessa. Päätelmää kuitenkin rasittaa Keslan tuloksen historiallisesti hieman epäjohdonmukainen käytös, mikä näkyy regression matalana selityskertoimena ($R^2 = 43\%$).

Kiinteätkin kulut joustavat, mutta matala peruskannattavuus on haaste

Jako muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin on kuitenkin yksinkertaistava ja kysymys on aina tarkastelujaksosta. Vuonna 2009 investointi-hyödykkeiden kysynnän romahtaessa Kesla Oyj:n liikevaihto laski 53 %:lla, mutta yhtiö onnistui aine- ja tarvikekulujen 51 %:n laskun lisäksi leikkaamaan myös henkilöstökuluja 40 %:lla ja liiketoiminnan muita kuluja 45 %:lla. Henkilöstö keskimäärin väheni kaikkiaan 35 %:lla, missä Kesla hyödynsi irtisanomisten (n. 45 % vähennyksestä) lisäksi tehokkaasti lomautuksia (n. 55 %). Liiketoiminnan muissa kuluissa leikattiin mm. markkinointikuluja 56 %:lla ja matkakuluja 42 %:lla. Kattavista kulusäästöistä huolimatta vuoden 2009 liiketulos Kesla Oyj:ssä oli tappiollinen (marginaali -4,3 %), mutta ei katastrofaalinen.

Huolimatta Keslan 'kiinteidenkin' kulujen kohtuullisesta joustavuudesta, merkitsee rakenteellisesti varsin alhainen kannattavuustaso sitä, että yhtiön liiketulos muuttuu herkästi tappiolliseksi liikevaihdon laskiessa selvästi. Esimerkki tästä saatiin vuonna 2015, jolloin liikevaihdon lasku edellisestä vuodesta 15 %:lla johti raportoidun liikevoittomarginaalin laskuun 1,8 %:sta -1,7 %:iin. Vuonna 2015 Kesla ei kyennyt sopeuttamaan henkilöstökulujaan (-10 %) liikevaihdon laskun tahdissa ja liiketoiminnan muut kulut nousivatkin 2 %.

Hyvä käyttöpääoman hallinta tukee kassavirtaa

Vuosina 2011-2018 Keslan yhteenlaskettu operatiivinen kassavirta on ollut 13,8 MEUR positiivinen ja kassavirta on ollut negatiivinen vain yhtenä vuonna (-0,2 MEUR vuonna 2014). Hyvä käyttöpääoman hallinta on ollut keskeistä, vaikka llomantsin tehtaan siirtyminen osaksi emoa on nostanut varastojen keskimääräisen kiertoajan 225 päivästä (2015) 233 päivään (2018). Samaan aikaan Kesla on kuitenkin onnistunut lyhentämään myyntisaamisten kiertoa 62 päivästä (2015) 50 päivään (2018) ja pidentämään ostovelkojen kiertoa 55 päivästä (2015) 62 päivään (2018). Kaikkiaan Keslan nettokäyttöpääoman vuosimuutos on vuosina 2011-2018 vaihdellut -2,4 MEUR:n (2011) ja +2,1 MEUR:n (2015) välillä.

Takavuosien investoinnit rasittivat kassaa

Vuosien 2013-14 7,3 MEUR:n investoinnit painoivat konsernin kassavirran investointien jälkeen

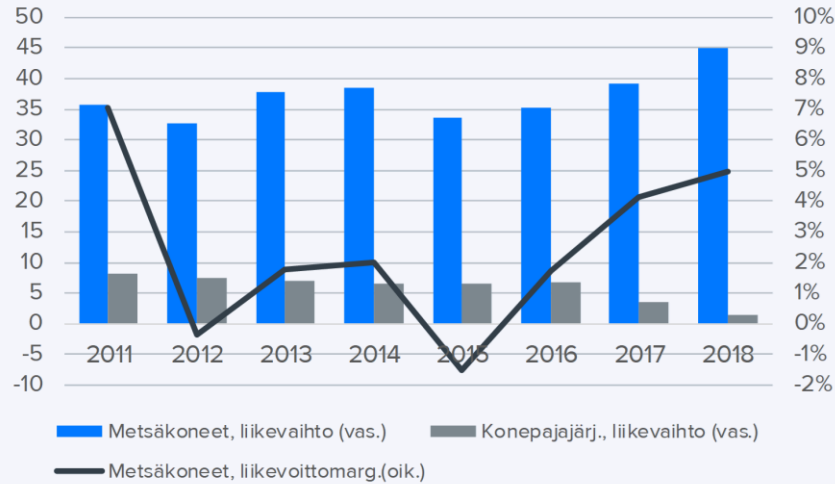
yhteensä 6,3 MEUR negatiiviseksi. Investointien normalisoiduttua on konsernin kassavirta investointien jälkeen ollut 8,0 MEUR positiivinen vuodet 2015-2018 yhteenlaskettuna. Nykymuotoisen Keslan kanssa paremmin vertailukelpoisen emoyhtiö Kesla Oyj:n operatiivinen kassavirta oli +6,5 MEUR ja kassavirta investointien jälkeen +4,4 MEUR vuodet 2015-2018 yhteenlaskettuina.

Taseessa edelleen vahvistamistarvetta

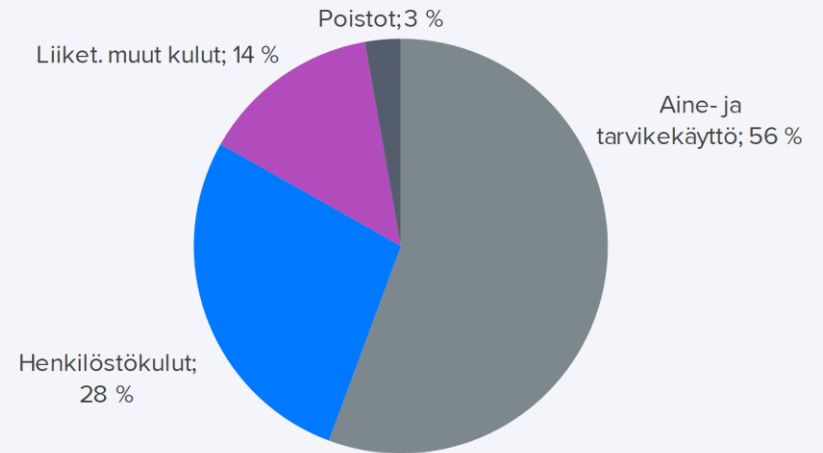
Konsernin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2018 lopussa 81 % ja omavaraisuusaste 40 %. Tasetta olivat alun perin rasittaneet vuosien 2013-2014 investoinnit, mutta viime vuosien positiivinen kassavirta näkyy taseen vahvistumisena: vielä vuoden 2015 lopussa nettovelkaantumisaste oli 141 % ja omavaraisuusaste 32 %. Velanhoitokyvyn mittaamisessa tärkeä nettovelat / oikaistu käyttökate -tunnusluku on parantunut vuoden 2017 lopun 3,9x:stä vuoden 2018 lopun 2,9x:ään. Nopeasta paranemisesta huolimatta tunnusluvut ovat edelleen vain tyydyttäviä ja konsernin rahoitusriski sen vuoksi hieman koholla suhteessa keskivertoyhtiöön.

