

Kesla

Laaja raportti

10/2020

Kuntokuurin jälkeen kisasuorituksiin

Nostamme Keslan osakkeen suosituksen lisää- tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 4,60 (aik. 4,00) euroon. Olemme nostaneet maltillisesti vuosien 2021-2023 ennusteitamme, sillä odotamme nyt puunkorjuuketjun konemarkkinan toipuvan aiempia arvioitamme aikaisemmin. Keslan viime syksynä julkistama strategia ja taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme johdonmukaisia ja antavat myös aiempaa paremmat edellytykset yhtiön onnistumisen arviointiin. Kasvavan markkinan lisäksi Keslan tuloksentekoa tukee käynnissä oleva NOSTE-investointihanke, joka tähtää valmistuksen automaatiotason ja laadun kohottamiseen ja jolla tulee olemaan merkittävä positiivinen kannattavuusvaikutus etenkin 2023:sta eteenpäin. Kaikilla käyttämillämme mittareilla osakkeessa on kohtuullinen nousuvara, vaikka potentiaalin realisoituminen voikin ottaa hieman aikaa.

Strategiassa siirrytään kohti sadonkorjuuvaihetta

Keslan vuosien 2019-2023 strategiassa vuodet 2019-2020 määriteltiin ”peruskuntokaudeksi” – joka siis on nyt päättyvässä – jonka fokusalueita ovat olleet integroitu ja pääomatehokas toimituskyky, tuotevalikoiman hallinta, palveluliiketoiminnan kehittäminen sekä uudet jakelukanavat avainmarkkinoilla. Tehdyt toimenpiteet ovat olleet strategian mukaisia ja luoneet edellytyksiä taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi 2021-2023. Asetetut tavoitteet ovat melko haastavia eivätkä kaikin osin tule lähivuosina täyttymään, mutta suunta niitä kohti on selvä.

Markkinakasvu kiihtyy koronan jälkeen ainakin väliaikaisesti

Keslan eri kohdemarkkinoille on tyypillistä, että niiden kasvunopeus vain harvoin ylittää bkt:n kasvuvauhdin, etenkin kehittyneillä markkinoilla. Globaalisti puunkorjuuketjun laitteiden markkinoilla on Keslan kasvua tukevia päällekkäisiä elementtejä, kuten puunkorjuuvolyymien kasvu, koneellisen puunkorjuun edelleen kasvava osuus hakatuista volyymeistä ja tämän sisällä tavaralajimenetelmän kasvava osuus koneellisista hakkuista. Käynnissä olevan koronapandemian vuoksi odotamme Keslan koko kohdemarkkinan supistuvan 2-3 %:lla vuonna 2020, minkä jälkeen ennustamme kasvun väliaikaisesti kiihtyvän nopeaksi eli 4-7 %:iin vuosina 2021-2022. Kohdemarkkinan pitkän aikavälin keskimääräisen noin 3 %:n kasvun sisällä puunkorjuuketjun koneiden myynti on tätä kehitystä selvästi syklisempää.

Marginaalit paranevat liikevaihdon kasvun ja NOSTE-hankkeen myötä

Vuosille 2021-2022 odottamamme nopea liikevaihdon kasvu (km. 13 % p.a.) sekä Keslan voimakas operatiivinen vipu nostavat liikevoittomarginaalin vuoden 2020 1,3 %:sta vuoden 2022 4,5 %:iin. Ennusteessamme liikevaihdon kasvu rauhoittuu 5 %:iin v/v vuonna 2023. Samana vuonna NOSTE-hankkeen positiivinen vaikutus tulee kunnolla näkyviin: EBIT-marginaaliennusteemme on 6,0 %, missä on NOSTEen vaikutusta 0,8 %-yksikköä.

Kaikki mittarit indikoivat kohtuullista kurssinousupotentiaalia

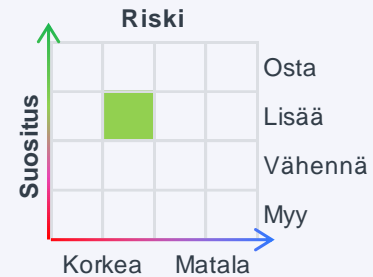
Keslan osakkeen lähivuosien kokonaistuotto ylittää varsin selvästi tuottovaatimuksen ja riskikorjattu kokonaistuotto on siten houkutteleva. Vuosien 2021-2022 arvostuskertoimien perusteella osake on keskimäärin noin 15 % diskontolla suhteessa verrokkeihin. Hyväksyttävä arvostusdiskontto (esim. 10 %) huomoidenkin osake on siten verrokkeihin nähden lievästi aliarvostettu. Osakkeen nousuvara DCF-mallin indikoimaan arvoon on sekun kohtuullisen merkittävä oli noin 25 %.

Analytikot



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

Suositus



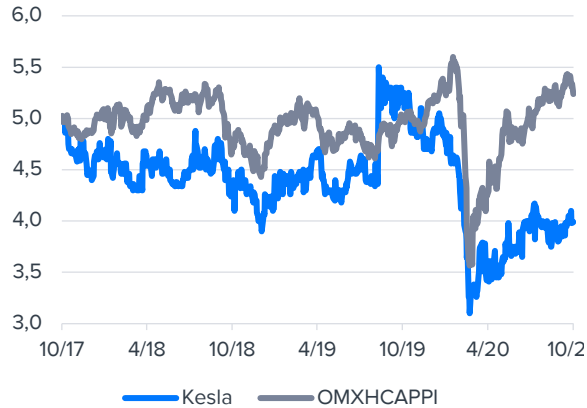
Lisää
(aik. Vähennä)
4,60 EUR
(aik. 4,00 EUR)
Osakekurssi:
3,99

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	47,4	38,4	43,8	48,9
kasvu-%	5 %	-19 %	14 %	12 %
EBIT oik.	2,3	0,5	1,6	2,2
EBIT-% oik.	4,9 %	1,3 %	3,7 %	4,5 %
Nettotulos	1,2	0,2	1,1	1,6
EPS (oik.)	0,45	0,07	0,33	0,46

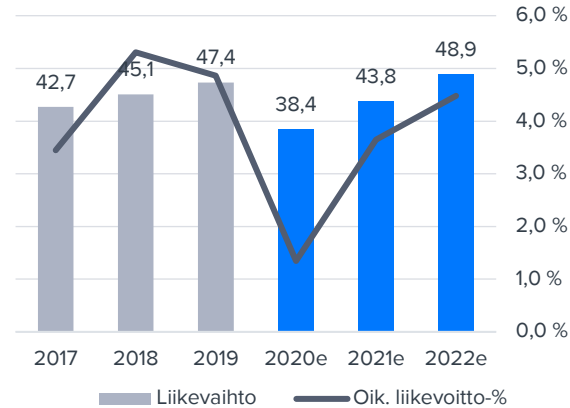
P/E (oik.)	10,9	55,3	12,1	8,7
P/B	1,3	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	3,1 %	1,3 %	3,8 %	5,0 %
EV/EBIT (oik.)	12,1	44,5	16,4	11,9
EV/EBITDA	9,8	13,4	8,5	7,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

Osakekurssi



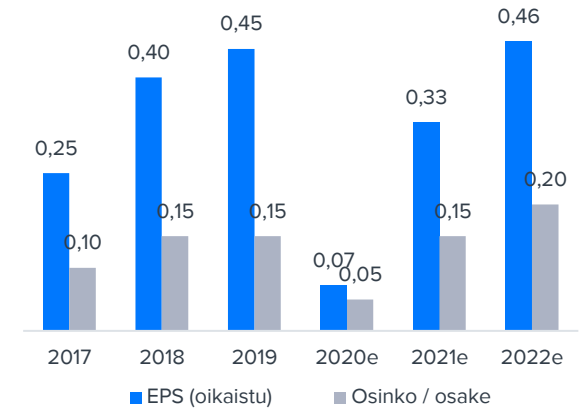
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Fokusoituminen kannattaviin liiketoimintoihin
- Markkinalla hyvät pitkän tähtäimen kasvuajurit
- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella
- NOSTE-investointihanke nostaa kannattavuutta selvästi

Riskitekijät

- Epävarmuus koronapandemian vaikutusten kestosta luo negatiivisen kysyntäriskin
- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Venäjä-riski
- Melko alhainen peruskannattavuus; tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Tase ei vielä kovin vahva

Arvostus

- 2020-2021:n arvostuskertoimet vielä melko korkeita
- Pidemmän aikavälin riskikorjattu kokonaistuotto-odotus kuitenkin houkutteleva
- DCF-arvoon 25 %:n nousuvara

MCAP
13
MEUR

EV
23
MEUR

EV/EBIT
44,5
2020e

P/E (oik.)
55,3
2020e

Sisällysluettelo

Kesla lyhyesti	5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
Sijoitusprofiili	16-17
Strategia	18-21
Markkinat ja kilpailu	22-30
Historiallinen kehitys	31-33
Ennusteet	34-38
Arvonmääritys ja suositus	39-41
Taulukot	42-45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Kesla lyhyesti

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

1960

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

47,5 MEUR (+1,9 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

+4,2 % 2015-2019

Metsäkoneiden liikevaihdon keskimääräinen kasvu

1,6 MEUR (3,4 % lv:sta)

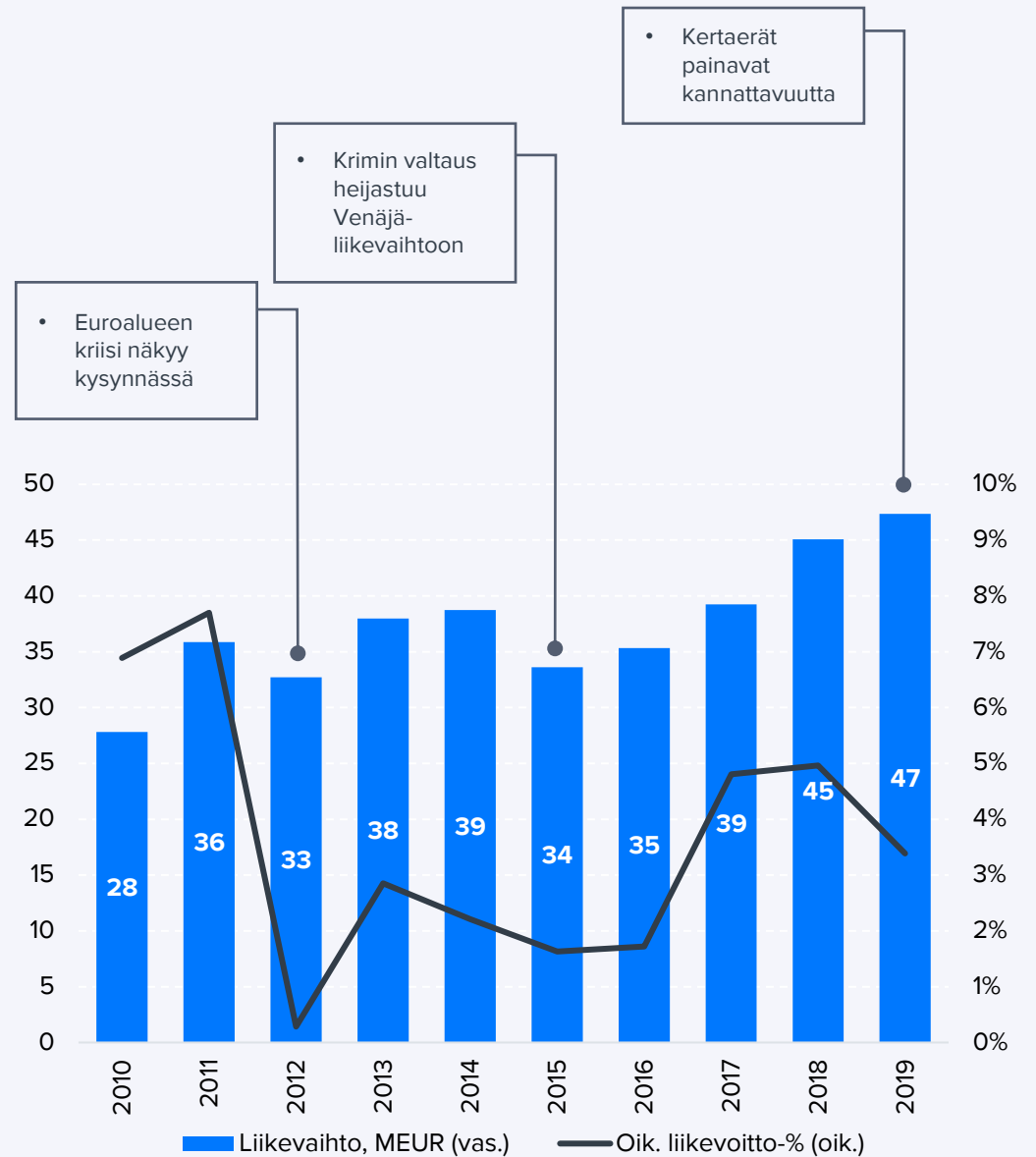
Liikevoitto 2019

248

Henkilöstö H1'20:n lopussa

83 % / 17 %

Laitemyynnin / palvelujen arvioitu osuus liikevaihdosta 2019



Uusien laitteiden liiketoimintamalli 1/4

Tuoteportfolio on kattava, mutta fokuusoitunut

Keslan tuoteportfolio jakaantuu kolmeen segmenttiin:

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

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

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

esimerkiksi autonostureissa.

Keslan tuoteportfolio on yhtiön oman käsityksen mukaan hyvin ajan tasalla. Autonosturiportfolio on päivitetty 2010-luvulla ja etenkin eräiden ohjausjärjestelmäominaisuuksien osalta Kesla arvelee olevansa kilpailijoiden edellä. Hakkuupääportfolioa Kesla päivittää suunnilleen yhden kokoluokan vuositta. Tällä hetkellä yhtiöllä on 6 rullaharvesterikokoluokkaa ja 2 sykeharvesterikokoluokkaa. Metsäkoneenosturit ovat tällä hetkellä iäkkäin tuoteryhmä monien lanseerausten tapahduttua ennen vuotta 2010, mutta myös koko markkina uudistuu hitaimmin mm. alustakoneiden varsin hitaan uusimistahdin vuoksi.

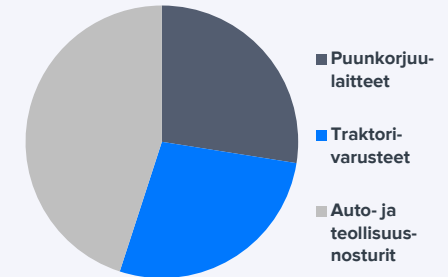
Valmistus kolmessa yksikössä kotimaassa

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



Uuslaitemyynti

Liikevaihdon (n. 40 MEUR) jakauma, 2019



Puunkorjuulaitteet

- Ajokone- ja harvesterinosturit
- Harvestereiden hakkuupäät

Traktorivarusteet

- Kuormaimet
- Perävaunut
- Hakkurit

Auto- ja teollisuusnosturit

- Puutavaranosturit
- Kierrätysnosturit

Keslan päätuotteita

Harvesterikourat ja metsäkoneenosturit



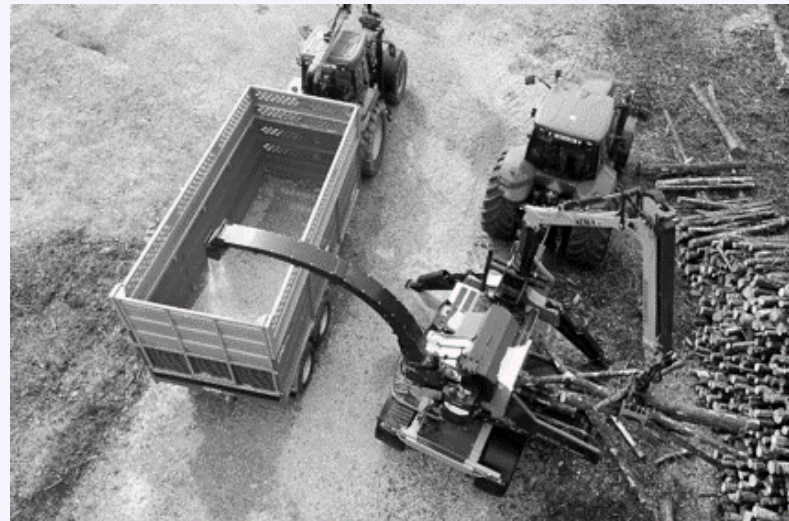
Traktorin metsävarusteet



Auto- ja teollisuusnosturit



Hakkurit



Uusien laitteiden liiketoimintamalli 2/4

Keslan omista tehtaissa tapahtuu lastuava työstö, osa komponenttivalmistuksesta, hitsaus, maalaus, loppukokoonpano ja testaus. Tärkeimmät Keslan ulkopuolelta hankkimat raaka-aineet ovat valut, levyt, tangot, putket, esikoneistetut kappaleet ja maalit. Keskeisimmät alihankittavat komponentit taas ovat venttiilit, letkut, autonostureiden hytit, sähkökomponentit, hydraulimoottorit ja kourien mittalaiteteknologia.

Keslalla on noin 75 keskeistä alihankkijaa ja näistä vaihtuu tyypillisesti muutamia vuosittain. Yhtiön käyttämistä komponenteista 80 % tulee kotimaasta ja toisaalta Iloisten tehtaasta tuotannosta 75 % päättyy Joensuun tehtaalle. Ulkomaiset komponentit tulevat pääosin Baltiasta, Puolasta, Italiasta ja Turkista. Sen sijaan Kiinan käyttö alihankinnassa on hyvin vähäistä. Arvioimme, että kaikkiaan yli 60 % tuotteiden valmistuskustannuksista syntyy ulkoa ostettavista raaka-aineista ja komponenteista.

Joustavuus tuotannon johtavana periaatteena

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

Toiminnanohjausjärjestelmänä (ERP) Keslalla on ollut vuodesta 2010 käytössä ruotsalainen IFS,

johon on liitetty kaikki keskeiset operatiiviset toiminnot palkanlaskentaa lukuun ottamatta. Kesla on ollut järjestelmään tyytyväinen ja sen avulla tuotteiden myyminen, spesifikaatiot, konfiguraatio ja kokoonpano tapahtuvat ongelmitta.

