

Ponsse

Yhtiöraportti

9/2018

inde
res.

Sadonkorjuun aika

Ponsse on maailman toiseksi suurin tavaralajimenetelmän metsäkoneiden valmistaja. Metsäkoneiden kysynnällä on lukuisia kasvuajureita ja Vieremän laajennusinvestoinnin käyttöönoton jälkeen Ponssellalla on edellytyksiä markkinaosuuden maltilliseen kasvattamiseen. Ennustejaksomme lopulla tuloksen kasvuvauhti kuitenkin hidastuu selvästi. Osake on varsin täyteen hinnoiteltu sekä suhteessa fundamentteihin että verrokkeihin. Toistamme osakkeelle aiemmin antamamme vähennä-suosituksen uudella 30,00 (30,50) euron tavoitehinnalla.

Markkina kasvaa edelleen ja laajennusinvestointi mahdollistaa markkinaosuuden noston

Ponssen tuotteiden kysynnällä on monia kasvuajureita, joista tärkeimmät ovat puun globaalien hakkuuvolyymien kasvu, hakkuuiden etenevä koneellistuminen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Yhteenlaskettuina em. tekijät pitävät Ponssen uusien koneiden kohde-markkinan keskimäärin 6 %:n vuosikasvussa 2018-2020 tahdin kuitenkin hidastuessa 2 %:iin vuonna 2021 globaalien rakentamisen kasvun hidastuessa, Kiinan puuntuonnin vähetessä ja siten myös Venäjän metsäkonemarkkinan kasvun hidastuessa. Lähivuosina yksittäisistä markkinoista nopeimmin kasvavat Venäjä ja Brasilia. Etenevä digitalisoituminen kasvattaa puunkorjuuteknologian ja siihen liittyvien palvelujen markkinaa mm. uuden sensoriteknologian, data-analytiikan ja reaaliaikaisen tiedonvälityksen avulla. Ponssen kuluvana vuonna valmistuva laajennusinvestointi Vieremällä kasvattaa yhtiön kapasiteettia arviomme mukaan 35 %:lla ja antaa yhtiölle mahdollisuuden nostaa globaalia markkinaosuutta vuodelle 2018 ennustamastamme reilusta 27 %:sta vuoden 2021 vajaaseen 32 %:iin.

Kasvu- ja kannattavuusnäkymät jatkuvat positiivisina

Ennustamme Ponssen liikevaihdon kasvavan vuosina 2018-2021 keskimäärin 9 %:n tahtia laajennusinvestoinnin mahdollistaessa nopean kasvun ja markkinatilanteen säilyessä suurimman osan aikaa hyvänä. Odotamme uusien koneiden myynnin kasvavan keskimäärin 9 %:n, vaihtokoneiden myynnin 7 %:n ja huoltoliiketoiminnan 10 %:n vuositahtia, joten liiketoimintamixissä ei tapahdu oleellisia muutoksia. Kasvun jatkuessa odotamme konsernin liikevoittomarginaalin kohoavan vuoden 2018 11,1 %:sta vuoden 2019 11,7 %:iin ja vuoden 2020 11,9 %:iin ennen kuin kasvun hidastumisen kohottamat hintapaineet kääntävät marginaalin laskuun vuonna 2021 (11,1 %). Koko jakson 2018-2021 osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on reipas eli 12 % vuodessa. Muutokset aiempiin ennusteisiimme ovat kuitenkin pieniä (0-1 %).

Osake kuitenkin jo täyteen hinnoiteltu

Ponssen osake on vuosien 2018-2020 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimilla hinnoiteltu lähelle verrokkiryhmän mediaania. Nousuvaraa DCF-arvoon on 7 %. Diskonttotekijöiden (mm. verrokkeja) alhaisempi jatkuvan liiketoiminnan osuus ja osakkeen heikompi likviditeetti) vuoksi pidämme kuitenkin osaketta täyteen hinnoiteltuna ja perusteltua nousuvaraa sen vuoksi pienenä.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

30,00 EUR

Edellinen: 30,50 euroa

Osakekurssi: 29,70 EUR

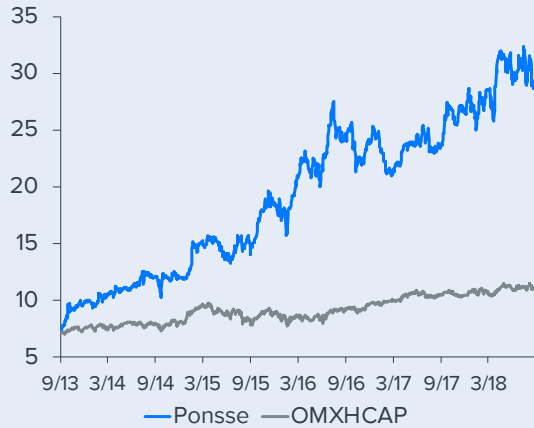
Potentiaali: 1 %

Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	517,4	576,6	627,1	682,9
- kasvu-%	12,0 %	11,4 %	8,8 %	8,9 %
Liikevoitto	55,2	67,4	69,6	80,0
- Liikevoitto-%	10,7 %	11,7 %	11,1 %	11,7 %
Oikaistu EPS	1,63	1,60	1,77	2,17
Osinko	0,60	0,75	0,80	1,00
- Osinkosuhte	37 %	37 %	47 %	45 %
P/E (oikaistu)	14,7x	16,5x	16,8x	13,7x
P/B	4,5x	4,2x	4,0x	3,4x
P/S	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x
EV/EBIT (oik.)	12,6x	11,3x	12,2x	10,2x
EV/EBITDA (oik.)	10,3x	9,5x	10,0x	8,3x
EV/ Liikevaihto	1,3x	1,3x	1,4x	1,2x
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	2,7 %	3,4 %

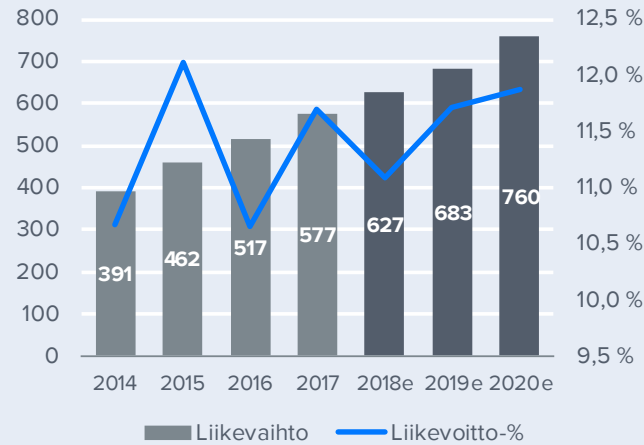
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

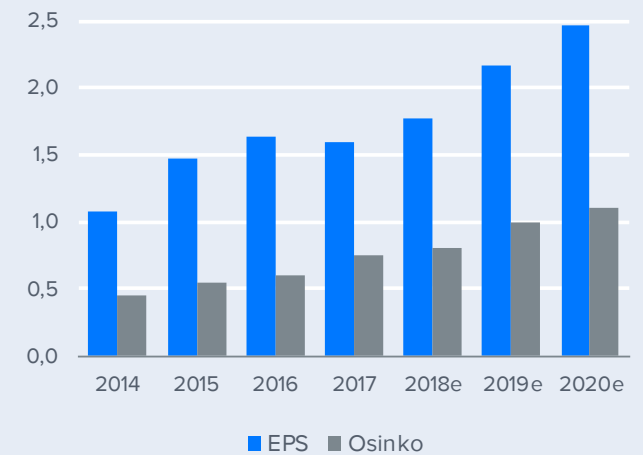


Lähde: Reuters Eikon, Inderes

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Arvoajurit

- Vankka asema metsäkonemarkkinan kasvusegmenteissä
- Vahva ote asiakkaista
- Jälkimarkkinoilla iso potentiaali
- Etenevä digitalisaatio
- Hyvä kannattavuus ja vahva kassavirta



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste
- Vieremän laajennusinvestoinnin epäsuotuisa ajoitus
- Epäonnistuminen partneroitumisessa



Arvostus

- Osake hinnoiteltu lähelle verrokkiryhmän mediaania sekä P/E- että EV/EBITDA-kertoimilla
- Kassavirtamalli indikoi vain pientä nousuvaraa
- Kaikkiaan osake on täyteen hinnoiteltu; perusteltu nousu- ja laskupotentiaali on pieni

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 5-8
Liiketoimintamalli	s. 9-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-16
Metsäkonemarkkinat	s. 17-23
Kilpailutilanne	s. 24-27
Taloudellinen tilanne	s. 28-31
Ennusteet	s. 32-35
Arvonmääritys ja suositus	s. 36-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 43

Ponsse lyhyesti

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

Ponsse

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

577 MEUR (+11,4 % vs. 2016)

LIIKEVAIHTO 2017

67,4 MEUR (11,7 % lv:sta)

LIIKEVOITTO 2017

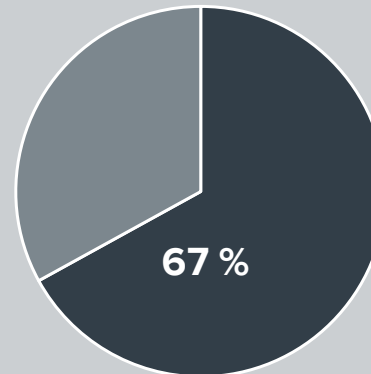
MARKKINAOSUUS

29 % TAVARALAJIMENETELMÄN
METSÄKONEISSA

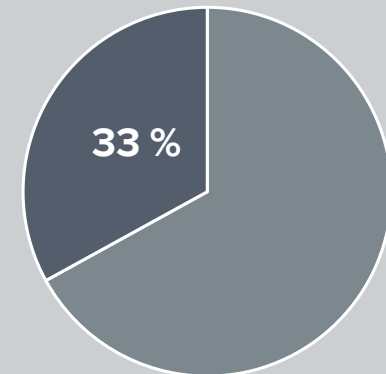
Kilpailuetu perustuu tuotteiden tehokkuuteen ja innovatiivisuuteen sekä vahvaan jälkimarkkina-osaamiseen ja -verkostoon. Yhtiön verkosto kattaa 32 maata.

Ponssen suoria asiakkaita ovat yli 2.000 metsäkoneurakoitsijaa, jotka puolestaan palvelevat metsäyhtiöitä, sahoja tai yksityisiä metsänomistajia.

Uudet metsäkoneet



Jälkimarkkinatoiminnot



Yhtiöesittely

Metsäkoneyhtiö keskitettyllä fokuksella ja tuotannolla

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

Yhtiön tuotteiden valmistus on keskitetty Suomeen yhteen tehtaaseen Vieremällä. Valmistuksen alhaisella ulkoistusasteella tähdätään prosessin parempaan kokonaisuoptimointiin. Ponssen kansainvälisessä palveluverkostossa (mukaan lukien jälleenmyyjät ja sopimus-huoltajat) on 190 huolto- ja varaosapisteitä, joissa työskentelee 550 henkilöä.

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

Uusien metsäkoneiden myynti (n. 67 % liikevaihdosta)

Ponsse myy tavaralajimenetelmään perustuvia, itse kehittämiään ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yhteensä noin 2.000 metsäkoneurakoitsijalle yli 30 maahan. Asiakasriski on siis hyvin hajautunut ja tyypillisellä metsäkoneurakoitsijalla on vain 1-2 konetta.

Vuodessa myytävien metsäkoneiden määrä on noussut lähelle 1.100 koneen tasoa ja se jakautuu suunnilleen tasan harvestereiden ja metsätraktoreiden kesken. Harvestereiden hintahaarukka on 350-550 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR kappaleelta. Kysynnästä yhä suurempi osa tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on toimintansa alusta lähtien toimittanut yli 13.000 metsäkoneita, joista noin 10.500 on edelleen käytössä.

Uusien metsäkoneiden lisäksi Ponsse myy erikseen harvesteripäitä pääasiassa eri valmistajien kaivinkoneisiin. Liiketoiminta on toistaiseksi vain pari prosenttia Ponssen liikevaihdosta, mutta hyvin kannattavaa ja

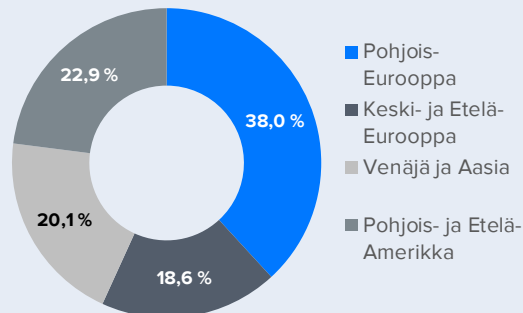
kasvaa metsäkoneemyyntiä nopeammin.

Jälkimarkkinapalvelut (yhteensä n. 33 % liikevaihdosta)

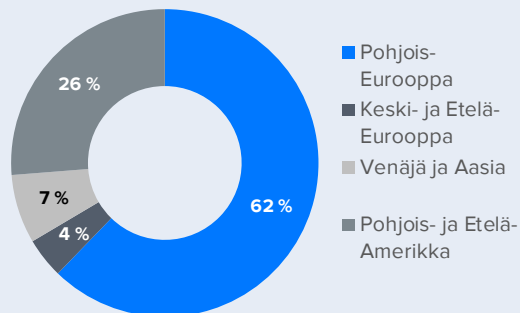
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (18 % liikevaihdosta) sekä vaihtokoneliiketoiminnasta (arvioimme mukaan 15 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta 90-95 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä 190 huoltopisteen kautta, joista 42 on Ponssen omia ja 148 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä.

Ponsse myy noin 70-75 % uusista koneistaan omien myyntiyhtiöidensä kautta, jolloin asiakas hyvin usein tarjoaa oman vanhan koneensa vaihdossa. Yhtiö myy edelleen ko. vaihtokoneen, ja saa useimmiten kaupan yhteydessä taas (vanhemman ja halvemman) vaihtokoneen. Tämä prosessi voi toistua 3-4 kertaa, kunnes asiakkaalla ei enää ole tarjolla relevanttia vaihtokoneita. Koneiden myyntituotot luonnollisesti kirjataan Ponssen liikevaihtoon.

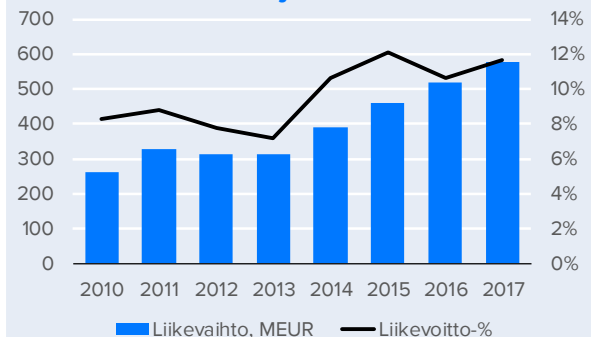
Liikevaihdon jakautuminen 2017



Henkilöstön jakautuminen 2017



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö, jolla on näyttöjä

Metsäkonevalmistaja Ponsse on 1990-luvulla tapahtuneen onnistuneen kansainvälistymisen jälkeen kasvanut viimeiset 13 vuotta 9 %:n vuositahtia pääkilpailijoiden jäätyä 3-7 %:iin ja on noussut tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman toiseksi suurimmaksi.

Perheyhtiön plussat ja miinukset

Vaikka Ponsse on ollut pörssinoteerattu vuodesta 1995, on perustajasuvun omistus ja ote yhtiön asioihin säilynyt merkittävänä. Tällä hetkellä Vidgrenin suvun omistusosuus on noin 62 %. Vahva omistajuus tuo yhtiön toimintaan pitkäjänteisyyttä sekä tarvittaessa myös halua ja kykyä riskin ottamiseen. Toisaalta suvun omistus tuo mukanaan kotipaikan (Vieremä) korostuneen operatiivisen roolin sekä sen, että ulkopuolisen ostajan tekemän tarjouksen mahdollisuus pitkälti eliminoituu. Kaikkiaan omistusrakenne laskee arviomme mukaan hieman osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Uusien koneiden kysyntä on syklistä

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

Lukuisia kasvuajureita

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

Potentiaali

Ponssen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Uusien koneiden myynnin kasvu.** Keskeistä on globaalisti etenevä puunkorjuun koneistuminen ja tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Ponselle Yhdysvaltojen markkinan nopeampi kasvu olisi merkittävä arvoajuri.
- **Huoltopalveluiden kasvu.** Ponssen edelleen käytössä oleva toimitettu konekanta on noin 10.500 kpl. Pääasiassa hyväkateisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 18 % Ponssen liikevaihdosta ja arviomme mukaan 31 % liikevoitosta. Vaikka uusien koneiden markkina kohtaisikin vaikeuksia, suuri ja edelleen kasvava sekä myös koko ajan ikääntyvä toimitettu konekanta tuo lisää kasvumahdollisuuksia huollolle.
- **Vahvan kassavirran suomat mahdollisuudet.** Ponssen operatiivinen kassavirta on ollut vuodesta 2009 positiivinen ja kassavirta

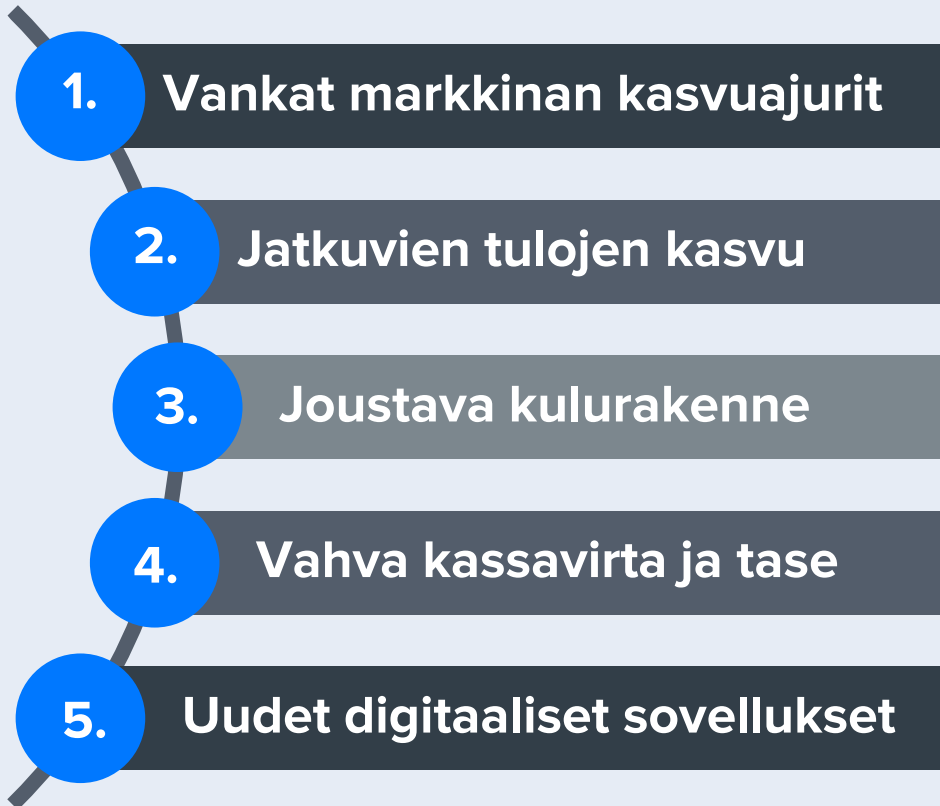
investointien jälkeen vuodesta 2012 selvästi positiivinen. Kun huomioidaan konsernin alhainen velkaantuneisuus (nettovelat / käyttökate = 0,4x) on Ponsella hyvät mahdollisuudet panostaa digitaalisten tuotteiden kehitykseen, läsnäolon vahvistamiseen esimerkiksi Aasiassa tai entistä suurempiin osinkoihin.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Uusien koneiden markkinan hyyytyminen.** Vaikka emme pidä vuoden 2009 kaltaista romahdusta todennäköisenä, voi etenkin Kiinan puuntuonnin kasvun hiipumisella ja kääntymisellä jopa laskuun olla hyvinkin kielteisiä vaikutuksia metsäkoneiden kysyntään erityisesti tärkeillä Venäjän markkinoilla.
- **Vieremän laajennusinvestoinnin ajoitus epäsuotuisa.** Negatiivisen markkinaskenaarion toteutuessa Ponssen arviomme mukaan 35 %:n kapasiteettilaajennuksen käyttöaste jää lähivuosina odotuksista.
- **Panostaminen tuoteominaisuuksiin, jotka eivät myy.** Kaikkein hienostuneimmat ominaisuudet eivät välttämättä ole myyntivaltteja asiakkaiden keskuudessa.
- **Epäonnistuminen partneroitumisessa.** Ponsella ei ole varaa ainakaan isompiin virheliikkeisiin uusien digitaalisten tuoteominaisuuksien ja palvelujen kehityksessä.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

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

Riskit

- Uusien laitteiden markkina hyytyy (Kiinan vaikutus Venäjän kysyntään)
- Laajennusinvestoinnin ajoitus epäsuotuisa
- Kehitetään tuoteominaisuuksia, jotka eivät myy
- Epäonnistuminen partneroitumisessa

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli (1/2)

Valmistus kokonaan omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit, metsätraktorit ja hakkuupäät tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Vielä osittain kesken olevalla laajennusinvestoinnilla tehtaalla pinta-ala kasvaa 2,7 hehtaaria noin 4,0 hehtaariin ja henkilöstön määrä noin 350:stä noin 380:een.