Taloudellinen tilanne 3/3

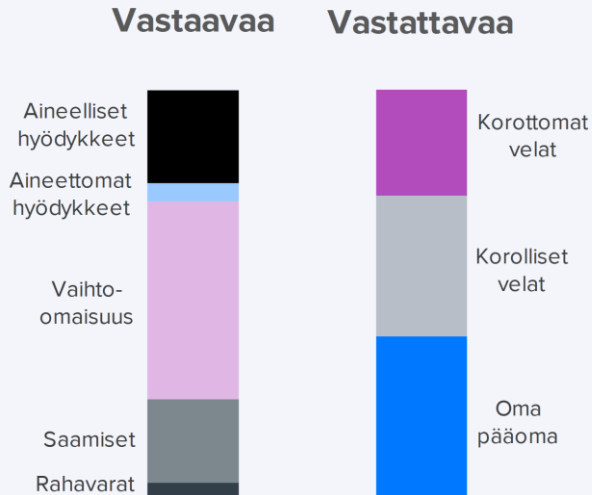
Liikevaihdon ja liikevoitto-%:n kehitys, 2011-2018



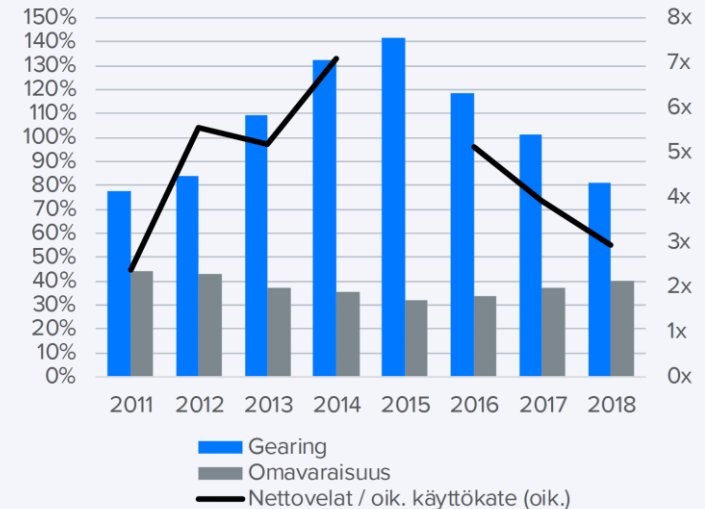
Kulurakenne, 2018



Taserakenne Q4'18 (31,4 MEUR)



Velkamittarit, 2011-2018



Ennusteet (1/3)

Kasvuennusteen taustaoletukset

Olemme laatineet eksplisiittiset tulosennusteet vuosille 2019-2022. Liikevaihtoennusteidemme taustalla on seuraavat oletukset:

- Aiemmin esillä olleen markkinaennusteemme mukainen Keslan kohdemarkkinan noin 3 %:n pitkän aikavälin vuosikasvu muodostaa pohjan liikevaihtoennusteellemme. On kuitenkin muistettava, että puunkorjuukoneiden myynti on tätä kehitystä selvästi syklistempää. Oletamme vuosien 2017-2019 vahvan suhdanteen Keslan kohdemarkkinoilla taittuvan vuonna 2020. Kaikkiaan ennusteemme vuosien 2019-2020 liikevaihdon muutokseksi vaihtelevat +9 %:n (2019e) ja -4 %:n (2020e) välillä.
- Emme ennakoit muutoksia Keslan nykyiseen globaaliin markkinaosuuteen keskeisissä segmenteissä (15-16 % harvesterikourien ja metsäkoneenostureiden vapaalla markkinalla sekä 4-8 % hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranoistureissa).

Iso teknologiainvestointi parantaa selvästi kannattavuutta pitkällä aikavälillä

Kesla on valmistelemaan isoa, kaikkiaan suuruusluokaltaan 5 MEUR:n investointia teknologiaan, etenkin automaatioon. Investoinnin tarkoituksena on parantaa tehokkuutta sekä läpimenoaikojen nopeutumisen että laadun kohoamisen myötä ja aikaansaada merkittäviä kustannussäästöjä mm. lyhyemmällä asetus- ja käsittelyajoilla sekä vähemmällä jälkikäsittely-

tarpeella. Samalla kapasiteetti kasvaa. Keskeisiä investointikohteita ovat noin 1,2 MEUR:n hintaisen laserlevytyöstökeskuksen hankinta (ja siirtyminen pois hitaammasta ja epätarkemmasta plamaleikkuksesta), noin 1 MEUR:n investointi hitsauksen automaatioon sekä panostukset mm. robottiväestöön koneistukseen kuten automaattisorviin sekä omaan osavalmistukseen (jolloin alihankintaa voidaan vähentää).

Kesla on indikoinut, että investointien pääosa eli arviomme mukaan noin 3,5 MEUR osuisi vuoteen 2020 ja loput noin 1,5 MEUR:n investoinnit tapahtuisivat vuonna 2021. On huomioitava, että nämä ovat bruttolukuja ja ne voivat alentua Keslan mahdollisesti saamien investointiavustusten myötä. Koneiden toimitusajat ovat ”muutamia kvartaaleja”, joten nyt tilattuinkin niiden toimitukset tapahtuisivat aikaisintaan Q2’20:llä. Investoinnin ylösajon suunnitellaan alkavan H2’20:llä ja se on tarkoitus suorittaa nopeasti ulkopuolista apua hyödyntämällä.