Koska valmistusketjusta iso osa on Keslan omista käsissä, se voi optimoida komponenttivirtoja ja välttää eksoottisempia komponenttivalintoja. Komponenttivirtoja ja varastonhallintaa on kehitetty myös yhteistyössä toimittajien kanssa. Tämä on merkinnyt joustavuuden lisääntymistä. Joustavuutta on kasvatettu myös antamalla koko ajan suurempia kokonaisuuksia alihankkijoiden valmistettaviksi. Lisäksi pienempiä, rutiininomaisia tuotekehitystehtäviä on annettu alihankkijoille.

Laadunvalvontaa on tiukennettu

Laatuasiat ovat olleet viimeisen vuoden aikana erityisessä fokuksessa, sillä virheiden jälkihoito tulee kalliiksi. Esimerkki tästä oli erään nosturimallin pilareissa syksyllä 2019 ilmennyt rakenteellinen heikkous, joka johti väsymismurtumiin ja jonka korjaamisessa vajaan sadan nosturin osalta syntyi noin 0,5 MEUR ylimääräisiä kuluja. Kesla ei tällä hetkellä näe vastaavia riskejä ja viestii laadun parantuneen edelleen selvästi jo aiemmin hyvältä tasolta.

Koronan vaikutukset operatiiviseen toimintaan melko vähäisiä

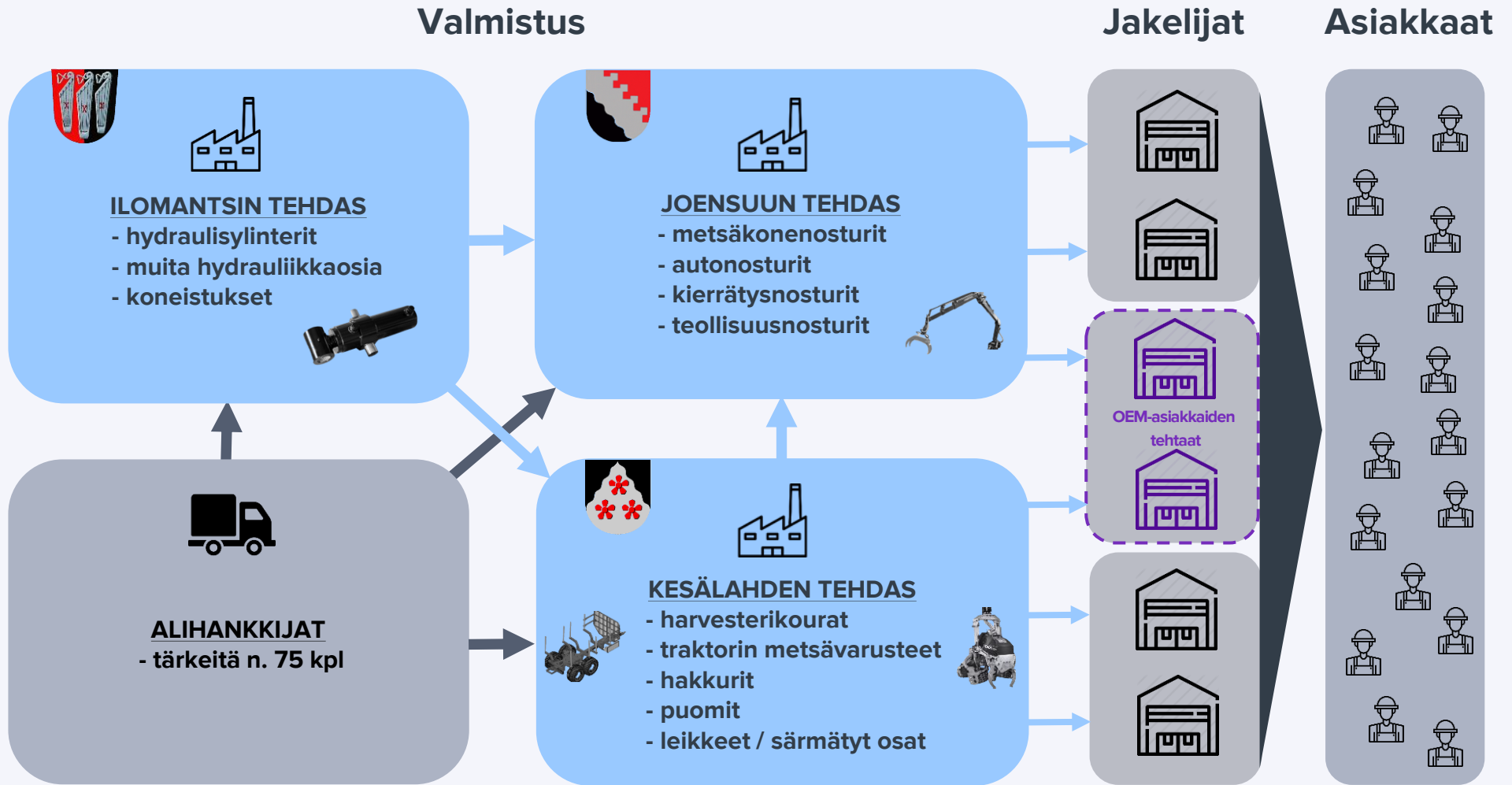
Keslan mukaan yhtiön valmistustoiminta on sujunut hyvin myös koronapandemian aikana, vaikka joillakin kotimaisilla toimittajilla onkin ollut tuotannossaan pullonkauloja. Prosesseissa ei

lähtökohtaisesti ole pyritty täyteen imuohjautuvuuteen vaan jonkin verran puskurivarastoja tarvitaan ja ne ovat olleet pandemian aikana tarpeen.

Pandemian myötä Kesla siirtyi sekä tuotannon että toimihenkilöiden osalta osin 4-päiväiseen työviikkoon. Tuotannossa on käytetty tarpeen mukaan lomautuksia ja myös aiemmin kertyneitä pekkasvapaita. Henkilöstön käyttöaste on tällä hetkellä noin 80 % ja myynissä ja markkinoinnissa on palattu viisipäiväiseen työviikkoon. Järjestelyistä huolimatta tuotekohtaiset myyntikatteet ovat Keslan mukaan pysyneet ennallaan ja Joensuun tehtaalla tuottavuus on jopa noussut.

Normaalitilanteessakin vuorojärjestelyt tarjoavat Keslan mukaan kapasiteetin käytön osalta joustovaraa ja tuotantoa voitaisiin esimerkiksi Joensuun tehtaalla kasvattaa 20 %:lla nykyisen kapasiteetin puitteissa.

Valmistuksen organisointi



Uusien laitteiden liiketoimintamalli 3/4

Tuotekehitys on panostuskohde

Keslan tuotekehityksessä punaisena lankana on ollut puunkorjuuketjun laitteiden kehittäminen yhteensopiviksi useisiin eikä vain yhteen alustakonetyyppiin (esim. traktorit, kaivurit ja kuorma-autot). Johtavana teemana on ollut myös tuotteiden valmistettavuuden sekä koko tilaus-toimitusprosessin kehittäminen. Viime aikojen keskeisimpiä tuotekehityskohteita ovat olleet nostureiden ohjaus- ja vakaudenhallinta-järjestelmät sekä harvestereiden ohjaus- ja mittausjärjestelmän etäyhteysratkaisut ja fleet management -sovellukset.

Tuotekehityksen toiminnot on jaettu kahtia: tuotealustojen kehitys tapahtuu itse tuotekehitystoiminnossa ja tähän kuuluvat mm. ohjelmistot, hydraulikka ja sähkösuunnittelu. Varsinainen laitesuunnittelu (sylinterit, muu konesuunnittelu sekä kuormainten, nostureiden ja harvesterikourien suunnittelu) tapahtuu liiketoiminnoissa.

Tuotekehityksessä on tällä hetkellä 13 henkilöä ja vuoden 2020 tuotekehityskulut ovat 1,0 MEUR:n luokkaa. Tässä on selvä pudotus vuoden 2019 noin 1,6 MEUR:sta. Kesla uskoo tuotekehityskulujen kuitenkin taas kasvavan noin 1,2 MEUR:oon vuonna 2021. Tuotekehityskulujen osuus liikevaihdosta näyttää säilyvän 2,5-3,0 %:ssa

Investointien painopiste NOSTE-hankkeessa

Tuotantotilojen suhteen Kesla ei näe tällä hetkellä investointitarpeita. Yhtiön konekanta on omaa ja osittain modernisoitua, sillä Kesla 2015 -projektin

yhteydessä 2013-2015 investoitiin 7 MEUR koneisiin, mm. työstökeskukseen ja maalauslinjaan. Vuosina 2016-2018 kalustoinvestoinnit jäivät poistoja pienemmiksi ja yhtiö käynnistikin vuonna 2018 NOSTE-investointihankkeen, jolla tähdätään valmistuksen automaatiotason ja laadun kohottamiseen sekä lyhyempiin läpimenoaikoihin. Investointikohteita ovat etenkin hitsausautomaatio (noin 1,5 MEUR) sekä hydraulikkasyylintereiden valmistus. Jälkimmäiseen liittyen Kesla on tähän mennessä investoinut noin 0,8 MEUR robottivarusteiseen automaattisorviin sekä pintakäsittelylinjan modernisointiin Ilomantsin tehtaalla. Kesla on viimeisten kahden vuoden aikana kasvattanut itse valmistettujen hydraulikkasyylintereiden osuutta 55 %:sta lähes 90 %:iin. NOSTE-hankkeen myöhempisiin investointeihin kuuluu vielä plasmaleikkurin vaihtaminen laserleikkuriin (hinta noin 1,0 MEUR) suuremman valmistustarkkuuden saavuttamiseksi, mikä vähentää leikkeiden jatkotyöstövaiheita. Vielä toistaiseksi Kesla alihankkii laserleikkeet.

Kaikkiaan NOSTE-hankkeen laiteinvestoinnit vuosina 2019-2022 ovat noin 5 MEUR, painottuen vuoteen 2021. Kesla on saanut ELY-keskukselta myönteisen 1,6 MEUR:n hankeavustuspäätöksen. Avustus tulee Keslan käyttöön jälkikäteisesti eli investointien jo tapahduttua. Kirjanpidollisesti avustus tulee pienentämään Keslan investointeja (ja kasvattamaan kassaa) eikä sillä ole suoria tuloslaskelmavaikutuksia. NOSTE-hankkeella saavutetaan kuitenkin merkittäviä kustannussäästöjä, joihin palaamme raportin

ennusteosiossa.

Logistiikkakulujen osuus vähäinen

Tällä hetkellä Keslan toimitusajat ovat keskimäärin 3-4 kuukautta. Kesla myy valmiit laitteet tehdashinnalla sekä jakelijoille että OEM-loppuasiakkaille, jotka pääsääntöisesti maksavat rahat. Keslan omat logistiikkakulut ovat vähäisiä.

Globalisti 113 jakelijaa ja 252 toimipistettä

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

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

Uusien laitteiden liiketoimintamalli 4/4

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

Keslan nettisivujen perusteella yhtiön jakeluverkko kattaa 45 maata, 113 jakelijaa ja 252 jakelupistettä eli jo tällä perusteella verkko on hyvin kattava. Tämä ei kuitenkaan vielä ole tyhjentävä luettelo, sillä monilla Keslan jakelijoilla on allaan diilereitä ja toimipisteitä, jotka eivät välttämättä käy ilmi em. lukumääristä. Lisäksi listasta puuttuvat osittain OEM-kumppaneiden omat myyntiverkostot. Päätelmämme on kuitenkin, että Keslan jakeluverkko on melko polarisoitunut, sillä ilmoitetuista jakelupisteistä 155 kpl eli 62 % sijaitsee Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Suomen 47 toimipisteestä 39 on Valtra/AGCO:n myyntipisteitä. Ruotsissa Keslan traktorivarusteiden jakelusta vastaa maan johtava maataloustarvikkeiden kauppias Lantmännen, jolla on maassa 67 omaa toimipistettä ja joka hoitaa siellä myös Valtran jakelun.

Asiakkaissa kolme isoa ja paljon pieniä

Keslan asiakkaat ovat joko suoria loppuasiakkaita tai jälleenmyyjä. Kaikkiaan Keslalla on noin 1200 asiakasta, mutta merkittäviä eli yli 100 TEUR liikevaihtoa tuovia on noin 45-50. Asiakkaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Suorat teolliset asiakkaat** (n. 20-25 % liikevaihdosta). Nämä ovat laitevalmistajia, joiden tuotteiden osaksi Keslan laitteet päätyvät. Näitä ovat etenkin Valtra/AGCO (traktorivarusteet), Sampo-Rosenlew ja Sumitomo (molemmissa harvesteripäät).
- **Suorat loppuasiakkaat** (n. 3 % liikevaihdosta). Näitä ovat etenkin kotimaiset kulutus- ja varaosa-asiakkaat.
- **Jälleenmyyjät** (n. 70-75 % liikevaihdosta). Nämä muodostuvat noin 110 yhtiöstä ja 250 toimipisteestä 45 eri maassa.

Teollisista asiakkaista tärkein on AGCO-konserniin kuuluva Valtra, joka on selvä traktoreiden markkinajohtaja Suomessa ja vahva myös mm. Ruotsissa (#2 v. 2019), Norjassa (#1), Ranskassa (#7) ja Brasiliassa. Valtra-yhteistyö on Keslalle hyvin tärkeää, sillä AGCO Suomen myyntipisteet markkinoivat Keslan koko traktorivaruste-tuotevalikoimaa. Vuonna 2016 alkaneeseen yhteistyöhön kuuluu myös tuotekehitysyhteistyötä sekä optio laajentamiseen muilla markkinoilla.

Keslan suurimmat asiakasriippuvuudet ovat suoria teollisia asiakkaita. AGCO jakelijoineen vastaa arviomme mukaan hieman yli 10 %:sta Keslan liikevaihtoa muiden teollisten asiakkaiden jäädessä selvästi tämän alle. Kaikkiaan Keslan asiakasriski on kohtuullisen hyvin rajattu.

Liiketoimintamallin arvio

Toimialariski on varsin korkea, vaikka jotkin asiakassegmentit voivatkin olla eri vaiheessa

sykliä. Tuotelajitelma on Keslan kokoon nähden laaja, mutta tarjonnee hyvin synergiaa valmistusprosessin alkupäässä, brändäämisessä ja asiakasrajapinnassa. Valmistuksen kulurakenne on CTO-valmistustavan ansiosta kohtuullisen joustava ja riskit liittyvät enemmän äkillisiin markkinashokkeihin. Valtra/AGCO-yhteistyö on selvä vahvuus. Jakelun ulkoistaminen yhteistyökumppaneille pitää omat kiinteät kustannukset kurissa, mutta vähentää tai ainakin viivästyttää tuotteiden loppukäyttäjiltä saatavaa palautetta.

Keslan tuoteryhmät, asiakkaat ja markkina-alueet 2019



**Puunkorjuulaitteet
(25-30 %)**



**Traktorivarusteet
(25-30 %)**



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

Loppuasiakkaat (3 %)
- kulutus- ja varaosat

Teolliset asiakkaat (20-25 %)
- laitevalmistajat

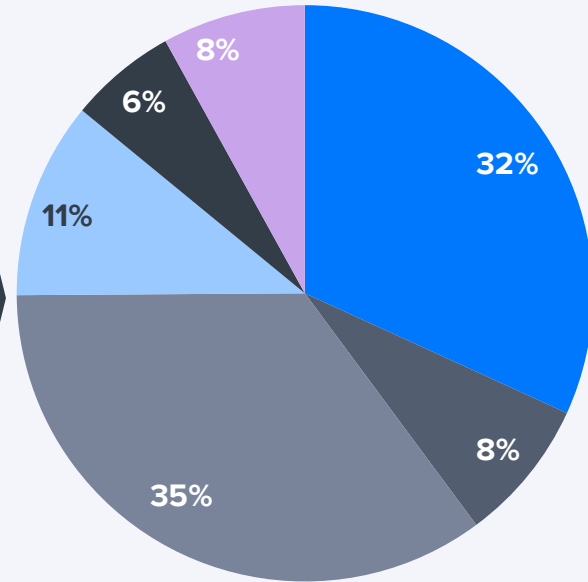


Jakelijat (70-75 %)
- 113 yhtiötä, 45 maata



Lantmännen

TECHMAT
Grøupe DALBY



■ Suomi
■ Muu EU
■ Amerikka

■ Muut pohjoismaat
■ Venäjä ja Valko-Venäjä
■ Aasia

Palveluiden liiketoimintamalli 1/2

Fokus kulutus- ja varaosaliiketoiminnassa

Kesla ei julkista palveluliiketoiminnan osuutta konsernin liikevaihdosta, mutta on todennut osuuden nousseen viime vuosina prosenttiyksikön vuosivauhtia. Arvelemme palveluliikevaihdon olleen vuonna 2019 noin 7 MEUR ja vastaavan liikevaihto-osuuden 15 %.

Keslan strategiassa palvelut ovat oma lisäarvotoimintonsa ja yhtiö kutsuu niitä elinkaaripalveluiksi. Palveluissa Keslan fokus on toistaiseksi selvästi kulutus- ja varaosatoiminnassa, joiden lisäksi tarjotaan jonkin verran koulutus- ja käyttöönottopalveluja. Kesla ei ole halunnut osallistua vaihtokoneliiketoimintaan vaan on jättänyt sen jakeluverkoston hoidettavaksi.

Aiemmin käynnistyneistä palvelujen kehitysprojekteista Keslan oma sähköinen varaosakauppa ei ole aiemmin edennyt CTO-valmistustavan etenkin dokumentointiin tuomien haasteiden vuoksi. Keslan mukaan dokumentointi alkaa kuitenkin olla nyt kunnossa ja nettipohjaisen varaosaportaalin rakentamisen edellytykset siten kasassa. Palvelu lanseerattaneen 2021 tai viimeistään 2022. Parantuneen asiakaspalvelun ja nopeampien toimitusten lisäksi sähköinen varaosakauppa mahdollistaa ennakkomaksujen vastaanottamisen kerättävistä osista, mikä tukee rahavirtaa.