Ponsse valmistaa koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit itse. Etuna toimintamallissa on välitön ja tehokas yhteistyö tuotekehityksen kanssa, mikä mahdollistaa tuotteiden nopean kehittämisen ja tuotemuutosten sarjatuohtantoon saattamisen.

Alihankkijayhteistyö on tiivistä

Tärkeimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit sekä hydraulikka- ja valukomponentit. Alihankittujen komponenttikokonaisuuksien saatavuus ei Ponssen mukaan ole ongelma, sillä volyymien kasvaessa alihankkijat ovat kasvattaneet omaa kapasiteettiaan ja nostaneet automaatiotasoa. Joidenkin yksittäisten komponenttien suhteen saatavuuteen voi kuitenkin liittyä haasteita.

Ponsse korostaa alihankkijayhteistyön tiiviyyttä ja koko toimitusketjun läpinäkyvyyttä kaikille toimijoille toimitusketjussa, mikä mahdollistaa nopean reagoinnin poikkeamiin. Ponssellalla on omista valmistusmääristä ja niihin liittyvistä komponenttitarpeista koko ajan liukuva ennuste ja esimerkiksi koko vuoden 2019 tuotanto-suunnitelma oli yhtiön toiminnanohjausjärjestelmässä jo kesäkuussa 2018. Ponssen mukaan suurin epävarmuus toimitusketjussa liittyy materiaalin saatavuusongelmiin nopean kasvun oloissa.

Investoinnilla kohti lyhyempiä toimitusaikoja

Ponsse on vuosina 2016-18 investoinut yhteensä 30 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa tehtaalla pinta-ala kasvaa noin 1,3 hehtaaria. Investointi on loppusuoralla koko budjetin ollessa noin 38 MEUR. Investointi sisältää uuden kokoonpanolinjan ja automatisointiasteen kohottamisen tuotannossa sekä varasto- ja sisälogistiikka-toiminnoissa. Uudessa varastojärjestelmässä komponentti-kokonaisuudet kootaan valmiiksi asiakkaan kanssa etukäteen sovitun spesifikaation mukaan. Uusitus kokoonpanokonseptissa taas kaikki kokoonpanon ja valmistettavan tuotteen osat päätyvät yhdelle kokoonpanolinjalle. Muun muassa harvesterin eturunko, takarunko ja esivarustellut kokonaisuudet päätyvät omia liitäntälinjojaan pitkin pääkokoonpanolinjalle.

Ponssen valmistusfilosofia, jossa kaikki tapahtuu tilauksesta ja jossa myös osavalmistus toimii päätilauksen mukaan ei muutu. Tähän asti Ponssen tilauskanta eli sen koko ja samalla pituus kuukausissa on ollut valmistuksen joustoelementti. Investoinnilla tähän halutaan muutos ja toimitusaikoja lyhennettyä selvästi. Arvioimme, että nykyinen 1.100-1.200 koneen vuotuinen kapasiteetti kasvaa investoinnin myötä 1.500-1.600 koneeseen (n. +35 %), eikä Ponssen oma kapasiteetti enää tule rajoitteeksi toimitusnopeudelle ja -määrille. Kapasiteetin kasvattamisen lisäksi laajennusinvestoinnin tärkeimmät tavoitteet ovat 1) laadun parantuminen; 2) tuottavuuden nousu; 3) joustavuuden kasvu ja 4) turvallisuuden ja työympäristön parantaminen. Tavoitteita ei kuvata numeerisesti (ainakaan ulospäin), vaan esimerkiksi laatua mitataan tuotteiden a) ajoissa valmistumisen ja b) virheettömyyden kautta. Laadun parantuminen on Ponssellalla linkitetty

vastaavaan henkilöstön palkkiojärjestelmään. Alihankkijoiden laadun arvioinnissa mittarina on virheellisten komponenttien osuus. Tuottavuuden kasvutavoite on sidoksissa konsernin 5 %:n tuottavuuden kasvutavoitteeseen (mittarina työtunnit / valmistettu metsäkone). Joustavuuden kasvulla viitataan koko valmistusprosessin virtaviivaistamiseen siten, että toimitusajat eivät pitene eli tavoite on rinnakkainen kapasiteetin kasvattamisen kanssa. Ponssen mukaan suunnilleen kolmen kuukauden toimitusaika olisi koko logistisen prosessin kannalta optimaalinen.

Uuden linjan ylösajo on käynnissä ja jatkuu koko loppuvuoden 2018. Ponssen mukaan ylösajon isoimmat sisäiset riskit ovat vanhasta toimintatavasta poisoppiminen riittävän tehokkaasti sekä kokoonpano- ja logistisen prosessin vaihteistuksen toiminta.

Tuotteet teknisesti alansa huippua

Ponssen tuotteita on aina pidetty alan teknisesti edistyneimpiin kuuluvina. Esimerkkejä ovat alumiinirakenteiden käyttö koneissa jo 1980-luvun alussa sekä PC:n tuominen harvesterin ohjaamoon 1992. Ponsse toi myös ensimmäisenä markkinoille 8-pyöräisen harvesterimallin vuonna 2009 ja nyt näiden osuus tuotannosta on yli 90 %. Viime vuosina tuotekehityksen painopiste on siirtynyt koneen suorituskyvystä ympäristöystävällisyyteen ja kuljettajan ergonomiaan. Esimerkkinä on Scorpion-harvesteri, jossa on viisi keskeistä patentoitua ratkaisua liittyen koneen ympäristöystävällisyyteen ja ergonomiaan (esim. tasapaino ja kuljettajan työskentelynäkyvyys). Kaikkiaan Ponssen metsäkoneissa hyödynnetään noin 70 patenttiperhettä.

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli (2/2)

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

Tarjooma sovitetaan eri asiakassegmentteihin

Metsäkoneasiakkaiden keskikoko on kasvamassa. Yksittäisiä koneita omistavien ja käyttävien metsäurakoitsijoiden rinnalle on tullut ja tulee ns. fleet loggereita, jotka tarvitsevat erilaisia palvelukokonaisuuksia kuin ensin mainitut. Tyypillisesti fleet loggereilla on konekannassaan 20-70 konetta. Osa fleet loggereista myös huoltaa kalustonsa ainakin osittain itse. Ulkoisen huollon osalta fleet loggerit ovat hintatietoisia eli keskittyvät siihen saako huollosta aitoa lisäarvoa eivätkä maksa turhasta. Fleet loggereiden lisäksi isoja asiakkaita edustavat ns. teolliset urakoitsijat (industrial loggers), jotka usein ovat isoja metsäyhtiöitä. Näillä yhtiöillä voi olla isoja metsävaroja ja hakkuut ovat vain yksi osa ketjussa, jonka loppupäässä useimmiten myydään sellua. Teollisilla urakoitsijoilla on korkeat vaatimukset tietojärjestelmien suhteen. Metsäkoneissa tulee olla muihin prosesseihin integroidut järjestelmät, jotka mahdollistavat reaaliaikaisen seurannan. Fleet loggereille kelpaavat kevyemmätkin tietojärjestelmät. Tuoteportfoliomielessä avainkysymys onkin Ponssen mukaan se, onko yhtiöllä oikea tarjooma eri asiakassegmentteihin.

Asiakaskunnan rakennemuutoksessa Ponsse lisää valikoimaansa uusia huolto-, koulutus-, rahoitus- ja muita palveluratkaisuja. Kuluvana

vuonna Ponsse on lanseerannut ja tulee lanseeraamaan paljon uusia palveluja, joilla mm. parannetaan läpinäkyvyyttä koneen kuntoon. Uusiin palveluihin liittyy paljon kokeilevuutta eli Ponsse haluaa jo varhain varmistaa, mistä asiakas on halukas ja valmis maksamaan. Ponsse ei kuitenkaan priorisoi asiakasryhmiä, vaan kaikki halutaan pitää yhdenvertaisina mm. palvelun nopeuden ja laadun suhteen.

Asiakastarpeisiin vastataan massaräätälöinnillä

Ponsse ei ole julkistanut tietoa eri konemalleille yhteisten komponenttien ja osakokonaisuuksien osuudesta, mutta arvelemme tämän olevan 40-50 %. Suuri keskenään vaihtokelpoisten osien määrä mahdollistaa paitsi merkittävät synergia-edut kulutus- ja varaosatoiminnoissa, myös laajan malliston ja koneiden tehokkaan massaräätälöinnin. Asiakas tekee kunkin yksittäisen koneen osalta 60-80 valintaa koneen lopullisen konfiguraation suhteen.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle, josta ne kuljetetaan edelleen satamien kautta jakelijoille. Vuonna 2017 rahdit ja huolinta vastasivat vain 1,5 %:sta Ponssen liikevaihtoa, joten tehtaan sijainti etäällä rahtiliikenteen solmukohdista ei ole ongelma. Lisäksi myös pääkilpailijoiden tehtaot sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponssen jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu kymmenen oman myyntiyhtiön sekä

noin 35 jälleenmyyjäyhtiön avulla. Vuonna 2017 Ponssen myymistä koneista noin 25-30 % myytiin jälleenmyyjien kautta ja 70-75 % myytiin itse tai omien tytäryhtiöiden kautta. Ponsse hakee koko ajan tasapainoa pääomatehokkaamman jälleenmyyjämyynnin (koneet poissa omasta varastosta ja saatavista) ja paremman asiakaskontakin tarjoavan oman myynnin (tietoa koneiden käyttötavoista ja -kokemuksista, kehitysideoista jne.) välillä.

Digitalisoituminen ajaa partneroitumaan

Tulevaisuudessa puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat edelleen voimakkaasti. Kasvualueita tulevat olemaan 1) satelliitti- ja lennokkiperustainen tiedonhankinta metsistä; 2) ”metsien internet” eli koko toimitusketjun reaaliaikainen tiedonhankinta ja -välitys; 3) sensoriteknologia, robotiikka ja kauko-ohjatut metsäkoneet sekä 4) data-analytiikka (ennusteet, simulointi, tekoäly, päätöksenteon tukijärjestelmät). Tätä silmällä pitäen Ponssen tavoitteena on rakentaa partneriverkostoja, joiden avulla voidaan toimittaa asiakkaille luotettavaa teknologiaa kustannustehokkaasti. Partneroituminen on jo käynnissä ja esimerkiksi ohjelmistosuunnitteluun ja -ylläpitoon on partneriverkoston avulla valjastettu ulkopuolisia työntekijöitä Ponssen omien ohjelmistoteknologiaammattilaisten lisäksi.

Liiketoimintamallin arvio

Näyttöjen perusteella liiketoimintamalli toimii hyvin. Yhden tehtaan ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmä voi kuitenkin olla riskialtis ja kaventaa yhtiön valinnanvaraa. Myös partneroitumisen onnistumisessa on vielä riskejä.

Ponssen päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, kg:	17.500-23.800
Pituus, cm:	730-899
Leveys, cm:	293-313
Moottorin teho, kW:	150-260
Moottorin vetovoima, kN:	130-230
Nosturin ulottuma, m:	10-11
Harvesterin avauma, mm:	530-740
Hinta, TEUR	350-550

Kuormatraktorit



Paino, kg:	14.700-22.900
Pituus, cm:	933-1106
Leveys, cm:	269-330
Moottorin teho, kW:	150-210
Kuormaimen nostomomentti, kN:	106-160
Kuormainen ulottuma, m:	10
Kuormatila, kg:	10.000-20.000
Hinta, TEUR	250-350

Huollon liiketoimintamalli

Toiminnan pohjana kattava huoltoverkosto

Ponssen huoltoliiketoiminta vastasi 18 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2017 oltuaan noin 105 MEUR. Ponssella on kaikkiaan 190 huoltopistettä 32 maassa. Huoltopisteistä 42 on Ponssen omia ja 148 jälleenmyyjän tai sopimus-huoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (24), Ruotsissa (32), Venäjällä (27) ja Yhdysvalloissa (19). Huollon käytettävissä on kaikkiaan yli 600 työntekijää.

Käytännössä kaikki yhtiön toimittamat ja edelleen käytössä olevat noin 10.500 metsä-konetta ovat huollon piirissä, sillä vähintään metsäkoneen varaosat hankitaan Ponssen tai sen edustajan kautta. Ponssen mukaan kiinteän huoltopisteen perustamisen kannalta noin 30 huollettavan koneen kanta on minimimäärä, mutta määrä vaihtelee riippuen markkinasta. Koneiden sijainnin hajanaisuudesta johtuen päättelemme kuitenkin, että huoltoverkostossa on edelleen tarvetta/potentiaalia kasvattamiseen (10.500 / 190 = noin 55 konetta per huolto-yksikkö eli selvästi enemmän kuin 30). Viime kädessä huoltopisteiden lukumäärä ja sijainti määräytyvät paikallisten asiakkaiden tarpeiden sekä kehittyvien huoltokonseptien mukaan.

Takuukustannusten katteena 6 MEUR varaus

Ponссе myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2.000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2017 lopussa 5,8 MEUR:n takuuvaraus, joka perustuu aiemmilta vuosilta kertyneeseen tuotteiden vikaantumishistoriaan.

Huoltosopimuksilla haetaan ennustettavuutta

Kulutus- ja varaosien lisäksi Ponссе tarjoaa esimerkiksi kolmen vuoden tai 7.200 käyttötunnin mittaisia huoltosopimuksia (Ponссе Active Care), joihin kuuluvat kiinteähintainen määräaikaishuolto alkuperäisillä varaosilla ja tehtaan määrittelemillä määräaikaishuolloilla. Active Care+ on pidennetty takuu määrätyille komponenteille normaalista 2.000 käyttötunnista aina 6.000 käyttötuntiin. Ponссе ei ole julkistanut varsinaisen huoltosopimuksen piirissä olevaa osuutta em. 10.500 koneen kannasta, mutta sanoo ”suurimman osan” koneista käyvän Ponssen huollossa vuosittain. Huoltopalveluihin kuuluu myös tekninen tuki eli huoltoneuvonta sekä huoltokorjaamo ja kenttähuolto (huoltoauto ajaa asiakkaan työmaalle). Asiakaspalveluun kuuluu lisäksi käyttökoulutus uuden (tai sovittaessa myös käytetyn) metsäkoneen toimituksen yhteydessä.

Konekohtainen huoltoliikevaihto kasvaa käyttötuntien funktiona

Huoltopalvelujen liikevaihto vaihtelee voimakkaasti eri markkinoiden välillä. Koska huollon liikevaihdosta 90-95 % muodostuu kulutus- ja varaosista, on koneiden käyttötunneilla ratkaiseva vaikutus kysyntään. Hakkuukoneen käyttötunnit Pohjoismaissa ovat yleensä reilut 2.000 tuntia vuodessa ja Pohjois-Amerikassa vain noin 1.500 tuntia vuodessa, mutta toisaalta Venäjällä ja Brasiliassa usein yli 5.000 tuntia vuodessa. Koneen teknisen elinkaaren päättyessä yleensä 30.000 käyttötunnin jälkeen on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on oleellisesti suurempi viimeisten 10.000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10.000 käyttötunnin aikana.

Paljon eväitä huollon kasvuille ja hyvälle kannattavuudelle

Seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) toimitetun metsä-konekannan kasvu yli 1.000 koneella vuosittain merkiten reilun 10 %:n lisäystä käytössä olevaan konekantaan; 2) metsäkoneyrittäjät yhä useammin ulkoistavat huollon eivätkä enää yritä huoltaa koneita itse kuten aikaisemmin; 3) metsäkoneiden ristiinhuolto eri konemerkkien välillä on hyvin vähäistä eli Ponссе käytännössä yksin huoltaa toimittamaansa konekantaa ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten piraattiosien merkitys tärkeällä kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

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

Liiketoimintamallin arvio

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

Vaihtokoneiden liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta saadaan lähes aina vaihtokone

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

Jälleenmyyjät huolehtivat omista vaihtokoneistaan

Ponsse on indikoinut, että se myy noin 70-75 % valmistamistaan metsäkoneista oman jakeluverkostonsa eli omien myyntiyhtiöidensä kautta loppujen mennessä asiakkaalle jälleenmyyjäyhtiön kautta. Ponssen mukaan viimeksi mainitut yhtiöt hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

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

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

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

Kone myydään useimmiten paikallisesti

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

Fokus varaston kierrossa ja kassavirrassa

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

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

Vaihtokoneiden liikevaihto samaa luokkaa huollon kanssa

Uskomme että Ponssen taseessa vaihtomaisuuden osana näkyvä ”muu vaihtomaisuus” (2017: 28,0 MEUR; 2016: 32,7 MEUR) on käytännössä kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä vastaa 8 % ja 11 % taseesta mainittuina vuosina eli arvostukseen liittyviä riskejä voidaan pitää kohtuullisina. Kun oletamme vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi 4,5 kuukautta sekä myynnin katetasoksi 4,5 %, päädyimme 88 MEUR:n arvioon vaihtokoneliiketoiminnan liikevaihdosta viime vuonna. Tämä oli 15 % konsernin liikevaihdosta. Liikevaihto on siis arvioimme mukaan lähes samaa luokkaa huoltoliiketoiminnan kanssa.