Investoinnista koituvat säästöt syntyisivät ennen kaikkea lyhyempien läpimenoaikojen, muun toiminnan tehostumisen (mm. materiaalien tehokkaampi käyttö) ja osin myös henkilöstökulujen kautta. Kun hankittavien koneiden poistoajaksi oletetaan 8 vuotta olisivat poistot (25 %:n investointiavustus huomioituna) noin 0,5 MEUR vuonna 2022 ja arvioimamme kulusäästöt vajaa 1,0 MEUR. Liiketulostasolla nettovaikutus olisi siten +0,5 MEUR vuodesta 2022 eteenpäin. Näillä oletamuksilla investoinnin takaisinmaksuaika on kohtuullinen 6 vuotta.

Investoinnin tulosvaikutusta havainnollistava graafi on seuraavalla sivulla.

Kannattavuusennusteen muut taustaoletukset

Olemme huomioineet automaatioinvestoinnin esittämämme skenaarion mukaisesti Kesla-ennusteissamme. Muilta osin ennusteemme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin

- Liiketoimintamix muuttuu siten, että uusien koneiden myynnin laskiessa hieman vuosina 2020-2021 kulutus- ja varaosien eli palveluliiketoiminnan osuus liikevaihdosta nousee vuoden 2019 15 %:sta vuoden 2022 17 %:iin. Kulutus- ja varaosamyynnin liikevoittomarginaalien ollessa selvästi uusien laitteiden myyntiä korkeampia (arviomme mukaan normaalimarkkinassa 18-20 % vs. 2-3 %) tukee tämä osaltaan suhteellista kannattavuutta.
- Kulurakenteessa tapahtuu vain pieniä muutoksia suhteessa vuoden 2018 lukuihin: Aine- ja tarvikkeiden osuus liikevaihdosta laskee toiminnan tehostumisen myötä 54-55 %:sta 52-53 %:iin, henkilöstökulujen osuus putoaa em. investoinnin ja tehostamistoimien myötä vuoden 2018 25 %:sta vuoden 2022 24 %:iin. Liiketoiminnan muiden kulujen osuus säilyy noin 13 %:ssa. Mainitun investoinnin myötä poistojen liikevaihto-osuus nousee vuoden 2018 2,6 %:sta vuoden 2022 3,7 %:iin.

Ennusteet (2/3)

- Vuosien 2020-2021 isojen investointien jälkeen investoinnit säilyvät ennustejaksolla suunnilleen poistojen suuruisina 1,4-1,8 MEUR:ssa.
- Keslan lainoistaan maksama keskiporkko laskee kesäkuun 2019 rahoitusjärjestelyjen myötä vuoden 2018 2,3 %:sta vuoden 2020 1,8 %:iin ennen kääntymistään hitaaseen nousuun yleisen korkotason myötä.
- Veroaste säilyy ennustejakson 20 %:ssa.

Vuoden 2019 ennuste

Keslan vuodelle 2018 antaman ohjeistuksen mukaan ”liikevaihdon ja liikevoiton odotetaan kasvavan tilikaudella 2019 alkuvuoden toteuman, vallitsevan kysynnän ja vahvan tilauskannan vuoksi”. H1’19:n puolivuositilauksessa konsernin tilauskertymä kasvoi 4 %:lla ja liikevaihto 10 %:lla vuoden takaisesta, joten liikevaihtotavoitteen saavuttamiselle on hyvät edellytykset. Tätä tukee H1’19:n lopun tilauskannan kasvu 7 %:lla vuotta aiemmasta. Itse odotamme vuodelta 2019 varsin nopeaa 9 %:n liikevaihdon kasvua, koostuen uuslaitemyynnin 9 %:n ja kulutus- ja varaosamyynnin 8 %:n kasvusta.

Liikevoiton osalta uskomme kohtuullisen hyvän kysyntätilanteen sekä varsin vahvan operatiivisen vivun nostavan liiketuloksen vuoden 2018 2,2 MEUR:sta (marg. 5,0 %) vuoden 2019 3,1 MEUR:oon (marg. 6,4 %). Kehitys on hyvässä vauhdissa ennustamaamme suuntaan, sillä Keslan liikevoittomarginaali parani H1’19:llä 6,5 %:iin vuotta aiemmasta 3,7 %:sta. Operatiivinen vipu on koko

vuoden 2019 ennusteessamme 4,4x eli selvästi aiemmin esittämämme haarukan (2,2x-3,4x) yläpuolella. Tämä perustuu yhtiön vahvaan tulosparannukseen H1’19:llä.

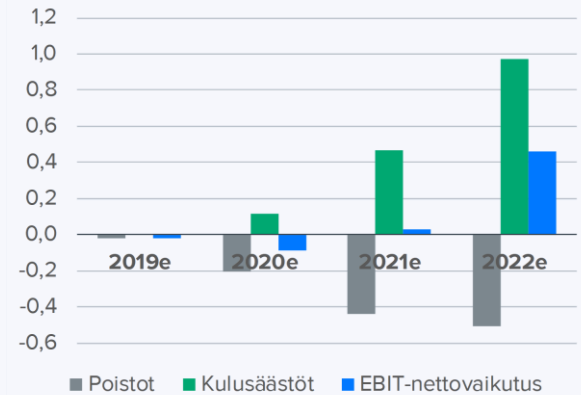
Vuoden 2019 EPS-ennusteemme on 0,63 euroa. Luku on 49 % vuoden 2018 toteumaa korkeampi. Osinkoennusteemme on 0,20 euroa eli 33 % vuotta aiempaa (0,15 euroa) korkeampi merkiten 32 %:n osingonjakosuhdetta. Maltillinen osingonjakosuhte kuvastaa yhtiön edelleen selvää tarvetta taseen vahvistamiseen.