Etävalvonta luo huoltoyhtiöille potentiaalia

Toinen selvä kehityskohde on laitteista saatavan informaation (käyttö- ja tilatiedot) keräämisen, jalostamisen ja siirtämisen kehittäminen ja tästä

rakentuvan ennakoivan huollon liiketoimintamallin hiominen. Etävalvonta on mielekästä kalliimmille Keslan tuotteista eli harvesteripäille, vakaudenhallintajärjestelmällä varustetuille kierrätysnostureille sekä hakkureille. Näistä kaikkiin asennetaan antureita, joilla voidaan kerätä tietoa koneesta ja sen tilasta. Harvesteripäiden osalta etävalvonnan keskiössä on hakkuudata ja nostureissa mm. se, onko niiden käyttö ollut takuuehtojen mukaista. Edullisemmissä laitteissa etävalvonta ei ole asiakkaiden mielestä oleellista tai ainakaan siitä ei olla valmiita maksamaan.

Mahdollisesta huoltosopimuksesta riippuen etävalvonta antaa huoltoyhtiölle ainakin tehokkaan mahdollisuuden nopeaan reagointiin, vaikka Keslan mukaan ennakoiva huolto ei konseptina ole toimialalla toistaiseksi juuri edennyt. Ennakoivan huollon edellyttämä etävalvonta yleistyy merkittävämmiin vasta tuotesukupolven vaihtumisen myötä eli kun on siirrytty hydraulisesta sähköiseen ohjaukseen, jolloin etävalvonnan edellyttämät anturit ja lähettimet on helpompi asentaa laitteeseen. Keslan mukaan etävalvonta on lähtenyt hyvin liikkeelle hakkuupäiden osalta ja kokemusta on jo kertynyt kotimaan lisäksi mm. Aasiassa ja Etelä-Amerikassa. Tältä osin tuotteen kaupallinen lanseeraus on käynnissä.

Huollon organisointi

Toimialalla asiakas itse hoitaa koneiden päivittäisen huollon (rasvaukset, ketjunvaihdot, terähuollot) ja Keslan laitteiden jälleenmyyjät ovat sen varsinaisia huoltopartnereita hoitaen operatiivisen huollon. Kesla on mielestämme



Palvelut

Liikevaihdon (n. 7 MEUR) jakauma, 2019



Huollon tehtävänjako

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

Kasvutekijät

- Laitekannan kasvu
- Etävalvonta / ennakoiva huolto
- Sähköinen varaosakauppa

Palveluiden liiketoimintamalli 2/2

perustellusti tullut johtopäätökseen, että oman orgaanisen huoltoverkoston rakentaminen olisi kallista ja muutoinkin haastavaa. Asiakkailla olevien Keslan laitteiden määräaikaishuollot tapahtuvat tavanomaisesti alustakoneen (harvesteri, traktori, kuorma-auto) huoltorytmin mukaisesti. Varaosien saatavuus voi joskus muodostaa ongelmakohtan, sillä sekä jälleenmyyjän että Keslan intressissä on pitää kulutus- ja varaosavarastot minimissä, mikä voi toisinaan johtaa kalliisiin kiiretoimituksiin.

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

Käytössä oleva laitekanta on iso

Monilla jälleenmyyjillä on Keslan(kin) tuotteet kattavia huoltosopimuksia, mutta näiden piirissä olevan laitekannan kokoa Kesla ei julkista. Koko käytössä oleva Keslan laitekanta ja siten huoltopotentiaali on kuitenkin mittava. Käytössä oleva hakkureiden määrä on Keslan mukaan noin 300-350 kpl, harvesterikourien määrä 1600-1700 kpl, auto- ja metsäkonenostureiden määrä 4500-5000 kpl ja traktorikuormaimien ja -vaunujen määrä yli 10000 kpl. Kaikissa päätuoteryhmissä laitekanta on tuhansia laitteita, mikä tarjoaa huollolle sekä kulutus- ja varaosille merkittävän markkinan.

Takuukustannuksia varten 0,7 MEUR:n varaus

Kesla myöntää uusille laitteille pääsääntöisesti 12-24 kuukauden tai käyttötuntien määrään perustuvan takuun, jonka aikana takuuehdot täyttävät viat korjataan takuuehtojen mukaisesti joko korjaamalla viallinen osa tai vaihtamalla se uuteen. Takuuvarauksen määrä perustuu kokemuseräiseen tietoon takuumenojen toteutumisesta ja se mitoitetaan kattamaan seuraavan vuoden arvioidut takuukustannukset. Vuoden 2019 lopun 746 TEUR:n takuuvaraus oli selvästi vuotta aiempaa (359) suurempi, mikä johtui aiemmin käsitellystä yhden nosturimallin pilarissa olleesta viasta. Tehdyn ylimääräisen 500 TEUR:n varauksen arvioidaan kattavan tähän liittyvät takuukustannukset.

Palvelujen kasvua laitekannan myötä

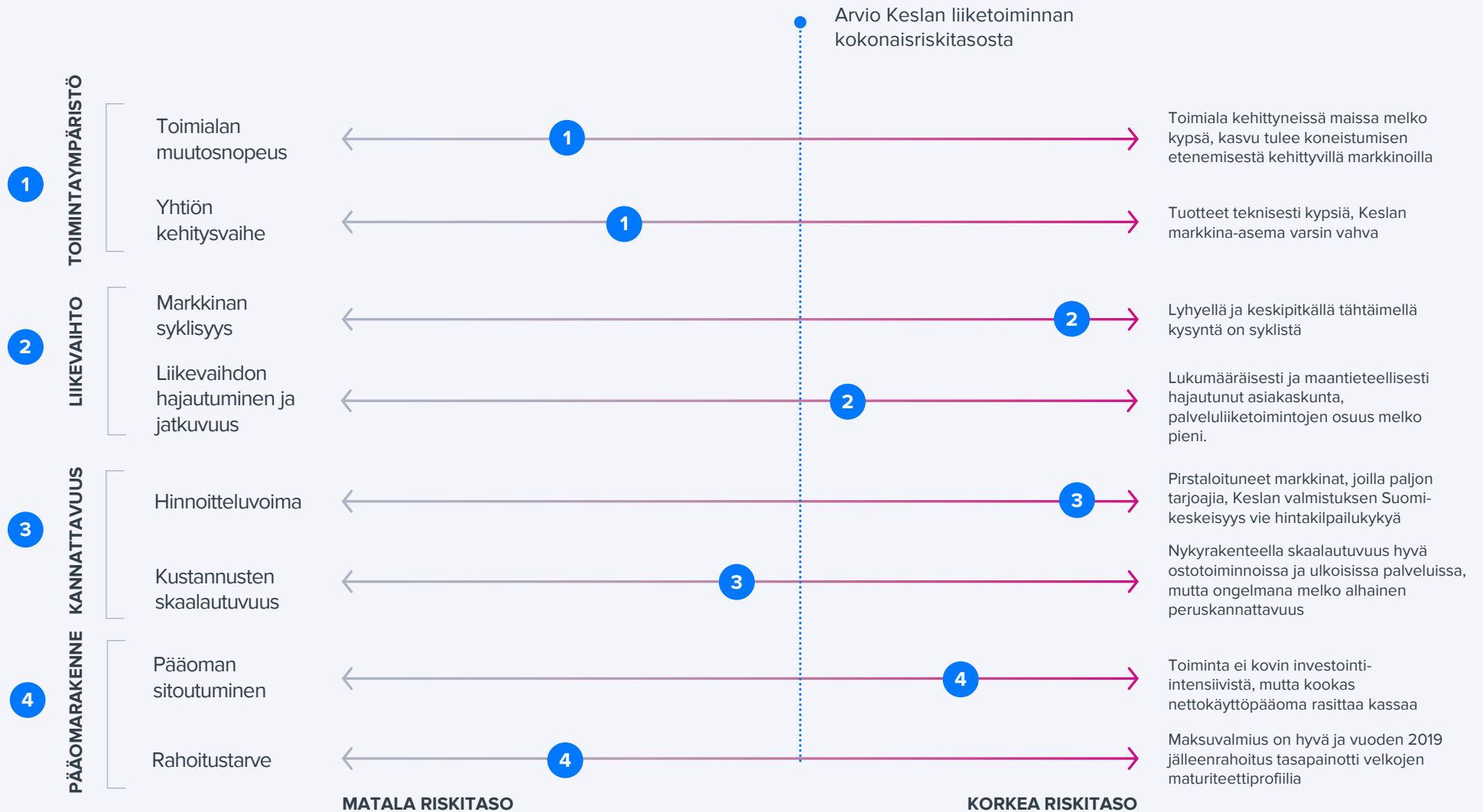
Tulevan kulutus- ja varaosien tarpeen arviointia vaikeuttaa Keslan laitteiden keskimäärin hyvin pitkä käyttöikä. Hakkureissa, harvesterikourissa ja metsäkonenostureissa 7 vuoden ikäiset laitteet ovat pääsääntöisesti edelleen käytössä. Traktorivarusteiden elinkaari on vielä selvästi pidempi ja traktorinostimen sekä perävaunun käyttöikä voi ulottua useamman traktorisukupolven yli. Virstanpylväät muodostuvat isommista määräaikaistarkastuksista ja niihin liittyvistä peruskunnostuksista, jotka nostureissa tapahtuvat yleensä 10 vuoden jälkeen ja harvesterikourissa 10000 käyttötunnin eli noin 5 vuoden jälkeen. Näihin seikkoihin pohjautuva huollon volyymikehityksen mallintaminen on kuitenkin hyvin haastavaa. Tärkein ajuri kulutus- ja varaosien

myynnin sekä huoltotyön kasvulle tulevaisuudessa on joka tapauksessa koko ajan kasvava laitekanta. Keslan mukaan markkinoilla näkyy jonkin verran piraattiosia, mutta niiden rooli on jäänyt vähäiseksi.

Liiketoimintamallin arvio

Keslan keskittyminen palveluliiketoiminnassa pelkääntään kulutus- ja varaosien kaupan ja itse huoltotyössä vain jälleenmyyjien tukemiseen on mielestämme järkevää kun huomioidaan Keslan koko sekä kattavan huoltoverkoston rakentamis- ja ylläpitokulut. Olemme arvioineet kulutus- ja varaosakaupan olevan Keslan paraskatteisinta liiketoimintaa tuotekatteiden ollessa arviolta 20-25 % ja EBIT-marginaalin 12-15 %. Koska laitekanta kasvaa koko ajan ja piraattiosien merkitys on pieni, emme lyhyellä tähtämellä näe tekijöitä, jotka voisivat heikentää kannattavuutta oleellisesti.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Profiilia kirkastamalla matkalla arvoyhtiöksi

Kesla on perinteikäs konepajateollisuusyhtiö, jolla on pitkä historia, vakiintunut asema ja asiakaskunta sekä kohtuullinen kannattavuus. Asemaa sijoittajien silmissä ovat kuitenkin rasittaneet syklisyys, melko alhainen peruskannattavuus sekä velkainen tase. Keslan viime vuosien toimenpiteet, nykyinen strategia ja käynnissä oleva toimenpiteet sen toteuttamiseksi heijastavat pyrkimystä profiloitua fokuoituneeksi, hyvin markkinoihinsa ja asiakaskenttäänsä integroituneeksi ja joustavan kulurakenteen omaavaksi konepajayhtiöksi, joka pystyy ylläpitämään kohtuullisen kannattavuuden suhdanteen kaikissa vaiheissa. Tämä sijoitusprofiiliin kirkastamisprosessi on vielä kesken, mutta onnistuessaan yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet profiloitua kohtuullisen riskin ja pitkällä aikavälillä myös hyvän osingonmaksukyvyyn omaavana arvoyhtiönä.

Positiiviset arvoajurit

Maantieteelliselle laajentumiselle paljon tilaa: Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia ja merkitykseltään koko ajan kasvavia alueita.

Kasvu kumppaneiden kanssa: Keslan jakelukumppaneista erityisesti Valtra/AGCO voi edelleen edesauttaa viennin laajentamista uusille markkina-alueille.

Jälkimarkkinaliiketoiminnan kasvu: Keslan toimittama ja edelleen käytössä oleva laitekanta on iso ja sen saaminen digitaalisten

jälkimarkkinapalvelujen (varaosien verkkokauppa, laitteiden etävalvonta) piiriin merkitsee huomattavaa kasvupotentiaalia.

Mahdollisuus kannattavuushyppäykseen: Keslan NOSTE-projekti merkitsee tavoitteiden täytyessä peruskannattavuudelle selkeää tasonnostoa.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Markkinan syklisyys: Monien Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Syklit voivat kuitenkin joiltakin osin tasata toisiaan.

Alhainen peruskannattavuus: Historiallisesti Keslan peruskannattavuus on ollut alhainen (metsäkoneliiketoiminnan oikaistun EBIT-marginaalin mediaani oli 4,8 % v. 2007-2019), minkä vuoksi tulos painuu herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti.

Tase on vielä melko heikko: Huolimatta taserakenteen vahvistumisesta takavuosista on Keslan 80 %:n nettovelkaantumisaste korkea suhteessa toiminnan syklisyyteen.

Osakkeen likviditeetti on ohut: Lokakuusta 2019 syyskuuhun 2020 likviditeetti oli 29%. Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostaminen ja myyminen on haasteellista.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Vakiintunut asema asiakkaiden keskuudessa

2.

Vahvat jakelukumppanit

3.

Joustava kulurakenne

4.

Markkinat ovat sykliset

5.

Osakkeen likviditeetti on ohut

Potentiaali



- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella
- Kasvu jälkimarkkinoilla digitalisaation ja etävalvonnan avulla
- Peruskannattavuuden tasonnosto automaatioprojektin myötä

Riskit



- Markkinan syklisyys
- Vielä melko alhainen peruskannattavuus, jolloin tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Tase yhä heiveröinen kestämään mahdollista taantumaa
- Osakkeen likviditeetti on alhainen

Keslan strategia 1/3

Visio keskittyy asiakkaaseen

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

Vuosien 2019-2023 strategia vahvistettiin viime syksynä

Keslalla ei aikaisemmin ollut varsinaista julkistettua strategiaa. Vuosien 2018-2019 strategiatyön seurauksena yhtiö kuitenkin määritteli syksyllä 2019 visionsa, strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa vuosille 2019-2023. Yhtiön kasvustrategian perustana on 1) vahvan kumppaniverkoston kehittäminen, 2) liiketoiminta-alueiden syvä loppuasiakasymmärrys, 3) digitalisaation tarjoamat mahdollisuudet sekä 4) Kesla-brändin vahvistaminen. Kannattavuusstrategiassa korostuvat 1) fokusointi, 2) digitalisaation, valmistuksen ja hankinnan synergioiden hyödyntäminen Keslan eri liiketoimintojen välillä, 3) tarkoituksenmukainen työnjako tilaus-toimitusprosesseissa, 4) osavalmistuksen tarkkuus- ja automaatiotason nostaminen sekä 5) konsernin avainprosessien ja toimintatapojen systematisointi.

Keslan strategiaprosessissa määriteltiin vuodet 2019-2020 peruskuntokaudeksi, jonka aikana kehittämisen fokus on perusasioiden kuntoon laittamisessa, jotta strategiassa määritelty kasvu- ja kannattavuustavoitteet voidaan saavuttaa vuosina 2021-2023. Peruskuntokauden keskeiset teemat ovat olleet 1) integroitu, pääomatehokas toimituskyky (jonka parantamiseen NOSTE-hanke tähtää); 2) asiakastarpeita vastaava hallittu tuotevalikoima (mm. autohakkuriprojektien myynti päätettiin lopettaa); 3) palveluliiketoiminnan kehittäminen (mm. pilvipalvelupohjainen etävalvonta) sekä 4) läsnäolon vahvistaminen avainmarkkinoilla (uusia jakelukanavia on avattu mm. Norjassa, Tsekeissä ja Belgiassa).

Liiketoimintaportfolio ja sen menestystekijät

Strategiaprosessissa Keslan liiketoimintaportfolio ja sen menestystekijät määriteltiin seuraavasti:

- 1. Traktorivarusteet**-liiketoiminta, jonka kulmakivenä on yhteistyö Valtran kanssa. Kumppanuus mahdollistaa lisäarvon tuottamisen tuotteiden, ohjausjärjestelmien ja toimintatapojen integroinnilla. Kasvun painopisteenä on laajentuminen edelleen Valtran jakelukanavistoon ja soveltuvin osin myös metsän ulkopuolisiin Valtran avainasiakassegmentteihin kuten kiinteistöhoitoon, puolustusvoimiin ja kunnallistekniikkaan.
- 2. Puunkorjuulaitteet**-liiketoiminnassa keskeistä on Keslan joustavuus sovitaa laitteet eri konealustoille. Kesla on suurin

metsäkonevalmistajista riippumaton puunkorjuulaitteiden toimittaja ja tavoitteena on kasvaa erityisesti kaivinkonesovelluksissa mekanisointia käynnistävissä maissa. Kasvupotentiaalia on myös valtamerkeistä riippumattomissa metsäkonevalmistajissa.

- 3. Auto- ja teollisuusnosturit** -liiketoiminta hakee kasvua puutavara-autosovellusten ohella kierrätys- ja erikoissovellusten markkinoista. Keslan kasvua etenkin kierrätysnostureiden markkinalla tukevat 1) tuotesyngiat (puutavara- ja kierrätysnosturit ovat eri versioita samasta perustuotteesta); 2) tuotteiden korkeammat älykkyyksivaatimukset ja Keslan kehittämä oma ohjausjärjestelmä sekä 3) Dalby-TechMat -yhteistyö tuotekehityksessä ja jakelussa. Kierrätysnostureiden kysyntä on myös vähemmän syklistä kuin puutavaranostureiden.
- 4. Elinkaaripalvelut**-liiketoiminta tukee muita liiketoimintoja tarjoamalla tukipalveluja laitteiden hankintaan, käyttöön, ylläpitoon, huoltoon ja jälkimarkkinointiin. Kasvuajureina ovat toimitetun konekannan kasvu sekä palvelutuotevalikoiman ja -kanavien laajentaminen.