Liiketoimintamallin arvio

Dynamiikka on tervettä siinä mielessä, että vaihtokoneen taseeseen tuloa on aina edeltänyt uuden koneen myynti ja vaihtokonevaraston koko on Ponssen kokoon verrattuna kohtuullinen (5 % vuoden 2017 liikevaihdosta ja 16 % konsernin omasta pääomasta 31.12.2017). Keskittyminen kassavirtaan on mielestämme perusteltua ja se, että liiketoiminta on mitä ilmeisimmin kohtuullisen kannattavaa on positiivinen lisäpiirre. Olettamallamme 4,5 %:n liikevoittomarginaalilla Ponsse tekisi vaihtokoneliiketoiminnassa kohtuullista noin 12 %:n sijoitetun pääoman tuottoa.

Ponssen liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

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

Arvio Ponssen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Ei julkituotua strategiaa

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

Oletuksemme strategisiksi kulmakiviksi

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

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

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

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

Kilpailustrategian tarve voi nousta

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

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

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

Strategian arviointi

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Taloudelliset tavoitteet

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

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

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

Kommenttimme tavoitteiden suhteesta viime vuosien toteutuneisiin lukuihin ovat:

- **Kasvu:** Ponssen liikevaihto kasvoi vuosina 2015-2017 keskimäärin 14% vuodessa, mikä ylittää selvästi arvioimamme 8% :n markkinakasvun. Pääkilpailijoiden kasvuvauhti on arviomme mukaan ollut keskimäärin $7-9\%$ kyseisellä jaksolla.
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali oli $12,1\%$ vuonna 2015, mutta ostettujen materiaalien ja palvelujen osuus liikevaihdosta oli tuolloin tavanomaista $64-65\%$:n tasoa alempi oltuaan $62,8\%$. Vuosina 2016 ja 2017 liikevoittomarginaali oli $10,7\%$ ja $11,7\%$.

- **Kassavirta:** Operatiivinen kassavirta oli vuosina 2015-2017 $67-80\%$ käyttökatteesta, (keskimäärin 72%), joten tässä suhteessa tavoitteesta on jääty.
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -lukuna. Tavoite saavutettiin vuosina 2015 ($2,0x$), mutta siitä jäätettiin vuosina 2016-2017 ($1,8x$).
- **Tuottavuus:** Mittaaminen on ulkopuoliselle mahdotonta ja sen seuranta jää yhtiön raportoinnin varaan.

Liikevaihdon kasvutavoite on maltillinen

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

Kannattavuustavoitteessa riittää haastetta

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

Kassavirtatavoite kysymysmerkki

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

Pääomatehokkuus ei ole ongelma

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

Ei kovin täsmällistä osingonjakopolitiikkaa, mutta tasainen kehitys saanee jatkoa

Ponssen osinkopolitiikan mukaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääomavaatimusten mukaisesti”. Osakekohtaisen osingon suuntaus on ollut viime vuosina nouseva ja osingonjakosuhte on ollut $37-47\%$ vuosina 2015-2017. Odotamme hyvää kannattavuus- ja kassavirtakehitystä ja ennustamme osingonjakosuhteen pysyvän $45-48\%$:ssa vuosina 2018-2021.

Ponssen liiketoimintaympäristö

Asiakkaat / kumppanit

~ 2000 metsäkone-yrittäjää



storaenso



UPM



MetsäFibre



Fibria

VERACEL

Kilpailijat / verrokkit



JOHN DEERE

KOMATSU®

ROTTNE
first in forest

EcoLog®

Tigercat®



SAMPO ROSENLEW

P O N S S E

Sektorit (2017 liikevaihdosta, %)



Uudet metsäkoneet
n. 67 %



Vaihtokoneet
n. 15 %



Huolto
18 %

Tuotteet

Harvesterit



Kuormatraktorit



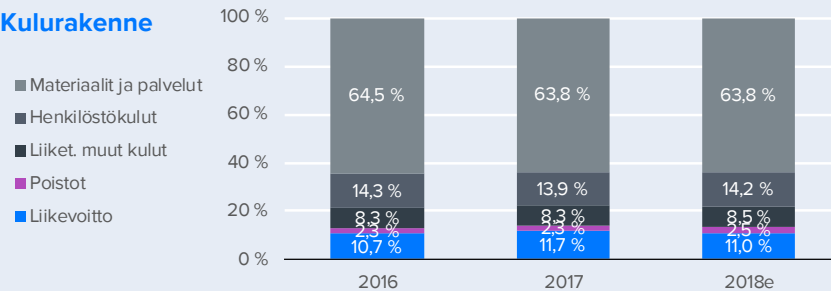
Hakkuupäät



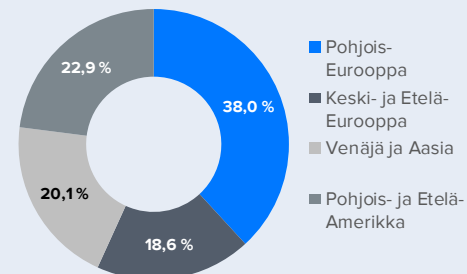
Tietojärjestelmät



Kulurakenne



Liikevaihdon jakautuminen 2017



Lähde: Inderes, Ponsse

Metsäkonemarkkinat (1/4)

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

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

Hakkuuvolyymien kasvu hidasta, mutta tasaista

Teollisen raakapuun (kuitupuun, tukkipuun) suurimmat loppukysyntämarkkinat löytyvät rakentamisesta (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muusta puutuoteteollisuudesta (mm. vaneri- ja muu puulevy- ja puutuoteteollisuus) sekä sellu- ja massateollisuudesta. Vuonna 2017 kaksi ensin mainittua toimialaa vastasivat noin 65 %:sta raakapuun kysynnästä ja kuitupuun osuus oli noin 35 %.

Kyseessä on globaalisti kypsä toimiala, jossa tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden (painopaperi) kysynnän vähittäisellä laskulla. Tosin esimerkiksi UPM:n mukaan painopapereiden kulutuksen supistuminen ei

merkitse vastaavaa vähennystä sellun käytössä, sillä markkinoilta häviävän kierrätyskuidun määrä on korvattava sellulla.

Energiapuun käyttö kokonaisuutena todennäköisesti laskee kaupungistumisen myötä, mutta teollisen energiapuun käyttö todennäköisesti kasvaa. Kasvuennusteet (esim. FutureMetrics) puupellettien kysynnälle tärkeimmillä markkinoilla ylittävät 10 % vuodessa 2025:een saakka. On kuitenkin huomattava, että energiapellettien valmistukseen käytetään pääasiallisesti puunjalostuksessa syntyviä sivutuotteita kuten puupurua. Näin ollen kasvussa on kyse enemmän raaka-aineen tehokkaammasta käytöstä kuin hakkuumäärien kasvuun vaikuttavasta tekijästä.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla 2002-2017 keskimäärin 1,0 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Itä-Aasiassa (3,4 %), Latinalaisessa Amerikassa (3,1 %) ja Venäjällä (1,7 %). Kasvu Euroopassa on ollut varsin hidasta (1,2 %) ja Pohjois-Amerikassa negatiivista (-0,9 %).

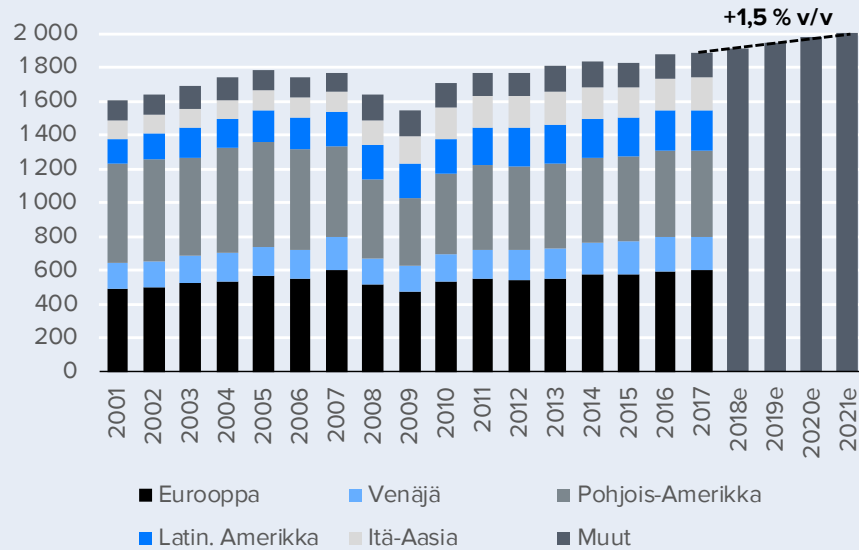
Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin 1,0-1,5 %:ssa vuosittain kasvun ollessa edelleen nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien yhä lisääntyessä. Kasvua ylläpitää ennustettu markkinasellun tuotantomäärien kasvu 20 milj. tonnilla vuodesta 2015 vuoteen 2030 (+2,1 % v/v), mikä merkitsee noin 80 miljoonan kuution lisähakkuita. Sellun kysyntää ajaa ennen kaikkea Kiina, jonka osuus globaalista sellun kulutuksesta on noussut noin 35 %:iin.

Hakkuiden koneellistumisasteesta vielä kohtuullisesti nousuvaraa

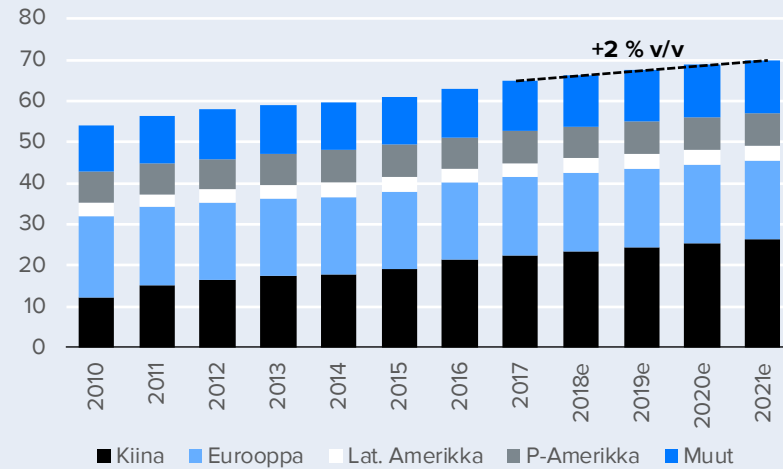
Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja kuormatraktorin yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori - yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on Komatsun arvion mukaan noussut vuoden 2010 54 %:sta tähänhetkiseen 58-59 %:iin. Odotamme nousun jatkuvan suunnilleen samaa tai hieman hidastuvaa tahtia. Koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset koneinvestointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia).

Metsäkonemarkkinan ajurit

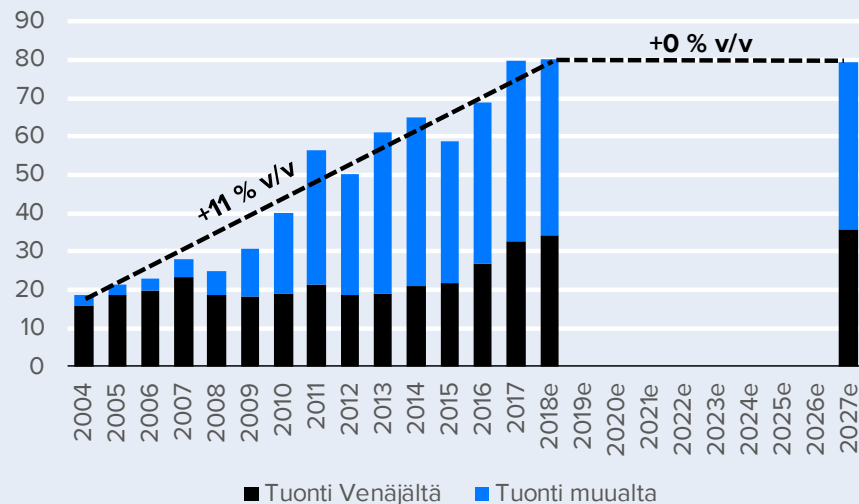
Teollisuuspuun hakkuut, milj. m³



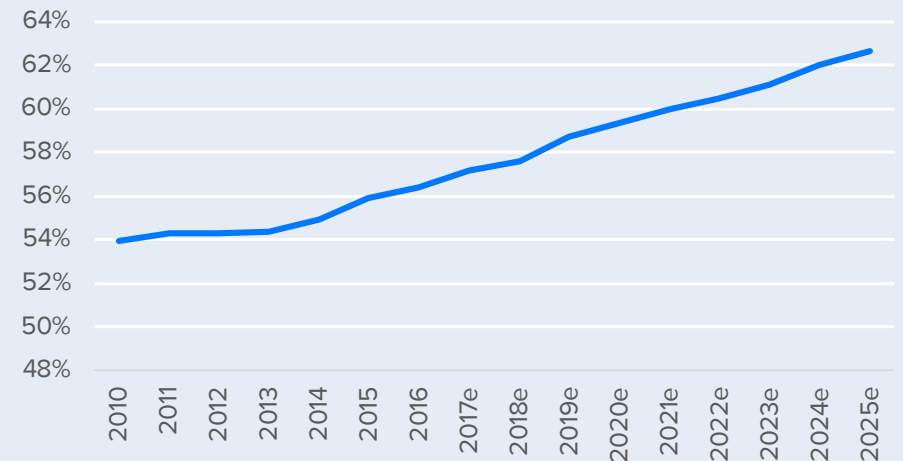
Markkinaseluvolyymit, milj. tn



Kiinan puu- ja sahatavaran tuonti, milj. m³



Puunkorjuun globaali koneellistumisaste



Lähde: FAO (2018), RISI (4/2018), Komatsu (9/2017), Inderes

Metsäkonemarkkinat (2/4)

Tavaralajimenetelmällä merkittäviä kilpailuetuja

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

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

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

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

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

Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,3 miljardia euroa

Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla varsin vähän. Vuonna 2017 julkistetussa tutkimuksessaan Freedonia arvioi koko markkinan arvon olleen noin 7,4 miljardia dollaria vuonna 2016 (tuolloin n. 6,7 miljardia euroa). Freedonia myös arveli koko markkinan keskimääräiseksi kasvuvauhdiksi 4,5 % vuodessa 2017-2021 eli nousua 9,2 miljardiin dollariin (nykykurssilla 8,1 miljardia euroa). Tutkimuksessa oli kuitenkin mukana paljon tuotteita, joilla on vain vähän tekemistä Ponssen markkinoiden kanssa (moottorisahat, kuorimakoneet, silppurit jne.). Syksyllä 2017 Komatsu arvioi globaalin metsäkonemarkkinan kooksi noin 4,3 miljardia euroa, mutta tämänkään luvun sisällöstä ei ole tarkempaa tietoa. Koska Komatsu on mukana myös kokopuumenetelmää käyttävien koneiden markkinolla, pitää luku sisällään ainakin niiden osuuden ja oletettavasti myös muita konesegmenttejä.

Ponsselle relevanttia markkinaa onkin helpompi arvioida myytävien konemäärien ja tärkeimpien toimijoiden liikevaihdon kautta. Valmistajat eivät kuitenkaan julkista toimitusvolyymejään yksittäisinä vuosina eivätkä myöskään pelkästä uuslaitemyynnistä kertynyttä liikevaihtoa. Ponssen arvio on, että maailmassa myytiin

vuonna 2017 noin 3.800 tavaralajimenetelmän metsäkonetta jakautuen puoliksi harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken. Harvestereiden keskimääräinen myyntihinta on 350-400 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR, joten tavaralajimenetelmän uuslaitemyynnin markkinan koko globaalisti oli viime vuonna arviolta 1.300 MEUR.

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus on kasvanut koko ajan

Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on tällä hetkellä arviolta 40-45 % oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistymisen ennen kaikkea Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa.

Pohjois-Amerikan markkina haasteellinen

Tavaralajimenetelmän suosio vaihtelee voimakkaasti eri maantieteellisillä alueilla.

Venäjällä tavaralajimenetelmän yleistymisen on ollut nopeaa ja sen osuus Venäjän koneellisessa puunkorjuussa nousi vuoden 2005 noin 40 %:sta vuoden 2017 yli 80 %:iin ja lähentelee alueellisesti 100 %:a. Venäjällä tavaralajimenetelmä on suosittu kaikkialla, missä on länsimaista metsäteollisuutta. Tärkeitä argumentteja menetelmän puolesta ovat koneiden kantavuus pehmeällä maalla, soveltuvuus kelirikkoajan puunkorjuuseen sekä puunkorjuun siirtyminen hoidettuihin istutus- ja viljelymetsiin.

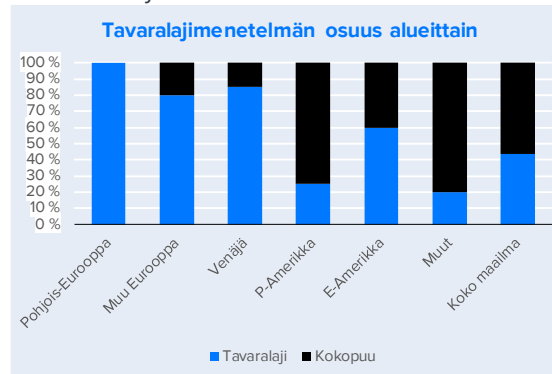
Metsäkonemarkkinat (3/4)

Tavaralajimenetelmän osuus on pieni Pohjois-Amerikassa (n. 20-25 %). Syitä tähän on useita: 1) kulttuuri, jossa puutavara nähdään raaka-aineena jonka käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joiden varastointi, muu logistiikka sekä puutavaran prosessointi on viritetty puutavaran käsittelyyn bulkkituotteena; 3) eri osavaltioissa lisääntyvä puun energiakäyttö, joka suosii kokopuumenetelmää sekä 4) metsäalan työvoiman koostuminen suurelta osin siirtolaisista, joilla ei ole tavaralajimenetelmän edellyttämää korkeaa osaamista ja kielitaitoa.

Tavaralajimenetelmän osuus Pohjois-Amerikassa on kuitenkin nousussa. Ponsen arvion mukaan Yhdysvaltain metsäkone-markkinoilla tavaralajimenetelmän koneiden osuus koko markkinasta on jo noin 30 % kun se vielä joitakin vuosia sitten oli alle puolet tästä. Tavaralajimenetelmä on Pohjois-Amerikassa yleisimmin käytössä Kanadan itäosissa sekä Yhdysvalloissa Suurten Järvien alueella.

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

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



Lähde: Ponsse, Inderes

Markkinan painopiste edelleen Euroopassa

Ponsen arvion mukaan tavaralajimenetelmän metsäkoneiden globaali markkina oli viime vuonna kooltaan noin 3800 koneetta. Arviomme mukaan markkina on edelleen varsin Eurooppa-painotteinen, sillä Eurooppa kokonaisuutena vastasi 62 %:sta koko markkinaa, jakautuen Suomen ja Ruotsin 30 %:n osuuteen ja muun Euroopan 32 %:n osuuteen. Voimakkaassa nousussa oleva Venäjän metsäkonemarkkina vastasi 18 %:sta, Pohjois-Amerikka 11 %:sta ja Latinalainen Amerikka 7 %:sta markkinaa.

Metsäkonekysyntä on syklistä

Vaikka tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisten 25 vuoden aikana, on ala syklinen. Vuonna 2009 globaali markkina putosi 1.400 koneeseen edellisen vuoden 4.000 koneesta eli -65 %. Markkina ei vielä vuonna 2017:kaan tavoittanut vuoden 2008 tasoa. Pienempi notkahdus markkinassa koettiin myös 2012-2013. Vaikka vuoden 2009 tapahtumien uusiminen olisikin epätodennäköistä, ovat pienemmät markkinashokit mahdollisia.