Hyvä kannattavuus ja edelleen vahva kassavirta investointien jälkeen painavat korolliset nettovelat ennusteessamme 9,2 MEUR:oon (2018 tot. 10,5 MEUR) ja nettovelkaantumisasteen (gearing) 66 %:iin (2018 tot. 85 %). Ennustamme velanhoitokykyä mittaavan nettovelat / käyttökate - luvun paranevan jo hyvään keskiluokkaan eli 2,1x:een (2018 tot. 3,1x), mutta on muistettava että automaatioinvestoinnit käynnistyvät toden teolla vasta 2020.

Vuosien 2020-2022 ennusteet

Uskomme globaalin talouden kasvuvauhdin hiljenemisen ja hidastuvan rakentamisen näkyvän puunhakkuuvolyymeissä erityisesti vuosina 2020-2021, vaikka Keslan osalta kohdemarkkinan kasvun hidastumista pehmentävät koneellistumisasteen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden nousu. Odotamme matalasuhdanteen olevan melko lyhytkestoisen ja kasvun käynnistyvän uudelleen vuonna 2022. Ennustamme Keslan uuslaite-

Automaatioinvestoinnin tulosvaikutus 2019e-2022e, MEUR



Ennusteet (3/3)

myynnin laskevan 5 % vuonna 2020 ja 1 % vuonna 2021 ennen kääntymistään uuteen nousuun (+5 %) vuonna 2022. Kulutus- ja varaosien kysyntä reagoi ennusteemme mukaan tasaisemmin (+3 % v. 2020; +4 % v. 2021 ja +4 % v. 2022). Koko Kesla-konsernin tasolla liikevaihdon muutosennusteemme ovat -4 % (2020); ±0 % (2021) ja +5 % (2022).

Arvioimme Keslan saavuttavan suhdanteen korkeimmat marginaalinsa vuonna 2019, jonka jälkeen kasvun pysähtymisen kiristämä hintakilpailu ja kapasiteetin alentuneesta käyttöasteesta johtuvat kustannukset alkavat painaa marginaaleja. Lisäpainetta marginaaleihin voi vielä syntyä suhdannekäänteen jälkeen viiveellä huippunsa saavuttavista komponentti-hinnoista sekä palkkakustannuksista. Keslan melko joustava kulurakenne kuitenkin lievittää em. tekijöiden vaikutusta ja vuodesta 2022 eteenpäin myös edellä käsitellyn automaatio-investoinnin vaikutukset alkavat näkyä kannattavuudessa. Ennusteemme Keslan liikevoittomarginaaliksi ovat 5,1 % (2020); 5,4 % (2021) ja 6,7 % (2022). Vuoden 2020 ennustettu marginaalilasku johtuu etenkin komponenttikustannusten, henkilöstökustannusten sekä poistojen kasvaneesta liikevaihto-osuudesta.

Em. ennusteita vastaavat EPS-ennusteemme ovat 0,53 euroa (2020), 0,57 euroa (2021) ja 0,74 euroa (2022). Vuoden 2019 EPS-taso siis ylitetään ennusteessamme vasta vuonna 2022, mutta kokonaisuutena ennusteidemme mukainen tuloksen vuosikasvu (CAGR) vuosina

2019-2022 on ripeä 18 %.

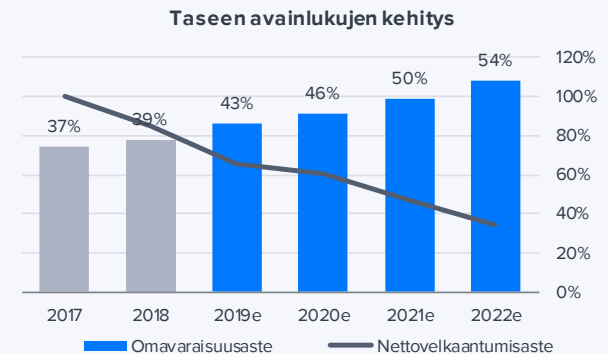
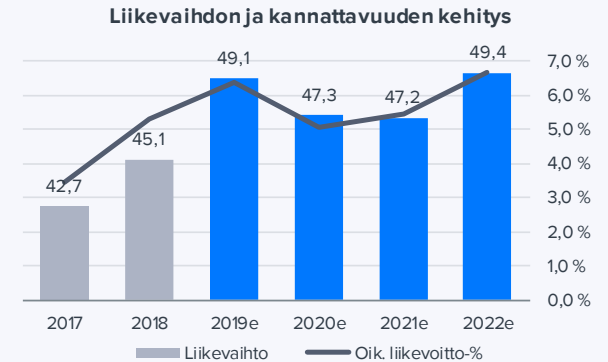
Ennustamamme vuosien 2020-21 tulosnotkahdus pitää Keslan osingot vuoden 2019 tasolla (0,20 euroa) kohotakseen 0,25 euroon vasta vuonna 2022. Osingonjakosuhte on ennustejaksolla 32-38 % eli hieman alle vuosien 2017-2018 toteuman (40 %).

Automaatioinvestointi aiheuttaa Keslan vapaaseen kassavirtaan notkahduksen vuonna 2020, jolloin se on vain +0,9 MEUR, mutta nousee tämän jälkeen nopeasti (+2,2 MEUR v. 2021; +2,2 MEUR v. 2022). Ennusteissamme Keslan nettovelkaantumisaste laskee edelleen 60 %:sta (2020) 34 %:iin (2022) eli hyvälle tasolle. Omavaraisuusaste nousee ennustejakson lopussa 54 %:iin, mikä antaisi tilaa ennustettamme avokätisemmällekin osingonjaolle. Toimiala on kuitenkin syklinen ja edellyttää puskureita taseessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Keslalta keskimäärin 4,7 %:n liikevaihdon vuosikasvua 2023-2028 terminaalikasvun ollessa 3,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 5,5-6,4 %:ssa terminaalimarginaalin ollessa 5,5 %. Luku ei ole oleellisesti korkeampi kuin Metsäkoneet-liiketoiminnan vuosien 2001-2018 oikaistujen liikevoittomarginaalien mediaani (4,8 %), kun huomioidaan toteutetut kannattavuuden parannustoimet sekä automaatioinvestoinnin vaikutus.