Keslan liiketoiminnot ja niiden aseointi

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

Keslan strategia 2/3

Strategian kulmakivet

Strategian toimeenpanossa Kesla nojautuu seuraaviin ydinperiaatteisiin ja –alueisiin:

- 1. Fokusoituminen ydinosaamiseen**, mikä tarkoittaa keskittymistä puunkorjuuteknologiaan sekä valikoituihin kierrätyksen ja erikoisovellusten segmentteihin.
- 2. Käyttäjäkokemuksesta kilpailuetu.** Kesla korostaa tuotekehityksessä laitteiden ja järjestelmien käytettävyyttä sekä mahdollisuuksia elinkaaren pidentämiseen mm. etävalvontamahdollisuuksia kehittämällä. Tavoitetta tukee Keslan vuonna 2016 hankkima tuotekehityssimulaattori, jolla nopeutetaan kehitysprosessin läpimenoaikaa sekä tuetaan tuotteiden älykkäiden ominaisuuksien ja ohjausjärjestelmien kehittämistä. Tuotteiden massaräätälöinti CTO-mallilla (configure to order) mahdollistaa sen, että asiakas saa juuri omien toiveidensa mukaisen lopputuotteen.
- 3. Partneroituminen kaikkialla, missä se on mielekästä.** Tämä tarkoittaa tiiviin yhteistyömallin luomista alustakonevalmistajien ja merkittävien jakelijoiden kanssa tilanteissa, joissa Keslan tuotteet täydentävät partnerin tarjontaa. Alustakonevalmistajien (kuten Valtra) kanssa kyse on pitkälle viedystä

yhteistyöstä sekä tuotekehityksen että jakelun osalta ja jakelupartnerin kanssa sen valikoiman täydentämisestä ja verkon hyödyntämisestä sekä myynnissä että jälkimarkkinoinnissa (esim. Lantmännen). Kesla kartoittaa koko ajan uusia partnereita.

- 4. Maantieteellinen laajentuminen.** Tämä tapahtuu linjassa alustakonevalmistajien kasvustrategioiden kanssa ja Keslan keihäänkärkenä ovat puunkorjuulaitteet. Fokuksessa ovat Latinalainen Amerikka (eukalyptusplantaasit) sekä Kaakkois-Aasian ne markkinat, joilla puunkorjuun koneellistuminen on vielä alkuvaiheissa. Traktorivarustemyynnin kasvattamisessa keskeistä on Valtran Pohjoismaiden ulkopuolella olevan jakeluverkoston hyödyntäminen.
- 5. Kasvu palveluissa.** Palveluissa Kesla keskittyy jatkossakin kulutus- ja varaosiin. Kasvua edesauttaa aiemmin käsitelty sähköinen varaosakauppa sekä yhteistyön tiivistäminen oman toimittajaverkoston kanssa. Käytössä olevan laitekannan kasvu globaalisti tukee kulutus- ja varaosamyyntiä ja etävalvonta tulee parantamaan asiakaspalvelun laatua ja nostamaan tehokkuutta.
- 6. Operatiivinen tehostaminen.** Tähän liittyy osta vai valmista -päätoimintamalli, jossa muuttujina ovat alihankinnan laatu, hinta ja toimituskyky ja toisaalta oman

valmistuksen vaatimat investoinnit, rekrytoinnit ja menetetyt kustannusjoustopuoli. Esimerkki on laserleikkeiden valmistuksen suunniteltu siirto itselle osana NOSTE-hanketta. Tämä parantaa osavalmistuksen tarkkuutta, nostaa automaatiotasoa, karsii jatkotyöstövaiheita ja nopeuttaa läpimenoaikoja.

Taloudelliset tavoitteet

Kesla julkisti syyskuussa 2019 ensimmäistä kertaa omat taloudelliset tavoitteensa. Tavoitteet arvioidaan suhdannekierron yli eikä niitä voi pitää minkään vuoden markkinaohjeistuksena. Ne ovat seuraavat:

- Liikevaihdon kasvu markkinoiden keskimääräistä kasvua nopeammin;
- Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) >15 %;
- Omavaraisuusaste >40 % ja nettovelkaantumisaste <50 %
- Osinkosuhte n. 40 %

Tavoitteiden toteutumisen arviointia vaikeuttaa se, että 1) itse markkinaa, jota vastaan Keslan kasvuvauhtia tulisi verrata ei ole kovinkaan tarkasti määritelty ja 2) tavoitteiden asettamisesta on vasta varsin vähän aikaa ja suhdanne on ollut viime aikoina epäsuotuisa.

Keslan strategia 3/3

Etenkin sijoitetun pääoman 15 %:n tuottotavoite (ROI) on vaativa, sillä vuosina 2017-2019 ROI oli 6-10 %. Toisaalta Kesla on tehnyt viime vuosina paljon rakenteensa ja strategiansa selkeyttämiseksi sekä operatiivisen toimintansa tehostamiseksi (mm. konepajajärjestelmien myynti, partneroituminen, varastohallinnan parantaminen) ja lisää on luvassa vireillä olevan NOSTE-hankkeen myötä.

Omavaraisuusaste- ja nettovelkaantumistavoitteet ovat keskipitkällä aikavälillä uskottavia. Nettovelkaantumisasteen paraneminen on tosin viimeisen vuoden aikana pysähtynyt (Q2'20: 80 %), mutta vielä kaksi vuotta sitten (Q2'18) Keslan nettovelkaantumisaste oli 101 %.

Strategian arviointi

Keslan strategian julkistaminen vuonna 2019 oli monelta osin ja omaksuttujen tavoitteiden ja toimintatapojen julkilausuma. Jo aiempina vuosina yhtiö on fokusoitunut myymällä lopun komponenttiliiketoimintansa vuonna 2018. Kesla on myös aktiivisesti partneroitunut sekä teollisten että jakelukumppanien kanssa, mikä on merkinnyt vahvaa tukea tuotekehitykselle ja myynnille sekä samalla maantieteellisen läsnäolon laajentumista.

Edellä esitetyistä strategian kulmakivistä sekä fokusoituminen että partneroituminen ovat mielestämme hyvin perusteltuja. Fokusoitumisella Kesla varmistaa rajallisten resurssien tehokkaan käytön. Partneroitumisella Kesla taas tavoittaa laajan asiakaskentän ja saavuttaa läsnäolon ja

jakeluvoiman markkinoilla, joille levittäytymiseen sen omat voimavarat eivät riittäisi. Samalla Kesla pystyy hyödyntämään leveältä rintamalta kerättyä asiakaspalautetta omassa tuotekehityksessään ja pitämään omat kiinteät kustannuksensa kurissa.

Käytettävissämme ei ole riittävästi tietoa sen arvioimiseksi, muodostaako parempi käyttäjäkokemus Keslalle todellisen kilpailuedun tai kuinka vahvasti uudet digitaaliset palvelut tukevat palveluliiketoimintaa. NOSTE-hankkeen (ja muiden operatiivisten tehostustoimien) vaikutuksesta ei vielä ole ehtinyt kertyä näyttöjä, mutta ennakkokäsityksemme hankkeesta on vahvasti positiivinen.

Puunkorjuukoneiden markkinat 1/3

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 2,0 miljardia kuutiota

Puunkorjuukoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 2,0 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. Varsinaisen teollisen energiapuun käyttö on globaalisti edelleen varsin vähäistä. Suomessa energiahakkeen osuus raakapuun kaikesta käytöstä on noin 5 % (2019).

Hakkuumäärien kasvu on hidasta

Teollisen raakapuun (kuitupuu, tukkipuu) suurimmat loppukäytännön markkinat ovat rakentaminen (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muu puutuoteteollisuus (mm. vaneri- ja muu puulevy- ja puutuoteteollisuus) sekä sellu- ja massateollisuus. Kyseessä on globaalisti kypsä toimiala, jossa tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki ja muut pakkausmateriaalit) kysynnän kasvu osin neutraloituu eräiden muiden tuotteiden kuten paperin kysynnän vähittäisellä laskulla.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat vuosien 2000-2019 aikana kasvaneet keskimäärin vain 0,9 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Latinalaisessa Amerikassa (2,8 %), Aasiassa (2,6 %) ja Venäjällä (1,8 %), kun taas kasvu on ollut hidasta Euroopassa

(0,7 %) ja negatiivista Pohjois-Amerikassa (-0,8 %). Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin alle 1 %:ssa vuosittain kasvun ollessa edelleen nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien yhä lisääntyessä ja kohtuullisen ripeää myös Aasiassa, osin samasta syystä.

Hakkuiden koneellistumisasteesta vielä paljon nousuvaraa kehittyvillä markkinoilla

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja ajokoneen yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on eri lähteisiin perustuvan arviomme mukaan noussut volyymipainotettuna jo yli 55 %:n. Koska koneistumisen hyödyt ovat ilmeiset, odotamme sen jatkuvan suunnilleen entistä tahtia (globaalin koneistumisasteen nousu noin 1 %-yksikön vuosivauhtia) tai hieman hidastuvana. Yksikköhinnaltaan kalliimpien koneiden (kuten harvesterit) osalta koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset investointien tekemiseen alueilla, joilla

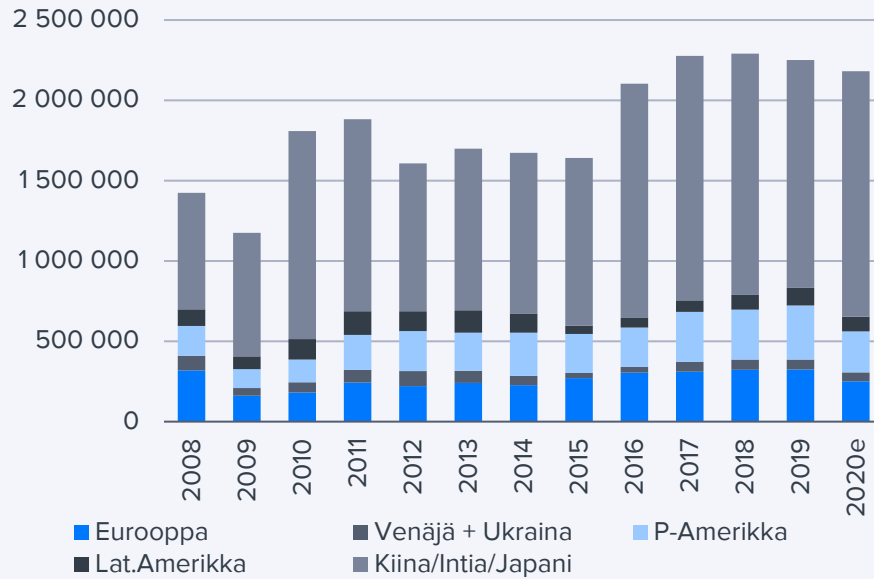
koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia). Tämä seikka kuitenkin koskee vain osaa Keslan monipuolisesta tuotevalikoimasta ja Keslan tavoitteena onkin omilla tuotteillaan toimia näillä markkinoilla ensiaskeleena koneelliseen puunkorjuuseen.

Tavaralajimenetelmä ottanut markkinaosuutta metsäkoneissa

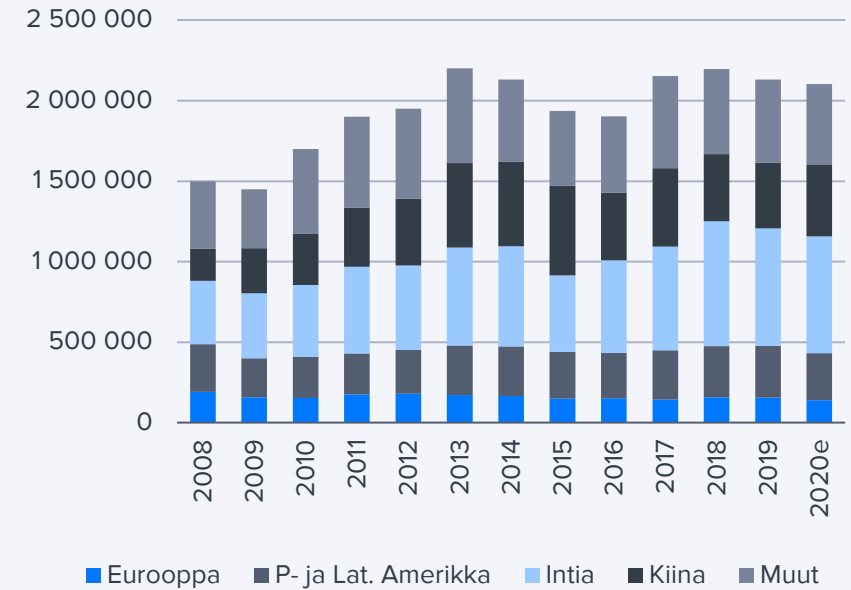
Hakkuumäärien ja koneellistumisen kasvun ohella kolmas keskeinen kasvuajuri Keslan tuotteille on tavaralajimenetelmän (cut-to-length, CTL) yleistyminen metsäkoneiden (harvesterit ja ajokoneet) markkinoilla, sillä Kesla toimittaa harvesterikouria ja nostureita vain tavaralajimenetelmän koneisiin. Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan ja oli vuonna 2019 jo 45 % (lähde: Grand View Research) oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistyminen ennen kaikkea Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa. Kesla-konsernin tasolla on muistettava, että vain Puunkorjuulaitteet-segmentin tuotteita (25-30 % konsernin liikevaihdosta) asennetaan nimenomaan tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin.

Alustakoneiden markkinat

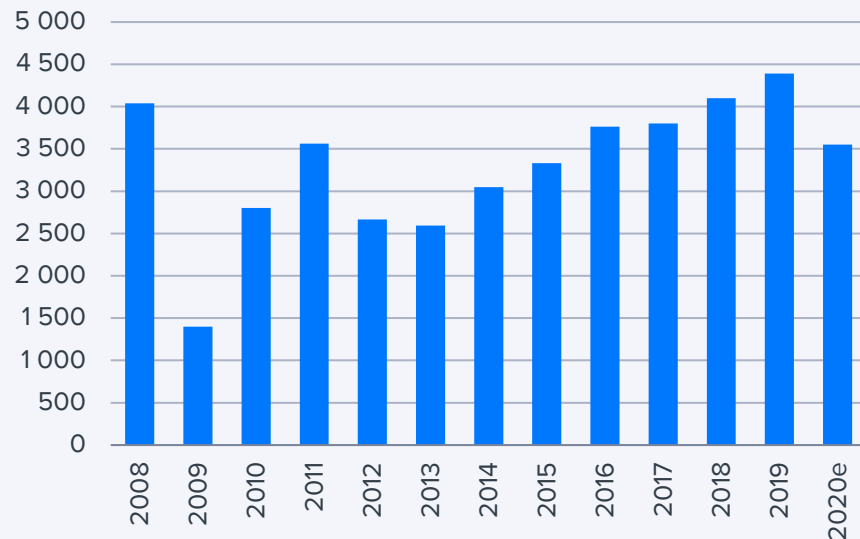
Raskaiden kuorma-autojen päämarkkinat, kpl



Globaalit traktorimarkkinat, kpl



Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat, kpl



Puunkorjuukoneiden markkinat 2/3

Painopiste Euroopassa, mutta potentiaali Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa

Maantieteellisesti Keslan kohdemarkkinaa pitää tarkastella tuoteryhmittäin, mutta ainakin toistaiseksi se on varsin Eurooppa-keskeinen, painopisteen ollessa Keski- ja Pohjois-Euroopassa. Esimerkiksi tavaralajimenetelmän metsäkoneissa Euroopan ja Venäjän markkina vastaa 75-80 %:sta kokonaisuutta. Hakkurimarkkina keskittyy isoihin metsäteollisuusmaihin ja traktorin metsävarusteet ovat valtaosin pohjoiseurooppalainen markkina. Puutavaranojien markkina on Keslan kohdemarkkinoista maantieteellisesti laajin. Kierrätysnostureita taas käytetään eniten kehittyneissä länsimaissa (Eurooppa, Pohjois-Amerikka). Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia, mutta vielä melko pienimerkityksisiä alueita. Kesla kuitenkin panostaa molempiin ja on solminut niissä yhteistyösopimuksia. Keslan teknologia tarjoaa monilla markkinoilla ensi askeleen mekaaniseen puunkorjuuseen ja sen tuotteiden käytön opettelu on monille traktorin- tai kaivinkoneenkuljettajille helpompaa kuin harvesterin käytön ja hallinnan oppiminen.

Keslan kohdemarkkina arviolta 0,8 mrd EUR

Keslan kohdemarkkinan koon arviointi on haastavaa, mutta on suuruusluokkatasolla arvioitavissa perustuen Keslan käsitykseen vuosittain myytävien koneiden ja laitteiden kappalemäärästä eri segmenteissä sekä osin muihin lähteisiin kuten Hiabin arvioihin. Markkinan

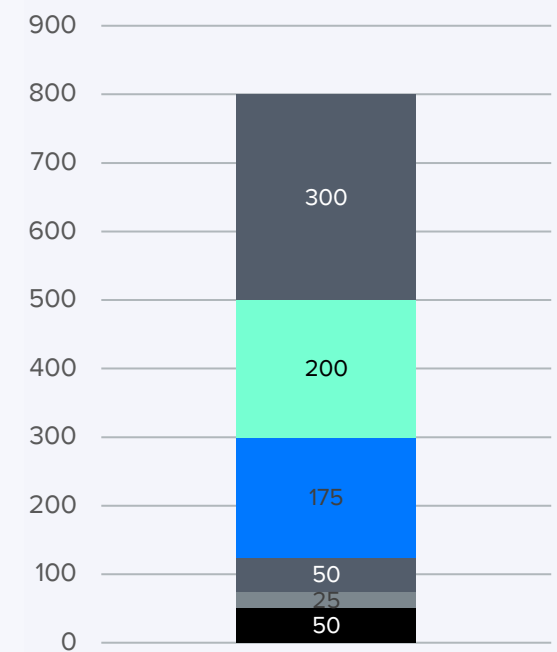
keskeiset lukuarvot on esitetty oheisessa taulukossa.