Epäsuora Kiina-riski on huomioitava

Venäjän nousua maailman suurimmaksi metsäkonemarkkinaksi on vauhdittanut Kiinan nopeasti kasvanut raakapuun ja sahatavaran tuonti. Kiinan-viennin osuus kaikista Venäjän hakkuista on vuosina 2013-2017 kasvanut 11 %:sta 16 %:iin viennin volyymin kasvettua samaan aikaan 12 %:n vuositahtia. RISI:n mukaan Kiinan osuus Venäjän sahatavaran viennistä on vastaavasti noussut vuoden 2012 34 %:sta vuoden 2017 57 %:iin. Viime aikoina kasvun eteen on tullut kuitenkin merkittäviä esteitä. Puusta valmistettujen tuotteiden vienti Kiinasta ei ole enää samanlainen ajuri kuin aiemmin kohonneiden työvoima- ja raaka-ainekustannusten vuoksi sekä kaupan esteiden ja hallituksen muuttuneen politiikan johdosta. Lisäksi rakentamisen kasvuvauhti maassa on hidastumassa selvästi kaupungistumisen hidastuessa, väestön vanhentuessa ja työikäisen väestön määrän kääntyessä laskuun, lainarahoituksen ehtojen tiukennuttua ja rakentamisen korruptiota kitkevän kampanjan edetessä.

Metsäkonemarkkinat (4/4)

Sivulla 19 olevassa kuvassa ovat RISI:n arviot ja ennusteet Kiinan raakapuun ja sahatavaran tuonnista (vuoden 2027 ennusteessa arvio jaosta Venäjän ja muiden maiden kesken on Inderesin). On huomattava, että RISI:n aineistossa ei oteta kantaa siihen, miten Kiinan tuontivolyymit kehittyvät vuosina 2019-2026. Oma arviomme on, että RISI:n skenaarion toteutuessa Kiinan puuntuonti kasvaa hidastuvasti vielä muutamia vuosia ennen kuin kääntyy hitaaseen laskuun. Venäjän metsäkonemarkkinan kannalta kehitys on kielteistä sikäli, että Venäjän puunvienti Kiinaan on ollut dollaripohjaista eli viejien (ja koneinvestointeja harkitsevien metsäurakoitsijoiden) ei ole tarvinnut välittää ruplan arvon vaihteluista.

Arviomme on, että Venäjän puutavaran Kiinaviennin kasvun hiipuminen merkitsisi Venäjän metsäkonemarkkinan ainakin väliaikaista laskua hakkuuvolyymien kasvun hidastuessa ja ruplariskin merkityksen kasvaessa potentiaalisille metsäkoneen ostajille. Rakentamisen merkitys puutavaran kysyntäajurina kohoaisi. Tällöin ainoan merkittävämmän, rajatulla ruplariskillä syntyvän kasvumahdollisuuden tarjoaisivat Venäjällä toimivan sellu- ja paperiteollisuuden (International Paper, Mondi, paikalliset) vientilähtöiset kapasiteetin laajennusinvestoinnit ja niitä seuraava hakkuumäärien kasvu.

Ponssen kohdemarkkinan kasvutahti 4-5 %

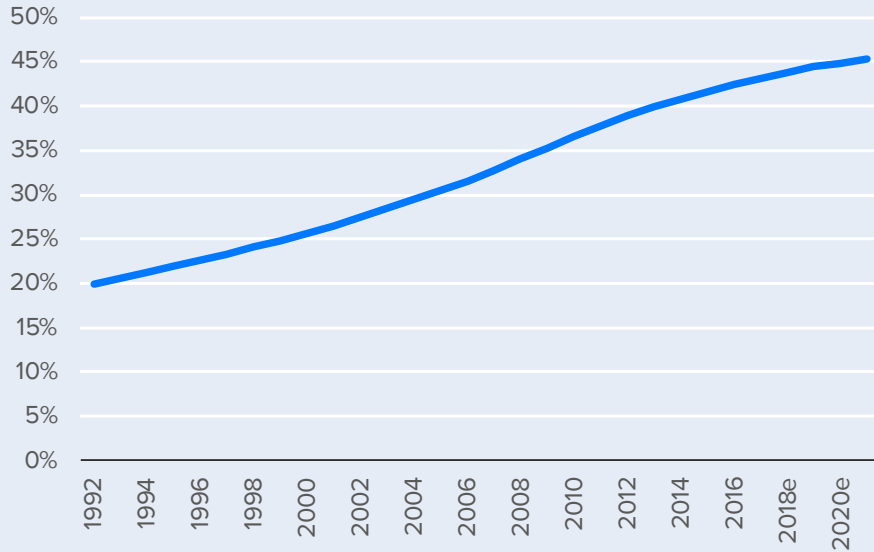
Ponssen markkinan kasvulla vuosina 2018-2021 on kolme keskeistä ajuria: 1) puunkorjuun globaali kasvu, joka on hidasta (volyymikasvuksi arviomme 1,0-1,5 % vuodessa); 2) puunkorjuun etenevä koneellistuminen, joka tuo markkinaan

arviomme mukaan 1,7-2,4 %:n vuotuisen lisäkasvun sekä 3) tavaralajimenetelmän yleistyminen koneellisena puunkorjuumenetelmänä eli sen markkinaosuuden kasvu. Tämä tuo arviomme mukaan ennustejaksolla 1,1-1,5 %-yksikön lisäkasvun jo mainittujen kasvuajureiden päälle. Kokonaisuutena Ponssen kohdemarkkina kasvaa siten arviomme mukaan 4-5 %:n vuositahtia 2018-2021.

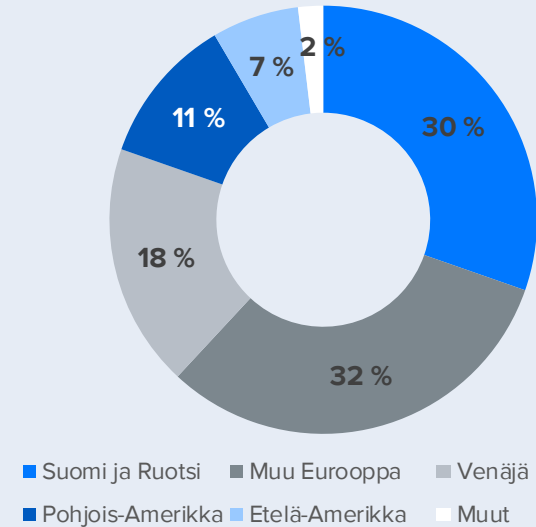
Kaikkiin mainittuihin tekijöihin liittyy epävarmuutta, vaikka niiden puolesta puhuvat vahvat argumentit. Mielestämme suurin epävarmuus liittyy siihen, kuinka helposti metsäurakoitsijat kasvavilla markkinoilla (jotka usein ovat kehittyviä markkinoita) kykenevät rahoittamaan tavaralajimenetelmän konehankinnat.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

Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat

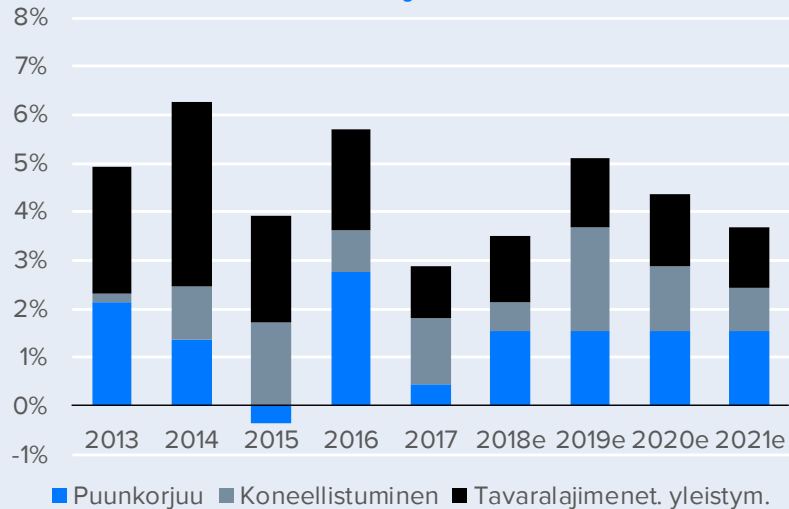
Indikatiivinen markkinaosuus, %



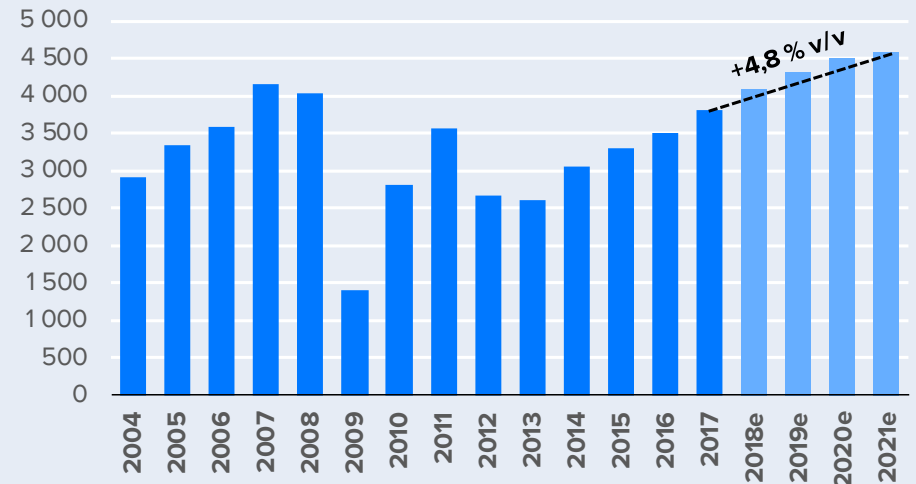
Markkina maantieteellisesti, 2017



Kasvuajurit, %



Konemarkkina, kpl



Lähde: FAO (2018), RISI (04/2018), Komatsu (09/2017), Ponsse, Inderes

Kilpailutilanne (1/4)

Markkina pitkälti kolmen kauppa

Tavaralajimenetelmän metsäkoneiden noin 3.800 kappaleen (2017) globaali markkina on valtaosin eli 85-90 %:sesti jaettu kolmen toimijan kesken. Nämä ovat John Deere Forestry Yhdysvalloista, Ponsse sekä japanilainen Komatsu Forest. Näistä ainoastaan Ponsse keskittyy pelkästään tavaralajimenetelmään, kun taas Deere ja Komatsu valmistavat Yhdysvalloissa myös kokopuumenetelmän koneita. Alan mielenkiintoisiin piirteisiin kuuluu, että kaikilla kolmella em. valmistajalla on linkki Suomeen. Deere Forestry osti Metso Oyj:ltä sen Timberjack-ryhmän vuonna 2000 ja kaikki Deeren tavaralajimenetelmän koneet valmistetaan edelleen Joensuussa. Komatsu puolestaan osti KONE Oyj:ltä sen Partek Forest-liiketoiminnan (aikaisemmin nimeltään Sisu Logging) vuonna 2003. Komatsun tavaralajimenetelmän metsäkoneet valmistetaan Uumajassa Ruotsissa.

Vertailukelpoista markkinatietoa kilpailijoista vain vähän

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuuksien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Deere Forestry on osa Deere & Companyn Construction & Forestry-divisioonaa, jonka liikevaihto oli viime vuonna 5,1 miljardia euroa (5,7 miljardia dollaria). Metsäkoneisiin keskittyvän Deere Forestryn osuus tästä oli noin 985 MEUR, josta tavaralajimenetelmän arvioitu osuus on 65-70 %. Toisaalta Ponsse arvioi Deere Forestryn vuosittain myymien tavaralajimenetelmän metsäkoneiden määräksi n. 1.400.

Komatsu Forestin osalta käytettävissä olevan tiedon määrä on vielä niukempaa. Ponsse on kuitenkin arvioinut vuosittain myytävien metsäkoneiden määräksi enintään 900 ja oma arvioimme liikevaihdoksi on 500 MEUR. Kun arvioimme Ponssen vuonna 2017 toimittamien metsäkoneiden määräksi suunnilleen 1.100, päädymme seuraavaan karkeaan arvioon alan kappalemääräisistä markkinaosuuksista viime vuonna:

Tavaralajimenetelmän metsäkoneet 2017

	Kpl	Osuus
Deere	1 400	37 %
Ponsse	1 100	29 %
Komatsu	900	24 %
Muut	400	11 %
Yhteensä	3 800	100 %

Lähde: *Inderes, Ponsse*

Ponsse vankistanut kakkostilaansa

Käytettävissä olevan tiedon puutteista johtuen oheista taulukkoa ei pidä tulkita kirjaimellisesti, mutta markkinaosuusjärjestys kolmen suurimman kesken on mielestämme selvä. Myös markkinaosuuden kehityssuunta vaikuttaa selkeältä: vuodesta 2013 vuoteen 2017 Ponssen liikevaihdon kasvunopeus oli 13 % v/v kun se Deere Forestry Oy:llä (tavaralajimenetelmän koneet valmistava tytäryhtiö) oli 6 % v/v ja Komatsu Forest AB:lla (tavaralajimenetelmän koneet valmistava tytäryhtiö) 9 % v/v. Vuosina 2016-2017 samojen yhtiöiden liikevaihdon kasvunopeuksien erot ovat pienentyneet kasvuvauhdin ollessa kaikilla 10-12 % v/v. Yleistrendi on kuitenkin tähän asti ollut, että Ponsse on kasvanut hieman kilpailijoitaan

nopeammin ottaen niiltä markkinaosuutta.

Arvioimme mukaan Ponssen kilpailijoita nopeampi kasvu viime vuosina on perustunut ennen kaikkea uudempaan tuotemallistoon. Jo esillä olleen miltei vallankumouksellisen Scorpion-mallin lanseerauksen (2013) jälkeen uusiutui koko tuotemallisto täysin vuonna 2015. Uudessa mallistossa kiinnitettiin erityistä huomiota ergonomiaan (mm. kuormatraktorin sivuttaisheilahdukset vaimentava ActiveFrame-järjestelmä), huollon helppouteen sekä pidempiin huoltoväleihin ja asiakkaat ottivat nämä muutokset suosiollisesti vastaan.

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

Kilpailutilanne (2/4)

Maakohtaisissa markkinaosuuksissa suuria eroja

Seuraavassa taulukossa on osittain indikaatiivinen arviomme eri valmistajien osuuksista tavaralajimenetelmän koneiden kolmella tärkeimmällä markkinalla vuonna 2017:

Osuudet tärkeimmillä markkinoilla 2017

	Kpl	Deere	Ponsse	Komatsu	Muut
Suomi	510	30 %	48 %	19 %	3 %
Ruotsi	640	36 %	15 %	29 %	20 %
Venäjä	720	40 %	37 %	17 %	6 %
Yhteensä	1870	36 %	32 %	22 %	10 %

Lähde: Transportstyrelsen, Ponsse, Inderes

Ponssen johtoasema Suomen markkinoilla ei ollenkään yllätys, mutta kooltaan vielä isommalla Ruotsin metsäkonemarkkinalla osuus on aina ollut suhteellisen vaatimaton. Ponssen mukaan haasteena on Ruotsissa saada aikaan riittävän vahva huoltopalveluverkosto, sillä ruotsalaiset asiakkaat vaativat lähellä sijaitsevaa huoltopistettä. Yhtiö on yrittänyt ratkaista ongelmaa sopimushuoltajien verkostolla, mutta tämä on näkynyt toisaalla asiakastuen riittämättömyytenä. Viime aikoina panostukset ovatkin kohdistuneet enemmän omiin huoltopalvelukeskuksiin, joita Ruotsissa on nyt viisi. Näistä kolme on avattu parin viime vuoden aikana ja viimeisin toukokuussa 2018 Värnämossa.

Venäjällä tilaa sekä Ponselle että Deerelle

Ponssen vahva asema nopeasti kasvavilla markkinoilla, etenkin Venäjällä ja Brasiliassa on selvä etu. Deere ja Ponsse ovat suvereenisti kaksi Venäjän markkinan suurinta peluria ja niiden yhteenlaskettu markkinaosuus lähentelee 80 %:a. Isolla ja nopeasti kasvavalla markkinalla on ollut hyvin kasvutilaa molemmille eikä

hintakilpailu ole läheskään yhtä kireää kuin Suomessa tai Ruotsissa. Brasiliassa Ponsse on markkinoiden kakkonen (osuus n. 25 %), mutta ero markkinajohtajaan Komatsuun (n. 55 %) on merkittävä. Komatsun markkina-aseman luomista on auttanut pitkä läsnäolo maassa.

Pääkilpailijoiden keskeiset erot

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

- **Itsenäisyys.** Deere ja Komatsu ovat suurempien konsernien tulosityksiköitä, kun Ponsse on itsenäinen toimija. Tämä saattaa kahden ensin mainitun osalta johtaa lyhempään tarkastelujaksoon metsäkoneliiketoiminnan menestystä arvioitaessa ja ongelmien mahdollisesti pitkittyessä liiketoiminnan myymiseen, rankkaan saneeraamiseen tai jopa alasajoon.
- **Konsernin tuki.** Deere Forestryn osa maatalous- ja muita ulkokäyttöisiä työkoneita valmistavassa Deeressä on strategisesti luontevaa. Ponsse on arvioinut, että Deere Forestryn tuotekehityspanostukset ovat 30-50 % suuremmat kuin Ponsella. Ponssen mukaan tämä näkyy esim. digitalisaatio- ja automaatio-osaamisena, jossa Deere voi olla jonkin verran Ponssea edellä. Toisaalta asema osana suurempaa konsernia voi myös johtaa virhearvioihin: Deere on tavoitellut synergioita maatalous- ja metsäkoneiden huoltoverkostojen luomisessa, vaikka niiden asiakaskunnat ovat täysin erilaisia. Toisaalta Komatsu-konsernin hajautunut tuote- ja asiakaskunta ei mielestämme puolla panostamista niche-alueeksi luettavaan metsäkoneliiketoimintaan. Metsäkoneiden

lisäksi Komatsu valmistaa maansiirto- ja rakennuskoneita, työstökoneita, laitteita ja työkaluja metalliteollisuudelle sekä kaivosteollisuuden koneita ja laitteita.

- **Tuoteportfolio.** Suurimpien metsäkonevalmistajien mallistoon kuuluu yleensä 6-7 perusmallia sekä harveteissa että kuormatraktoreissa. Erot yksittäisen valmistajan eri mallien välillä ovat yleensä koko- ja teho/kapasiteettisidonnaisia, mutta toisinaan myös peruskonsepti on muista malleista poikkeava (kuten Ponsse Scorpionissa). Ponssen mallisto painottuu 70-80 %:sesti (tuotantovolyyymeissä 80-90 %:sesti) 8-pyöräisiin malleihin kun taas pääkilpailijoilla on useimmiten tarjolla sekä 6-että 8-pyöräiset versiot samasta perusmallista. Ponssen painotuksen ymmärtää trendin metsäkoneissa ollessa selvästi kohti 8-pyöräisiä (ja myöhemmin mahdollisesti 10-pyöräisiä) malleja. Syynä on pyrkimys alempiin pintapaineisiin ja parempiin rinneominaisuuksiin. Kaikkiaan Ponssen tuoteportfolio on leveämpi kuin kilpailijoilla. Yhtiöllä on vertailukelpoisessa mielessä 19 koneen mallisto (kahdeksan harvesteria ja yksitoista kuormatraktoria) kun Deerellä ja Komatsulla on molemmilla kahdentoista metsäkoneen mallisto (kuusi harvesteria ja kuusi kuormatraktoria). Keskeisillä teho/kapasiteettimittareilla Ponssen, Komatsun ja Deeren mallitarjonnat ovat melko lähellä toisiaan. Tosin harveteissa Deeren tehokkaimmat mallit jäävät jälkeen Ponssen ja Komatsun vastaavista mm. moottorin vetovoiman ja nosturin nostomomentin suhteen.