Keslan keskeisimmät luvut



Ennusteet, MEUR

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	42,7	11,0	11,6	7,9	14,6	45,1	12,8	12,0	10,4	14,0	49,1	47,3	47,2	49,4
Kesla	42,7	11,0	11,6	7,9	14,6	45,1	12,8	12,0	10,4	14,0	49,1	47,3	47,2	49,4
Käyttökate	3,0	0,7	0,7	0,3	1,7	3,4	1,3	1,0	0,8	1,3	4,4	3,9	4,3	4,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	0,0	-0,6	0,0	-0,6	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	0,7	0,3	0,3	1,1	2,4	1,0	0,7	0,5	1,0	3,1	2,4	2,6	3,3
Liikevoitto	1,5	0,7	0,1	0,3	1,1	2,2	1,0	0,7	0,5	1,0	3,1	2,4	2,6	3,3
Kesla	1,5	0,7	0,1	0,3	1,1	2,2	1,0	0,7	0,5	1,0	3,1	2,4	2,6	3,3
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	1,0	0,6	0,0	0,3	0,9	1,9	0,9	0,6	0,4	1,0	2,9	2,2	2,4	3,2
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	0,5	0,0	0,4	0,6	1,5	0,7	0,6	0,4	0,8	2,4	1,8	1,9	2,5
EPS (oikaistu)	0,25	0,11	0,05	0,12	0,14	0,42	0,17	0,13	0,10	0,22	0,63	0,53	0,57	0,74
EPS (raportoitu)	0,25	0,11	0,00	0,12	0,14	0,38	0,17	0,13	0,10	0,22	0,63	0,53	0,57	0,74

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	1,7 %	0,0 %	-47,4 %	0,0 %	-29,3 %	5,5 %	16,2 %	3,5 %	31,3 %	-4,1 %	9,0 %	-3,8 %	-0,3 %	4,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	55,0 %		14,0 %		-12,2 %	62,5 %	35,1 %	127,2 %	53,4 %	-6,0 %	30,6 %	-23,4 %	7,1 %	28,6 %
Käyttökate-%	6,9 %	6,4 %	6,4 %	4,1 %	11,4 %	7,6 %	10,0 %	8,2 %	8,0 %	9,4 %	9,0 %	8,2 %	9,1 %	10,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,4 %	6,4 %	2,5 %	4,1 %	7,3 %	5,3 %	7,5 %	5,6 %	4,8 %	7,2 %	6,4 %	5,1 %	5,4 %	6,7 %
Nettotulos-%	2,0 %	3,4 %	0,0 %	5,3 %	3,4 %	2,8 %	4,5 %	3,7 %	3,4 %	5,4 %	4,4 %	3,8 %	4,1 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvonmääritysmenetelmät

Keslan osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle (tuloskasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos). Kesalta odottamamme negatiivinen tuloskäännönsä vuonna 2020 hankaloittaa suhteuttamista verrokkien arvostukseen ja käytämmekin verrokkianalyysia samoin kuin kassavirtamallin (DCF) tulosta vain tukimenetelminä.

Arvostuskertoimet nyt historiallisesti matalalla

Odottamamme tulosnotkahdus vuonna 2020 pitää Keslan osakkeen arvostuskertoimet sijoittajan kannalta ”väärällä uralla” eli nousevina. Vuoden 2019 P/E-kerroin on 7,0x eli hyvinkin alhainen, mutta vuoden 2020 P/E nousee 8,4x:ään, laskeakseen taas 7,7x:ään vuonna 2021. EV/EBIT-kertoimissa kaava on sama (2019: 7,7x; 2020: 10,0x ja 2021: 8,8x). Keslalla sekä P/E- että EV/EBIT-kertoimet ovat selvästi alle vuosien 2014-2018 mediaanin (vastaavasti 25x ja 22x), mutta edellä kuvattu kertoimien heilunta vaikeuttaa johtopäätösten tekoa. Ennustamamme osinkotuotto vuosina 2019-2021 (4,5 %) on korkea suhteessa historialliseen mediaaniin (2,3 %).

Osakkeen kokonaistuotto-odotus 5 %

Ennustamamme vuosien 2020-2021 tuloskehityksen ollessa vaisua (keskimääräinen tuloskasvu -5 % v/v), jää osakkeen kokonaistuotto-odotus osinkotuoton (noin 4 %) sekä mahdollisen arvostuskertoimien nousun varaan.

Arvostuskertoimien nousu on mahdollista, sillä matalasuhteiden (ja siten Keslan kannattavuusnotkahduksen) jäädessä odotustemme mukaisesti lyhytkestoiseksi, voivat sijoittajat alkaa diskontata positiivista tuloskäännettä jo vuoden 2020 aikana. Pidämme mahdollisena, että Keslan vuoden 2019 alhainen arvostuskerroin (P/E 7x) nousisi vuoden 2021 ennusteilla 8x:aan, jolloin arvostuskertoimen muutos erikseen tarkasteltuna tarkoittaisi vuositasolla 6 %:n kurssipotentialia. Vuosia 2020-2021 koskeva kokonaistuottoarvioimme on siten 5 % p.a. (-5 % + 4 % + 6 %).

Arvostus nousee vuonna 2020 osin yli verrokkien

Keslan osakkeen arvostusvertailussa ongelmia aiheuttaa yhtiön koko. Edes lähellä samaa suuruusluokkaa olevia listattuja verrokkiyhtiöitä, joilla lisäksi olisi mielekkäät konsensusennusteet on hyvin vähän. Tämän vuoksi vertailuryhmän ydin koostuu Keslaa selvästi kookkaammista yhtiöistä kuten kotimaiset Robit, Raute, Ponsse, Cargotec ja Konecranes sekä kansainväliset konglomeraatit kuten Palfinger, Wacker Neuson, Deere ja AGCO.

Vertailuryhmän arvostustaso on osakemarkkinoiden viime aikojen alamäen myötä laskenut ja tällä hetkellä vuosien 2019 ja 2020 P/E-kerrointen mediaanit ovat vastaavasti 10x ja 10x oltuaan vielä keväällä 12x ja 11x. Samojen vuosien EV/EBIT-mediaaniluvut ovat 10x ja 9x, kun ne vielä viime keväänä olivat 11x ja 10x.

Omilla ennusteillamme Keslan vuosien 2019 ja

2020 P/E-luvut ovat 33 % ja 14 % alle verrokkien mediaanin ja samojen vuosien EV/EBIT-luvut 20 % alle ja 15 % yli verrokkien. Vuoden 2020 kertoimet saavat Keslan osakkeen näyttämään hintavalta suhteessa verrokkeihin, etenkin kun huomioidaan yhtiökohtaiset diskonttotekijät.