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

Kysyntä on syklistä, mutta markkinat voivat tasata toisiaan

Monien Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Rankimmin tämä tuntui vuonna 2009, jolloin globaali kuorma-automarkkina laski 27 % ja tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkina peräti 65 %. Sen jälkeen markkina on etenkin länsimaissa käyttäytynyt rauhallisemmin ja esim. vuosina 2012-2013 globaalit traktorimarkkinat ja CTL-metsäkone-markkinat kulkivat vastakkaisiin suuntiin. Nyt käynnissä olevan koronapandemian vaikutukset ovat tietenkin negatiivisia kaikkialla, mutta vaikutuksen suuruus on joko jäämässä melko maltilliseksi tai tulee kunnolla näkyviin vasta myöhemmin.

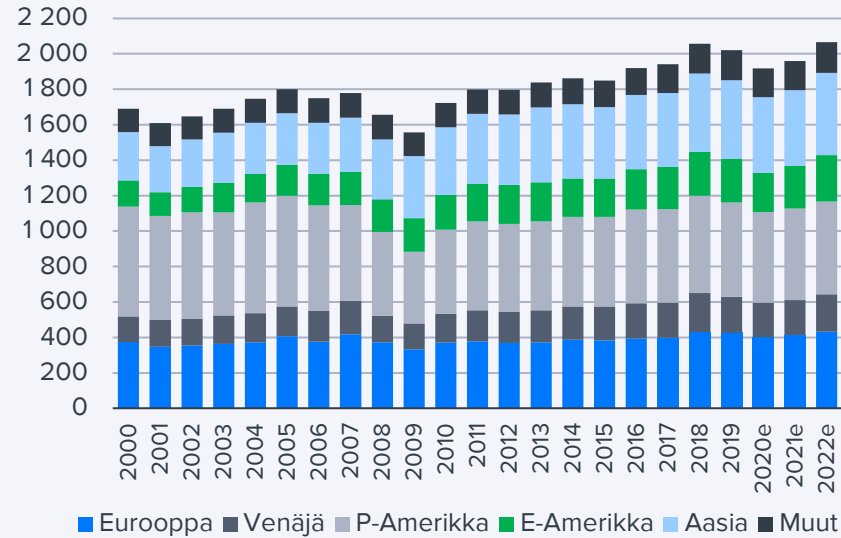
Keslan kohdemarkkinat 2020e, MEUR



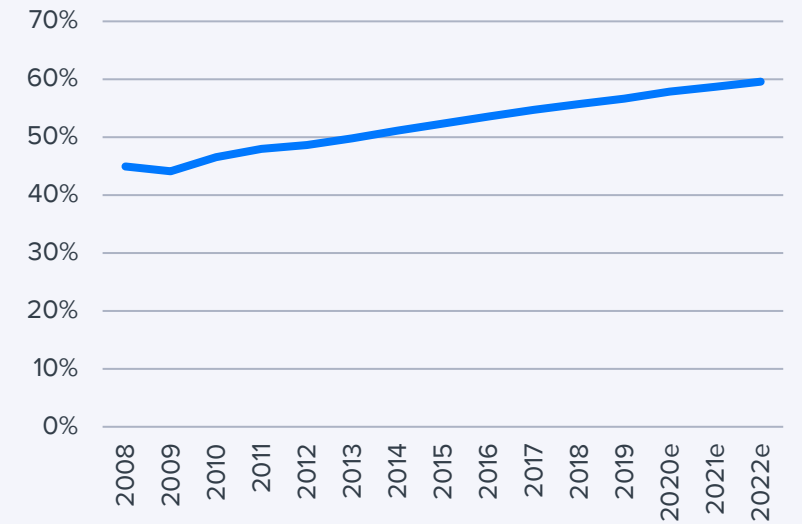
- Kierrätysnosturit
- Puutavaranojien nosturit
- Traktorivarusteet
- Hakkurit
- Metsäkoneiden nosturit pl. OEM
- Harvesterin irtokourat

Keslan puunkorjuulaitteiden kysyntäjurit

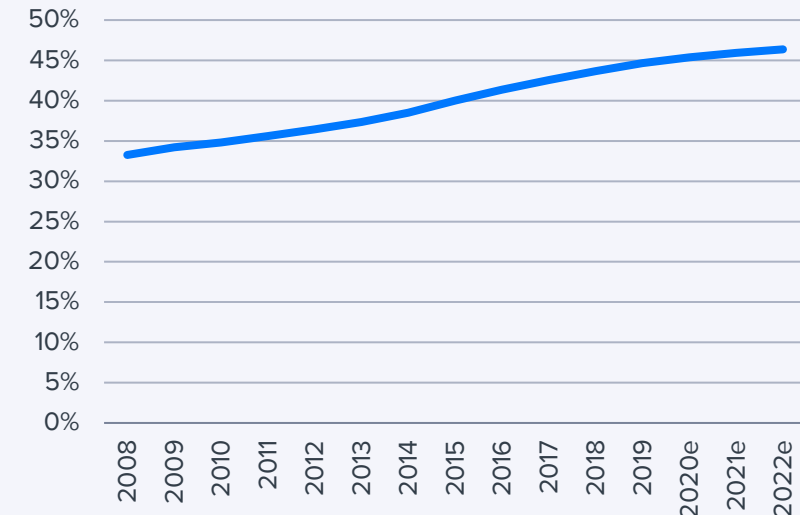
Puunhakkuuvolyymit, milj. m³



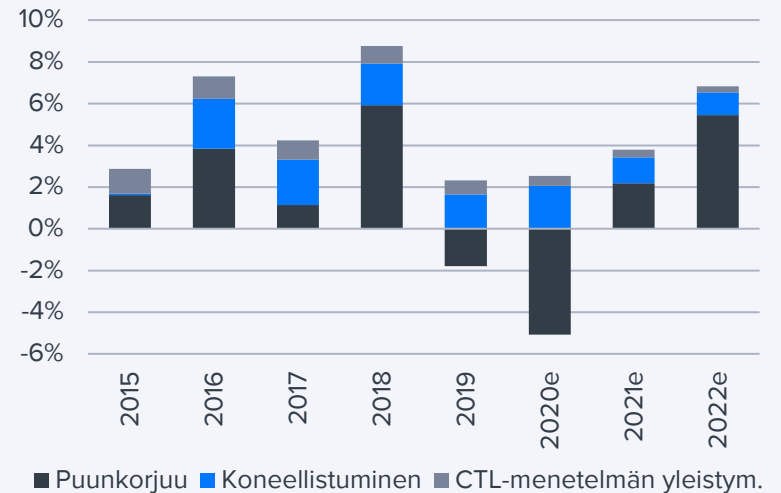
Indikatiivinen puunkorjuun globaali koneellistumisaste



Indikatiivinen taveralajimenetelmän markkinaosuus



Keslan kohdemarkkinan kasvuajurit



Puunkorjuukoneiden markkinat 3/3

Kohdemarkkinan kasvu yli syklin n. 3 % vuodessa

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

Seuraavan sivun taulukossa on esitetty arviomme Keslan eri tuotealueiden tyypilliseksi kasvuvauhdiksi yli suhdanteen. Puunkorjuulaitteiden sekä kierrätysnostureiden 4-5 %:n v/v keskimääräisessä kasvunopeudessa on huomioitu ao. markkinoiden nopeampi kasvu kehittyvillä markkinoilla. Kohdemarkkinoiden koolla painotettu kasvuvauhti on noin 3 % v/v.

Toinen tapa tarkastella etenkin puunkorjuulaitteiden markkinan kasvua (ks. edellisen sivun kuvio ”Keslan kohdemarkkinan kasvuajurit”) on yhdistää kasvun kolme komponenttia eli 1) hakkuumäärien noin 1,0 % v/v kasvu; 2) koneellisen puunkorjuun volyymiosuuden nousu 52 %:sta (2015) 59 %:iin (2022e) tuoden mukanaan 1,1-2,4 %-yksikön v/v lisäkasvun sekä 3) tavaralajimenetelmän osuuden kasvu 40%:sta (2015) 47 %:iin (2022e), mistä n. 30 % Keslan liiketoiminnasta hyötyy, antaen edelleen 0,4-1,1 %-yksikön v/v lisäkasvun. Tällä hetkellä

käynnissä olevan koronapandemian vuoksi odotamme Keslan koko kohdemarkkinan supistuvan 2-3 %:lla vuonna 2020, minkä jälkeen ennustamme kasvun väliaikaisesti kiihtyvän nopeaksi eli 4-7 %:iin vuosina 2021-2022.

Keslan kohdemarkkinat, 2020e

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

Kilpailutilanne 1/2

Markkina on fragmentoitunut

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

Keslan koko tuotesortimenttia sekä kilpailulle vapaata markkinaa ajatellen kilpailukentässä erottuu kaksi globaalia yhtiötä eli Cargotec-konserniin kuuluva Hiab (2019 liikevaihto 1350 MEUR) sekä itävaltalainen Palfinger (Land-segmentin vuoden 2019 liikevaihto 1448 MEUR). Osa muista kilpailijoista ei ole vielä kukaan julkistanut vuoden 2019 lukujaan, mutta tyypillisesti kilpailijoiden liikevaihto on 5-50 MEUR:n luokassa eli ne ovat Keslan kanssa samaa kokoluokkaa tai sitä pienempiä.

Keslalla pääosin vahva markkina-asema

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

Kilpailijoiden liikevaihtotietojen perusteella

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

- **Harvesterikourien** koko markkinalla kaikki Keslaa suuremmat valmistajat ovat sidoksissa metsäkonevalmistajiin. Logset ja Ponsse myyvät jonkin verran omia kouria, John Deere omistaa Waratahin ja Komatsu ruotsalaisen Log Maxin sekä kanadalaisen Southstarin.
- **Hakkureiden ja traktorivarusteiden** markkinat ovat Keslan markkinoista kaikkein pirstaleisimmat. Hakkureiden osalta kyse on viime kädessä siitä, miten markkina rajataan laitteen koon ja käyttötarkoituksen mukaan.
- **Puutavaranostureissa** markkina on keskittyneempi. Palfingerin (Epsilon) ja Hiabin yhteenlaskettu markkinaosuus on arviolta 70 %:n luokkaa.
- **Kierrätysnostureiden** markkinalla Kesla on vasta tulokas ja sen markkinaosuus on arvioimme mukaan alle 1 %. Keslan jakeluyhteistyö ranskalaisen Dalby-TechMatin kanssa avaa kuitenkin hyviä kasvumahdollisuuksia.



Keslan kilpailijat

Tärkeimmät kilpailijat ja Keslan asema tuoteryhmittäin

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

Kilpailutilanne 2/2

Keslan vahvuudet kilpailussa

Seuraavat seikat ovat mielestämme Keslan kilpailullisia vahvuuksia:

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

valmistajana kun taas Keslan tuotetarjonta profiloituu kestäviin, nopeisiin ja suorituskykyisiin puutavaranostureihin. Kestävyysmaine tukee Keslan tuotteiden kysyntää myös hyvän jälleenmyyntiarvon muodossa. Kestävyysmaine sai väliaikaisen kolauksen aiemmin käsitellystä erään nosturimallin rakenneviasta, mutta uskomme kolhun jääneen väliaikaiseksi Keslan korjattua ongelman ripeästi ja vaivojaan säästämättä.

- **Vahvat asiakasreferenssit ja jakelukumppanit.** Teollisissa asiakkaissa tärkeimmät referenssit ovat Sumitomo Construction Machinery (liikevaihto 2,3 mrd euroa vuonna 2019), jolle Kesla toimittaa harvesteripäitä kaivinkoneisiin sekä AGCO:n omistama Valtra (n. 6 %:n osuus Euroopan traktorimarkkinoista), jolle Kesla toimittaa metsävarusteita. Keslan mukaan suhteet mainittuihin päämiehiin eivät ole perinteisiä alihankkijasuhteita, vaan yhdessä kehittämistä. Jakelussa Keslan vahvimmat kumppanit ovat Suomen traktorimarkkinoiden selvä johtaja Valtra/AGCO sekä 25000 ruotsalaisen maanviljelijän omistama Lantmännen, joka on Pohjoismaiden johtava toimija mm. maatalouskoneissa. Kokonaisuutena Keslan 45 maata ja yli 110 yhtiötä käsittävä jakeluverkosto on yhtiön kokoluokassa selvä kilpailuetu.

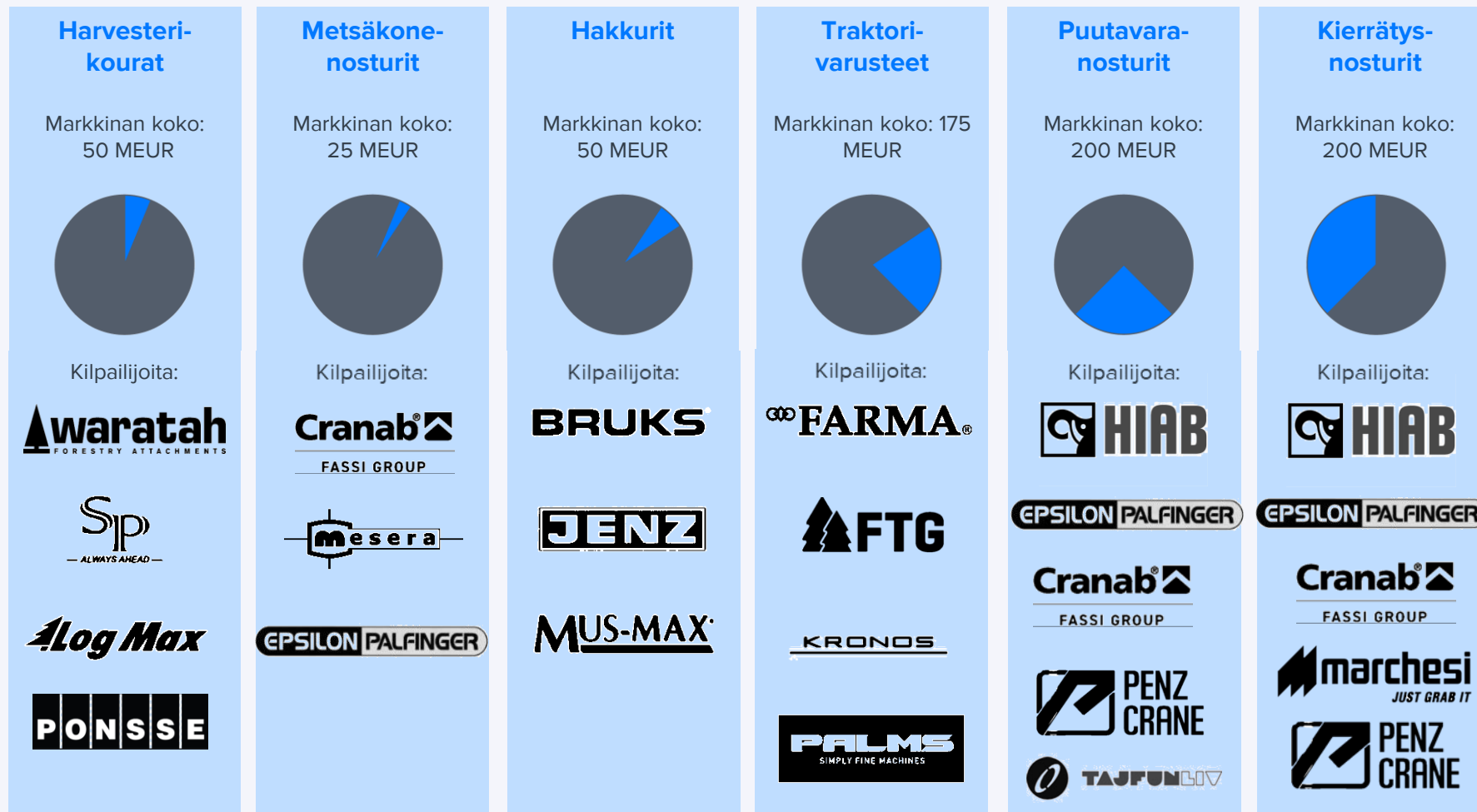
Kilpailuaseman haasteet

Arvioimme seuraavien seikkojen olevan Keslan merkittävimpiä haasteita kilpailutilanteessa:

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

Keslan kilpailijakenttä on hajanainen

Keslan kohdemarkkina (n. 800 MEUR)



Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Historiallinen kehitys 1/3

Fokus nyt lähes kokonaan puunkorjuuketjun laitteissa

Kesla luopui vuosien 2017 ja 2018 aikana kahdella eri kaupalla kokonaan Konepajajärjestelmäliiketoiminnasta (MFG Components Oy), joka vastasi 16 %:sta (6,7 MEUR) konsernin liikevaihtoa vuonna 2016. MFG Componentsin valmistusliiketoiminta (tilikauden 2017 liikevaihto 3,5 MEUR) myytiin lokakuussa 2017 ja maahantuontiliiketoiminta (tilikauden 2018 liikevaihto 1,5 MEUR) elokuussa 2018. Kauppojen seurauksena Keslasta tuli vahvasti puunkorjuuketjun laitteisiin keskittyvä yhtiö.

Liikevaihdossa hyvä pitkän aikavälin kasvutarina

Keslan toimiala on perusluonteeltaan syklinen, mutta siitä huolimatta Keslan Metsäkoneetliiketoiminnan (joka siis vastaa koko nykyistä Keslaa) historiallinen kasvu yli syklien on ollut varsin hyvää. Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu vuosina 2012-2019 oli 3,6 %. Kasvu on ollut käytännössä kokonaan orgaanista ja tapahtunut pääasiassa jakeluverkoston laajentamisen kautta.

Viimeisten 12 vuoden aikana vertailukelpoinen liikevaihto on laskenut kolmena vuotena (2009, 2012 ja 2015). Näistä vuoden 2009 lasku (-54 %) oli kaikin tavoin poikkeuksellinen ja vuoden 2015 lasku (-13 %) johtui Krimin kriisiä (2014) seuranneesta Venäjän markkinan pudotuksesta. Vuoden 2012 lasku oli maltillisempaa (-9 %).