Kilpailutilanne (3/4)

- **Hinnoittelu.** Ponsse ja Deeren vertailukelpoiset koneet ovat suurin piirtein samanhintaisia. Ponsse kuitenkin korostaa haluavansa pitää tuotteidensa koko elinkaaren kustannukset Deerea alempana. Komatsun koneet ovat halvempia ja yhtiö tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana. Myös Deere on viime aikoina maksanut aktiivisemmän hinnoittelutavan.
- **Valmistuskonsepti.** Vaikka sekä Ponsse, Deere että Komatsu ”massaräätelivät” tuotteensa asiakastarpeisiin, on Ponsse valmistustoiminta kaikkein eniten omissa käsissä. Komatsu Forestin Uumajan tehdas on käytännössä vain kokoonpanoyksikkö. Ponsse arvioi Deeren sijoittuvan valmistuskonseptiltään näiden väliin.
- **Digitalisaatio.** Asiakkaiden liiketoiminnan tietotarpeiden sekä kaluston kunnossapidon tukemisessa digitalisaation merkitys on aivan keskeinen. Avainasemassa ovat konekannan hallinnan (fleet management) ohjelmistot, joilla hankitaan, välitetään ja analysoidaan tietoa toiminnasta ja suorituskyvystä sekä leimikkotasolla että yksittäisen rungon, koneen ja kuljettajan tasolla. Ponsse mukaan tilanne valmistajien välillä on kilpajuoksua, sillä kaikilla isoilla valmistajilla on omat pilvipohjaiset fleet management -ratkaisunsa (Ponsse Manager, Komatsu MaxiFleet, Deere Timberoffice), joihin kehitetään koko ajan uusia ominaisuuksia ja joihin ko. ominaisuuksien lisääminen on teknisesti vaivatonta. Ponsse Manageriin kuuluu erillisenä osana EcoDrive-toiminnallisuus, joka kertoo reaaliaikaisesti, ovatko kuljettajan työskentelytavat ja koneen säädöt taloudellisia ja tehokkaita. Ponsse

mukaan kilpailijoilla ei ole tarjolla EcoDriven tasolla olevaa vastaavaa toimintoa.

Keskeinen trendi fleet management -ratkaisussa on siirtyminen asiakkaan koko konekannan hallintaan (multi-fleet). Kun mukaan tulevat myös muiden valmistajien laitteet, ei asiakas välttämättä halua yksittäisen metsäkonevalmistajan fleet management -ratkaisua vaan ainoastaan mahdollisuuden hyödyntää tuotettua dataa. Avainasiana on Ponsse mukaan avoimet ohjelmointirajapinnat (application programming interface, API), jolloin asiakkaan on mahdollista siirtää metsäkoneen tuottama data suoraan omaan toiminnahoitajajärjestelmäänsä (ERP). Tällä hetkellä Ponsse pilotoi avoimeen API:een pohjautuvaa fleet management -ohjelmistoa, mutta myös muilla metsäkonevalmistajilla on Ponsse mukaan omat avoimeen API:een pohjautuvat sovelluksensa.

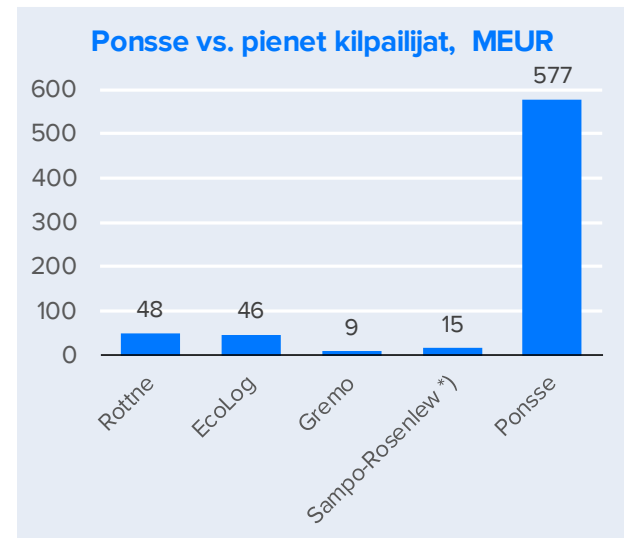
Päättelemme, että nykytilanteessa erot ohjelmistojen kehittyneisyydessä ovat pieniä ja kyse on viime kädessä metsäkoneen ostajan / käyttäjän prioriteeteista. Uskomme erojen jatkossa kasvavan riippuen siitä, miten hyvin metsäkoneyhtiöt onnistuvat jo aiemmin esillä olleiden uusien teknologiamahdollisuuksien käyttöönotossa. Tältä osin onnistunut partneroituminen on Ponsselle ydinkysymys.

Pienet valmistajat pysyvät pieninä

Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä kanadalainen Tigercat pitävä yhdessä hallussaan noin 10 %:n globaalia markkinaosuutta. Kyseiset valmistajat saattavat pitää hallussaan alueellisesti kohtuullisia

osuuksia (Ruotsissa Rottnella on 12 %:n ja Eco Logilla 5 %:n osuus). Emme kuitenkaan usko niiden markkinaosuuden nousuun muualla ja mahdollisesti käykin päinvastoin. Yhteenlaskettuna Rottne, EcoLogin ja Gremon kruunumääräinen liikevaihto polki paikoillaan vuosina 2015-2017. Arviomme mukaan ko. yhtiöiltä puuttuu kriittinen massa niin kilpailukykyiseen tuotekehitykseen kuin ennen kaikkea riittävän kattavan huoltoverkoston rakentamiseenkin.

Alla oleva graafi kuvastaa kolmen suurimman valmistajan ulkopuolisten tavaralajimenetelmän konevalmistajien kokoluokkaa suhteessa Ponsseen 2017-liikevaihdolla mitattuna. Tigercat ei sisälly joukkoon, sillä yhtiön noin 300 MEUR:n liikevaihtoon sisältyy myös kokopuunen menetelmän koneita sekä maansiirtokoneita.



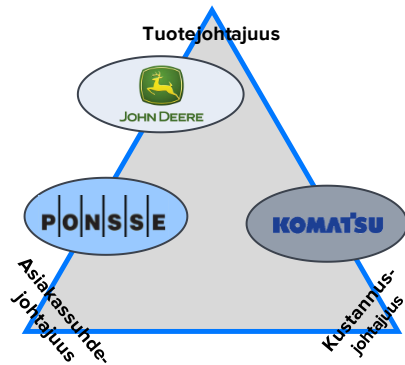
Lähde: allabolag.se, Ponsse, *) = Inderesin arvio

Kilpailutilanne (4/4)

Yhteenveto isojen yhtiöiden strategisesta asemoitumisesta

Olemme seuraavassa kuvassa sijoittaneet Deeren, Ponsen ja Komatsun Treacy & Wierseman strategiseen kolmioon, jonka kärkinä ovat tuotejohtajuus, kustannusjohtajuus ja asiakassuhdejohtajuus. Treacy & Wierseman mukaan yrityksen on menestyäkseen oltava markkinoiden paras yhdellä em. kolmesta alueesta ja lisäksi kyettävä vähintään tyydyttävään suoritukseen myös kahdella jäljelle jäävällä alueella. Muutoin yritys joutuu "ei kenenkään maalle" (eli ko. kolmion keskelle) eikä tule menestymään.

Isot metsäkoneyhtiöt Treacy & Wierseman strategisessa kolmiossa



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

Käsityksemme siitä, että Deere on alan tuotejohtaja perustuu yhtiön joihinkin innovaatioihin (mm. kuormatraktorin puomin kärkiohjaus), suurempiin tuotekehityspanostuksiin ja Ponssenkin arviointiin, että Deere

olisi automaatioissa ja digitalisaatioissa jonkin verran edellä.

Ponssen asema asiakassuhdejohtajuuden kärjessä perustuu sen tuotekehityksessään korostuvaan jatkuvan asiakaspalautteen ja asiakkaiden kehitysideoiden hankkimiseen ja soveltamiseen, elinkaariajatteluun huoltotoiminnoissa ja niiden hinnoittelussa sekä henkilösuhteiden korostuneeseen merkitykseen asiakasrajapinnassa. Yhtiö huomioi toiminnassaan myös asiakkaiden perheet ja sidosryhmät, mikä ei ole kovin tavallista.

Vaikka käytettävissämme ei olekaan tietoja koko Komatsu Forestin kannattavuudesta, on ruotsalaisen pääyhtiön Komatsu Forest AB:n kannattavuus hyvää luokkaa. Vuosina 2015-2017 päättyneillä tilikausilla liikevoittomarginaali oli 8,8-10,1 % huolimatta siitä, että Komatsu tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana, mitä konsernin rahoitusyhtiön Komatsu Financialin avokätiset tarjoukset vielä tukevat. Uskomme siten tiukan kustannuseurannan olevan Komatsun johtavia periaatteita.

Laajennusinvestointi nostaa Ponssen markkinaosuutta vielä lähivuosina

Ponssen loppusuoralla oleva laajennusinvestointi Vieremällä (joka arviomme mukaan kasvattaa valmistuskapasiteettia vuoden 2017 tasosta noin 35 %:lla) antaa hyvät edellytykset markkinaosuuden kasvattamiseen. Tämä tietenkin edellyttää kysyntätilanteen säilymistä myönteisenä. Viime aikoina myös Deere ja Komatsu ovat kasvattaneet kapasiteettejaan, mutta tarkempia tietoja lisäyksen määrästä ei ole julkistettu.

Ponssen toimintapana on kasvattaa uuden kapasiteetin mahdollistamia tuotantomääriä vähitellen, jotta laatu ei vaarannu. Tämän vuoksi ja arviomme mukaan marginaalikapasiteetin käyttöaste ylittää 50 % vasta vuonna 2020 ja 75 % vuonna 2021. Linjassa tämän kanssa odotamme Ponssen markkinaosuuden nousevan vuoden 2018 reilusta 27 %:sta vuoden 2020 30,5 %:iin ja vuoden 2021 31,5 %:iin. Markkinaosuuttaan menettävät eniten kolmen suurimman ulkopuoliset valmistajat, mutta arvioimme myös Deeren ja Komatsun joutuvan luovuttamaan markkinaosuutta Ponselle joitakin prosenttiyksikön kymmenyksiä. Suurista metsäkonemarkkinoista näemme Ponsella olevan eniten voitettavaa Ruotsissa. Uskomme kuitenkin kolmen suurimman järjestyksen globaaleilla markkinoilla säilyvän ennallaan.

Taloudellinen tilanne (1/2)

Liikevaihdon kasvupohja on vankka

Vaikka Ponsen toimiala on perusluonteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina vankka. Viimeisten 20 vuoden aikana liikevaihto on laskenut vain neljänä vuotena (2008, 2009, 2012 ja 2013). Näistä vuoden 2009 laskua (-50 %) voidaan pitää kaikilla mittareilla poikkeuksellisenä ja muina edellä mainittuina vuosina lasku on ollut maltillista (-1 %...-5 %). Vuosina 2000-2017 liikevaihdon keskimääräinen kasvu on ollut ripeää eli 9,2 % ja viime vuosina kasvu on kiihtynyt ollen keskimäärin 16,5 % vuodessa 2014-2017. Arviomme mukaan tämän taustalla on vahvan markkinan lisäksi voimakkaasti uusiutunut tuotemallisto. On huomattava, että kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääasiassa palveluverkoston laajentamisella.

Tulos kertyy loppuvuodesta

Ponsen liikevaihdon ja tuloksen kertymisen kausivaihtelu on kohtuullisen voimakasta: vuosien 2012-2017 liikevaihdosta keskimäärin 22 % ja liiketuloksesta vain 17 % kertyi vuoden ensimmäisellä kvartaalilla. Vuoden viimeisen kvartaalin vastaavat luvut ovat 32 % ja 35 %.

Maantieteelliset kannattavuuserot suuria...

Ponsse raportoi kahdesti vuodessa (Q2- ja Q4-raporttien yhteydessä) myös maantieteellisten alueidensa kannattavuuden. Näissä on huomattavia eroja: Pohjois-Euroopan (38 % Ponsen liikevaihdosta) vuoden 2017 liikevoittomarginaali oli vaatimaton 4,8 % verrattuna Keski- ja Etelä-Eurooppaan (13,4 %), Venäjään ja Aasiaan (19,5 %) ja myös Pohjois-

Etelä-Amerikkaan (13,6 %).

...mutta ne johtuvat pääasiassa kulujen kohdistuksista

Ponsse on perustellut kannattavuuseroja mm. eroilla hyväkatteisen huollon osuudessa sekä Pohjois-Euroopan hyvin tiukalla hintakilpailulla. Uskomme kuitenkin, että suurimmat erot Pohjois-Euroopan ja muiden alueiden kannattavuudessa syntyvät kulujen kohdistamisesta. Ponsse esimerkiksi kirjasi 86 % poistoistaan Pohjois-Eurooppaan ja siksi alueen käyttökatemarginaali (10,0 % vuonna 2017) oli jo lähempänä muiden maantieteellisten alueiden lukuja (13,7 %...19,8 %). Pohjois-Euroopalle on myös kohdistettu ylisuhteisesti muita kiinteitä kuluja (esim. hallinto, logistiikka sekä tutkimus ja kehitys).

Kiinteiden kulujen osuus suhteellisen pieni

Ponsen kulurakenteessa korostuvat materiaalit ja palvelut (n. 64 % liikevaihdosta) sekä henkilöstökulut (n. 14 %). Muiden kulujen (mm. käyttö ja ylläpito, rahat, vuokrat, markkinointi sekä hallinto) osuus on vajaa 9 % ja poistojen reilut 2 %. Tällä kulurakenteella Ponsen tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti vähintään 9-10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponsen kulurakenteessa huomio kiinnittyy kiinteiden kulujen konepajaksi alhaiseen osuuteen liikevaihdosta (23-24 %). Olemme laskeneet kiinteiksi kuluiksi henkilöstökulut, poistot sekä liiketoiminnan muut kulut oikaistuna rahti- ja huolintakuluilla. Useimmiten

konepajoilla osuus ylittää 40 %. Ero selittyy suurimmaksi osaksi vertailuyhtiöiden omien huolto- ja palveluorganisaatioiden henkilöstökuluilla. Ponssellahan huollon osuus liikevaihdosta on verrokkeihin nähden pieni (18 %) ja tästäkin liikevaihdosta 85-90 % muodostuu kulutus- ja varaosalpalveluista, jotka eivät ole erityisen henkilötyöntensiivisiä.

Myös kiinteät kulut joustivat markkinoiden sulkeltaessa 2009

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

Taloudellinen tilanne (2/2)

Joustava kulurakenne tyydyttävän kannattavuuden takeena

Kun tarkastelemme koko 2001-2017 ajanjaksoa, on Ponsseen tulospöytä (liiketuloksen muutoksen suhde liikevaihtoon) mediaani ollut 1,9x ja samoille vuosille lasketun regression esittämä vipu nykyiselle liikevaihtotasolle on 1,2x. Näiden lukujen perusteella kulurakennetta voidaan siis pitää hyvin joustavana. On huomattava, että kulurakenteen joustavuus tulee kunnolla testattua vasta seuraavassa metsäkonemarkkinan taantumassa, mutta emme ole tästä erityisen huolissamme. Vuoden 2009 jälkeen yhtiön vuotuinen liikevoittomarginaali on vaihdellut 7,2 %:n (2013) ja 12,1 %:n (2015) välillä mediaanin ollessa 9,7 %. Esimerkiksi vuonna 2012 Ponsseen liikevaihto laski 4,1 %:lla vuodesta 2011, mutta materiaali- ja palvelukulujen (-3,5 %) lisäksi Ponsse leikkasi myös kiinteitä kulujaan 1,9 %:lla, jolloin liikevoittomarginaalin heikentyminen jäi maltilliseksi (8,8 %:sta 7,8 %:iin).

Hyvä käyttöpääoman hallinta tukee kassavirtaa

Ponsse on joka vuosi 2008:n jälkeen raportoinut positiivisen operatiivisen kassavirran, joka on vaihdellut 11,2 MEUR:n (2009) ja 56,5 MEUR:n (2017) välillä. Vahva kassavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden myös onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Kuten aiemmin on todettu, vaihtokoneliiketoiminta kasvattaa kohtuullisesti Ponsseen varastoja, mutta niidenkin kiertoaika on laskenut vuoden 2013 150 päivästä tähänhetkiseen noin 120 päivään.

Koska Ponsse myy koneensa valtaosin

käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli noin 25 päivää. Samalla Ponsseen ostovelkojen kiertoaika on niinkin korkea kuin 65 päivää. Ero kiertoaajoissa selittää, miksi vuosien 2014-2017 nopean liikevaihtoon kasvun (keskimäärin 17 % vuodessa) aikana yhtiön nettokäyttöpääoman muutos on ollut hyvin maltillista vaihdellen 12,9 MEUR:n kasvun (2015) ja 1,5 MEUR:n pienenemisen (2014) välillä.

Myös laajennusinvestointi rahoitetaan kokonaan omalla kassalla

Investointien rahoittaminen operatiivisella kassavirralla on osa Ponsseen varovaista rahoitusstrategiaa. Viimeisten 17 vuoden aikana vain kahdesti (2008 ja 2012) konsernin investoinnit ovat ylittäneet operatiivisen kassavirran. Vuosina 2014-2016 nettoinvestoinnit olivat 51-55 % ja vuonna 2017 67 % operatiivisesta kassavirrasta. On huomattava, että Vieremän 38 MEUR:n laajennusinvestoinnin kustannuksesta 30 MEUR syntyi ajalla Q1'16-Q2'18 ja myös mainittuna aikana Ponsseen operatiivinen kassavirta oli 53 MEUR investointeja suurempi (134 MEUR vs. 81 MEUR). Kassavirran näkökulmasta Ponssellalla on siten runsaasti operatiivista pelivaraa.