Keslan osakkeen diskonttotekijät

Vertailtaessa Keslan osakkeen arvostusta keskivertoverrokkiin tulee sijoittajan huomioida seuraavat osakkeen suhteellista arvostusta rasittavat tekijät:

- **Kokoero.** Kesla on pieni yhtiö (verrokkiryhmän yhtiöiden vuoden 2019 ennustettu mediaaniliikevaihto on 50-kertainen Keslaan verrattuna), ja sitä ei myöskään markkinoilla pidetä ns. kasvuyhtiönä. Keslan osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Erot jatkuvan liiketoiminnan osuudessa.** Jatkuvan liiketoiminnan (yleensä huolto-toimintaa) merkittävä osuus liikevaihdosta pienentää riskiä ja kohottaa siksi verrokkien arvostustasoa suhteessa Keslaan. Esimerkiksi Cargotecilla osuus liikevaihdosta on 30 % ja Konecranesilla 36 % kun osuus Keslalla on arviolta 15 %.
- **Tuloksen volatiliiteetti.** Olemme aiemmin käsitelleet Keslan tuloksen historiallisesti suurta ja verrokkiryhmää selvästi voimakkaampaa heilahtelua, mihin liittyvä korkeampi riskipremio painaa osakkeen arvostustasoa.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

- **Ero osakkeiden likviditeetissä.** Keslan osakkeen historiallinen likviditeetti on varsin heikko. Suhteellinen likviditeetti viimeisen 12 kk:n aikana on 15 %, kun se mm. Cargotecilla on 57 % ja Konecranesilla 75 %. Tosin likviditeetti oli Rautella vain 17 % ja Robitilla 26 %. Likviditeetin puute karkottaa joitakin sijoittajia ja heijastuu arvostukseen.
- **Ostokohdepotentiaaloin poissaolo.** Keslan omistus rakenne tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisen.

Riskiprofiili on kuitenkin madaltumassa

Suhteessa reilun vuoden takaiseen Keslan seurannan aloitusraporttiimme on Keslassa tapahtunut sijoittajan kannalta paljon myönteisiä asioita: 1) ydinliiketoimintaan kuulumaton MFG Componentsin maahantuontiliiketoiminta on myyty; 2) strategiset painopistealueet on terävöitetty; 3) yhtiön viestintä on laajentunut ja parantunut; 4) jo vuonna 2016 alkanut kannattavuuden parantuminen liukuvan 12 kuukauden mittarilla on jatkunut keskeytyksettä ja 5) yhtiön taseasema on vahvistunut. Näillä perusteilla yhtiön riskiprofiilin sijoittajien silmissä voi katsoa madaltuneen melko selvästi.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan edellä mainitut positiiviset seikat sekä yhtiön varsin vahva asema fokusalueillaan ja toisaalta edellä esitetyt diskonttotekijät, olemme valmiita hyväksymään Keslalle nyt noin 15 %:n arvostuskerroindiskontton suhteessa verrokkeihin,

kun aiemmin edellyttämämme diskontto oli noin 30 %. Keslan osakkeen P/E-kertoimina tämä merkitsee nykytilanteessa 9x vuodelle 2019 ja 8x vuodelle 2020. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 8x (2019) ja 7x (2020). Hyväksytyjä arvostuskertoimia arvioitaessa on lisäksi huomioitava, että Keslan verrokkiryhmän osakekohtaisen tuloksen odotetaan mediaanitasolla kasvavan 9 % vuonna 2020 (mitä pidämme epärealistisen optimistisenä ennusteena) samalla kun Keslan oma osakekohtainen tulos laskee ennusteessamme 17 %:lla vuonna 2020. Tämän epäjohtomukaisuuden korjaamiseksi hyväksymme Keslan P/E-kertoimeksi 9x ja EV/EBIT-kertoimeksi 8x myös vuoden 2020 ennusteillamme.

DCF-arvo 4,8 euroa / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena on herkkyyks terminaalijaksos kasvu- ja kannattavuusoletuksille, minkä vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ennustemallissamme Keslan liikevaihdon kasvu on pitkällä aikajänteellä 3,5 % vuodessa eli suunnilleen sama kuin vuosien 2019-2028 keskiarvo 3,7 %. Odotamme liikevoittomarginaalin tasaantuvan pitkällä tähtäimellä 5,5 %:iin vuosien 2019-2028 mediaaniennusteemme ollessa 5,8 %.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 9,1 % ja oman pääoman kustannus 11,6 %. Viime mainittu koostuu 3,0 %:n riskittömästä korosta, 4,75 %:n riskilisästä sekä 1,50:n beta-kertoimesta lisättyä 1,50 %:n likviditeettipreemiolla. Koko pääoman