Matalahko kannattavuustaso ja voimakas tulosheilahtelu

Keslan nykyiselle liiketoiminnalle on ollut luonteenomaista konepajaliiketoiminnaksikin varsin matala liikevoittomarginaali. Vuosien 2010-2019 keskimääräinen ja mediaaniliikevoittomarginaali on 3,8 %. Lisäksi saman ajanjakson kertaeristä puhdistettu liikevoitto on heilahdellut varsin voimakkaasti (variaatiokerroin 63 %).

Kulurakenne lyhyellä tähtäimellä melko jäykkä

Vuoden 2019 tuloslaskelmassa aine- ja tarvikekäytön osuus liikevaihdosta oli suurin (54 %) ja tätä seurasivat henkilöstökulut (26 %), liiketoiminnan muut kulut (14 %) sekä poistot (3 %). Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimpia eriä olivat tuotannon muuttuvat kulut (5 % liikevaihdosta), myynti- ja mainoskulut (2 %) sekä käyttö- ja ylläpitokulut (2 %).

Jos operatiivisista kuluieristä kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, tuotannon muut muuttuvat kulut sekä myynti- ja mainoskulut tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista (38 %) lähellä verrokkiyhtiöiden eli mm. Rauten (40 %) ja Robitin (41 %) vastaavia lukuja. Johtopäätöksemme on, että Keslan kulurakenne on konepajayhtiölle tyypillinen eli melko jäykkä, minkä tulisi näkyä varsin voimakkaana operatiivisena vipuna.

Voimakas operatiivinen vipu, ainakin teoriassa

Keslan Metsäkoneetliiketoiminnan operatiivisen vivun (liiketuloksen muutos suhteessa liikevaihdon muutokseen) voimakkuutta mittaavassa, vuodet 2007-2019 käsittävässä regressiossa vipu on liikevaihdon relevantilla alueella (36-46 MEUR) 2,1x-3,1x eli vipu on voimakas. Vipu on esimerkiksi Rautella samaa luokkaa eli 1,7x-3,5x, mutta isommilla konepajoilla (Cargotec, Konecranes, Metso Outotec, Wärtsilä, Ponsse) mediaanitasolla vain 1,1x-1,2x. Historialluvut tukisivat käsitystä Keslan tuloksen hyvin vahvasta kasvusta liikevaihdon kasvaessa ja tietenkin myös päinvastoin. Päätelmää kuitenkin rasittaa Keslan tuloksen historiallisesti hieman epäjohtonmukainen käytös, mikä näkyy regressio matalana selityskertoimena ($R^2 = 42 \%$).

Kiinteätkin kulut joustavat, mutta matala peruskannattavuus on haaste

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

Historiallinen kehitys 2/3

Kesla Oyj:ssä oli tappiollinen (marginaali -4,3 %), mutta ei katastrofaalinen.

Huolimatta Keslan 'kiinteidenkin' kulojen kohtuullisesta joustavuudesta, merkitsee rakenteellisesti varsin alhainen kannattavuustaso yhtiön liiketuloksen painumista herkästi tappiolliseksi liikevaihdon laskiessa selvästi. Esimerkki tästä saatiin vuonna 2015, jolloin liikevaihdon lasku edellisestä vuodesta 11 %:lla johti raportoidun liikevoittomarginaalin laskuun oikaistusta 1,5 %:sta -3,1 %:iin. Em. vuonna Kesla kykeni sopeuttamaan henkilöstökulujaan suunnilleen liikevaihdon tahdissa (-9 %), mutta liiketoiminnan muut kulut alenivat selvästi vähemmän (-5 %).

Iso nettokäyttöpääoman rahoitustarve

Vuosina 2011-2019 Keslan yhteenlaskettu operatiivinen rahavirta on ollut 14,6 MEUR positiivinen ja rahavirta on ollut negatiivinen vain yhtenä vuonna (-0,2 MEUR vuonna 2014). Keslan liiketoimintamallista ja varsin pitkästä omasta arvoketjusta (mukaan lukien oma komponenttivalmistus) johtuen nettokäyttöpääoman ja etenkin varaston rahoitustarve on kuitenkin melko iso. Viime vuosina Keslan nettokäyttöpääoma on ollut suunnilleen 35 % liikevaihdosta kun kotimaisten listattujen konepajayhtiöiden vastaava luku on tyypillisesti 10-20 %. Kesla on kuitenkin onnistunut pitämään käyttöpääomaerien kiertajat varsin stabiileina ja koska kasvu on kokonaisuutena ollut maltillista, ei iso nettokäyttöpääoma ole erityisesti rasittanut Keslan rahavirtaa.

Kaikkiaan Keslan nettokäyttöpääoman vuosimuutos on vuosina 2011-2019 vaihdellut -2,8 MEUR:n (2019) ja +2,1 MEUR:n (2015) välillä.

Takavuosien investoinnit rasittivat kassaa

Vuosien 2013-14 7,3 MEUR:n investoinnit painoivat konsernin rahavirran investointien jälkeen yhteensä 6,3 MEUR negatiiviseksi. Investointien normalisoiduttua on konsernin rahavirta investointien jälkeen ollut 7,5 MEUR positiivinen vuodet 2015-2019 yhteenlaskettuna.

Taseessa edelleen vahvistamistarvetta

Konsernin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2019 lopussa 89 % ja omavaraisuusaste 40 %. Tasetta olivat alun perin rasittaneet vuosien 2013-2014 investoinnit, mutta viime vuosien positiivinen rahavirta näkyy taseen vahvistumisena: vielä vuoden 2015 lopussa nettovelkaantumisaste oli 141 % ja omavaraisuusaste 32 %. Velanhoitokyvyn mittaamisessa tärkeä nettovelat / oikaistu käyttökate -tunnusluku on parantunut vuoden 2017 lopun 3,9x:stä vuoden 2019 lopun 3,2x:een. Tästä huolimatta taseen tunnusluvut ovat edelleen vain tyydyttäviä.

Alkuvuosi 2020 koronavetoista vuoristorataa

Keslan vuosi 2020 alkoi vaisuissa merkeissä. Venäjän-kauppa oli hyvin vähäistä jo Q4'19:llä, minkä vuoksi vuoden alun tilauskanta oli 41 % vuotta aiempaa pienempi. Kesla myös antoi tuolloin tavanomaisen koko kalenterivuoden sijasta ohjeistuksen vain H1'20:lle, jonka liikevaihdon ja liikevoiton arveltiin jäävän alle H1'19:n tason. Kesla ilmoitti jatkavansa

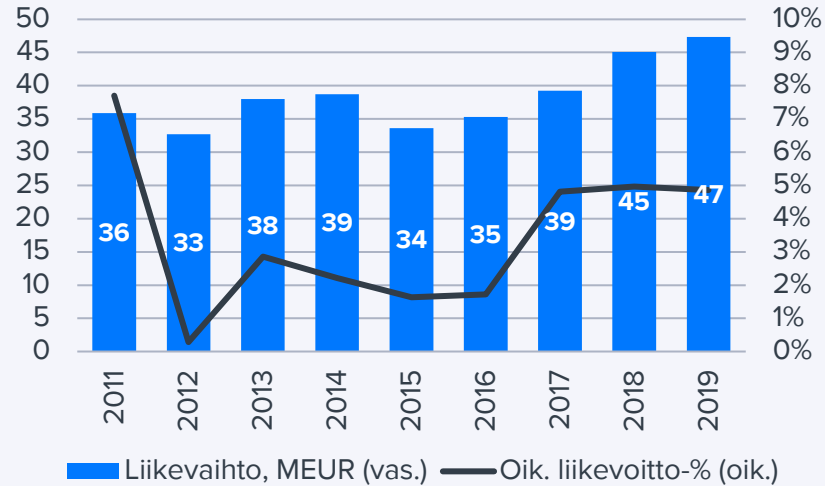
heikentyneen kysynnän takia sopeutuksia mm. lomautuksin koko H1'20:n ajan.

Yhtiön Q1'20-tilauskertymä laski 25 % v/v ja liikevaihto 18 % v/v, mutta sopeutusoimet purivat hyvin ja liikevoitto pysyi hienokseltaan positiivisena. Q1-raportissaan Kesla odotti H1'20-liikevaihdon jäävän jäävän selvästi edellisvuodesta ja liikevoiton vajoavan tappiolliseksi. Tämä arvio osoittautui kuitenkin liian varovaiseksi ja yhtiö antoi heinäkuun alussa positiivisen tulosvaroituksen, jonka mukaan H1'20:n liikevoitto onkin hieman positiivinen. Q2'20:n tilauskertymä oli koronapandemian vuoksi hyvin heikko (-38 % v/v) ja myös liikevaihto putosi reippaasti (-22 % v/v), mutta kulukarsintakin onnistui: henkilöstökulut laskivat 21 % v/v ja liiketoiminnan muut kulut 31 % v/v. Viime mainittuihin kuuluvat mm. markkinointi- ja matkakulut, jotka olivat pandemian vuoksi hyvin alhaiset.

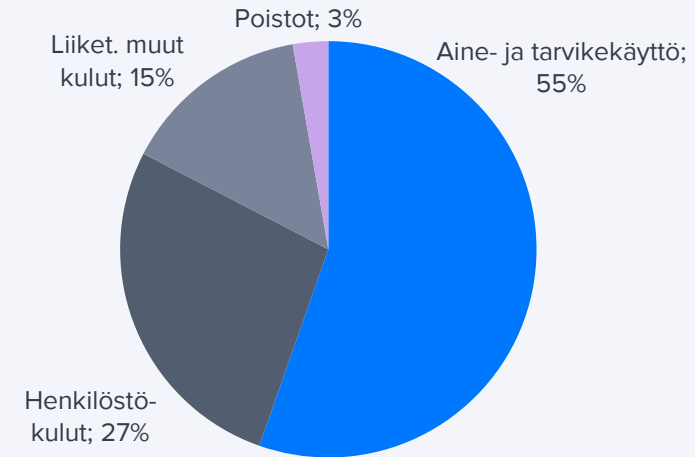
Keslan Q3'20-tilauskertymä nousi +9 % v/v. Tilaukset kasvoivat leveällä rintamalla kun sekä auto- ja teollisuusnostureiden että traktorivarusteiden tilaukset kasvoivat selvästi. Myös puunkorjuuketjun laitteiden kysynnän piristymisestä saatiin vahvoja viitteitä kvartaalin loppua kohden. Kvartaalin liikevaihto laski kuitenkin vielä selvästi (-19 % v/v) ja liiketulos painui heikon elokuun vuoksi tappiolle. Ongelmana elokuussa oli tuotannon ylösajovaiheen työkuorman optimoiminen ja tähän liittyvä ajoittainen yliresursointi sekä NOSTE-hankkeeseen liittyvän LEAN-kokoonpano-tuotannon koulutuksen ja ylösajon kulut.

Historiallinen kehitys 3/3

Metsäkoneiden liikevaihto ja liikevoitto-%



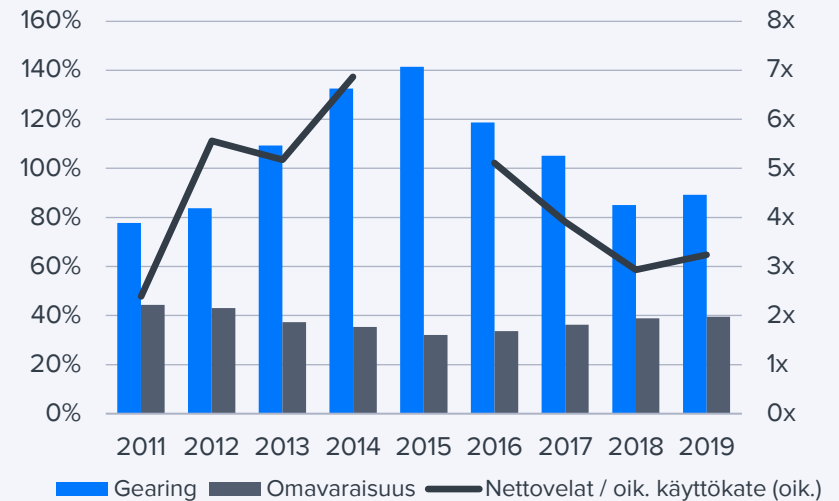
Kulurakenne, 2019



Taserakenne 30.6.2020



Velkamittarit 2011-2019



Ennusteet 1/3

Kasvuennusteen taustaoletukset

Olemme laatineet eksplisiittiset tulosennusteet vuosille 2020-2023. Liikevaihtoennusteidemme taustalla on seuraavat oletukset:

- Aiemmin esillä olleen markkinaennusteemme mukainen Keslan kohdemarkkinan noin 3 %:n pitkän aikavälin vuosikasvu muodostaa pohjan liikevaihtoennusteellemme. On kuitenkin muistettava, että puunkorjuuketjun koneiden myynti on tätä kehitystä selvästi syklistempää. Uskomme jo lähtökohtaisesti vaisun metsäkonesuhdanteen sekä koronapandemian painavan vuoden 2020 liikevaihdon selvään laskuun, mutta nousu kuopasta on varsin nopeaa jo 2021. Kertyneet kysyntäpaineet näkyvät vahvana kasvuna vielä vuonna 2022, jonka jälkeen kasvu normalisoituu. Kaikkiaan ennusteemme vuosien 2020-2023 liikevaihdon muutokseksi vaihtelevat -19 %:n (2020e) ja +14 %:n (2021e) välillä.
- Emme ennakoit muutoksia Keslan nykyiseen globaaliin markkinaosuuteen keskeisissä segmenteissä (15-16 % harvesterikourien ja metsäkoneenostureiden vapaalla markkinalla sekä 4-8 % hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranoistureissa).

NOSTE-hanke parantaa selvästi kannattavuutta pitkällä aikavälillä

Aiemmin sivulla 10 käsitellyllä NOSTE-hankkeella tulee onnistuneesti toteutettuna olemaan merkittävä positiivinen vaikutus Keslan

kannattavuuteen. Kaikkiaan 5 MEUR:n investoinnin pääosa kohdistuu vuosiin 2020 (arviolta 1,2 MEUR) ja 2021 (3,0 MEUR; molemmat luvut ennen ELY-avustuksen vaikutusta). Investoinnin ylösajo tapahtuu vaiheittain, alkaen arviolta Q2-Q3'21. Myös säästöt kertyvät vaiheittain ja niiden lähteenä ovat lyhyemmät läpimenoajat, työvaiheiden väheneminen (mm. vähemmän osien yhteensopivuuteen liittyvää jälkityöstöä) ja jonkin verran pienentyvät henkilöstökulut. Olemme arvioineet bruttosäästöiksi 0,1-0,2 MEUR v. 2021, 0,4 MEUR v. 2022 ja 0,9 MEUR vuodesta 2023 eteenpäin. Investoinnin seurauksena myös poistot kasvavat 0,4-0,5 MEUR:illa vuodessa eli varsinaiseksi tulosparannukseksi tulee arviomme mukaan reilu 0,4 MEUR vuodesta 2023:sta eteenpäin. Luku voi kuulostaa pieneltä, mutta se vastaa kuitenkin lähes 20 %:sta Keslan vuoden 2019 oikaistua liiketulosta. Näillä oletamuksilla investoinnin takaisinmaksuaika on kohtuullinen 6 vuotta. Investoinnin tulosvaikutusta havainnollistava graafi on seuraavalla sivulla.

Kannattavuusennusteen muut taustaoletukset

Olemme huomioineet NOSTE-investoinnin edellä esitetyn mukaisesti Kesla-ennusteissamme. Muilta osin ennusteemme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Liiketoimintamix muuttuu vain vähän. Vuoden 2020 vaisun laitetilauuskertymän vuoksi kulutus- ja varaosien osuus liikevaihdosta nousee vuoden 2019 17 %:sta vuoden 2021 19 %:iin, mutta vakiintuu tämän jälkeen 17-18 %:n

tasolle.

- Kulurakenteessa tapahtuu vain pieniä muutoksia suhteessa vuoden 2019 lukuihin. Aine- ja tarvikkeikäytön osuus liikevaihdosta laskee toiminnan tehostumisen myötä vuoden 2019 54 %:sta vuoden 2023 52 %:iin. Henkilöstökulujen osuus käy vuosina 2020-2022 tavanomaista korkeammalla eli 27-30 %:ssa (2019: 26 %), mutta palaa vuonna 2023 26 %:iin em. investoinnin ja tehostamistoimien myötä. Voimakkaan operatiivisen vivun ansiosta liiketoiminnan muiden kulujen osuus alenee vuoden 2019 13,7 %:sta vuoden 2023 12,2%:iin. NOSTE-investoinnin vuoksi poistojen liikevaihto-osuus nousee vuoden 2019 2,6 %:sta vuoden 2023 3,2 %:iin.
- Vuosien 2020-2021 isojen investointien jälkeen investoinnit säilyvät ennustejaksoilla suunnilleen poistojen suuruksina 1,4-1,6 MEUR:ssa. On huomattava, että ennusteissamme Keslan saama ELY-avustus pienentää vielä vuoden 2022 nettoinvestointeja noin 1,0 MEUR:illa.
- Keslan lainoistaan maksama keskiporko on vuonna 2020 noin 1,8 % ennen kääntymistään hitaaseen nousuun yleisen korkotason myötä.
- Veroaste säilyy ennustejakson 20 %:ssa.

Ennusteet 2/3

Vuoden 2020 ennuste

Keslan vuodelle 2020 lokakuussa antaman ohjeistuksen mukaan tilikauden liikevaihdon odotetaan yltävän 38 MEUR:n tasolle, mikäli pandemia ei aiheuta materiaalisatavuuteen tai tuotantoprosesseihin häiriöitä. Konsernin liikevoiton odotetaan olevan noin 0,5 MEUR tilikaudella 2020. Tässä vaiheessa vuotta ennusteeseen liittyvä epävarmuus on melko pientä ja odotammekin vuodelta 2020 38,4 MEUR:n -19 % v/v liikevaihtoa ja 0,5 MEUR:n (marg. 1,3 %) liikevoittoa. Tilikauden EPS jää vaatimattomaksi 0,07 euroon.