Rahoituksen tunnusluvut erinomaisia

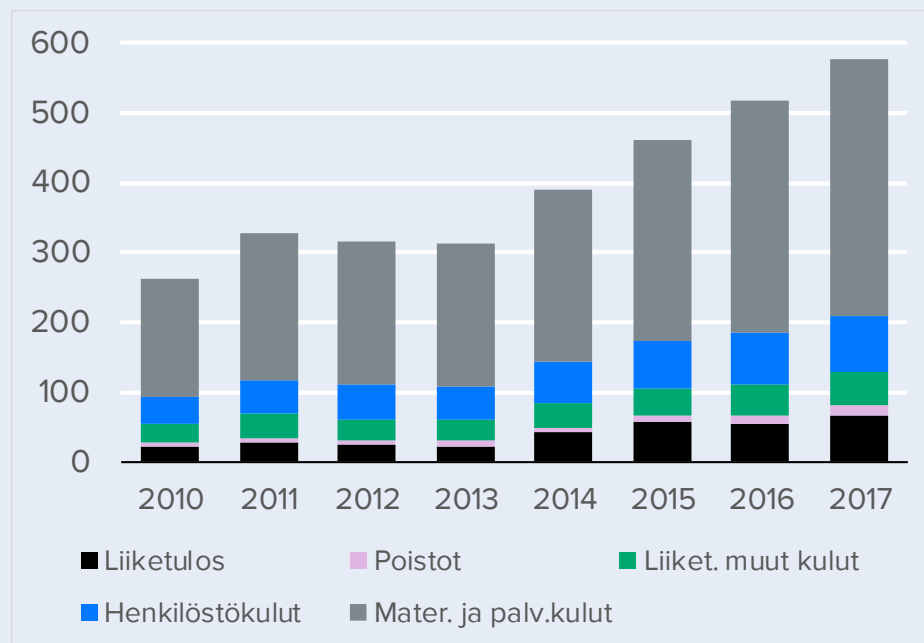
Vahva kassavirta on johtanut myös rahoituksen tunnuslukujen oleelliseen vahvistumiseen. Ponsseen nettovelkaantumisasaste oli 23 % Q2'18: lopussa oltuaan 41 % Q2'17:llä. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate -tunnusluku on niinkään laskenut: Se oli 0,5x Q2'18:lla oltuaan 0,9x vuotta aiemmin. Molemmat mainitut

tunnusluvut ovat erinomaisella tasolla.

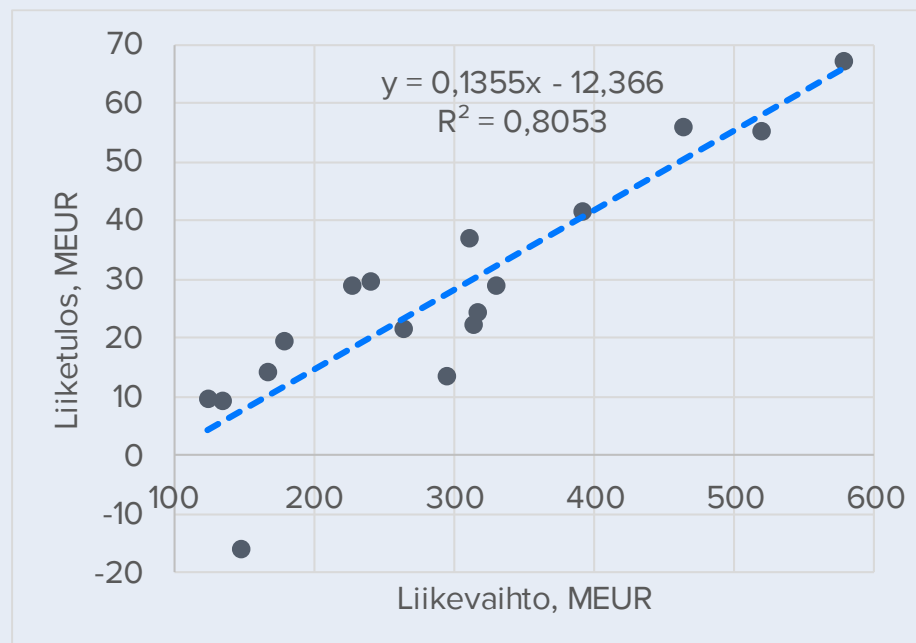
Kaikkiaan Ponsseen rahoitusriskiä voi kuvata hyvin pieneksi. Vuonna 2017 yhtiön velkakirjaluotoistaan maksama laskennallinen keskiporkko oli hyvin alhainen 1,1 %. Ponsseen mukaan 70 % velkarahoituksesta on joko sidottu pitkiin kiinteisiin korkoihin tai suojattu esimerkiksi koronvaihtosopimuksin.

Joustava kulurakenne tuloksen takeena

Liikevaihdon jakautuminen kulut vs. tulos, MEUR



Liikevaihdon ja liike tuloksen regressio 2001-2017

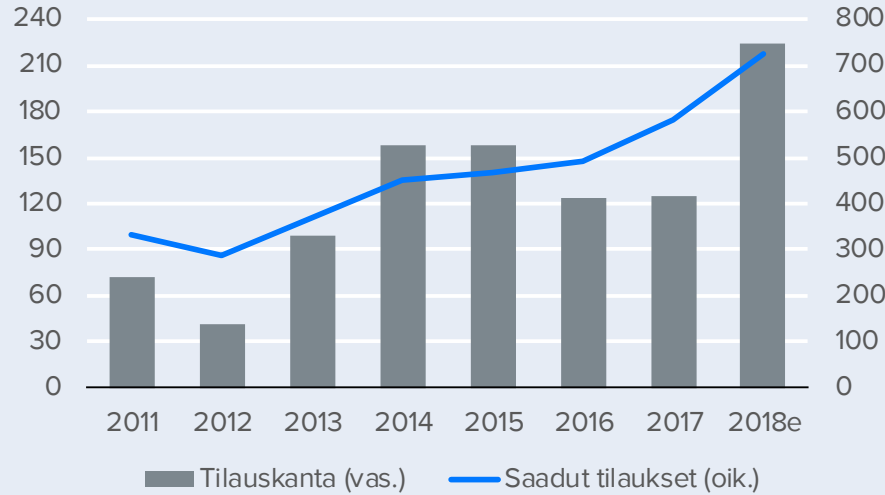


Tasaista marginaalikehitystä kiinteiden kulujen osuuden ollessa vähäinen

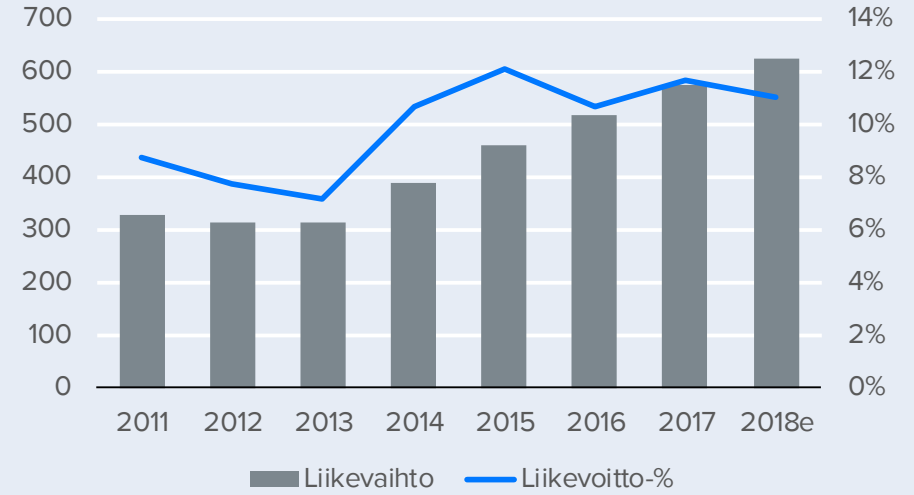
Vuosien 2014-2017 nopean liikevaihdon kasvun (keskimäärin 17 % vuodessa) aikana liikevoittomarginaali on ollut varsin tasainen 10,7 %:n ja 12,1 %:n välillä. Toiminnan tulosvipu (liiketuloksen muutos / liikevaihdon muutos) on alhainen eli regressiossa vain 1,2x liikevaihdon kasvaessa 500 MEUR:sta 600 MEUR:oon. Tärkein selittävä tekijä on kiinteiden kulujen konepajaksi alhainen 23-24 %:n osuus liikevaihdosta. Alalle tyypillistä on kiinteiden kulujen yli 40 %:n osuus liikevaihdosta.

Historiallinen kehitys, MEUR

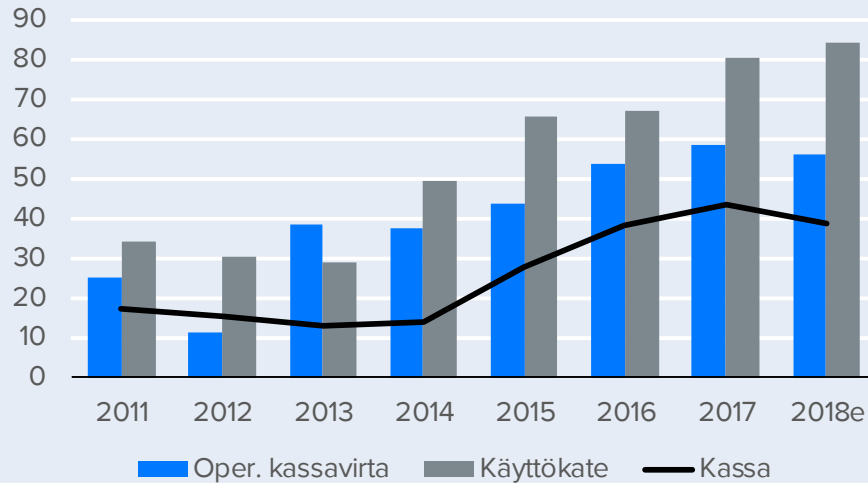
Saadut tilaukset ja tilauskanta



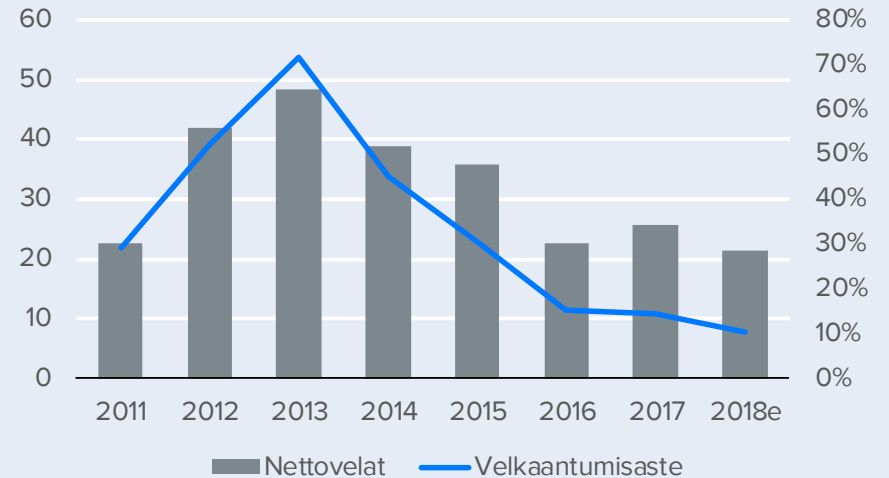
Liikevaihto ja liikevoitto-%



Kassavirta ja käyttökate



Nettovelat ja velkaantumisaste



Ennusteet (1/2)

Ennusteiden taustaoletukset

Ennustamme Ponsse liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myynti-volyymin ja tähän kiinteästi liittyvän vaihtokone-liiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huoltoliiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Ennusteemme pohjaa oletukseen tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkinan vajaan 5 %:n km. vuosikasvusta 2018-2021. Kasvu hidastuu selvästi ennustejakson lopulla emmekä sulje pois mahdollisuutta markkinan kääntymisestä laskuun vuonna 2021, mutta tämä ei ole perusenusteemme. Vieremän laajennus-investoinnilla tapahtuva Ponsse kapasiteetin kasvu arvioimastamme 1.100-1.200 koneesta 1.500-1.600 koneeseen vuodessa mahdollistaa yhtiölle markkinaa nopeamman kasvun eli markkinaosuuden nostamisen. Vuonna 2018 Ponsse kapasiteetti on kuitenkin täyskäytössä (mikä on heijastunut pidentyneinä toimitus-aikoina) eli uskomme markkinaosuuden väliaikaisesti laskevan ja vuodesta 2019 eteenpäinkin kasvu on maltillista Ponsse korostaessa laatua ja prosessin hallittavuutta nopean volyymikasvun sijasta.

Ohessa on ennusteemme metsäkonemarkkinan ja Ponsse volyymikasvun kehityksestä:

Metsäkonemarkkinat ja Ponsse 2017-2021e

Metsäkoneet, kpl	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Koko markkina	3 800	4 100	4 325	4 500	4 590
- muutos	2 %	8 %	5 %	4 %	2 %
Ponsse	1 091	1 115	1 225	1 370	1 450
- muutos	7 %	2 %	10 %	12 %	6 %
Markkinaosuus	28,7 %	27,2 %	28,3 %	30,4 %	31,6 %

Lähde: Inderesin arviot

Metsäkonekaupan rinnalla Ponsse myy hakkuupäitä ("irtokouria") joiden liikevaihdoksi

arvioimme 10-11 MEUR (2017) kasvuvauhdin ollessa ennustekaudella noin 8 % p.a.

Vahva uusien koneiden markkina kasvattaa automaattisesti myös Ponsse vaihtokone-liiketoimintaa, jossa odotamme keskimäärin 7 %:n vuosikasvua 2018-2021. Huoltoliiketoiminnan osalta kasvuodotuksemme on 10 % nopeasti kasvavan ja korkealla käyttöasteella operoivan konekannan seurauksena. Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponsse liikevaihdon keskimääräiseksi kasvuksi 2018-2021 on 9 %.

Ennusteemme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Koska sekä uuslaitemyynti, vaihtokone-liiketoiminta että huoltoliiketoiminta kasvavat suunnilleen samaa 7-10 %:n vuositahtia, liiketoimintamixistä johtuvia isoja muutoksia kulurakenteeseen ja kannattavuuteen ei ole odotettavissa. Myös ennustekaudella uuslaitemyynnin liikevaihto-osuus säilyy 65-67 %:ssa, vaihtokone-liiketoiminnan 14-15 %:ssa ja huollon 19-20 %:ssa.
- Kulurakenteen muutokset ovat desimaaliluokkaa: vuoteen 2017 verrattuna materiaalien ja palvelujen, henkilöstökulujen sekä poistojen osuus liikevaihdosta kasvaa hieman kohonneen kapasiteetin käyttöasteen ollessa vielä ennustekaudella alle optimin, mutta samalla liiketoiminnan muiden kulujen osuus supistuu niiden kasvaessa hieman liikevaihtoa hitaammin.
- Ponsse lainoistaan maksama korko nousee 1,1 %:sta (2017) 1,4 %:iin (2021).
- Konsernin veroaste on 22,5-23,8 %.

Vuoden 2018 ennuste

Ponsse raportoi H1'18:lla 27 %:n tilauskasvua. Tällä perusteella kysyntä on edelleen säilynyt vahvana. Ponsse saatuihin tilauksiin päätyy vain uusien ja vaihtokoneiden kauppa, mutta ei huoltoa. Siksi tilaukset / toimitukset -suhdeluvun nimittäjä on 82 % liikevaihdosta. Tällä perusteella suhdeluku oli 149 % H1'18:lla ja kasvuindikaatio siten edelleen vankka. Ponsse mukaan huoltopalvelujen liikevaihto kasvoi H1'18:lla erinomaisesti ja vaihtokone-liiketoiminnan kohtuullisesti. Koska konsernin liikevaihto kasvoi H1'18:lla 12,5 %, päättelemme huoltoliiketoiminnan kasvaneen 25 %:n ja vaihtokone-liiketoiminnan 12-13 %:n tahtia uusien koneiden myynnin kasvun jäätyä 9 %:iin. H1'18:n liikevoittomarginaali (10,1 %) laski 0,8 %-yksiköllä vuotta aiemmasta, mikä johtui mm. komponenttien heikommasta saatavuudesta johtuneista viivästyskuluista sekä Vieremän investoinnin ylösajosta seuranneesta alentuneesta kapasiteetin käyttöasteesta.

Ponsse vuodelle 2018 antama ohjeistus (liiketulos vuoden 2017 tasolla) on uskottava, vaikka virheenvara ei kovin iso olekaan: H1'18-tulos oli 4 % edellä H1'17:n tulosta. Kaikkiaan odotamme Ponsse 2018-liikevaihdon kasvavan 9 %:lla ja liikevoiton 3 %:lla. Odotuksemme liikevoittomarginaaliksi on 11,1 % (2017: 11,7 %).

Vuoden 2018 EPS-ennusteemme on 1,77 euroa, missä on 11 % parannusta vuoteen 2017 verrattuna, mutta viime vuoden tulosta rasittivat yhteensä 6,3 MEUR:n kurssitappiot (H1'18: -3,3 MEUR). Osinkoennusteemme on 0,80 (2017: 0,75) euroa merkiten 45 %:n (2017: 47 %:n) osingonjakosuuhdetta.

Ennusteet (2/2)

Taseen avainlukujen osalta odotettu kehitys on niinikään myönteistä. Hyvä kannattavuus ja kassavirta painavat korolliset nettovelat 21,3 MEUR:oon (2017: 25,5 MEUR) ja nettovelkaantumistasoon 10,3 %:iin (2017: 14,4 %). Ennustamme velanhoitokykyä mittaavan nettovelat / käyttökate -luvun paranevan edelleen 0,3x:een (2017: 0,3x), joka on erinomainen taso.

Vuosien 2019-2021 ennusteet

Edellisellä sivulla esitettyihin Ponssen metsäkoneiden vuosien 2019-2021 myyntivolyymiennusteisiin sekä 1-2 %:n vuotuisiin keskihinnan korotuksiin perustuen odotamme uuslaitemyynnin liikevaihdon kasvavan 10,2 %:lla (2019e), 13,0 %:lla (2020e) ja 8,0 %:lla (2021e). Vaihtokonekauppa seuraa tätä kehitystä viiveellä ja vastaavat liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat 6,6 % (2019e), 10,4 % (2020e) ja 8,2 % (2021e). Arvioimme huollon piirissä olevan (alle 15 vuoden ikäisen) konekannan kasvavan 10.700 koneesta (2018e) 13.250 koneeseen (2021e) ja huoltoliikevaihdon / kone olevan noin 11.600-11.800 EUR. Luku on arvioimaamme historiallista tasoa (10.200-10.300 EUR vuosina 2016-2017) korkeampi, sillä yhä suurempi osa konekannasta on Venäjällä, missä sen käyttöaste ja huollon tarve on selvästi länsimarkkinoita korkeampi. Huollon liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat 6,5 % (2019e), 6,7 % (2020e) ja 8,4 % (2021e). Konsernitasolla liikevaihdon kasvuennusteemme ovat 8,9 % (2019e), 11,2 % (2020e) ja 8,0 % (2021e).

Arvioimme uuslaitemyynnin liikevoitto-marginaalin kohoavan ensin vuoden 2018 tilapäisesti alentuneesta 9,9 %:sta vuoden 2019 10,8 %:iin ja edelleen vuoden 2020 11,1 %:iin

ennen kääntymistä laskuun vuonna 2021 (10,1 %). Oletuksemme taustalla on hidastuvan kasvun kiristämä hintakilpailu, asiakkaiden parantunut läpinäkyvyys hintaeroihin pääkilpailijoiden välillä, kasvanut vaihtokonetarjonta sekä riski siitä, että esim. kaikkien teräs- ja kumikomponenttien kohonneita hintoja ei saada täysimääräisesti siirrettyä lopputuotteisiin.

Oletamme, että kasvanut vaihtokonetarjonta sekä Ponssen intressi pitää vaihtokonevaraston kiertonopeus korkealla painavat ko. liiketoiminnan EBIT-marginaalin melko matalalle 4,0 %:n tasolle vuosina 2019-2021. Sitä vastoin odotamme huollon marginaalien säilyvän ennustejaksolla korkealla 19,8-20,5 %:n tasolla, sillä uskomme kulutus- ja varaosaliiketoiminnan säilyvän edelleen Ponssen omista käsissä. Markkinahäiriöiden tai piraattituotteiden uhkaa vähentää metsäkonetoimialan marginaalisuus moniin muihin konepaja-aloihin verrattuna.