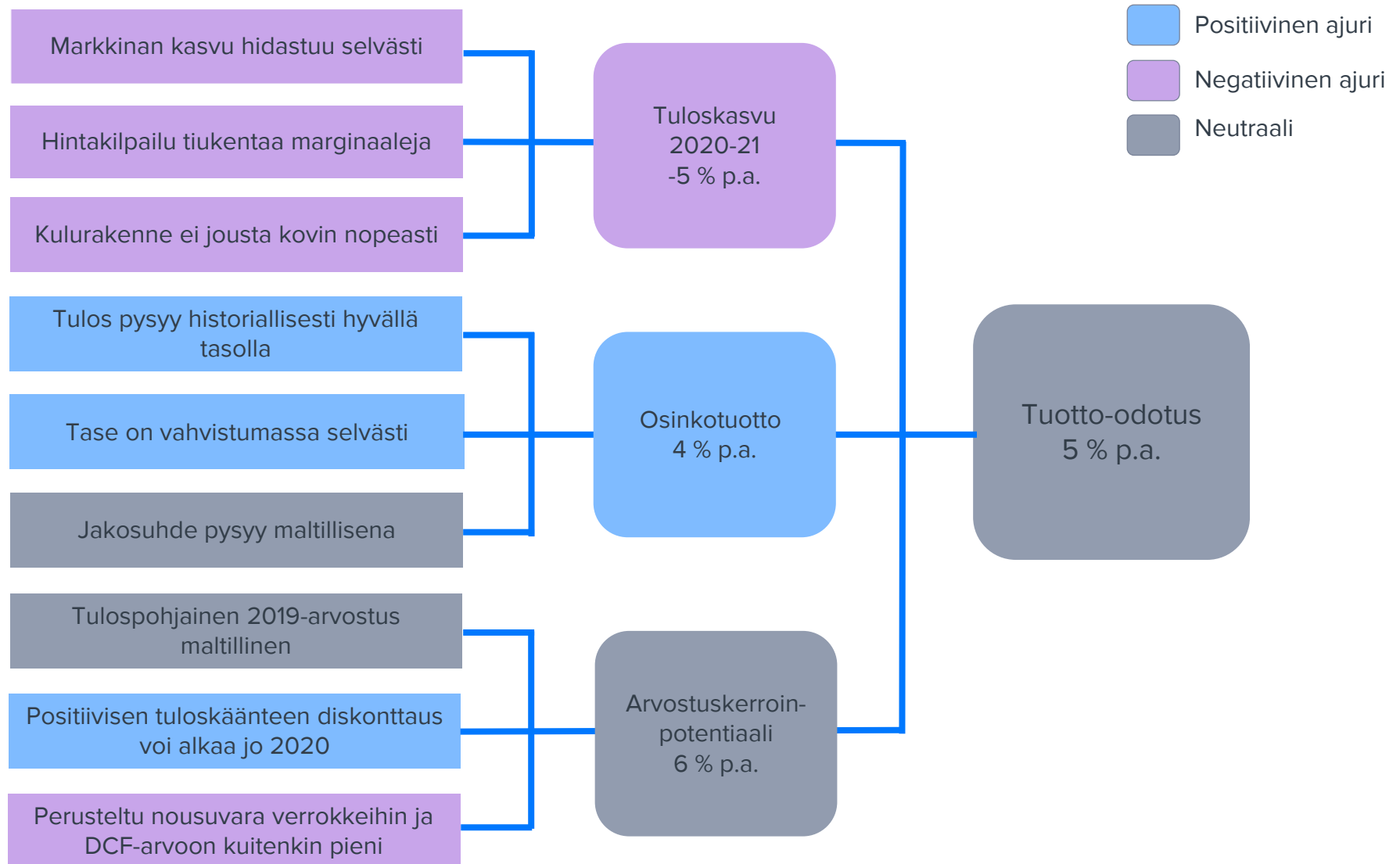
kustannuksessa olemme olettaneet vieraan pääoman kustannukseksi 4,0 % ja tavoiteltavaksi pääoma-/velkaantumisrakenteeksi (nettovelat jaettuna nettovelkojen ja oman pääoman markkina-arvon summalla) 30 %.

Edellä mainittujen tekijöiden perusteella Keslan osakkeen DCF-arvo on noin 4,8 euroa.

Toistamme vähennä-suosituksen 4,60 euron tavoitehinnalla

Kokonaistuotto-odotuksen perusteella Keslan osakkeen perusteltu arvo 12 kuukauden kuluttua on 5 % nykykursssia enemmän eli noin 4,6 euroa. Verrokkien korjatun P/E-kertoimen (9x vuoden 2020 ennusteilla) ja toisaalta DCF-mallin antama indikaatio Keslan osakkeen arvosta on kohtuullisen yhdenmukainen (4,7-4,8 euroa), mutta korjatun EV/EBIT-kertoimen (8x) antama indikaatio on selvästi tämän alle (4,0 euroa). Kun huomioidaan Keslan tuloksen oletettu heikentyminen vuonna 2020, osakkeen nykyinen arvostustaso ja osakemarkkinoilla yleisesti alentuneet arvostuskertoimet, ei osakkeella ole nyt nähtävissä kurssinousuajureita ja / tai perusteltua nousuvaraa. Tilanne muuttuu, jos 1) ennusteemme markkinakehityksestä osoittautuvat liian pessimistisiksi tai jos 2) Keslan tuloksentelekyky laskusuhdanteessa yllättää positiivisesti. Arvostusmenetelmien tulosten sekä kurssiajajureiden tilanteen perusteella säilytämme kuitenkin osakkeen vähennä-suosituksen hieman kohotetulla 4,60 (4,50) euron tavoitehinnalla.

Osaketuoton ajurit 2020-2021



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Ponsse Oyj	27,10	750	775	10,2	9,2	8,0	7,3	1,1	1,0	13,3	11,9	3,5	4,0	3,2
Cargotec Oyj	26,08	1411	2325	8,3	7,5	6,2	5,7	0,6	0,6	8,7	7,9	4,6	4,9	1,1
Konecranes Abp	26,04	2027	2783	10,0	8,6	7,3	6,4	0,8	0,8	10,9	9,2	5,0	5,4	1,5
Raute Oyj	21,60	69	49	4,9	5,2	3,7	3,8	0,3	0,4	11,2	12,1	6,8	6,9	1,9
Robit Plc	2,09	44	63		31,3	12,5	7,8	0,8	0,7		105,5			0,8
CNH Industrial NV	8,32	11096	29391	17,1	15,7	11,0	10,5	1,1	1,1	10,5	9,7	2,6	2,8	2,0
Palfinger AG	22,75	852	1485	9,3	8,8	6,5	6,2	0,9	0,9	10,1	9,2	3,2	3,6	1,4
Wacker Neuson SE	ord could not be	1103	1658	8,9	8,1	6,1	5,6	0,9	0,9	8,8	8,0	4,4	4,7	0,9
Haulotte Group SA	6,81	214	338	8,2	7,8	5,8	5,6	0,6	0,5	7,1	6,7	3,6	4,3	0,7
Deere & Co	154,06	42817	79662	24,6	21,5	16,3	15,2	2,6	2,5	14,8	13,0	1,9	2,1	3,8
AGCO Corp	72,94	4923	6378	12,0	11,1	8,1	7,7	0,8	0,7	14,1	12,9	0,9	1,0	1,7
Terex Corp	27,02	1688	2564	7,0	7,3	6,2	6,4	0,6	0,6	7,4	7,6	1,7	1,8	2,0
Caterpillar Inc	121,91	60686	86487	10,9	11,1	8,6	8,9	1,7	1,7	10,2	9,8	3,2	3,5	4,2
Kesla (Inderes)	4,40	15	24	7,7	10,0	5,5	6,2	0,5	0,5	7,0	8,4	4,5	4,5	1,1
Keskiarvo				11,0	11,8	8,2	7,5	1,0	1,0	10,6	17,2	3,4	3,7	1,9
Mediaani				9,7	8,8	7,3	6,4	0,8	0,8	10,4	9,7	3,4	3,8	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				-20 %	15 %	-25 %	-3 %	-41 %	-37 %	-33 %	-14 %	35 %	21 %	-38 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