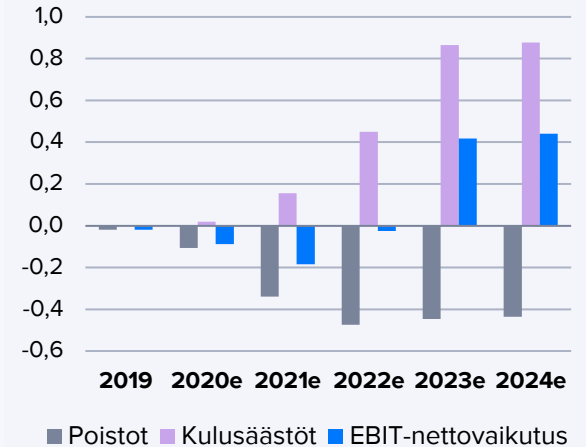
Vuosien 2021-2023 ennusteet

Vuoden 2021 globaalien talouden kasvuvauhdin tulisi olla varsin vauhdikas markkinoiden noustessa koronapandemian aiheuttamasta kuopasta. Epävarmuus on kuitenkin vielä suurta tehokkaan rokotteen markkinoilletulon ajoituksen, riittävyyden ja jakelun suhteen. Tuore PTT:n ennuste odottaa kotimaan metsäteollisuuden puunkäytön kasvavan 4 % v/v ja markkinahakkuiden 6 % v/v vuonna 2021. Vaikka kotimaa vastaakin vain reilusta 30 %:sta Keslan liikevaihtoa, uskomme samojen ajureiden ajavan globaaliakin kysyntää. Kuitenkin esimerkiksi Venäjän puunkorjuukonemarkkinoiden toipuminen näyttää nyt aiempia odotuksiamme nopeammalta. Lisäksi on muistettava konemarkkinan selvästi voimakkaampi sykliisyys suhteessa puunkorjuumarkkinaan. Ennustammekin Keslan vuoden 2021 liikevaihdon kasvuksi 14 % v/v jakautuen uusien koneiden 15

%:n ja kulutus- ja varaosien 9 %:n kasvuun. Vuoden 2021 epävarmuustekijöiden todennäköisesti poistuttua ja vertailutason ollessa edelleen melko matala odotamme Keslan liikevaihdon kasvun jatkuvan vauhdikkaana (+12 % v/v) vuonna 2022 etenkin uusien laitteiden kysynnän (+13 % v/v) vetämänä. Tämän jälkeen odotamme kasvun rauhoittuvan mutta olevan edelleen hyvällä tasolla vuonna 2023 (+5 % v/v). Vaikka vuosien 2021-2023 kasvuennusteemme ovatkin voimakkaita (CAGR = 10 % p.a.), on vuosien 2020-2023 keskimääräinen kasvuvauhti vain 2 % p.a. verrattuna perusvuoteen 2019. Tämä tahti on jopa hitaampi kuin aiemmin esittämämme kohdemarkkinan pitkän aikavälin 3 %:n p.a. keskimääräinen kasvuvauhti.

Liikevaihdon kasvu ja Keslan voimakas operatiivinen vipu saa EBIT-marginaalin selvään nousuun vuonna 2021 (3,6 %). NOSTE-hanke rasittaa vielä vuoden 2021 marginaalia poistojen kasvun ylittäessä syntyneet kulusäästöt ja ilman NOSTE-hanketta vuoden 2021 EBIT-marginaali olisikin 4,1 %. Vuonna 2022 NOSTE-hankkeen nettovaikutus EBIT-marginaaliin on melko neutraali ja ennusteemme konsernin ko. vuoden marginaaliksi on 4,5 %. Vuosien 2021-2022 marginaaliennusteitamme voi verrata vuosien 2018 ja 2019 oikaistuihin EBIT-marginaaleihin, jotka olivat vastaavasti 5,3 % ja 4,9 %. NOSTE-hankkeen positiivinen vaikutus tulee kunnolla näkyviin vuonna 2023, jonka EBIT-marginaaliennusteemme on 6,0 % ja tässä on NOSTEen vaikutusta 0,8 %-yksikköä.

NOSTE-hankkeen tulosvaikutus 2019-2024e, MEUR



Ennusteet 3/3

Em. ennusteita vastaavat EPS-ennusteemme ovat 0,33 euroa (2021), 0,46 euroa (2022) ja 0,67 euroa (2023). Vuoden 2019 oikaistun EPS:n tasolle päästään siten ennusteessamme vasta vuonna 2022. Kokonaisuutena ennusteidemme mukainen tuloksen vuosikasvu (CAGR) vuosina 2020-2023 on kuitenkin ripeä 11 %.

Vaikka markkinaepävarmuus, käynnissä oleva NOSTE-investointiohjelma sekä yli tavoitetason oleva velkaantumisaste jatkuvatkin, uskomme Keslan maksavan kaikilta ennustevuosilta kohtuullista osinkoa ja vuoden 2020 osinkosuhte kohoavaksi (69 %). Tämän jälkeenkin odotamme osinkosuhteen pysyvän yli tavoitellun 40 %:n tason eli olevan 44-45 % vuosina 2021-2023.

NOSTE-investointi aiheuttaa Keslan vapaaseen rahavirtaan notkahduksen vuonna 2021, jolloin se on ennusteessamme -2,8 MEUR, mutta nousee tämän jälkeen nopeasti (+0,7 MEUR v. 2022; +2,2 MEUR v. 2023). Ennusteissamme Keslan nettovelkaantumisaste laskee hieman eli vuoden 2020 76 %:sta vuoden 2023 71 %:iin mutta pysyy edelleen etäällä tavoitellusta <50 %:n tasosta. Omavaraisuusaste pysyttelee koko ennustejakson lähellä tavoiteltua >40 %:n tasoa ja nousee ennustejakson lopussa 44 %:iin. Tämä antaisi tilaa hieman ennustettamme avokätisemmällekin osingonjaolle, mutta toimiala on kuitenkin syklinen ja edellyttää puskureita taseessa.

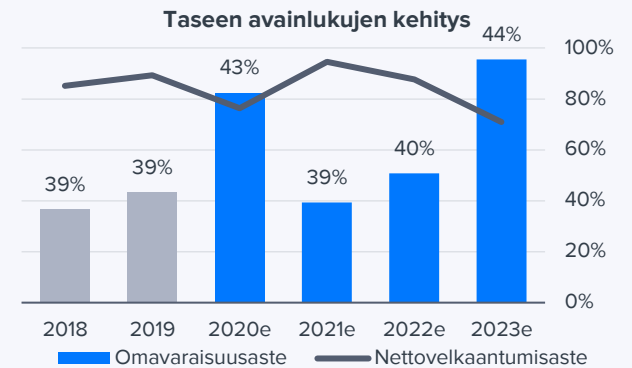
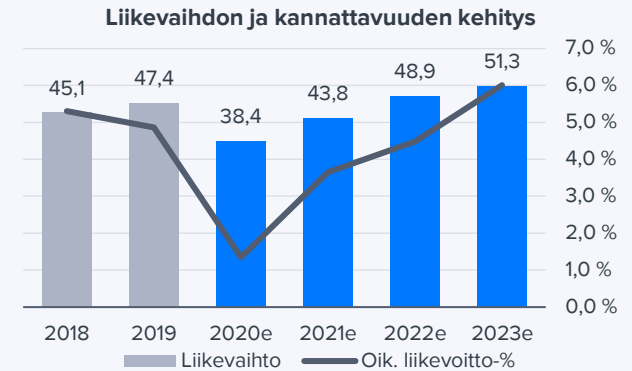
Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Keslalta keskimäärin 3,3 %:n liikevaihdon vuosikasvua 2024-2029 terminaalikasvun ollessa 2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 5,4-5,9 %:ssa terminaalmarginaalin ollessa 5,4 %. Luku on melko selvästi korkeampi kuin Metsäkoneet-liiketoiminnan vuosien 2010-2019 oikaistujen liikevoittomarginaalien mediaani (3,8 %), mutta pyrkii huomioimaan strategian mukaiset kannattavuuden parannustoimet ja etenkin NOSTE-hankkeen vaikutuksen.

Pääosin positiivisia ennustemuutoksia

Suhteessa aiempiin ennusteisiimme olemme leikanneet vuoden 2020 liikevaihtoennustettamme 3 %:lla ja liikevoittoennustettamme 41 %:lla. Molempiin ennustealennuksiin on syynä elokuisen tuotannon ylösajovaiheen ongelmat. Liikevoittoennusteen prosentuaalisesti merkittävä leikkaus johtuu absoluuttisen luvun pienyydestä. Olemme kuitenkin nostaneet vuosien 2021-2023 liikevaihtoennusteitamme 6 %:lla odottaessamme nyt positiivisen markkinakäänteen tapahtuvan edellistä arviotamme aiemmin samalla kun signaalit Venäjän puunkorjuuketjun koneiden markkinasta ovat aiempaa positiivisempia.

Keslan keskeisimmät luvut



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	45,1	47,4	10,4	9,4	8,1	10,5	38,4	11,0	11,0	9,6	12,2	43,8	48,9	51,3
Kesla	45,1	47,4	10,4	9,4	8,1	10,5	38,4	11,0	11,0	9,6	12,2	43,8	48,9	51,3
Käyttökate	3,4	2,9	0,4	0,4	0,1	0,8	1,7	0,8	0,7	0,6	1,0	3,1	3,7	4,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-1,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	2,3	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,6	1,6	2,2	3,1
Liikevoitto	2,2	1,6	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,6	1,6	2,2	3,1
Kesla	2,2	1,6	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,6	1,6	2,2	3,1
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Tulos ennen veroja	1,9	1,3	0,1	0,1	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,5	1,4	1,9	2,8
Verot	-0,5	-0,1	-0,04	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,2	0,03	0,1	-0,2	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	1,1	1,6	2,3
EPS (oikaistu)	0,40	0,45	0,010	0,02	-0,07	0,11	0,07	0,08	0,07	0,05	0,13	0,33	0,46	0,67
EPS (raportoitu)	0,36	0,28	0,010	0,02	-0,07	0,11	0,07	0,08	0,07	0,05	0,13	0,33	0,46	0,67

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	5,1 %	-18,3 %	-22,1 %	-18,8 %	-16,3 %	-18,8 %	5,9 %	17,3 %	18,0 %	15,5 %	13,9 %	11,6 %	4,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	62,5 %	-3,7 %	-86,3 %	-82,8 %	-127,5 %	-1557,3 %	-77,6 %	198,1 %	193,1 %	-243,5 %	26,3 %	209,4 %	36,9 %	40,8 %
Käyttökate-%	7,6 %	6,0 %	4,3 %	3,9 %	1,1 %	7,7 %	4,5 %	6,9 %	6,4 %	6,8 %	7,9 %	7,0 %	7,5 %	9,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,3 %	4,9 %	1,3 %	1,2 %	-2,4 %	4,4 %	1,3 %	3,5 %	3,1 %	2,9 %	4,8 %	3,7 %	4,5 %	6,0 %
Nettotulos-%	2,7 %	2,0 %	0,3 %	0,7 %	-2,8 %	3,6 %	0,6 %	2,5 %	2,1 %	1,9 %	3,5 %	2,6 %	3,2 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	9,0	9,0	10,1	12,6	12,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8
Käyttöomaisuus	7,7	7,5	8,5	10,8	10,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	22,9	23,8	19,2	21,8	24,2
Vaihto-omaisuus	15,2	16,3	13,2	14,9	16,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,5	7,0	5,6	6,4	7,2
Likvidit varat	0,7	0,5	0,4	0,4	0,5
Taseen loppusumma	31,9	32,8	29,3	34,3	36,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	12,4	12,9	12,4	13,4	14,4
Osakepääoma	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kertyneet voittovarot	10,2	10,7	10,5	11,4	12,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,8	10,3	8,0	10,2	10,2
Laskennalliset verovelat	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	4,4	8,8	6,9	9,1	9,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	13,8	9,6	8,9	10,7	11,5
Lainat rahoituslaitoksilta	6,8	3,2	3,0	4,0	4,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,9	6,4	5,9	6,8	7,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,9	32,8	29,3	34,3	36,2

Arvonmääritys ja suositus 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

Keslan osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle ja sen suhteeseen osakkeen riskiin. Muut käyttämämme menetelmät ovat arvostuskerroinvertailu verrokkiryhmään sekä Keslaan omiin historiallisiin kertoimiin ja tämän lisäksi kassavirtamalli (DCF).

Arvostuksen positiiviset tekijät

Näkemyksemme mukaan Keslan hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- **Kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvu.** Kasvua tukevat puunkorjuuvolyymien pitkän aikavälin kasvu mm. rakentamisen ja pakkaustarviketeollisuuden kasvun myötä sekä edelleen etenevä puunkorjuun koneellistuminen.
- **Hyvä markkina-asema valituilla segmenteillä.** Huolimatta melko pienestä koostaan Kesla on valituilla tuotealueillaan pääsääntöisesti viiden suurimman toimijan joukossa.
- **Partnerivetoisen kasvun tarjoama potentiaali.** Keslalla on hyvät mahdollisuudet kasvaa maantieteellisesti ja kohtuullisen pienellä riskillä yhteistyössä Valtra/AGCO:n, Sumitomon ja Dalby TechMatin kanssa.

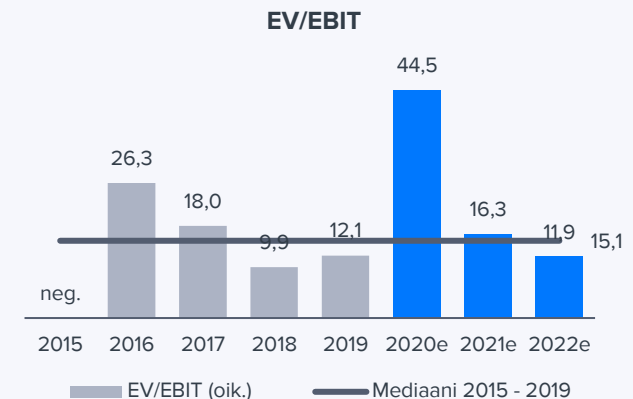
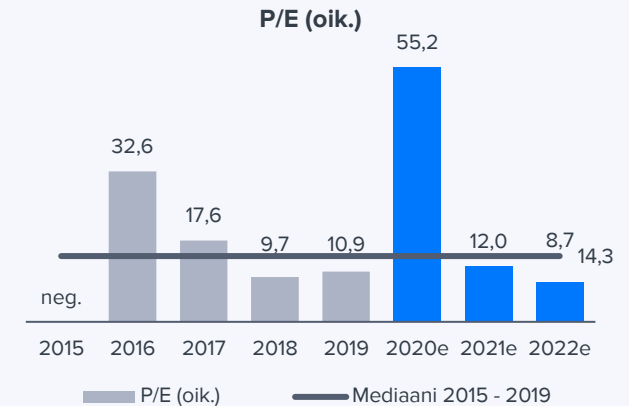
- **NOSTE-hanke parantaa peruskannattavuutta.** Käynnissä oleva automatisointihanke NOSTE tulee kohottamaan selvästi Keslan kannattavuustasoa mikäli hankkeelle asetetut tavoitteet saavutetaan.

Arvostuksen negatiiviset tekijät

Arviomme mukaan Keslan osakkeen arvostusta etenkin suhteessa keskivertoverrokkeihin rasittavat seuraavat tekijät:

- **Pieni koko.** Kesla on pieni yhtiö (verrokkiryhmän yhtiöiden vuoden 2019 mediaaniliikevaihto on 50-kertainen Keslaan verrattuna), ja sitä ei myöskään markkinoilla pidetä ns. kasvuyhtiönä. Keslan osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Tuloksen volatiliteetti.** Olemme aiemmin käsitelleet Keslan tuloksen historiallisesti suurta ja verrokkiryhmää selvästi voimakkaampaa tulosheilahtelua, mihin liittyvä korkeampi riskipreemio painaa osakkeen arvostustasoa.
- **Osakkeen melko ohut likviditeetti.** Suhteellinen likviditeetti viimeisen 12 kk:n aikana on 30 %, kun se mm. Cargotecilla on 118 % ja Konecranesilla 135 %. Tosin likviditeetti oli Rautella vain 21 % ja Robitilla 43 %. Likviditeetin puute karkottaa joitakin sijoittajia ja heijastuu arvostukseen.

Kerroinpohjainen arvostus



Arvonmääritys ja suositus 2/2

- **Ostokohdepotentiaalin poissaolo.** Keslan omistusrakenne tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisän.

Riskikorjattu kokonaistuotto on houkutteleva

Keslan osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisätynä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan 13-15 %. Lukua nostaa vuosien 2021-2022 nopea EPS:n kasvu vuoden 2020 0,07 eurosta vuoden 2022 0,67 euroon. Olemme arvioineet vuoden 2022 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 10,5x, jossa on 10 % diskonttoa verrokkiryhmän mediaaniin ja joka on mielestämme riittävän lähellä myös osakkeen omia historiallisia arvostustasoja esim. vuosina 2018-2019. Keslan osakkeen riskiprofiili on aiemmin mainituista negatiivisista arvostustekijöistä johtuen keskivertoa korkeampi, mutta tästä huolimatta osakkeen kokonaistuotto ylittää varsin selvästi tuottovaatimuksen ja riskikorjattu kokonaistuotto on siten houkutteleva.

Suhteellinen arvostus indikoi lievää nousuvaraa

Keslan osakkeen arvostusvertailussa ongelmia aiheuttaa yhtiön koko. Edes lähellä samaa suuruusluokkaa olevia listattuja verrokkiyhtiöitä, joilla lisäksi olisi mielekkäät konsensusennusteet on hyvin vähän. Tämän vuoksi

vertailuryhmän ydin koostuu Keslaa selvästi kookkaammista yhtiöistä.

Vuoden 2020 lähetessä jo loppuaan ja oltua toimintaympäristöltään hyvin poikkeava, pidämme verrokkiarvostuksen painopisteen vuosien 2021 ja 2022 arvostuskertoimissa. Koska markkinatilanteen odotetaan normalisoituvan, laskevat verrokkiryhmän mediaaniarvostuskertoimet varsin nopeasti vuosien 2021 ja 2022 ennusteilla ja vuoden 2022 osalta verrokkien mediaanitaso P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia (vastaavasti 12x ja 8x) voidaan jo pitää matalina. Keslan osakkeen tämänhetkinen diskontto verrokkien mediaaniin on vuosien 2021-2022 P/E-kertoimilla 25-28 % ja EV/EBITDA-kertoimilla 4-9 %. Näiden lukujen perusteella Keslan osake on keskimäärin noin 15 % diskontolla suhteessa verrokkeihin. Jos asetamme Keslan osakkeen hyväksyttäväksi arvostusdiskontoksi 10 %, on osake verrokkeihin nähden tämäkin huomioituna lievästi aliarvostettu. Keslan arvostuskertoimien potentiaalia arviotaessa on myös huomattava, että verrokkienkin arvostuskertoimet tulevat todennäköisesti nousemaan makrotalouteen liittyvien riskien pienentyessä.

DCF-arvo 5,0 euroa / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena on herkkyyys terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksille, minkä vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Käsittelimme näitä oletuksia jo aiemmin (s. 36).

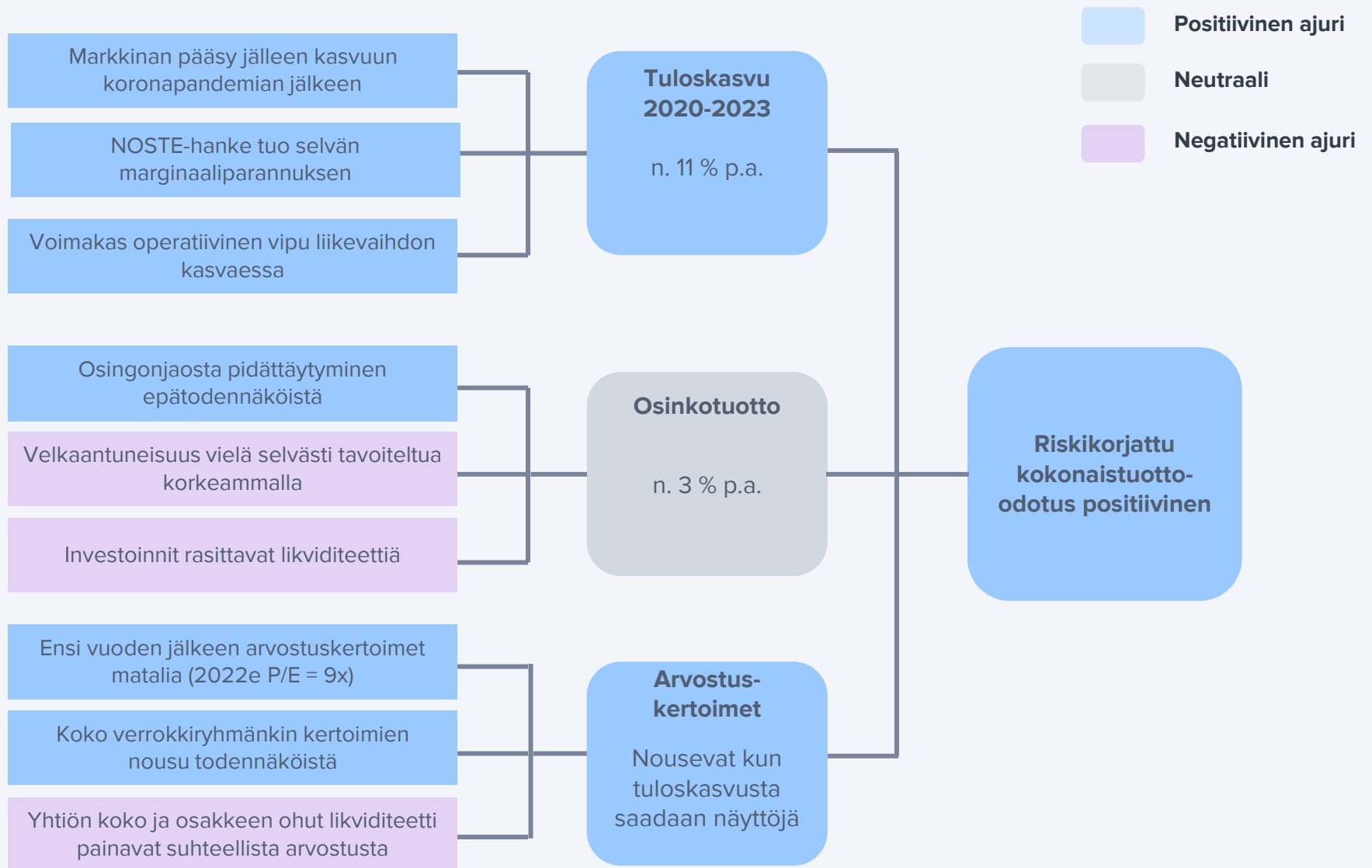
Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 8,3 % ja oman pääoman kustannus 10,6 %. Näillä oletuksilla Keslan osakkeen DCF-arvo on noin 5,0 euroa, mikä indikoi noin 25 %:n nousuvaraa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea (64 %), mutta tämä johtuu NOSTE-hankkeeseen liittyvien ylimääräisten nettoinvestointien (kaikkiaan -3,4 MEUR) painottumisesta lähivuosiin vastaavien hyötyjen syntyessä pidemmällä aikavälillä. Ilman NOSTE-investointeja terminaalijakson painoarvo mallissa olisi 57 % eli lähellä neutraalia.

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme osakkeen tavoitehinnan 4,60 (aik. 4,00) euroon ja suosituksemme lisää-tasolle riskikorjatun kokonaistuoton ollessa houkutteleva. Myös muut käyttämämme arvostusmenetelmät tukevat käsitystä osakkeen tämänhetkisestä ainakin lievästä aliarvostuksesta. Tavoitehinnallamme osakkeen vuoden 2021 P/E-luku olisi 14x eli edelleen noin 15 % verrokkeja alempana ja saman vuoden EV/EBITDA (8x) linjassa verrokkien kanssa.

Lähiaikojen positiivisia kurssiajureita ovat todennäköisesti tiedot alustakonemarkkinan virkistymisestä ja metsäsektorin tilanteen kohenemisestä etenkin Venäjällä. Riskit liittyvät koronapandemian pitkittymiseen ja sen makrotaloudellisiin vaikutuksiin sekä viivytykset tai pettymykset NOSTE-hankkeen etenemisessä ja tavoitteiden saavuttamisessa.

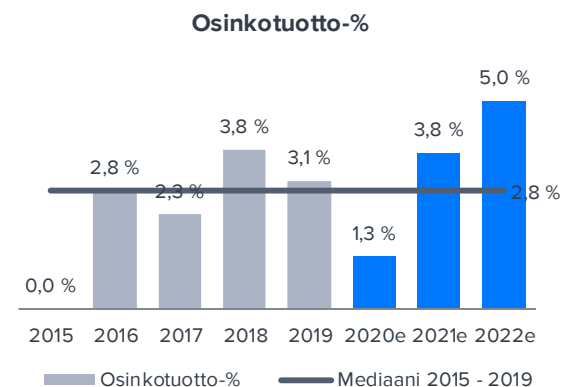
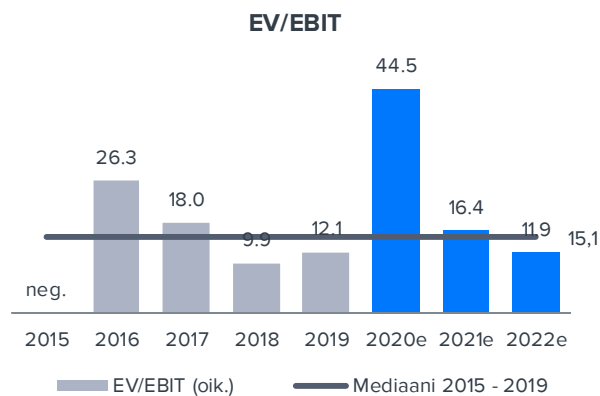
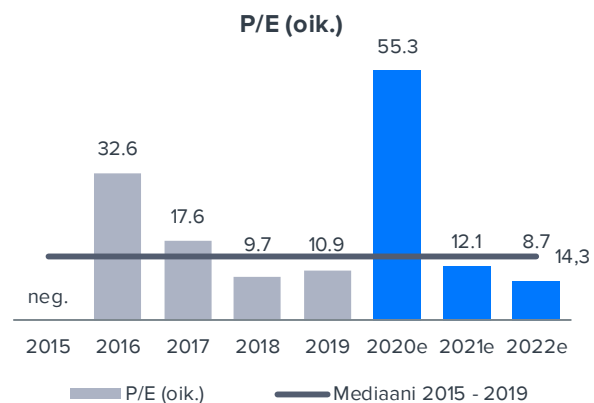
Osaketuoton ajurit 2020e-2023e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,61	3,52	4,40	3,90	4,86	3,99	3,99	3,99	3,99
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	8,8	12	15	13	16	13	13	13	13
Yritysarvo (EV)	24	25	26	24	28	23	26	26	25
P/E (oik.)	neg.	32,6	17,6	9,7	10,9	55,3	12,1	8,7	6,0
P/E	neg.	32,6	17,6	11,0	17,3	55,3	12,1	8,7	6,0
P/Kassavirta	3,4	5,0	7,4	8,4	neg.	4,6	neg.	18,7	6,2
P/B	0,8	1,1	1,3	1,1	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	43,0	9,8	9,0	6,9	9,8	13,4	8,5	7,1	5,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	26,3	18,0	9,9	12,1	44,5	16,4	11,9	8,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	92,7 %	40,0 %	42,2 %	53,4 %	69,3 %	45,4 %	43,6 %	44,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	2,3 %	3,8 %	3,1 %	1,3 %	3,8 %	5,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Ponsse Oyj	28,45	792	831	12,9	11,4	9,5	8,7	1,3	1,2	16,3	14,3	1,5	2,4	2,9
Cargotec Oyj	29,82	1715	2597	10,9	9,1	7,5	6,6	0,8	0,7	12,3	10,6	3,7	3,7	1,4
Konecranes Abp	27,50	2231	2995	12,0	10,0	8,0	7,2	0,9	0,9	13,6	11,4	4,0	4,2	1,7
Raute Oyj	20,20	66	48	8,0	5,3	5,0	4,0	0,4	0,3	19,4	12,4	4,9	5,6	2,0
Robit Plc	2,15	46	70	17,6	11,7	7,8	6,4	0,7	0,6	21,7	11,4		2,3	0,9
CNH Industrial NV	7,07	9880	26491	27,1	19,3	13,5	12,0	1,3	1,2	16,9	11,5	0,8	1,9	1,7
Palfinger AG	21,10	790	1355	11,0	9,1	6,8	6,0	0,8	0,8	11,9	9,5	1,6	2,6	1,2
Wacker Neuson SE	cord could not be	1227	1660	11,4	9,3	6,9	6,0	0,9	0,9	13,7	10,2	1,6	3,1	0,9
Haulotte Group SA	4,00	134	321	28,1	15,5	10,0	7,9	0,7	0,6	23,6	11,3	0,7	1,2	0,5
Deere & Co	232,99	63296	97267	31,6	25,1	19,5	16,5	3,5	3,3	22,9	18,8	1,3	1,4	5,1
AGCO Corp	81,10	5231	6406	13,2	11,8	8,9	8,1	0,8	0,8	16,2	14,1	0,9	0,8	2,0
Terex Corp	25,46	1567	2198	16,2	10,8	12,2	9,0	0,8	0,7	26,0	12,7	0,5	0,9	2,2
Caterpillar Inc	162,41	76982	102178	21,8	17,9	15,8	14,2	2,7	2,5	22,7	17,9	2,4	2,7	6,9
Kesla (Inderes)	3,99	13	23	16,4	11,9	8,5	7,1	0,6	0,5	12,1	8,7	3,8	5,0	1,0
Keskiarvo				17,1	12,8	10,1	8,7	1,2	1,1	18,3	12,8	2,0	2,5	2,3
Mediaani				13,2	11,4	8,9	7,9	0,8	0,8	16,9	11,5	1,6	2,4	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				24 %	5 %	-4 %	-9 %	-30 %	-34 %	-28 %	-25 %	142 %	107 %	-42 %

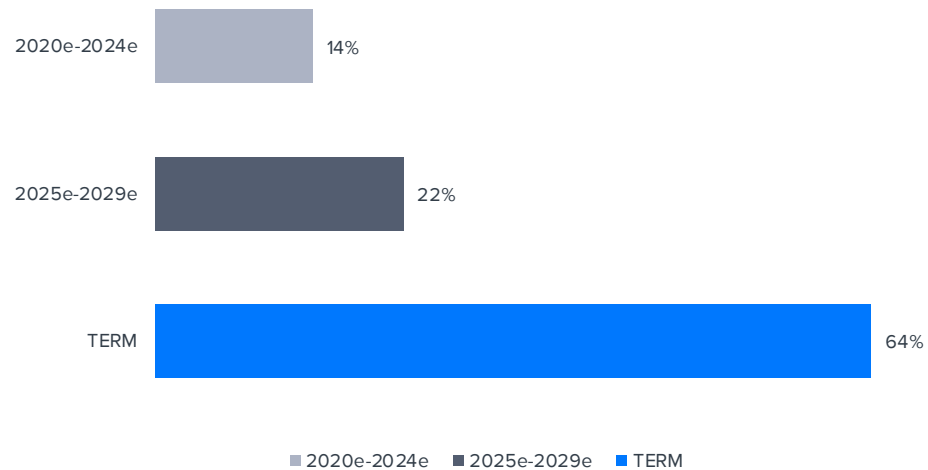
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

-17 %

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	1,6	0,5	1,6	2,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,7	4,0	-1,7	-1,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	0,7	5,6	1,1	1,6	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	3,9	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-2,4	-3,9	-0,9	-1,3	-1,5	-1,6	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,1	2,9	-2,8	0,7	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	
+/- Muut	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	2,9	-2,8	0,7	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	38,4
Diskontattu vapaa kassavirta		2,9	-2,6	0,6	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,0	18,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		29,0	26,1	28,7	28,1	26,4	24,9	23,5	22,1	20,8	19,6	18,5
Velaton arvo DCF		29,0										
- Korolliset velat		-12,0										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		16,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	42,7	45,1	47,4	38,4	43,8	EPS (raportoitu)	0,25	0,36	0,28	0,07	0,33
Käyttökate	3,0	3,4	2,9	1,7	3,1	EPS (oikaistu)	0,25	0,40	0,45	0,07	0,33
Liikevoitto	1,5	2,2	1,6	0,5	1,6	Operat. kassavirta / osake	0,42	0,94	0,22	1,66	0,32
Voitto ennen veroja	1,0	1,9	1,3	0,3	1,4	Vapaa kassavirta / osake	0,60	0,46	-0,10	0,86	-0,84
Nettovoitto	0,7	1,2	1,0	0,2	1,1	Omapääoma / osake	3,40	3,65	3,81	3,67	3,95
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	-0,7	0,0	0,0	Osinko / osake	0,10	0,15	0,15	0,05	0,15

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	31,2	31,9	32,8	29,3	34,3	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	6 %	5 %	-19 %	14 %
Oma pääoma	11,5	12,4	12,9	12,4	13,4	Käyttökateen kasvu-%	15 %	16 %	-17 %	-40 %	79 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	55 %	63 %	-4 %	-78 %	209 %
Nettovelat	11,5	10,5	11,5	9,5	12,6	EPS oik. kasvu-%	132 %	61 %	11 %	-84 %	358 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	6,9 %	7,6 %	6,0 %	4,5 %	7,0 %
Käyttökate	3,0	3,4	2,9	1,7	3,1	Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	5,3 %	4,9 %	1,3 %	3,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-0,2	-1,7	4,0	-1,7	Liikevoitto-%	3,4 %	5,0 %	3,4 %	1,3 %	3,7 %
Operatiivinen kassavirta	1,4	3,2	0,7	5,6	1,1	ROE-%	7,5 %	10,1 %	7,5 %	1,9 %	8,7 %
Investoinnit	0,6	-1,4	-1,2	-2,4	-3,9	ROI-%	6,1 %	9,5 %	6,7 %	2,2 %	6,6 %
Vapaa kassavirta	2,0	1,6	-0,3	2,9	-2,8	Omavaraisuusaste	37,2 %	38,9 %	39,5 %	42,6 %	39,1 %
						Nettovelkaantumisaste	100,4 %	85,2 %	89,4 %	76,4 %	94,6 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Kärkkäinen Veli-Matti	11,9 %	EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Paajanen Esko	5,3 %	EV/EBITDA (oik.)	9,0	6,9	9,8	13,4	8,5
Kärkkäinen Paula	5,3 %	EV/EBIT (oik.)	18,0	9,9	12,1	44,5	16,4
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,4 %	P/E (oik.)	17,6	9,7	10,9	55,3	12,1
Etelä-Pohjanmaan Turve Oy	4,1 %	P/B	1,3	1,1	1,3	1,1	1,0
Thomasset Oy	3,6 %	Osinkotuotto-%	2,3 %	3,8 %	3,1 %	1,3 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.5.2018	Vähennä	4,40 €	4,60 €
8.8.2018	Lisää	5,20 €	4,74 €
18.9.2018	Lisää	5,20 €	4,58 €
7.1.2019	Vähennä	4,20 €	4,26 €
8.2.2019	Vähennä	4,40 €	4,30 €
24.4.2019	Vähennä	4,50 €	4,62 €
9.8.2019	Vähennä	4,60 €	4,40 €
19.9.2019	Vähennä	4,80 €	5,15 €
23.10.2019	Vähennä	5,20 €	5,30 €
12.11.2019	Vähennä	5,00 €	5,05 €
21.1.2020	Vähennä	4,90 €	4,84 €
7.2.2020	Vähennä	4,50 €	4,62 €
21.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,78 €
24.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,42 €
10.7.2020	Vähennä	3,50 €	3,88 €
5.8.2020	Vähennä	4,00 €	4,17 €
27.10.2020	Lisää	4,60 €	3,99 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**