Em. perusteilla ennustamme konsernin EBIT-marginaaliksi 11,7 % (2019e), 11,9 % (2020e) ja 11,1 % (2021e) sekä vastaavaksi liiketulokseksi 80 MEUR (2019e), 90 MEUR (2020e) ja 91 MEUR (2021e). EPS-ennusteemme ovat 2,17 EUR (2019e), 2,47 EUR (2020e) ja 2,49 EUR (2021e) merkiten vahvaa 12 %:n keskimääräistä tuloskasvuvauhtia. Tässä yhteydessä on muistettava 1) Ponssen valmistusvolyymien keskimäärin 9 %:n kasvu vuosina 2019-2021; 2) nettokorkokulujen painuminen noltaan sekä 3) mahdollisten kurssivoittojen ja -tappioiden puuttuminen ennusteista.

Hyvä kannattavuus sekä vahva tase ja kassavirta luovat Ponsselle edellytykset kasvaviin osinkoihin. Osinkoennusteemme ovat 1,00 (2019e), 1,10 (2020e) ja 1,20 (2021e) euroa,

merkiten 45-48 %:n osingonjakosuhdetta.

Viime vuosina Ponssen investoinnit ovat olleet Vieremän tehdaslaajennuksen vuoksi normaalia korkeammalla (2016: 28 MEUR, 2017: 38 MEUR ja 2018e: 29 MEUR), mutta palautunevat tämän jälkeen normaalille 20-22 MEUR:n vuositasolle. Investoinnit ovat etupäässä konekannan korvausinvestointeja, aktivoitavia tuotekehityskuluja sekä mahdollisia uusien toimipisteiden avaamisia. Ennusteemme operatiiviseksi kassavirraksi on erittäin vahva: +73 MEUR (2019e), +78 MEUR (2020e) ja +81 MEUR (2021e), mikä merkitsee nettovelan painumista negatiiviseksi 2019:stä alkaen. Tulosennusteemme toteutuessa Ponsse välttää taseen ylikapitalisoitumisen vain selvästi reilummalla osingonjaolla tai uusilla investoinneilla. Ennusteissamme nettovelkaantumistaso laskee -4,4 %:sta (2019e) -13,4 %:iin (2020e) ja edelleen -20,1 %:iin (2021e).

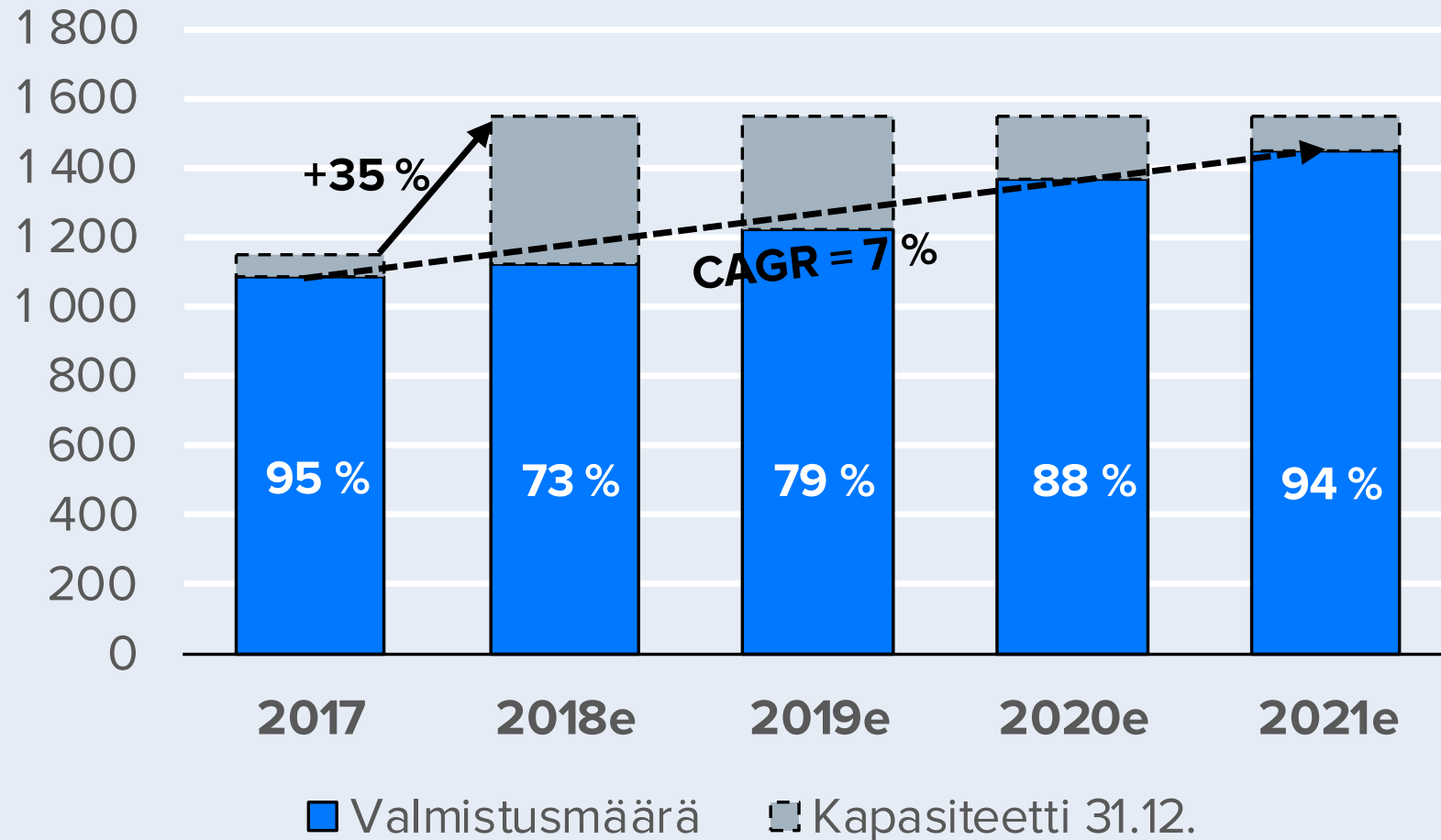
Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponsselta keskimäärin 3,7 %:n kasvua terminaalikasvun ollessa 3,3 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 10,0-10,5 %:ssa. Luku ei ole oleellisesti korkeampi kuin vuosien 2001-2017 mediaani (8,8 %), kun huomioidaan tapahtunut skaalaetujen sekä huollon osuuden kasvu.

Tehdyt ennustemuutokset

Ennustemuutoksemme suhteessa Q2'18-raportin jälkeen tekemiimme ovat marginaalisia (liikevoitto- ja EPS-tasolla (0 %...+1 %)). Sen sijaan olemme nostaneet selvästi vuosien 2019-2020 osinkoennusteitamme (+11 %...+22 %).

Ponssen kapasiteetti (kpl) ja sen käyttöaste



Lähde: Inderesin arviot

Ennusteet ja niiden muutokset

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	517,4	129,9	128,8	139,6	178,3	576,6	142,1	149,0	144,0	192,0	627,1	682,9	759,6
Käyttökate	67,1	17,5	17,1	21,9	24,0	80,5	20,8	16,2	18,8	29,1	84,9	99,3	109,5
Poistot ja arvonalennukset	-11,9	-3,2	-3,2	-3,3	-3,4	-13,1	-3,8	-3,8	-3,8	-4,0	-15,3	-19,3	-19,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	55,2	14,3	13,9	18,6	20,6	67,4	17,1	12,4	15,0	25,1	69,6	80,0	90,2
Liikevoitto	55,2	14,3	13,9	18,6	20,6	67,4	17,1	12,4	15,0	25,1	69,6	80,0	90,2
<i>Ponsse</i>	55,2	14,3	13,9	18,6	20,6	67,4	17,1	12,4	15,0	25,1	69,6	80,0	90,2
Nettorahoituskulut	3,1	0,1	-5,7	-0,9	-3,1	-9,7	-1,7	-2,2	-0,3	-0,3	-4,5	-1,3	-1,2
Tulos ennen veroja	58,3	14,5	8,1	17,8	17,4	57,8	15,4	10,1	14,7	24,8	65,1	78,7	89,0
Verot	-12,5	-3,3	-2,7	-4,3	-2,7	-13,0	-3,7	-2,7	-3,4	-5,7	-15,5	-18,1	-20,0
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
Nettotulos	45,7	11,2	5,4	13,4	14,7	44,8	11,7	7,4	11,3	19,1	49,6	60,6	69,0
EPS (oikaistu)	1,63	0,40	0,19	0,48	0,53	1,60	0,42	0,27	0,40	0,68	1,77	2,17	2,47
EPS (raportoitu)	1,64	0,40	0,20	0,48	0,53	1,60	0,42	0,27	0,40	0,68	1,77	2,17	2,47

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	12,0 %	12,9 %	5,5 %	23,9 %	6,4 %	11,4 %	9,4 %	15,7 %	3,2 %	7,7 %	8,8 %	8,9 %	11,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-1,5 %	18,3 %	-1,6 %	72,8 %	13,4 %	22,3 %	19,2 %	-10,7 %	-19,5 %	22,0 %	3,2 %	15,0 %	12,7 %
<i>Käyttökate-%</i>	13,0 %	13,5 %	13,3 %	15,7 %	13,5 %	14,0 %	14,7 %	10,9 %	13,1 %	15,2 %	13,5 %	14,5 %	14,4 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	10,7 %	11,0 %	10,8 %	13,3 %	11,5 %	11,7 %	12,0 %	8,3 %	10,4 %	13,1 %	11,1 %	11,7 %	11,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	8,8 %	8,6 %	4,2 %	9,6 %	8,2 %	7,8 %	8,2 %	5,0 %	7,9 %	9,9 %	7,9 %	8,9 %	9,1 %

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	625	627	0 %	680	683	0 %	757	760	0 %
Käyttökate	84,2	84,9	1 %	98,9	99,3	0 %	109,1	109,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	68,9	69,6	1 %	79,6	80,0	1 %	89,8	90,2	0 %
Liikevoitto	68,9	69,6	1 %	79,6	80,0	1 %	89,8	90,2	0 %
Tulos ennen veroja	64,4	65,1	1 %	78,3	78,7	1 %	88,5	89,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,75	1,77	1 %	2,16	2,17	1 %	2,45	2,47	0 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,80	0 %	0,90	1,00	11 %	0,90	1,10	22 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostuskertoimet

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

Painotamme arvostuksessa etenkin vuotta 2019, johon näkyvyys on kohtuullinen, mutta myös kuluva vuotta (jonka merkitys sijoittajille on tosin jo vähenemässä) sekä vuotta 2020, jonka merkitystä lisää Ponsseen investoinnin ylösajovaiheen jatkuminen vielä tuolloin. Tällä hetkellä Ponsseen osake on arvostettu lähelle historiallisia mediaanilukujaan sekä P/E:llä (2019e: 14x vs. vuosien 2013-2017 mediaani 15x) että EV/EBITDA:lla (2019e: 8x vs. vuosien 2013-2017 mediaani 9x). Osinkotuotto vuosille 2018 ja 2019 on kohtuullisella 2,7-3,4 %:n tasolla.

Hyväksyttävää arvostustasoa pohdittaessa on huomattava, että Helsingin pörssin 15x:n P/E-luku vuoden 2019 ennusteilla sisältää odotuksen 13 %:n tulos kasvusta vuodesta 2018, mikä on varsin vaativa oletus myöhäinen suhdannevaihe huomioiden. Vuosien 2012-2017 mediaanitulokasvu oli 5 %. Koko markkinan arvostustasossa vuodelle 2019 on sen vuoksi kohonnut riski arvostuskertoimien ja/tai ennusteiden laskuun. Tällainen trendi luonnollisesti tulisi koskemaan myös Ponssea.

Arvostus melko hyvin linjassa verrokkien kanssa

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

Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2019 on 13x ja arvostustaso on pudonnut viimeisen puolen vuoden aikana noin 8 %:lla. Kerroin on kohtuullinen ja huomioi varsin hyvin konepajayritysten syklin vaiheen. Vuoden 2019 mediaani-EV/EBITDA (8x) on myös maltillinen, mutta sen tulkinta vaatii lisäselvittelyjä.

Ponsseen vuosien 2018e, 2019e ja 2020e P/E-luvut ovat omilla ennusteillamme vastaavasti 17x, 14x ja 12x, mikä merkitsee 3-7 %:n arvostuspreemiota suhteessa verrokkiryhmään. Vuosien 2018-2019 ennustetuilla EV/EBITDA-kertoimilla (10x ja 8x) osake on pienellä diskontolla (-1%...-2 %), joka lisääntyy selvästi vuoden 2020 EV/EBITDA-ennusteellamme (7x) kasvaen -11 %:iin. Yleisesti Ponsseen P/E-kertoimen osoittaman arvostuspreemion häviäminen EV/EBITDA-kertoimella vertailtaessa selittyy Ponsseen vahvalla taseella, sillä yhtiön vuoden 2018e nettovelat/käyttökate-kerroin (0,3x) on selvästi verrokkiryhmän mediaania (1,6x) matalampi. Tosin myös verrokkiryhmän taseita voi pitää varsin vahvoina EV/EBITDA-kertoimen ollessa pääsääntöisesti alle 2x.

Arvostuksella joitakin diskonttotekijöitä

P/E-lukuihin pohjautuva Ponsseen osakkeen pieni arvostuspreemio suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin ei selity eroilla tuloskasvu-odotuksissa. Odotuksemme Ponsseen vuosien 2019-2020 keskimääräiseksi tuloskasvuksi on +18 % v/v (ajurina Vieremän tehdaslaajennuksen ylösajon volyyymi vaikutukset), mutta konsensus odottaa myös verrokkiryhmältä kovaa tuloskasvua 2019-2020 (+17 % v/v). Emme tässä yhteydessä ota kantaa jälkimmäisen ennusteen uskottavuuteen. Emme myöskään ole havainneet muita tekijöitä, joilla Ponsseen osakkeen arvostuspreemiota voisi perustella. Sitä vastoin seuraavilla seikoilla on mielestämme Ponsseen hyväksyttävää arvostustasoa laskeva vaikutus suhteessa verrokkiryhmään:

- **Eröt jatkuvan liiketoiminnan osuudessa.** Jatkuvan liiketoiminnan (joka on yleensä huoltotoimintaa) merkittävä osuus liikevaihdosta madaltaa riskiprofiilia ja kohottaa siksi arvostustasoa. Esimerkiksi Metson liikevaihdosta 59 %, Wärtsilän liikevaihdosta 49 % ja Konecranesin liikevaihdosta 37 % on huoltoa, kun sama osuus Ponssellalla on 18 %.
- **Kokoero.** Ponsseen kaltaisten pienempien yhtiöiden (joita ei markkinoilla tulkita ns. kasvuyhtiöiksi) osakkeiden arvostus kärsii jossakin määrin näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta suhteessa markkina-arvoltaan keskimäärin viisi kertaa suurempien verrokkeihin.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

- **Ero osakkeiden likviditeetissä.** Ponssen osakekannasta 62 % on perustajasuvun hallinnassa, joten vapaan kaupankäynnin kohteena oleva osuus (free float) on varsin rajallinen. Tämän osakepotin likviditeetti on suhteellisen ohut: viimeisen vuoden aikana vaihtunut osuus oli 23 % kun vastaava osuus esim. Cargotecissa oli 82 %, Konecranesissa 81 % ja Metsossa 99 %. Ponssen osakkeen heikempi likviditeetti suhteessa suuryhtiöihin karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.
- **Ostokohdepotentiaalin poissaolo.** Ponssen omistusrakenne ja suurelta osin myös toiminnan perusteet tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisuuden.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan 1) Ponssen markkina-asema, yhtiöltä odottamamme tuloskasvu 2019-2020, vahva kassavirta ja tase; 2) metsäkonesyklin kestävytyteen liittyvät riskit; 3) verrokkiryhmän arvostustaso sekä 3) aiemmin mainitut, osakkeen arvostustasoa suhteessa verrokki-ryhmän mediaaniin painavat tekijät, pidämme 14x sekä 12x tasoisia P/E-lukuja sopivina vuosien 2019 ja 2020 tulosennusteilla. Ensin mainitussa on vielä 8 % preemiota suhteessa verrokkiryhmään, mutta jälkimmäisenä vuonna preemio alenee 4 %:iin markkinan alkaessa yhä enemmän huomioida selvästi hidastuvaa tuloskasvua sekä edellä mainittuja diskonttotekijöitä. Vaikka hyväksyttävissä P/E-luvuissa on vielä hivenen preemiota suhteessa verrokkeihin, kompensoituu tämä hyväksyttävillä

EV/EBITDA-kertoimilla, joilla Ponssen vahvemman taseen merkitys eliminoituu. Asetamme hyväksyttäväksi vuosien 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimiksi 8x ja 7x, joista ensimmäinen on linjassa verrokkien mediaanin kanssa ja jälkimmäinen on 10 % diskontolla suhteessa verrokkeihin. Näin Ponssen osakkeen arvostukseen liittyvät diskonttotekijät tulevat huomioiduiksi.

DCF-arvonmääritys päättyy 31-32 euroon / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-arvostusmallissa heikkoutena on mallin herkkyyss terminaali-jakson kasvu- ja kannattavuus-oletuksille. Sen vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ennustemallissamme Ponssen liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikajänteellä 3,3 %:iin oltuaan vuosina 2018e-2026e keskimäärin 6,2 %. Samaten odotamme liikevoittomarginaalin tasaantuvan pitkällä tähtäimellä 10,0 %:iin, kun vuosien 2018e-2026e ennusteemme on keskimäärin 10,6 %.

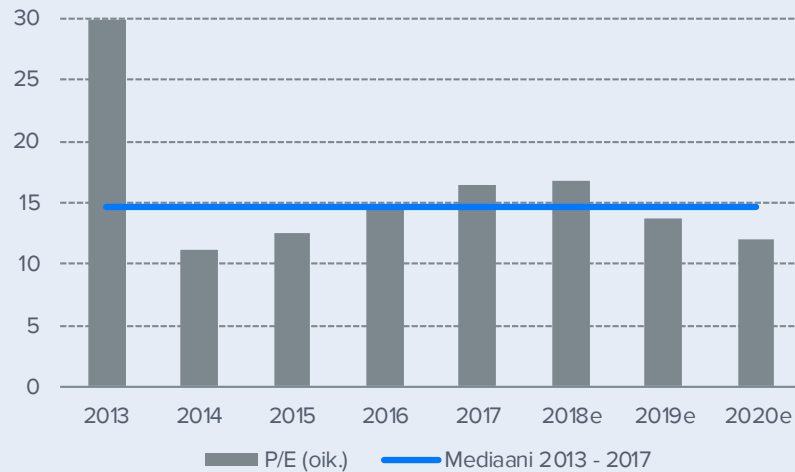
Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 9,1 % ja oman pääoman kustannus 9,7 %. Viime mainittu koostuu 3,0 %:n riskittömästä korosta, 4,75 %:n riskilisästä sekä 1,30:n beta-kertoimesta lisättyinä 0,50 %:n likviditeettipreemiolla. Koko pääoman kustannusta laskettaessa olemme oletaneet vieraan pääoman kustannukseksi 4,5 % ja tavoiteltavaksi pääomarakenteeksi (nettovelat jaettuna nettovelkojen ja oman pääoman markkina-arvon summalla) 10 %. Edellä mainittujen tekijöiden perusteella Ponssen osakkeen DCF-arvo on 31,7 euroa.