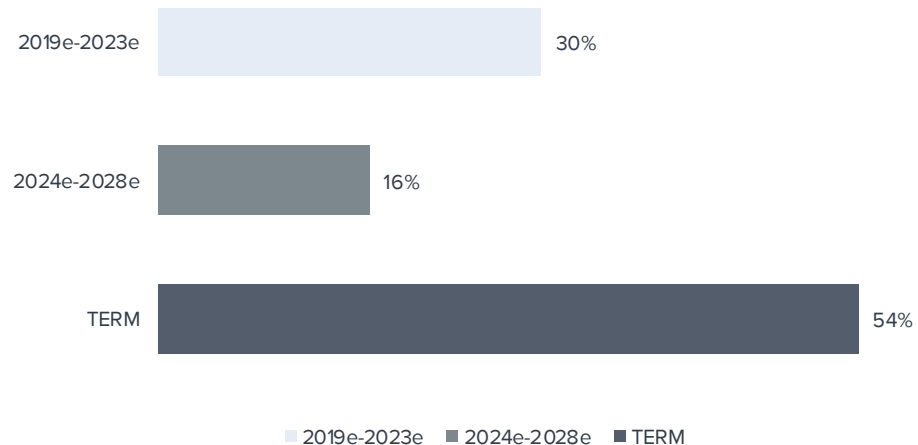
Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,2	3,1	2,4	2,6	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,3	1,5	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	
- Maksetut verot	0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	-0,9	0,7	0,2	-0,6	-0,7	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	3,3	3,0	4,1	4,0	3,6	3,6	3,2	3,4	3,6	3,6	3,7	
- Bruttoninvestoinnit	-1,4	-0,7	-3,2	-1,7	-1,4	-0,8	-1,7	-1,8	-1,7	-1,8	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	2,3	0,9	2,2	2,2	2,7	1,4	1,6	1,9	1,8	1,8	
+/- Muut	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,7	2,0	0,9	2,2	2,2	2,7	1,4	1,6	1,9	1,8	1,8	33,5
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	0,8	1,8	1,7	1,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	14,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,4	25,4	24,6	22,8	21,1	19,3	18,4	17,5	16,5	15,6	14,8
Velaton arvo DCF		27,4										
- Korolliset velat		-11,2										
+ Rahavarat		0,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		16,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,8										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	42,0	42,7	45,1	49,1	47,3	EPS (raportoitu)	0,11	0,25	0,38	0,63	0,53
Käyttökate	2,6	3,0	3,4	4,4	3,9	EPS (oikaistu)	0,11	0,25	0,42	0,63	0,53
Liikevoitto	0,9	1,5	2,2	3,1	2,4	Operat. kassavirta / osake	0,88	0,42	0,97	0,90	1,22
Voitto ennen veroja	0,4	1,0	1,9	2,9	2,2	Vapaa kassavirta / osake	0,70	0,60	0,49	0,61	0,27
Nettovoitto	0,4	0,7	1,3	2,1	1,8	Omapääoma / osake	3,24	3,40	3,65	4,14	4,46
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,10	0,10	0,15	0,20	0,20

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	32,8	31,2	31,9	32,5	33,3	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	2 %	6 %	9 %	-4 %
Oma pääoma	11,0	11,5	12,4	14,0	15,1	Käyttökateen kasvu-%	361 %	15 %	16 %	28 %	-12 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-177 %	55 %	63 %	31 %	-23 %
Nettovelat	13,1	11,5	10,5	9,2	9,1	EPS oik. kasvu-%	-125 %	132 %	70 %	49 %	-17 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	6,1 %	6,9 %	7,6 %	9,0 %	8,2 %
Käyttökate	2,6	3,0	3,4	4,4	3,9	Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	3,4 %	5,3 %	6,4 %	5,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	-1,3	-0,2	-0,9	0,7	Liikevoitto-%	2,3 %	3,4 %	5,0 %	6,4 %	5,1 %
Operatiivinen kassavirta	3,0	1,4	3,3	3,0	4,1	ROE-%	3,4 %	7,5 %	10,7 %	16,2 %	12,2 %
Investoinnit	-0,6	0,6	-1,4	-0,7	-3,2	ROI-%	3,7 %	6,1 %	9,5 %	13,2 %	9,9 %
Vapaa kassavirta	2,4	2,0	1,7	2,0	0,9	Omavaraisuusaste	33,7 %	37,2 %	38,9 %	43,2 %	45,6 %
						Nettovelkaantumisaste	119,1 %	100,4 %	85,2 %	65,8 %	60,4 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Kärkkäinen Veli-Matti	11,9 %	EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Paajanen Esko	5,3 %	EV/EBITDA (oik.)	9,8	9,0	6,9	5,5	6,2
Kärkkäinen Paula	5,3 %	EV/EBIT (oik.)	26,3	18,0	9,9	7,7	10,0
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,4 %	P/E (oik.)	32,6	17,6	9,2	7,0	8,4
Thomasset Oy	3,6 %	P/B	1,1	1,3	1,1	1,1	1,0
Thomfinance Oy	3,2 %	Osinkotuotto-%	2,8 %	2,3 %	3,8 %	4,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 esittäjiensä 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 käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevast. 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 suosituksen 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 arvon 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 nousuvara 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.5.2018	Vähennä	4,40 €	4,60 €
8.8.2018	Lisää	5,20 €	4,74 €
18.9.2018	Lisää	5,20 €	4,58 €
7.1.2019	Vähennä	4,20 €	4,26 €
8.2.2019	Vähennä	4,40 €	4,30 €
24.4.2019	Vähennä	4,50 €	4,62 €
9.8.2019	Vähennä	4,60 €	4,40 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**