Vähennä-suositus 30,00 euron tavoitehinnalla

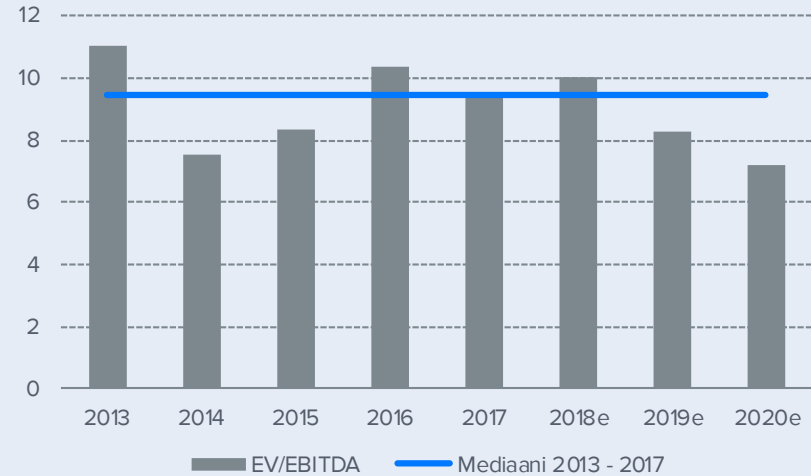
Yhteenvetomme Ponssen osakkeen arvostustasosta tällä hetkellä on, että osake on täyteen hinnoiteltu. Pidämme perusteltua nousuvaraa varsin pienenä, mutta samalla myös riski merkittävälle perustellulle kurssilaskulle on vähäinen. Toistamme Ponssen osakkeelle aiemmin antamamme vähennä-suosituksen ja linjassa pienten ennustemuutostemme sekä hyväksyttävien arvostuskertoimien kanssa laskemme tavoitehinnan 30,0 euroon (aik. 30,5 euroa). Nykykurssi on 1 % tavoitehintamme alapuolella.

Historiallinen ja nykyinen arvostustaso

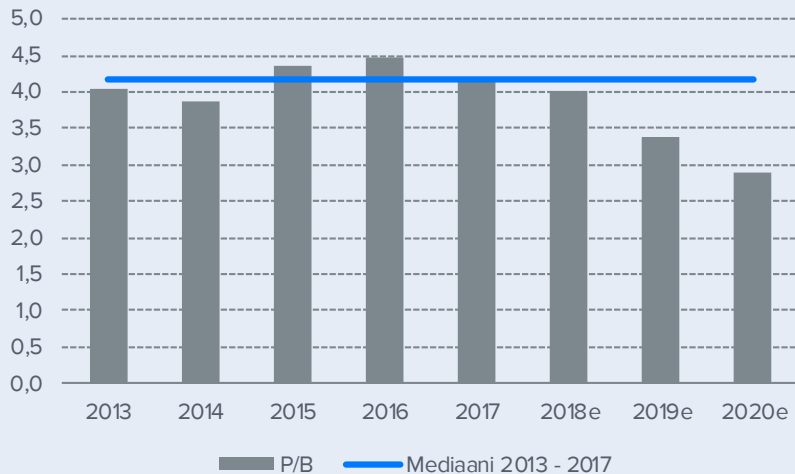
P/E



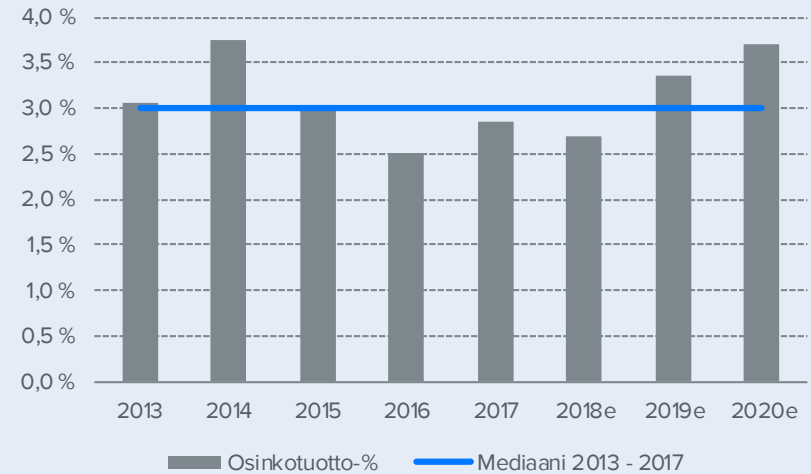
EV/EBITDA



P/B



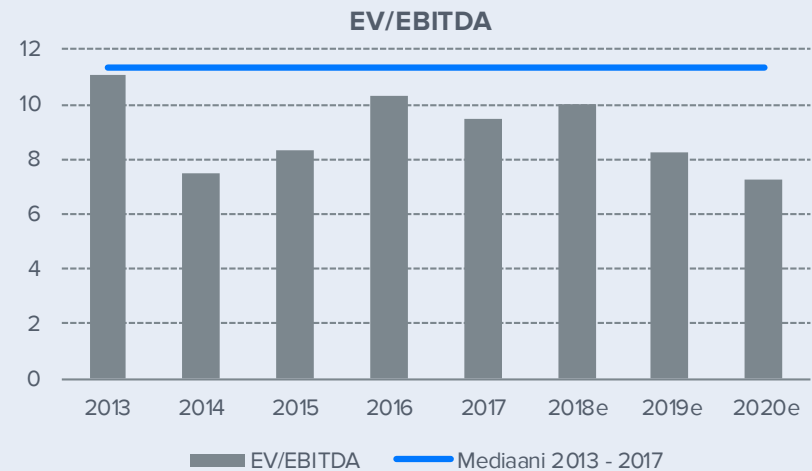
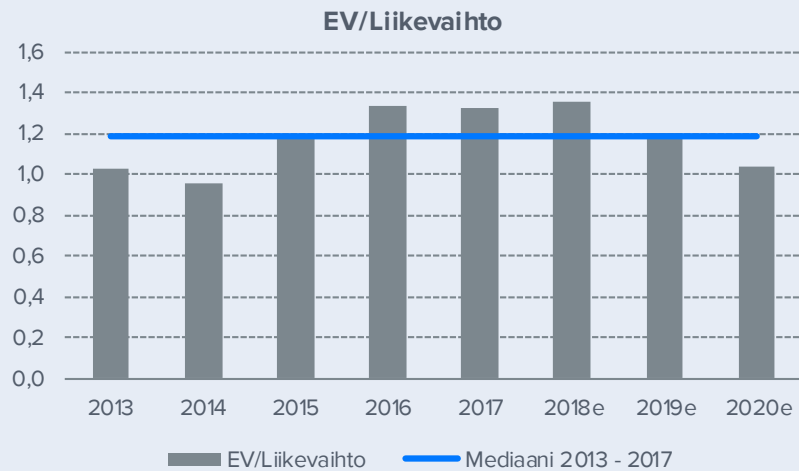
Osinkotuotto-%



Arvostusyhteenvedo

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	9,81	12,02	18,36	23,98	26,38	29,70	29,70	29,70
Markkina-arvo	273	334	513	671	738	831	831	831
Yritysarvo (EV)	321	373	549	693	763	852	820	792
P/E (oik.)	30,0	11,2	12,4	14,7	16,5	16,8	13,7	12,0
P/E	30,0	11,2	12,4	14,7	16,5	16,8	13,7	12,0
P/Kassavirta	11,7	14,2	30,3	27,4	33,2	30,8	15,0	14,7
P/B	4,0	3,9	4,4	4,5	4,2	4,0	3,4	2,9
P/S	0,9	0,9	1,1	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	11,0	7,5	8,3	10,3	9,5	10,0	8,3	7,2
EV/EBIT	14,3	8,9	9,8	12,6	11,3	12,2	10,2	8,8
Osinko/tulos (%)	91,7 %	42,0 %	37,3 %	36,7 %	46,9 %	45,1 %	46,1 %	44,6 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,7 %	3,0 %	2,5 %	2,8 %	2,7 %	3,4 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

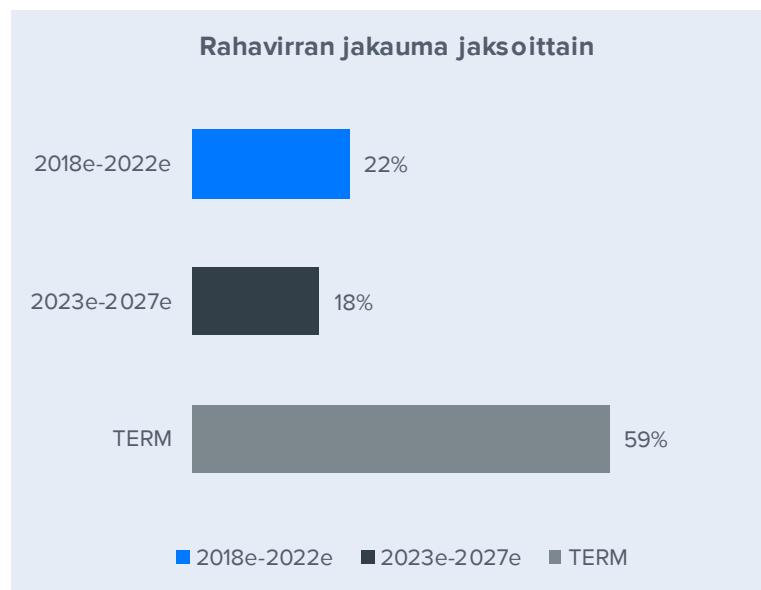
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Ponsse	29,70	838	877	12,8	11,3	10,5	9,3	1,4	1,3	17,3	14,4	2,8	3,1	4,1
Cargotec	40,00	2207	2841	12,2	9,6	8,9	7,3	0,9	0,8	14,5	12,0	2,9	3,2	1,8
Konecranes	32,46	2598	3245	15,2	10,7	10,4	8,1	1,0	1,0	17,4	12,4	3,8	4,1	2,0
Metso	29,91	4475	4662	13,5	11,9	11,6	10,3	1,5	1,4	20,1	16,9	3,7	3,8	3,3
Raute	29,00	95	69	5,0	5,8	4,1	4,6	0,4	0,5	11,4	13,2	4,8	5,0	2,7
Valmet	18,84	2827	2822	13,7	11,5	10,1	8,8	0,9	0,8	18,9	16,2	3,4	3,8	2,9
Wärtsilä	16,99	10147	10792	16,0	13,6	13,6	11,7	2,0	1,8	20,3	17,1	2,9	3,2	4,0
Palfinger	30,00	1149	1728	12,7	10,9	8,9	7,9	1,1	1,1	15,5	12,6	2,1	2,7	1,9
Volvo	159,10	33079	42938	11,7	11,6	8,5	8,3	1,2	1,1	12,0	11,7	3,2	3,3	2,6
Deere & Co	150,86	41838	74582	21,7	18,6	16,2	14,7	2,6	2,4	16,0	13,1	1,7	1,8	4,5
Komatsu	3511,00	25812	32371			11,4	8,4	1,7	1,6	17,2	13,1	2,1	3,0	1,9
AGCO	59,70	4057	5526	12,9	10,6	8,2	7,2	0,7	0,7	15,9	12,6	1,0	1,1	1,5
Terex	40,90	2631	3245	10,6	8,9	8,9	7,7	0,7	0,7	14,4	11,2	0,9	0,9	3,0
Caterpillar	154,05	79105	102578	13,5	12,1	10,4	9,5	2,2	2,1	13,4	12,1	2,1	2,2	5,3
Ponsse (Inderes)	29,70	831	852	12,2	10,2	10,0	8,3	1,4	1,2	16,8	13,7	2,7	3,4	4,0
Keskiarvo				13,2	11,3	10,1	8,9	1,3	1,2	16,0	13,5	2,7	2,9	3,0
Mediaani				12,9	11,3	10,3	8,3	1,1	1,1	16,0	12,9	2,8	3,2	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-10 %	-2 %	-1 %	19 %	8 %	5 %	7 %	-5 %	7 %	42 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	67,4	69,6	80,0	90,2	91,0	89,6	90,4	91,9	95,2	98,5	101,7	
+ Kokonaispoistot	13,1	15,3	19,3	19,3	19,6	20,1	20,6	22,0	22,7	23,4	24,0	
- Maksetut verot	-14,0	-15,0	-18,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,2	-20,6	-21,4	-22,2	-23,0	
- verot rahoituskuluista	-3,7	-1,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	1,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	
- Käyttöpääoman muutokset	-5,6	-12,4	-8,4	-11,5	-9,1	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-4,8	
Operatiivinen kassavirta	58,8	56,4	72,5	77,7	81,0	84,6	85,7	88,3	91,5	94,8	98,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-0,6	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-36,4	-28,8	-19,5	-21,1	-22,6	-22,8	-30,1	-26,6	-27,2	-27,7	-28,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	22,2	27,0	55,3	56,7	58,5	61,8	55,6	61,6	64,3	67,0	69,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,2	27,0	55,3	56,7	58,5	61,8	55,6	61,6	64,3	67,0	69,8	1239,9
Diskontattu vapaa kassavirta		26,4	49,6	46,5	44,0	42,7	35,2	35,8	34,3	32,7	31,2	555,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		933,5	907,2	857,6	811,0	767,0	724,3	689,1	653,3	619,1	586,3	555,1
Velaton arvo DCF		933,5										
- Korolliset velat		-68,2										
+ Rahavarat		42,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-21,0										
Oman pääoman arvo DCF		886,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		31,71										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen beta	1,30
Markkinariskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

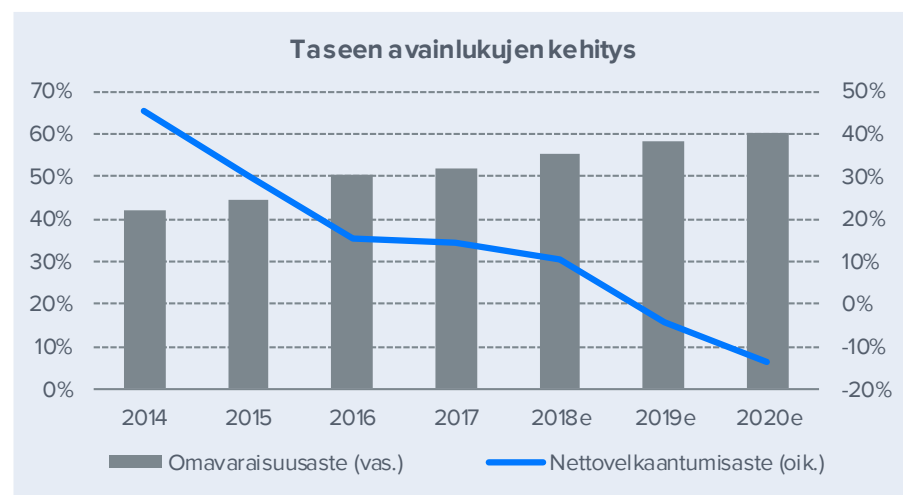
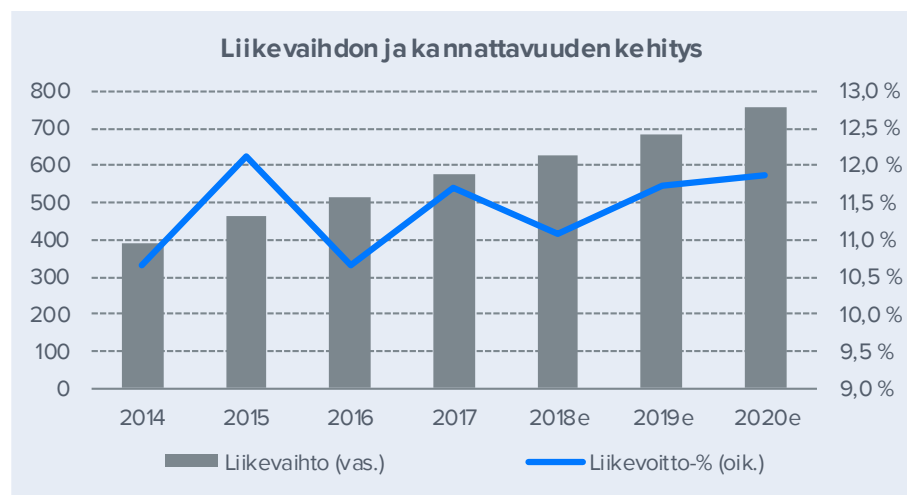


Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	577	627	683	760
Kulut	-374	-412	-444	-500
EBITDA	80,5	84,9	99,3	109,5
Poistot	-13,1	-15,3	-19,3	-19,3
Liikevoitto	67,4	69,6	80,0	90,2
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>67,4</i>	<i>69,6</i>	<i>80,0</i>	<i>90,2</i>
Rahoituserät	-15,5	-7,1	-3,6	-3,0
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	57,8	65,1	78,7	89,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-13,0	-15,5	-18,1	-20,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	44,8	49,6	60,6	69,0
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>44,8</i>	<i>49,6</i>	<i>60,6</i>	<i>69,0</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiilikauden tulos	44,8	49,6	60,6	69,0
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>1,60</i>	<i>1,77</i>	<i>2,17</i>	<i>2,47</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	1,60	1,77	2,17	2,47

Vastaavaa (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	128	140	140	142
Liikearvo	4	4	4	4
Aineettomat oikeudet	23	24	25	27
Käyttöomaisuus sijoitukset	95	108	107	107
Osakkuusyrityksiin	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	4	3	3	3
Vaihtuvat vastaavat	218	236	286	285
Varastot	122	141	154	171
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	53	56	61	68
Likvidit varat	43	39	71	46
Taseen loppusumma	345	376	426	480

Vastattavaa (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	177	207	245	286
Osakepääoma	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	168	197	235	276
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	2	2	2
Muu oma pääoma	2	2	2	2
Vähemmistöosuus	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	53	46	48	48
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1
Varaukset	6	5	7	7
Lainat rahoituslaitoksilta	46	40	40	40
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	116	123	133	145
Lainat rahoituslaitoksilta	22	20	20	20
Lyhytaikaiset korottomat velat	93	103	113	125
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	345	376	426	480



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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehinnan 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.2.2015	Lisää	16,00 €	14,72 €
22.4.2015	Lisää	16,00 €	15,36 €
5.8.2015	Lisää	17,00 €	15,40 €
21.10.2015	Lisää	18,00 €	16,73 €
25.11.2015	Vähennä	19,00 €	18,58 €
15.2.2016	Lisää	18,00 €	16,20 €
17.2.2016	Lisää	19,00 €	17,99 €
14.3.2016	Vähennä	20,00 €	19,72 €
20.4.2016	Lisää	25,00 €	23,10 €
10.8.2016	Vähennä	25,00 €	26,31 €
18.10.2016	Vähennä	25,00 €	24,70 €
5.12.2016	Lisää	25,00 €	22,01 €
15.2.2017	Lisää	23,00 €	22,30 €
26.4.2017	Lisää	25,00 €	23,08 €
21.6.2017	Lisää	27,00 €	23,89 €
9.8.2017	Lisää	26,50 €	24,06 €
18.10.2017	Vähennä	27,50 €	27,40 €
14.2.2018	Vähennä	26,50 €	26,55 €
18.4.2018	Vähennä	28,00 €	27,45 €
22.5.2018	Vähennä	29,00 €	31,50 €
8.8.2018	Vähennä	30,50 €	32,30 €
24.9.2018	Vähennä	30,00 €	29,70 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi