

KALMAR

30.1.2026 8.00 EET



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Laadukasta liiketoimintaa kasvavilla markkinoilla

Megatrendien odotetaan tukevan Kalmarin kohdemarkkinoiden kehitystä, ja arvioimme yhtiön asemoituneen näihin hyvin. Ennustamme yhtiön pääsevän kiinni selkeään tuloskasvuun lähivuosina markkinatilanteen asteittaisen vahvistumisen kautta. Osakkeen arvostus on järkevällä tasolla, mutta ennustamamme tuloskasvu nostaa mielestämme laadukkaasti yhtiön riskikorjatun tuotto-odotuksen riittävän houkuttelevaksi. Tämän myötä toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 47 euroon (aik. 39 €) heijastellen pidemmän aikavälin ennustenostoa sekä hyväksymäämme arvostukseen tekemiämme tarkistuksia.

Johtava markkina-asema toimialalla

Kalmar on raskaiden materiaalien käsittelylaitteita toimittava ja huoltava teknologiayhtiö. Yhtiö tarjoaa laajan valikoiman tuotteita sekä palveluita useiden asiakastoimialojen tarpeisiin. Maantieteellisesti katsottuna sen tärkeimmät markkinat ovat Eurooppa ja USA. Kalmarin liikevaihdosta noin 2/3 muodostuu suhdanteille herkemmästä laiteliiketoiminnasta, kun taas loput vakaammista palveluista. Viime vuosien pehmeämmästä markkinatilanteesta huolimatta yhtiö on pystynyt säilyttämään hyvän kannattavuustasonsa ja yltänyt korkeaan pääoman tuottoon (vrt. raportoitu ROCE-% Q3'25 LTM: 20,8 %).

Markkinoiden kasvua tukevat megatrendit

Yhtiön kohdemarkkinoiden on ennustettu kasvavan 4-5 %:n vuosivauhtia vuosien 2024–2028 välillä, ja tälle vuodelle eri markkinaindikaattorit povaavat kohtuullista kasvua. Markkinoiden kasvua ajavat megatrendit, kuten laitekannan sähköistyminen ja automaation kasvu sekä logistiikkaketjujen muutokset. Nähdäksemme Kalmar on asemoitunut trendeihin hyvin omassa tarjonnassaan, tuotekehityksessään sekä strategiassaan (mm. täyssähköinen tuotetarjonta, digitaaliset palvelut sekä autonomiset ja käyttäjäavusteiset ratkaisut). Tuoteinnovaatioiden lisäksi Kalmarin strategisina painopisteinä

ovat palveluliiketoiminnan kasvattaminen sekä liiketoiminnan suorituskyvyn kehittäminen (Driving Excellence -ohjelma), jotka ovat myös keskeisessä roolissa yhtiön kannattavuustavoitteiden saavuttamisessa (2028 oik. EBIT-% 15 %, ROCE-% > 25 %).

Odotamme Kalmarin yltävän hyvään tuloskasvuun lähivuosina (EPS CAGR Q3'25–2028 ~10 %) kysyntätilanteen piristymisen tuoman operatiivisen vivun, palveluliiketoiminnan kasvun sekä suorituskykyohjelmien kautta. Ennustamme kannattavuuden kehityksen olevan nousujohteista, vaikka emme oleta yhtiön yltävän täysin tavoitteisiinsa (2028e EBIT-%: 14,1 %, ROCE-% 26,3 %). Lähivuosien ennusteemme ovat lähes ennallaan, mutta olemme nostaneet hieman pidemmän aikavälin ennusteitamme. Näiden taustalla on arviomme siitä, että talouden pitkittynyt epävarmuus on osin lykännyt markkinoiden kasvua. Lisäksi arvioimme yhtiön pystyvän ylläpitämään korkeampaa marginaalitasoa vahvan markkina-asemansa sekä käynnissä olevien strategisten toimenpiteiden tukemana.

Arvostus on mielestämme edelleen riittävän houkutteleva

Päivitetyillä ennusteillamme Kalmarin vuoden 2026 oikaistu EV/EBIT-kerroin on noin 11x ja vastaava P/E-kerroin noin 15x. Mielestämme kertoimet ovat Kalmarin kaltaiselle laadukkaalle yhtiölle kohtuullisella tasolla, mutta samalla osakkeelle hyväksyttävää arvostusta rajaavat nähdäksemme laitemarkkinan syklisyyden aiheuttamat kysyntävaihtelut. Olemme kuitenkin nostaneet hyväksymäämme arvostusta ja näemme sen olevan EV/EBIT-kertoimella 11x–13x (aik. 11x–12x) ja P/E-kertoimella 14x–17x (aik. 13x–15x). Tähän peilattuna osakkeen nykyinen hinnoittelu on järkevällä tasolla. Suhdanteen asteittaisen parantumisen ja tätä kautta ennustamamme lähivuosien tuloskasvun myötä näemmekin osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen nousevan edelleen riittävälle tasolle seuraavalle 12 kuukaudelle. Positiivista näkemystämme tukee myös tavoitehintamme tasolla oleva DCF-mallimme.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

47,00 EUR

(aik. 39,00 EUR)

Osakekurssi:

42,86 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1720,3	1741,3	1789,0	1925,5
kasvu-%	-16 %	1 %	3 %	8 %
EBIT oik.	216,8	226,6	240,0	266,7
EBIT-% oik.	12,6 %	13,0 %	13,4 %	13,9 %
Nettotulos	127,9	165,2	178,0	201,3
EPS (oik.)	2,53	2,61	2,78	3,14

P/E (oik.)	12,6	16,4	15,4	13,6
P/B	3,2	3,9	3,4	2,9
Osinkotuotto-%	3,1 %	2,6 %	2,8 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	9,8	12,4	11,3	9,7
EV/EBITDA	8,8	10,1	9,1	7,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,6	1,5	1,3

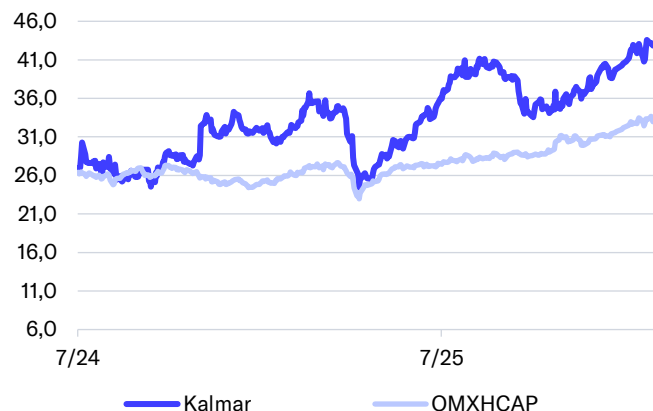
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

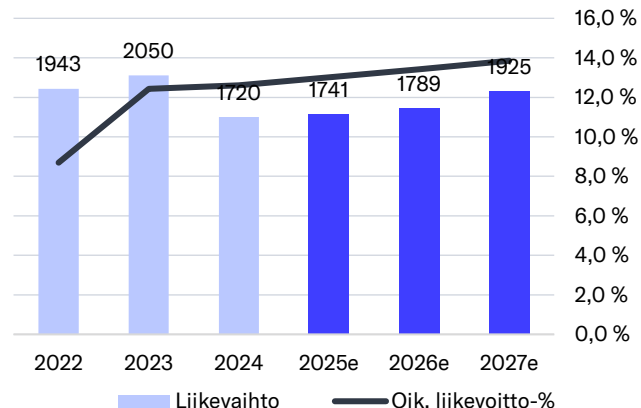
Kalmar arvioi vertailukelpoisen liikevoittoprosenttinsa olevan yli 12 % vuonna 2025.

Osakekurssi



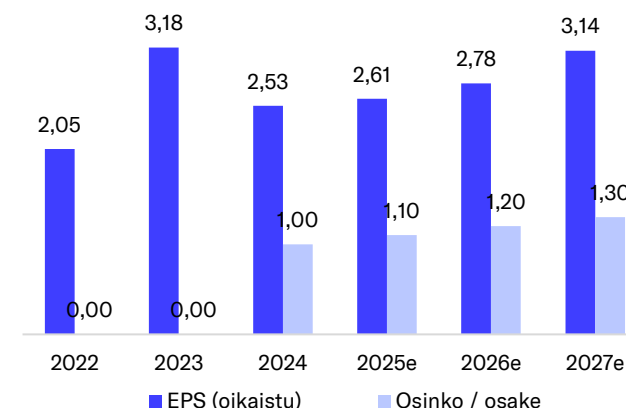
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Konttiliikenteen kasvun vauhdittuminen
- Laitekannan sähköistymisen sekä raskaiden materiaalien käsittelyn automaation eteneminen
- Palveluliiketoiminnan kasvu oman asennetun laitekannan tehokkaamman hyödyntämisen sekä digitalisaation avulla
- Kannattavuuden nousu muun muassa liiketoiminnan suorituskyvyn kehittämisen kautta (mm. Driving Excellence -ohjelma)

Riskitekijät

- Laitekysynnän yleinen syklisyys
- Geopoliittisten jännitteiden lisääntyminen ja pitkittyminen
- Hintakilpailun kiristyminen etenkin kiinalaisten toimijoiden osalta
- Sähköistyminen, digitalisaatio ja automaatio eivät etene odotetusti

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	42,9	42,9	42,9
Osakemäärä, milj. kpl	64,1	64,1	64,1
Markkina-arvo	2746	2746	2746
Yritysarvo (EV)	2803	2701	2593
P/E (oik.)	16,4	15,4	13,6
P/E	16,6	15,4	13,6
P/B	3,9	3,4	2,9
P/S	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	10,1	9,1	7,9
EV/EBIT (oik.)	12,4	11,3	9,7
Osinko/tulos (%)	42,6 %	43,1 %	41,3 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,8 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Toimiala ja kilpailu	13-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-32
Sijoitusprofiili	33
Arvonmäärittäminen ja suositus	34-38
Taulukot	39-42
Vastuuvapauslauseke	43

Kalmar lyhyesti

Kalmar tarjoaa laajan valikoiman raskaiden materiaalien käsittelylaitteita ja palveluja satamille, terminaaleille, jakelukeskuksille, valmistavalle teollisuudelle ja raskaan logistiikan tarpeisiin. Yhtiön toiminta on globaalia ja Kalmar on monissa segmenteissä alan johtava yhtiö.

2005-2024

Kalmar toimii osana Cargotecia

2024

Cargotecin jakautuminen ja Kalmarin listautuminen

1720 MEUR

Liikevaihto 2024

217 MEUR

Vertailukelpoinen liikevoitto 2024

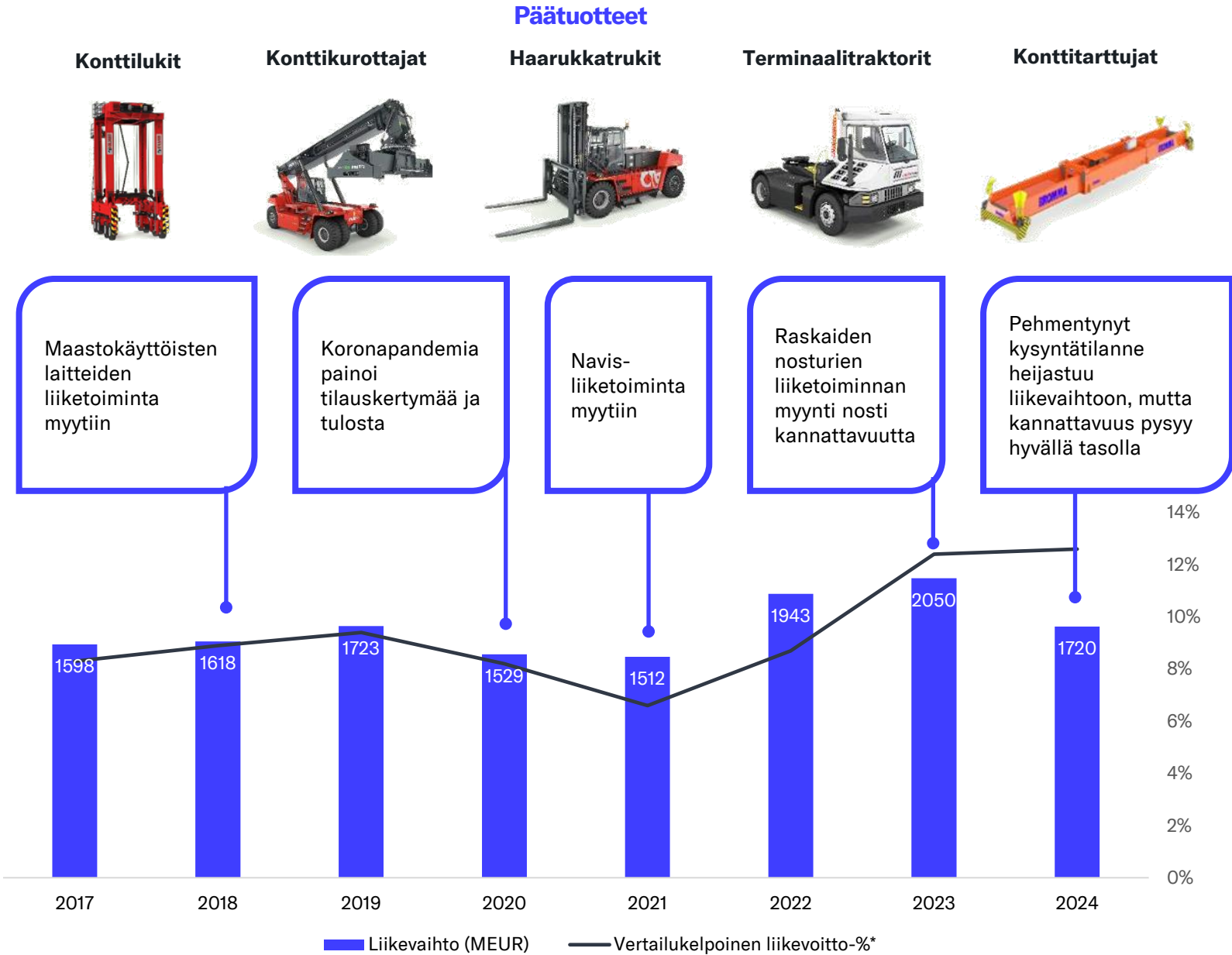
67 % / 33 %

Laitteiden / palveluiden osuus liikevaihdosta 2024

5298

Henkilöstö Q3'25:n lopussa

Lähde: Kalmar, Inderes



*2017-2020 osana Cargotecia, 2021-2023 carve out -luvut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden globaali kärkiyhtiö

Kalmar on raskaiden materiaalien käsittelylaitteita toimittava ja huoltava teknologiayhtiö, joka palvelee lukuisia asiakastoimialoja globaalisti. Haarukkatrukkeja lukuun ottamatta Kalmar on kaikilla tuotealueillaan maailman kolmen suurimman valmistajan joukossa. Kalmar toimii globaalisti omien yhtiöidensä ja jälleenmyyntiverkostonsa kautta. Kalmarilla on myyntiä yli 120 maassa ja omia yhtiöitä sillä on yli 30 maassa. Vuonna 2024 yhtiön liikevaihdosta noin kolmannes tuli jälleenmyyjien kautta.

Kalmarin tuotteiden valmistus nojaa hyvin vahvasti alihankintaan, ja yhtiön oma valmistustoiminta keskittyy pääosin loppukokoonpanoon ja testaukseen. Valmistusyksiköitä Kalmarilla on neljä ja ne sijaitsevat Puolassa, Yhdysvalloissa, Kiinassa ja Malesiassa. Näistä Malesian tehtaalla yhtiöllä on tosin myös pienimuotoista omaa komponenttivalmistusta.

Eurooppa ja USA ovat yhtiölle tärkeimmät maantieteelliset markkina-alueet

Maantieteellisesti katsottuna Kalmarin suurin markkina-alue on EMEA (Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka), jonka osuus yhtiön liikevaihdosta oli edellisen 12 kuukauden aikana 51 % (2024: 48 %). Toiseksi suurimpana alueena yhtiöllä on puolestaan Amerikka (sis. Pohjois- ja Etelä-Amerikka), jonka osuus edellisen 12 kuukauden liikevaihdosta oli 34 % (2024: 38 %). Selvästi pienimpänä maantieteellisenä alueena on puolestaan ollut APAC (Aasian ja Tyynenmeren alue), jonka osuus liikevaihdosta edellisen 12 kuukauden aikana oli 15 % (2024: 14 %).

Sen sijaan tärkein yksittäinen maa Kalmarille on Yhdysvallat, joka vastasi 22 % yhtiön liikevaihdosta edellisen 12 kuukauden aikana (2024: 26 %). Arviomme mukaan se on myös melko selvällä marginaalilla suurin yksittäinen maakohtainen markkina, kun huomioidaan Euroopan laajalle hajautuva markkina.

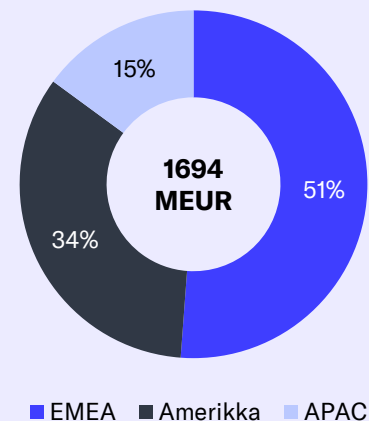
Liiketoiminta jakaantuu laitteisiin ja palveluihin

Kalmarin raportointisegmentit ovat Laitteet ja Palvelut, jotka nimimensä mukaisesti koostuvat uuslaitemyynnistä sekä jälkimarkkinapalveluista. Tämän lisäksi yhtiö raportoi kolmantena alueena Muut toiminnot, joka koostuu pääosin konsernikuluista. Segmenttien liikevaihdot, kannattavuudet sekä saadut tilaukset ja tilauskannat raportoidaan erikseen.

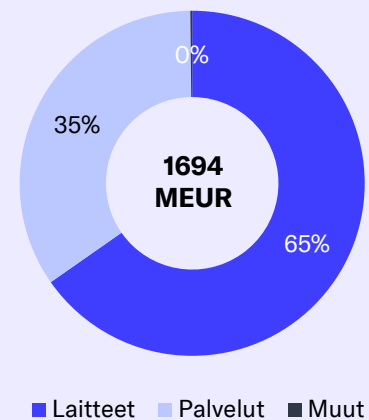
Laitteet muodostavat suuremman segmentin

Liikevaihdoltaan suurempi segmentti Kalmarille on Laitteet. Yhtiön laitevalikoimaan kuuluu konttikurottajia, haarukkatrukkeja, tyhjien konttien käsittelylaitteita, terminaalitraktoreita, konttilukkeja sekä Bromma-konttitarttujia. Laitteiden asiakaskuntana toimivat satamat ja terminaalit, jakelukeskukset, valmistava teollisuus sekä raskas logistiikka. Viime vuosina laitteiden osuus Kalmarin liikevaihdosta on ollut noin 65-70 %. Kannattavuuden osalta segmenttien historiatiedot ovat vielä varsin niukat ja rajoittuvat nykyisellään vuoteen 2023. Tänä aikana Laitteiden oikaistu liikevoittomarginaalitaso on vaihdellut kvartaaleittain 11,6-14,6 %:n välillä. Etenkin vaihteluvälin yläpäättä voi pitää konepajasektorilla laiteliiketoiminnan osalta korkeana. Arviomme mukaan tätä voi osaltaan selittää esimerkiksi se, miten toimipisteverkoston kulut ja muut yleiskulut kohdistetaan.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma Q3'25 LTM



Liikevaihdon jakauma segmenteittäin Q3'25 LTM



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Kokonaisuutena emme kuitenkaan näe laitemarginaaleissa olennaista nousupotentiaalia, vaan mielestämme nykykatteiden ylläpitämistä pidemmällä aikavälillä voisi pitää hyvänä suorituksena. Sekä laite- että palvelumarginaalien osalta on hyvä huomata, että niiden kannalta merkittävien muuttujien on liikevaihdon kehitys, joka kasvaessaan skaalaa kiinteitä kuluja. Lisäksi liikevaihdon rakenteella voi olla vaikutusta marginaaleihin sekä konsernitasolla (ts. palveluiden osuus) että segmenttien sisällä, mutta käsityksemme mukaan tämän vaikutus on tyypillisesti liikevaihtoa vähäisempi.

Varaosat tärkeässä roolissa jälkimarkkinapalveluissa

Vastaavasti Palvelut-segmentti koostuu ratkaisuksista, joilla yhtiö pyrkii varmistamaan Kalmarin laitteiden käyttöasteen ja tuottavuuden. Keskeisimpiä palveluita ovatkin varaosat, päivystys- ja sopimushuoltopalvelut sekä elinkaaripalvelut, kuten peruskorjaukset, kalustonhallinta ja päivitykset. Näiden lisäksi Kalmar tarjoaa asiakkailleen laajasti muitakin erilaisia jälkimarkkinapalveluja (mm. konsultointi ja koulutus, vuokrakoneet) sekä kokonaisvaltaisia palvelupaketteja.

Palveluiden liikevaihto-osuus on viime vuosina ollut noin kolmanneksen Kalmarin liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan yli puolet yhtiön palveluliikevaihdosta muodostuu varaosamyynnistä, mikä on myös tyypillisesti kannattavin osa jälkimarkkinamyyntiä (ts. ei sisällä henkilötöitä). Palveluiden oikaistu liikevoittomarginaali on vaihdellut kvartaaleittain viime vuosina 14,6-19,0 %:n välillä. Nähdäksemme tasoja voi pitää konepajayhtiöiden kontekstissa jokseenkin tavanomaisina, vaihteluvälin alalaitaa lukuun ottamatta. Toisaalta näemme palveluliiketoiminnan keskimääräisessä

kannattavuudessa edelleen nostopotentiaalia suurempien konepajayhtiöiden mittakaavassa. Tämä on myös keskiössä yhtiön taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta (kts. tarkemmin [Strategia ja taloudelliset tavoitteet -kappale](#)). Kokonaisuutena Kalmarin liiketoimintarakenne on isoilta linjoiltaan hyvin tyypillinen pohjoismaiselle alansa korkeaan teknologiaan keskittyneelle konepajayhtiölle.

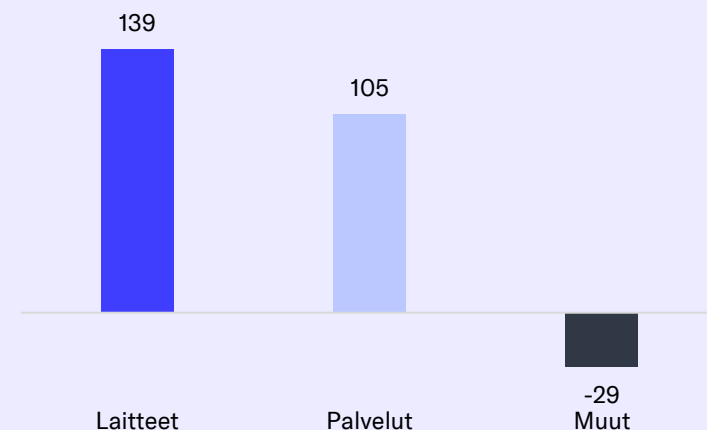
Muut toiminnot sisältävät pääosin hallinnollisia kuluja

Muut toiminnot koostuvat puolestaan etenkin yhtiön johdon ja pääkonttorin toiminnoista sekä tiettyjen keskeisten toimintojen kustannuksista, joita ei ole allokoitu liiketoimintasegmenteille. Lisäksi Muut toiminnot sisältävät jäljellä olevat vähäiset toiminnot liittyen raskaiden nosturien liiketoimintaan, jonka divestoinnista ja alasajosta Kalmar päätti vuonna 2022, sekä osuuden osakkuusyhtiöiden tuloksesta. Muiden toimintojen liikevaihto on ollut vuonna 2025 hyvin vähäinen (2 MEUR), ja jäljellä olevaa tilauskantaa sillä oli Q3'25:n lopussa enää 1 MEUR. Vastaavasti edellisen 12 kuukauden aikana Muiden toimintojen vaikutus oikaistuun liikevoittoon on ollut -28,5 MEUR.

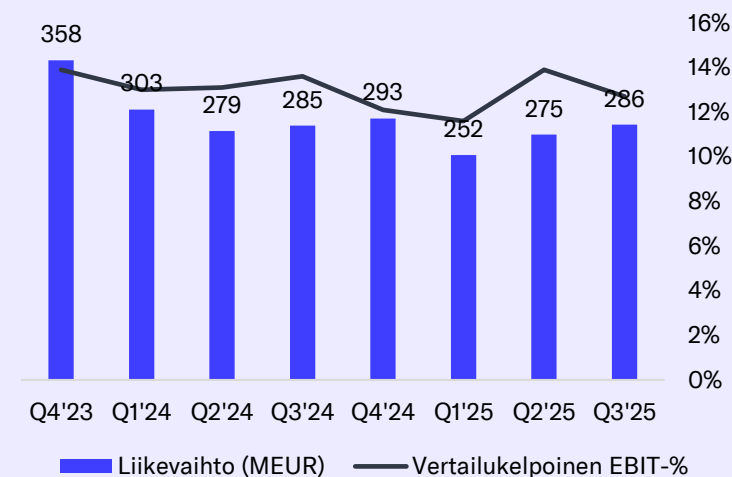
Tuotevalikoiman fokus mobiililaitteissa

Kalmarin nykyinen tuotevalikoima keskittyy raskaiden materiaalien käsittelyn mobiililaitteisiin. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluvat nykyisin konttikurottajat, konttitarttajat, haarukkatrukit, terminaalitruktorit sekä konttilukit. Markkinoiden sähköistymisen nopeaa kasvua mukaillen myös Kalmarilla on nykyisin kaikissa päätuoteryhmissään tarjolla perinteisten dieselkäyttöisten ja hybridikäyttöisten laitteiden lisäksi täyssähköinen versio (ei kaikissa hintakategorioissa).

Vertailukelpoisen liikevoiton jakautuminen Q3'25 LTM (MEUR)



Laitteet-segmentin kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Kokonaisuutena nykyinen laitevalikoima on profiloitunut monien asiakastoimialojen tarpeiden täyttämiseen, mikä on osaltaan laskenut riippuvuutta yhtiölle historiallisesti merkittävästä satamasektorista. Tämä on myös osaltaan helpottanut laitteiden sähköistämistä (vrt. laajamittaisia inframuutoksia on haastavaa toteuttaa satamassa nopealla aikataululla).

Käsityksemme mukaan nykyinen tuotevalikoima on myös linjassa yhtiön strategian kanssa, emmekä siten oletta päätuoteryhmien osalta tapahtuvan suurempia muutoksia keskipitkällä aikavälillä. Tähän vaikuttaa myös se, että Kalmar suoritti jo vuonna 2022 tuoteportfolion optimointia. Tuolloin yhtiö luopui raskaiden nostureiden eli satamanostureiden (STS), kiskoilla liikkuvien pukkinostureiden (RMG), mobiilipukkinostureiden (RTG) ja automaattisten pinoamisnostureiden (ASC) liiketoiminnasta, koska toiminnan volyymit olivat pieniä ja kannattavuus heikkoa.

Tuotekehityksessä muutama painopistealue

Raskaiden materiaalien käsittelyn toimialaa voi pitää isossa kuvassa vakiintuneena. Tästä huolimatta sähköistyminen, automaatio ja digitalisaatio (sis. tekoäly) toimivat tällä hetkellä muutosvoimina, minkä myötä tutkimuksen ja tuotekehityksen rooli on toimialalla keskeinen. Kalmarin tärkeimmät omat t&k-yksiköt sijaitsevat Tampereella ja Ljungbyssä. Tuotekehitystä tehdään myös Ottawassa (Yhdysvallat) ja Singaporessa. Lisäksi Kalmar tekee t&k-yhteistyötä muiden yritysten sekä korkeakoulujen kanssa, ja sillä on myös kattava patenttisalkku.

Kalmarin t&k-kulut ovat olleet vuosina 2023 ja 2024 54 MEUR tai 2,6-3,1 % liikevaihdosta. Yhtiö ei tavanomaisesti aktivoi t&k-kuluja vaan kirjaa ne suoraan kuluksi. Viime

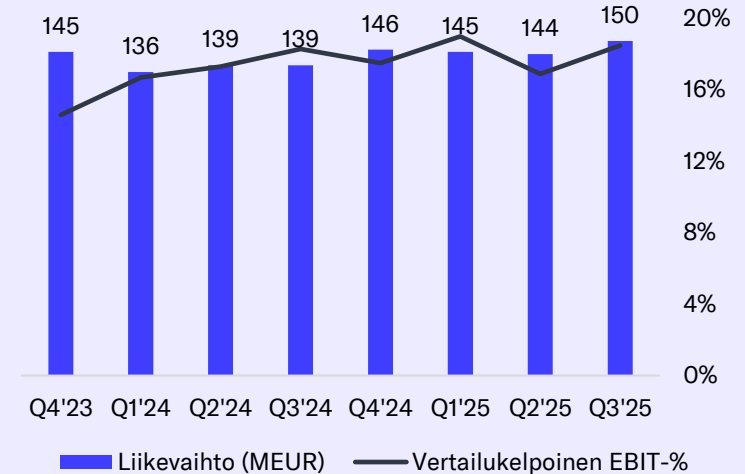
vuosien suhteellinen taso on ollut hieman keskimääräistä korkeampi suomalaisen konepajasektorin kontekstissa. Kalmarin t&k-toiminnan painopiste on ollut etenkin sähköistämiseen ja automaatioon liittyvissä ratkaisuissa. Tästä esimerkkinä on yhtiön vuonna 2025 käynnistämä ja johtama [Move2Green-hanke](#), joka on Business Finlandin rahoittama. Hankkeen tavoitteena on edistää raskaiden materiaalien käsittelyn hiilineutraaliutta kehittämällä sähköistä laitevalikoimaa ja dataan perustuvia palveluja sekä mahdollistaa Kalmarin asiakkaiden nettonollapäästöinen logistiikkaketju vuoteen 2045 mennessä. Kalmar on hankkeen aikana sitoutunut kasvattamaan t&k-panostuksiaan, mutta emme oletta tällä olevan silti huomattavaa vaikutusta t&k-kuluihin.

Vahvasti alihankittua valmistusta

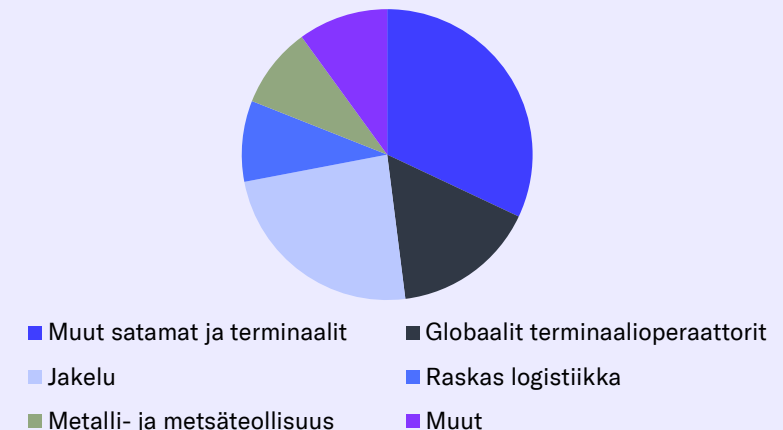
Kalmarin liiketoimintamalli perustuu vähän pääomaa sitovaan ja pääasiassa kokoonpanoon keskittyvään tuotantomalliin ja toimitusketjuosaamiseen. Käytännössä yhtiön pääpaino onkin laitteiden ja ratkaisujen järjestelmäsuunnittelussa sekä laajan toimittaja- ja jakeluverkoston hyödyntämisessä. Liiketoimintamallia peilaten arvioimme, että tuotteiden suorista valmistuskustannuksista suurin osa (~70 %) syntyy alihankituista osista ja komponenteista.

Kalmar perustelee korkeaa ulkoistusastetta tuotekategorioiden lukuisten tuotevariaatioiden määrällä. Koska yksittäisten versioiden tuotantomäärät ovat yleensä pieniä, omien komponenttien valmistus ei olisi kustannustehokasta. Mielestämme tämä on varsin perusteltua, ja samalla se keventää toiminnan pääomavaateita ja tuo kuluihin tarvittavaa joustoa, vaikka voikin suotuisassa markkinassa hieman rajata marginaalipotentialiaalia.

Palvelut-segmentin kehitys



Kalmarin liikevaihto asiakastoimialoittain (2021)*



* Kalmarin johdon arvio, pl. Raskaat nosturit ja Navis

Lähde: Kalmar, Cargotec investor presentation Q1'24, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Sen sijaan yhtiön kokonaishankinnat hajautuvat laajan toimittajajoukon kesken, ja 10 suurimman toimittajan osuus oli yhtiön listautumisesitteen perusteella vain 35 %. Yhtiön mukaan sillä on joitakin yksittäisiä tuoteriippuvuuksia mm. akuissa ja moottoreissa, mutta yleisesti se pyrkii kaikissa keskeisissä komponenteissa useampaan vaihtoehtoiseen toimittajaan.

Kalmarin omista tuotantoyksiköistä suurin sijaitsee Puolassa. Puolan tehtaan valmistus käsittää lähes koko Kalmarin valikoiman (ts. konttilukit, konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit) pois lukien Bromma-konttitarttijat. Myös Kiinan tehtaan valmistuksen valikoima on laaja (konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit), kun taas Malesian (Bromma-konttitarttijat) sekä Yhdysvaltojen (terminaalitraktorit) keskittynyttä. Kalmar omistaa Puolan ja Yhdysvaltain tehtaات, kun taas muualla se toimii vuokratiloissa. Nähdäksemme yhtiön oman tuotantoverkoston sijainti pääosin matalamman

kustannustason maissa on positiivista kustannustehokkuuden kannalta.

Myynnissä jälleenmyyjillä myös merkittävä rooli

Kalmarin jakelu tapahtuu sekä omien tytäryhtiöiden että ulkopuolisten jälleenmyyjien kautta. Kaikkiaan Kalmarin liikevaihdosta noin 34 % tuli jälleenmyyjien kautta vuonna 2024. Yhtiön jälleenmyyjäverkosto kattoi noin 170 jälleenmyyjää, joista noin 60 toimii Pohjois-Amerikassa. Jälleenmyyjien rooli on keskeinen useimpien Kalmarin tuotteiden (ml. varaosat) myynnissä (pl. konttilukit ja Bromma-konttitarttijat). Käsityksemme mukaan jälleenmyyjien rooli on keskeisin USA:ssa, missä Kalmarin päätuotteena ovat terminaalitraktorit. Laajan oman myyntiyhtiöverkon näemme yhtiölle olennaisena asiakassuhteiden kannalta (ml. jälkimarkkinapalvelut), vaikka tämän ylläpito kasvattaakin kustannuksia.

Käsityksemme mukaan Kalmarin jälleenmyyjät ovat tyypillisesti monipuolisia konemyyjiä eivätkä ne myy

yksinomaan Kalmarin tuotteita. Osa jälleenmyyjistä tekee myös huoltotöitä, ja jälleenmyyjät saattavat vastata myös tietyillä alueilla (mm. Kiina ja suurin osa Latinalaisesta Amerikasta) huoltopalveluiden tarjonnasta Kalmarin myyntiyhtiöiden sijaan. Jälleenmyyjien varastossa on tyypillisesti massatuotteita, kun taas erikoistuneempia tuotteita ei juuri varastoida. Yhtiön viimeksi raportoiman tilanteen perusteella 36 % jälleenmyyjistä on edustanut Kalmaria yli 10 vuotta, mikä mielestämme kertoo melko laajasta molemminpuolisesta tyytyväisyydestä toimintaan. Luonnollisesti jälleenmyyntiverkoston ylläpito ja kehittäminen on kuitenkin jatkuva prosessi.

Asiakaskunta on varsin laaja

Kalmarin yksittäiset asiakasriippuvuudet ovat pieniä. Vuonna 2023 kymmenen suurinta asiakasta vastasi alle 25 %:sta Kalmarin liikevaihdosta (vuodelta 2024 ei raportoitu), eikä yhdenkään asiakkaan osuus ollut yli 10 %. Tämän perusteella yhtiön asiakaskunta koostuukin arviomme mukaan erittäin laajasta joukosta asiakkaita.

Kalmarin tuotantoyksiköt

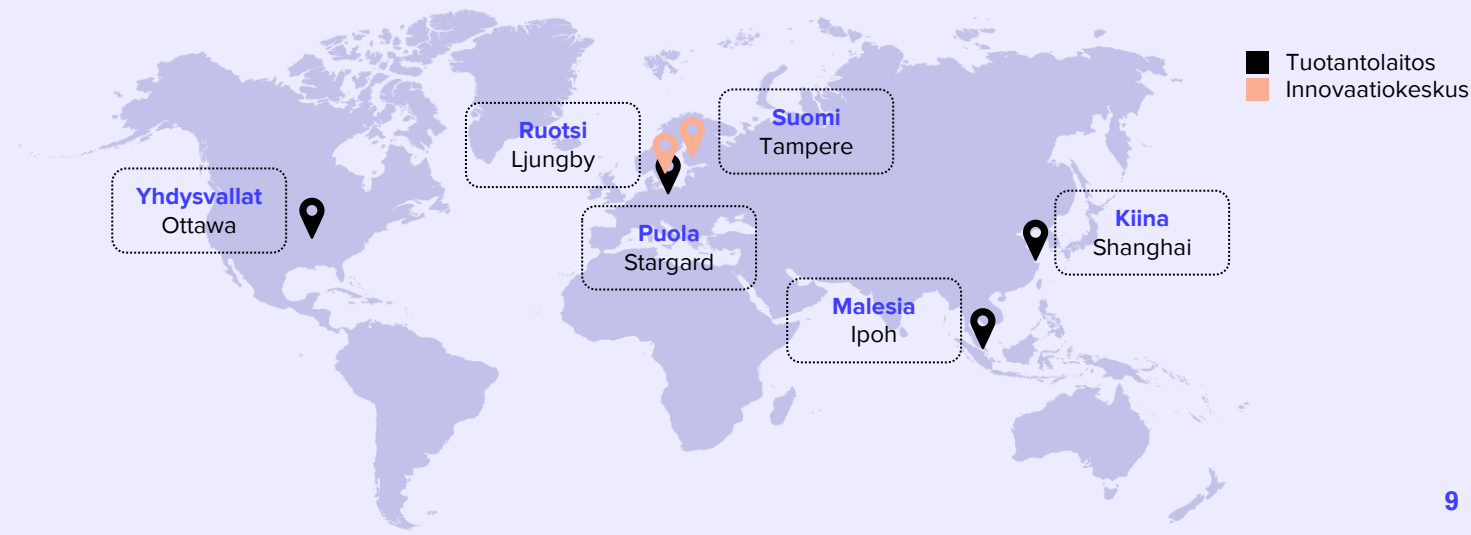
Puola: Konttilukit, konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit

Kiina: Konttikurottajat, tyhjäkonttikurottajat, haarukkatrukit, terminaalitraktorit

Malesia: Konttitarttijat

Yhdysvallat: Terminaalitraktorit

Lähde: Kalmar, Inderes



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Samalla yhtiön asiakastytyväisyys oli vuonna 2023 hyvällä tasolla 81 %:ssa, eikä Kalmar ole menettänyt yhtäkään 20 suurimmasta asiakastaan vuodesta 2016 lähtien. Tätä peilaten näemmekin asiakasuskollisuuden olevan korkealla ja asiakasriskien olevan pieniä ainakin tärkeimpiin asiakkaisiin liittyen.

Vastaavasti asiakastoimialoittain katsottuna Kalmar on viimeksi julkaissut tietoja vuodelta 2021, jolloin suurimpia olivat globaalit terminaalioperaattorit (arvioitu osuus nykymuotoisen Kalmarin liikevaihdosta ~15 %) sekä muut satamat ja terminaalit (reilut 30%). Loppuosan muodostivat puolestaan raskas logistiikka (~10 %), jakelu (~25 %), metsä- ja metalliteollisuus (vajaat 10 %) sekä muut (~10 %). KPMG:n vuoden 2024 markkinatutkimuksen (kts. tarkemmin [Toimiala ja kilpailu -kappale](#)) mukaan satamat ja terminaalit vastasivat 35 %:sta koko markkinasta vuonna 2023, kun taas raskas logistiikka 24 %:sta, jakelu 18 %:sta ja valmistava teollisuus 23 %:sta. Tällä perusteella Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista on ainakin historiallisesti ollut selvästi suurempi kuin markkinoilla keskimäärin, ja toisaalta riippuvuus raskaasta logistiikasta selvästi pienempi. Arvioimme tämän heijastavan sekä laite- että palvelumarkkinaa, mutta emme näe Kalmarin myynnin riskiprofiilissa olevan kuitenkaan olennaista poikkeamaa koko markkinaan verrattuna.

Tilaukanta tuo näkyvyyttä

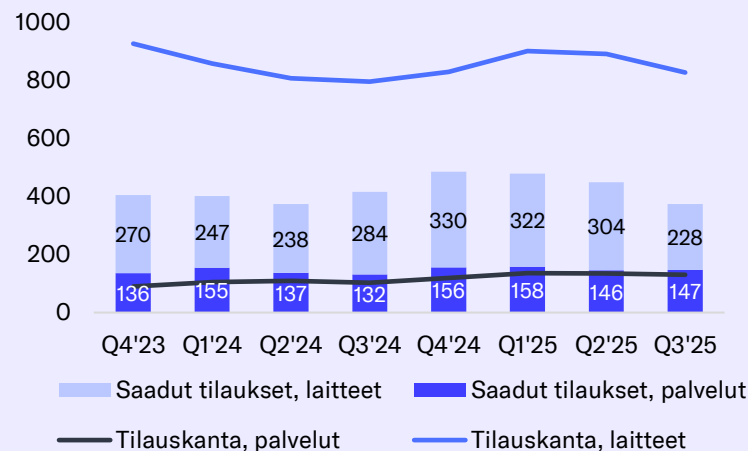
Kalmarin saamat tilaukset kiertävät tilaukskannan kautta. Liikevaihdoksi tilaukset puolestaan realisoituvat toimitusten yhteydessä tai pidempikestoissa palvelusopimuksissa sekä pitkäaikaishankkeiden yhteydessä valmistusasteen mukaisesti. Kalmarin laitteiden toimitusajat vaihtelevat tyypillisesti 3–12

kuukauden välillä keskimääräisen toimitusajan ollessa 6–9 kuukautta. Tyypillisesti pisimmät toimitusajat ovat suurilla konttilukkitilauksilla, kun taas lyhyemmässä päässä ovat massatuotteet (esimerkiksi terminaali- ja traktorit). Siten laitteiden tilaukskanta tuokin hyvää näkyvyyttä lyhyen aikavälin kehitykseen sekä kapasiteetin ja kustannusten hallintaan huomioiden myös valmistuksen suuri ulkoistusaste.

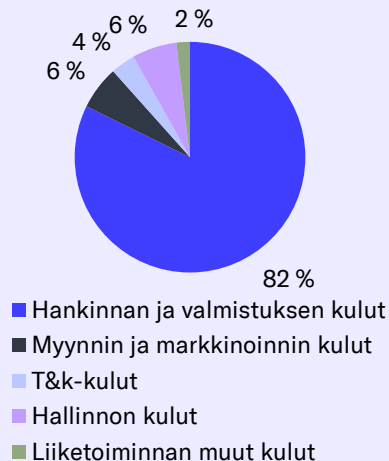
Saatujen tilausten kehitys heijastaa puolestaan hyvin yhtiön kysyntätilannetta. Tilauksen ajoitusten (etenkin suuret tilaukset) vuoksi kvartaalikohtaisissa tilaukskertymissä voi olla kuitenkin vaihtelua, minkä myötä suosittelemmekin sijoittajia seuraamaan tilauskehitystä useamman kvartaalin perspektiivissä. Sen sijaan olennaista kausiluonteisuutta laitetilauksiin ei käsityksemme mukaan liity, mutta esimerkiksi maailmantalouden kehitys ja taloudellinen epävarmuus voivat aiheuttaa syklisyyttä tilauksiin. Asiakastoimialoista satamien ja terminaalien investointisyklit ovat yhtiön mukaan tyypillisesti pidempiä, minkä myötä niiden hankintaprosessit eivät muutu kuitenkaan kovinkaan nopeasti. On myös hyvä huomata, että etenkin täyssähkölaitteisiin liittyvät päätöksentekoaajat ovat Kalmarin mukaan ensitilaajien osalta huomattavasti perinteisiä laitteita pidempiä.

Sen sijaan palveluiden (ml. varaosatoimitukset) osalta toimitusajat ovat selvästi lyhyempiä ja luonteeltaan enemmän jatkuvaa toimitusvirtaa (pl. pitkät huoltosopimukset). Arvioimme mukaan nopeat toimitusajat ja toimitusvarmuus ovat myös keskeistä asiakastytyväisyyden näkökulmasta. Kokoluokaltaan palveluiden tilaukskanta on tyypillisesti vajaan kvartaalin liikevaihdon kokoluokkaa.

Saatujen tilausten ja tilaukskannan kehitys (MEUR)



Toimintokohtainen kulujen jakauma (2025 YTD)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kulurakenne tarjoaa skaalautuvuutta

Kalmarin historiallisen kulurakenteen analysointia hankaloittavat osaltaan kertaluonteiset erät sekä liiketoiminnan rakenteessa tapahtuneet muutokset (Naviksesta ja raskaista nostureista luopuminen). Arvioimme kuitenkin viime vuosien kulurakenteen antavan varsin ajantasaisen kuvan Kalmarin nykyisestä kulurakenteesta. Yhtiön toimintokohtaisen tuloslaskelman bruttokatemarginaali oli 26,3 % vuonna 2024 (vrt. Q1-Q3'25: 26,6 %), mikä vastaa myytyjen tuotteiden vastaavien kulujen (COGS) jälkeen jäävää katetta. Vastaavasti tuotteiden suorista valmistuskustannuksista noin 70 %:n olemme aiemmin todetusti arvioineet muodostuvan alihankinnasta ja arvioimmekin valmistuksen korkean ulkoistusasteen tuovan joustavuutta kulurakenteeseen.

Sen sijaan karkean arviomme mukaan yhtiön kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on noin 30-35 %. Tämän myötä liiketoiminnassa on myös selkeä operatiivinen vipu, joka mahdollistaa operatiivisen tuloksen kasvamisen liikevaihdon kasvua nopeammin. Yhtälö toimii kuitenkin myös toiseen suuntaan mentäessä. Huomattavaa on kuitenkin, ettei vipu ole symmetrinen, vaan esimerkiksi alihankinnan osuuden kasvu/lasku vaikuttaa suhteelliseen kannattavuuteen ja myös osaltaan rajaa marginaalien potentiaalista vaihteluväliä. Lisäksi kannattavuuden kannalta olennaisessa roolissa on myös senhetkinen hinnoittelu- ja kustannusympäristö.

Pääoman sitoutuminen varsin kohtuullista

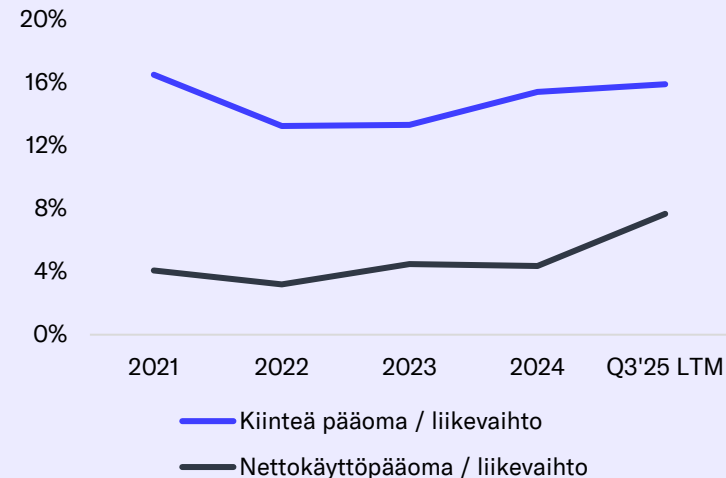
Vuosina 2021-2024 Kalmarin aineellisen käyttöomaisuuden (sis. käyttöoikeusomaisuus) osuus liikevaihdosta on vaihdellut 13-16 %:n välillä, mikä on kotimaisten listattujen konepajojen keskitasoa.

Suhteellisen maltillinen kiinteä pääomatarve johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia tehtaita vaan osaamista. Pääomavaatimuksia laskee lisäksi tuotannon korkea ulkoistusaste.

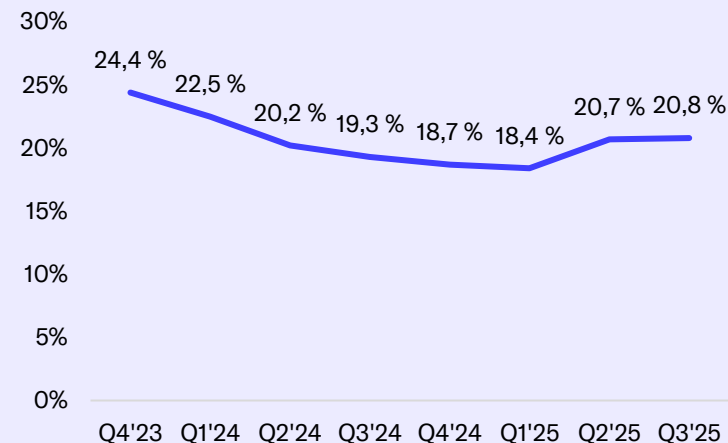
Yhtiön liiketoiminta ei sido myöskään olennaisesti nettokäyttöpääomaa, sillä sen taso on ollut 3-4 % liikevaihdosta vuosina 2021-2024. Sen sijaan Q3'25:n lopun nettokäyttöpääoman määrä suhteessa edellisen 12 kuukauden liikevaihtoon oli historiaa korkeammalla tasolla noin 8 %:ssa. Nousun taustalla oli käyttöpääoman kasvu, mihin vaikutti etenkin varastotasojen kasvu tariffien lykättyä toimituksia Q3:lla. Arvioimme käyttöpääomatasojen kuitenkin normalisoituvan historiallisemmille tasoille melko lyhyellä aikavälillä. Kalmarin matalan käyttöpääomatarpeen taustalla on etenkin lyhytaikaisten saamisten selkeästi matalampi määrä suhteessa lyhytaikaisiin korottomiin velkoihin, mitä osaltaan tukevat myös asiakkailta saadut ennakkomaksut. Lisäksi arvioimme yhtiön kokoluokan tuovan sille neuvotteluvoimaa toimittajien ja asiakkaiden suuntaan maksuaikataulujen osalta aktiivisen käyttöpääoman hallinnan ohella.

Kokonaisuutena liiketoiminnan maltillinen pääoman sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä rajalliset pääomatarpeet ja resurssien tehokas käyttö luovat edellytykset hyvälle pääoman tuotolle ja omistaja-arvon luomiselle. Tästä kuvaa antaa myös Kalmarin edellisen 12 kuukauden liukuvat sijoitetun pääoman tuotot (ROCE-%) Q4'23-Q3'25:n välillä, jotka ovat vaihdelleet 18,4-24,4 %:n välillä. Raportoitua sijoitetun pääoman tuottoa ovat ajanjaksoilla painaneet vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät (pääosin jakautumiseen ja listautumiseen liittyvät kulut) 1,4-4,1 %-yksiköllä ajanjakson aikana.

Pääomien sitoutuminen

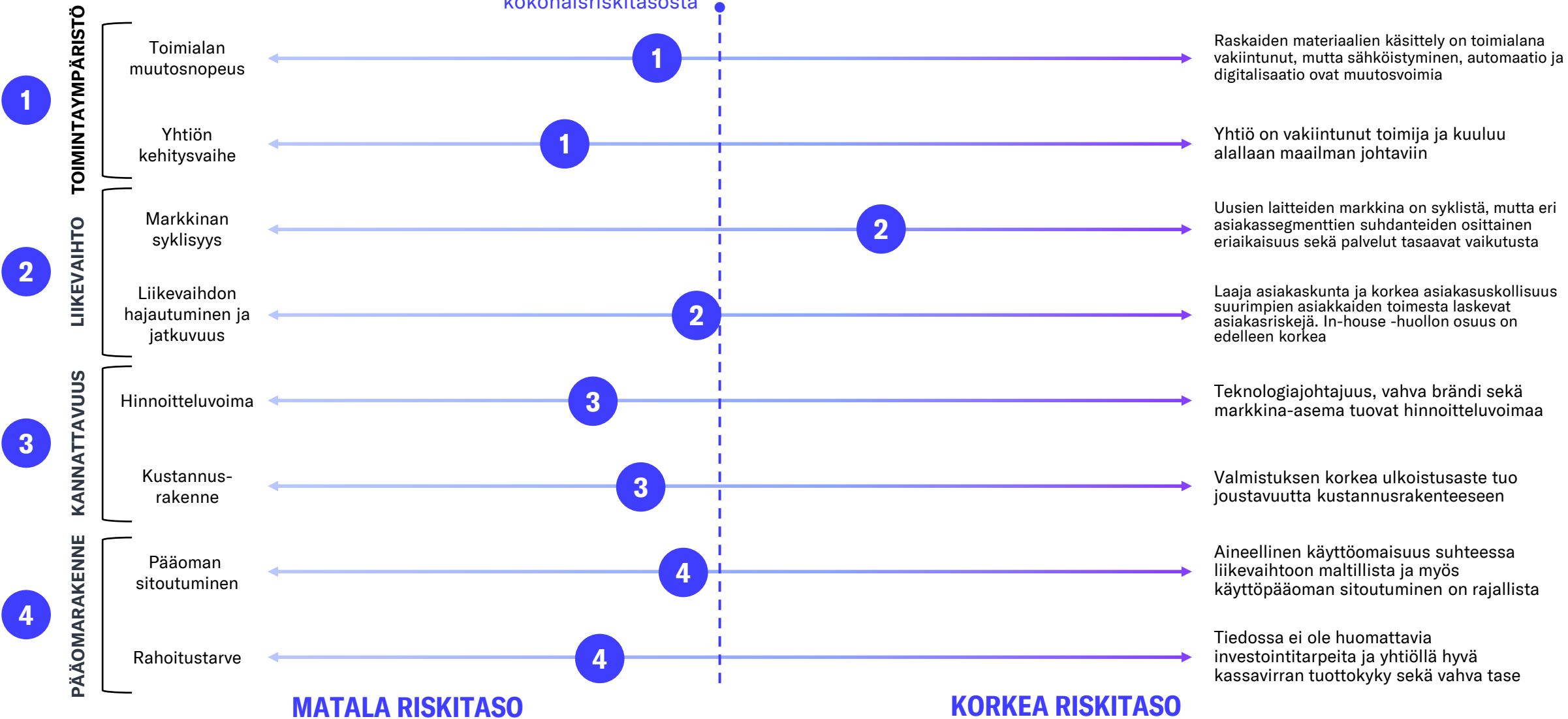


Sijoitetun pääoman kehitys LTM (ROCE-%)



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Kalmarin liiketoiminnan
kokonaisriskitasosta



Toimiala ja kilpailu 1/7

Laitemarkkinoiden koko yli 7 miljardia euroa

Raskaiden materiaalien käsittely on globaali toimiala, joka jakautuu lukuisille asiakastoimialoille. Tämä heijastuu luonnollisesti vastaaville laite- ja palvelumarkkinoille. Olemme käyttäneet kohdemarkkinoiden koon ja kasvun analysoinnissa Kalmarin listautumisesitteessä esitettyä KPMG:n markkinatutkimusta (2024), jonka arvioimme edelleen antavan varsin hyvät suuntaviivat markkinan analysointiin. KPMG arvioi markkinatutkimuksensa yhteydessä laitemarkkinan kooksi vuonna 2023 7,4 miljardia euroa. Vastaavasti sähkökäyttöisten laitteiden markkinaosuus laitemarkkinasta oli tällöin noin 15 % tai noin 1,1 mrd. euroa.

Kalmarille relevantista laitemarkkinasta selvästi suurimman osan vuonna 2023 muodostivat KPMG:n arvion mukaan kevyet haarukkatrukit 42 %:n osuudella. On kuitenkin hyvä huomata, että Kalmarin markkinaosuus kyseisessä segmentissä on pieni, sillä sen valikoima alkaa vasta 5 tonnin nostokapasiteetista. Keskiraskaiden ja raskaiden haarukkatrukkien osuus oli 16 %, terminaalitraktoreiden 20 % ja konttikurottajien sekä tyhjiä konttien käsittelylaitteiden (ECH) 15 %. Konttilukkien ja kuljetuslukkien sekä konttitarttujen osuudet markkinasta olivat molemmilla noin 3 %. Laitemarkkinoille onkin tyypillistä, että yksikköhinnaltaan matalampien laitteiden (esim. kevyet haarukkatrukit) markkinat ovat paitsi yksikkömäärältään myös kokonaisarvoltaan suurempia kuin yksikköhinnaltaan kalliimpien laitteiden markkinat. Puolestaan sähkökäyttöisten laitteiden hintaero suhteessa perinteisempiin dieselkäyttöisiin laitteisiin on käsityksemme mukaan viime aikoina supistunut nopeasti teknologisen kehityksen ja tuotantomäärien kasvun

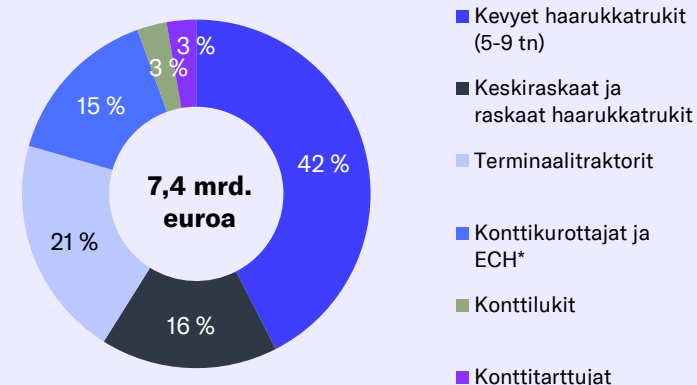
kautta. Käsittääksemme tietyissä laitekategorioissa laitteet voivat olla jopa lähes samanhintaisia, mutta tyypillisesti sähkökäyttöiset laitteet ovat kalliimpia, ainakin Kalmarin osalta (käsityksemme mukaan 0–50 %).

Satamat ja terminaalit tärkein asiakasryhmä

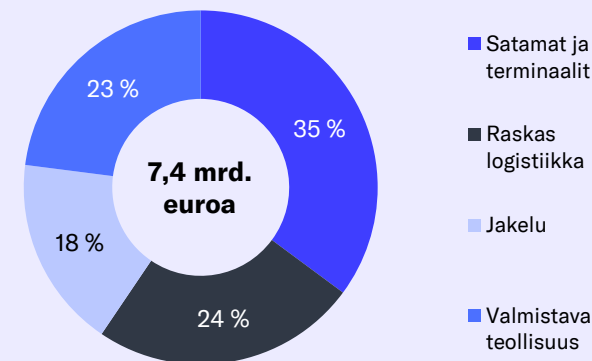
KPMG:n arvion mukaan satamat ja terminaalit olivat vuonna 2023 edelleen raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden tärkein asiakasryhmä 35 %:n osuudella. Loput 65 % markkinasta jakautuu melko tasaisesti raskaan logistiikan (mm. rakenteiden ja isojen työkoneiden kuljetukset), jakelun (mm. jakelu- ja logistiikkakeskukset) sekä valmistavan teollisuuden (mm. metsä- ja metalliteollisuus) kesken. Tätä peilaten voidaankin havaita, että raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden toimiala ei ole erityisen riippuvainen yhdestäkään asiakassegmentistä.

Suhteutettuna Kalmarin aiemmin esitettyyn historialliseen liikevaihdon jakautumiseen voidaan huomata, että Kalmarin riippuvuus satamista ja terminaaleista (vuonna 2021 arviolta yhteensä reilut 45 %) oli selvästi markkinaa suurempi. Yhtiö on kuitenkin viime vuosina nostanut esiin, että sen riippuvuus globaaleista satama- ja terminaalioperaattoreista on laskenut ja fokuksen siirtynyt myös osaltaan vähäriskisempiin pienempiin satamaoperaattoreihin (~80 % kaikista) sekä sisämaan terminaaleihin. Vastaavasti Kalmarin historiallinen riippuvuus raskaasta logistiikasta asiakasryhmänä (~10 %) oli selvästi koko markkinaa alhaisempi. Muilta osin erot riippuvuuksissa ovat selvästi pienempiä. Pidämme myös mahdollisena, että sen riippuvuus satamista ja terminaaleista olisi ollut edelleen laskusuunnassa laajentuneen asiakaskunnan myötä.

Laitemarkkinan jakautuminen laitetyypeittäin (2023)



Laitemarkkinan jakautuminen asiakassegmenteittäin (2023)



*ECH = tyhjiä konttien käsittelylaitteet

Lähde: KPMG, Kalmar, Inderes

Toimiala ja kilpailu 2/7

Markkina on jakautunut maantieteellisesti melko tasaisesti Amerikoiden ollessa suurin alue

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden maantieteellinen markkina on jakautunut melko tasaisesti. Vuonna 2023 laitemarkkinan suurin maantieteellinen markkina oli KPMG:n tutkimuksen perusteella Amerikat, jotka vastasivat 42 % markkinasta. Vastaavasti loppuosa jakaantui melko tasan Euroopan ja muun maailman kesken. Kalmar ei ole julkaissut erikseen laiteliikevaihdon maantieteellistä jakaumaa, mutta arvioimme Kalmarin konsernitason liikevaihdon antavan varsin hyvän suuntaa antavan arvion laiteliikevaihdon jakautumisesta. Tähän peilattuna voidaankin havaita, että Kalmarin liikevaihto on keskittynyt vahvemmin länsimarkkinoille, minkä taustalla arvioimme olevan sekä Kalmarin markkinaa keskimääräistä korkeamman hintapisteen että kiinalaisten kilpailijoiden vahvan jalansijan kotimarkkinoilla ja niiden läheisyydessä. Nykyiseen Kalmarin liikevaihdon maantieteelliseen jakaumaan peilattuna Aasian markkina voisikin tarjota ainakin paperilla kasvumahdollisuuksia, mutta yhtiön kommenttien perusteella kilpailu markkinalla on erittäin tiukkaa.

Maaialmantalouden kehitys luo pohjatason pitkän aikavälin kasvulle

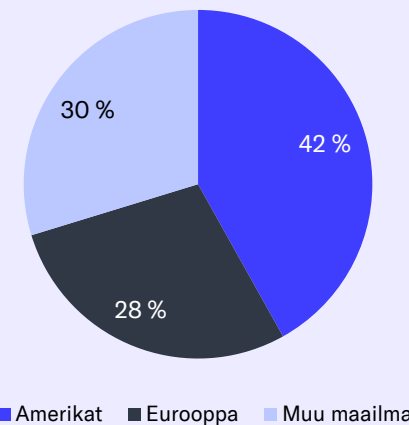
Kalmarin kohdemarkkinoiden pitkän aikavälin kasvun pohjatasona voidaan pitää nähdäksemme globaalin BKT:n kehitystä. Lyhyellä aikavälillä etenkin uusien laitteiden kysyntä on kuitenkin selvästi suhdanneherkempää kuin BKT:n muutokset, mitä luonteeltaan vakaampi palvelumarkkina osaltaan tasoittaa. Mielestämme laitemarkkinan osalta onkin hyvä pitää mielessä, että

uudet raskaiden materiaalien käsittelylaitteet ovat investointitavaroita. Tämän myötä esimerkiksi korkotasolla ja sen vaihteluilla tai talouden epävarmuuden kasvulla voi olla selkeä vaikutus laitteiden kysyntään ainakin lyhyellä aikavälillä.

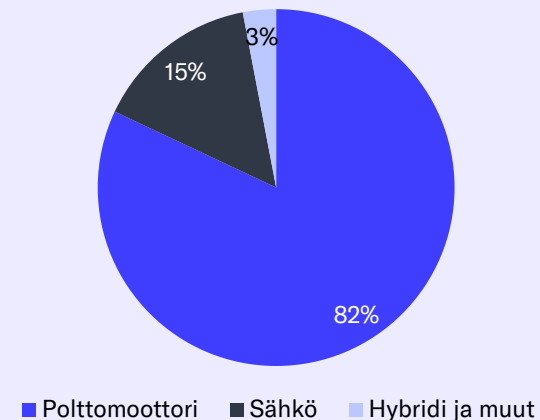
Sen sijaan tarkemmin tarkasteltuna Kalmarin globaalien ja useammalle eri asiakastoimialalle jakaantuneiden kohdemarkkinoiden myötä markkina-aktiiviteettia kuvaavia mittareita on useita. Tällaisia mittareita ovat esimerkiksi globaalin konttiliikenteen (satamat ja terminaalit), yksityisen kulutuksen (jakelu) sekä teollisuustuotannon (ml. teollisuuden ostopääällikköindeksi) tilastot ja ennusteet (valmistava teollisuus, raskas logistiikka). On kuitenkin huomioitava, että globaalia konttiliikennettä lukuun ottamatta mainittuja mittareita olisi seurattava ainakin suuralueittain, jotta kokonaiskuvan muodostaminen raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden ja niihin liittyvien palvelujen kysynnästä olisi mahdollista (ml. yksittäisen yhtiön maantieteellinen markkina-asema). Yhtä tärkeää on huomioida, että asiakastoimialoilta tulevassa kysynnässä on keskinäisriippuvuutta asiakkaiden monesti toimiessa eri osissa samaa logistista ketjua.

Kokonaisuutena raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden ja myös osaltaan niihin liittyvien palveluiden kysyntäajureita voi pitää hyvin monimuotoisina. Markkinadynamiikkaa peilaten mielestämme markkinan sekä eri toimijoiden kehitystä kannattaa tarkkailla erityisesti useamman kvartaalin tai vuoden perspektiivissä.

Laitemarkkinan jakautuminen maantieteellisesti (2023)



Laitemarkkinan jakautuminen teknologioittain (2023)



Toimiala ja kilpailu 3/7

Monia kasvua kiihdyttäviä markkinatrendejä

BKT:n kehityksen lisäksi Kalmarin kohdemarkkinoiden kasvua kiihdyttävät seuraavat markkinatrendit:

- **Tarve vähentää päästöjä** ja tähän liittyvä laitekannan **sähköistyminen**. Päästöjen vähentämistä ajavat regulaatio, asiakkaiden omat vaatimukset sekä kansalaisjärjestöt. Päästövähennysten tavoittelussa täysin sähkökäyttöiset laitteet ovat tällä hetkellä ensisijainen ratkaisu. Lisäksi vaikka sähkökäyttöisten laitteiden hankintakustannus on perinteisiä laitteita korkeampi, niiden elinkaarikustannukset ovat muodostumassa perinteisiä laitteita edullisemmiksi. Vaikka sähköisten laitteiden ei odoteta juuri lyhentävän perinteisten laitteiden uusintasykliä, laitteiden toistaiseksi korkeammat keskimääräiset hankintakustannukset kasvattavat markkinan arvoa. Toisaalta KPMG:n markkinatutkimuksen mukaan sähkökäyttöisten laitteiden odotetaan kuluttavan noin 30 % vähemmän varaosia, ja niiden huoltotarpeen arvioidaan olevan pienempi. Vaikutuksen odotetaan kuitenkin kumoutuvan laitteiden teknologian monimutkaisuuden johdosta. Samalla tämä asettaa sekä varaosille että palveluille korkeampia vaatimuksia, minkä odotetaan suosivan Kalmarin kaltaisia OEM-valmistajia.
- **Muuttuva logistiikkaympäristö**. Koronapandemia sekä viime vuosina lisääntyneet geopoliittiset jännitteet ovat ajamassa logistisia ketjuja kohti paikallisempia ja hajautetumpia malleja, mikä kasvattaa raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kysyntää tietyissä kategorioissa. Muita merkittäviä trendejä ovat lisääntyvän verkkokaupan vaikutus jakelualan lastinkäsittelyratkaisujen kysyntään sekä

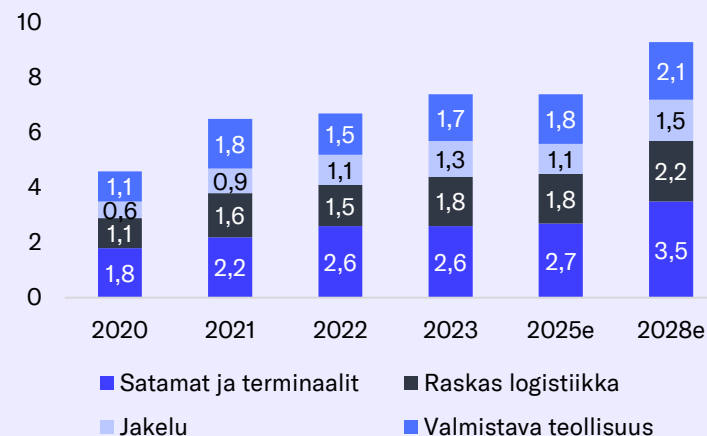
rautatieliikenteen suosion mahdollinen kasvu (kumipyöräliikenteen sijasta) mm. EU:ssa. Tämä vastaavasti kasvattaisi multimodaaliterminaalien ja raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden tarvetta.

- **Tuottavuus- ja turvallisuusvaatimusten kasvu**. Näihin vastataan digitaalisilla kalustonhallinta- ja valvontajärjestelmillä, jotka minimoivat toiminnan häiriöt muun muassa ennakoivan huollon ansiosta. Tuottavuutta ja turvallisuutta ajaa myös kasvava automaatio, joka minimoi henkilöstökustannukset ja pienentää inhimillisten virheiden mahdollisuutta.
- **Älykkäät toiminnot ja työvoimapula etenkin kehittyneissä maissa**. Tämän odotetaan ajavan investointeja sekä käyttäjäavusteisten että kokonaan automatisoitujen ratkaisujen suuntaan, jotka ovat myös merkittävästi kalliimpia perinteisiin laitteisiin verrattuna. Samalla automatisoitujen laitteiden odotetaan kasvattavan myös palvelumarkkinoiden kokoa niihin liittyvän vaativamman jatkuvan valvonnan ja ylläpitotarpeiden myötä. Pula osaavista huoltoasentajista taas merkitsee lisäpotentiaalia OEM-laitetoimittajille ulkoistamisen kautta.

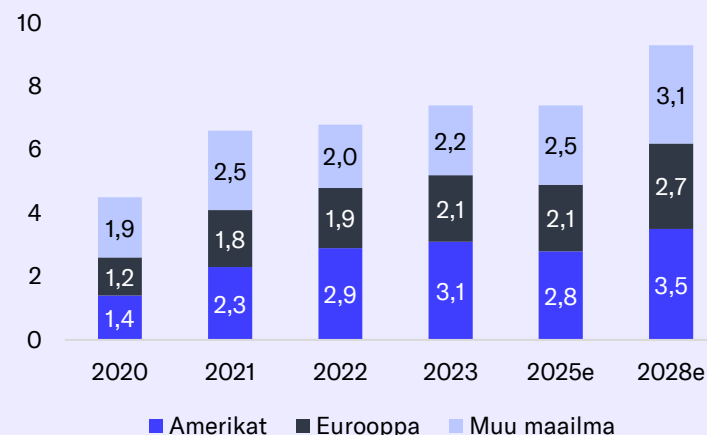
Markkinaan odotetaan selkeämpää kasvua 2026-2028

Oheisista graafeista ilmenee koronapandemiasta johtunut laitekysynnän epätavallisen voimakas heilahtelu 2020-2021 (vuoden 2020 matala taso ja vuoden 2021 nopea kasvu). Vuosina 2022-2023 heilahtelua aiheuttivat Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa, globaalit toimitusketjujen häiriöt sekä kiihtynyt inflaatio ja kohonnut korkotaso. Puolestaan KPMG:n markkinaennusteessa raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinan arvioitiin kasvavan keskimäärin 4,7 % vuodessa vuosina 2024–2028.

Laitemarkkinan kasvu
asiakassegmenteittäin (mrd. euroa)



Laitemarkkinan kasvu
maantieteellisesti (mrd. euroa)



Toimiala ja kilpailu 4/7

Ennusteessaan KPMG odotti kysynnän vakiintuvan vuosina 2024–2025 ja edellä mainittujen markkinatrendien alkavan vaikuttaa markkinakasvuun vuodesta 2026 eteenpäin. Tällä hetkellä myös markkinaennusteet viittaavat maltilliseen kasvuun (kts. tarkemmin [Ennusteet-kappale](#)) vuodelle 2026. Pitkittynyttä ja edelleen jatkuvaa talouden epävarmuutta sekä geopolittisia jännitteitä peilaten selkeämpää positiivista markkinakäännettä voidaan kuitenkin nähdäksemme joutua vielä odottamaan. Mielestämme myöskään negatiivista markkinakehitystä ei voi sulkea täysin pois laskuista esimerkiksi geopolittisten jännitteiden kiristyessä (ml. kauppapolitiikka).

Eri tuoteryhmistä konttilukkilaitteiden markkinan odotettiin kasvavan suhteellisesti eniten vuoteen 2028 asti (merkittävä kasvu, arviomme mukaan korkea yksinumeroinen vuosikasvu), kun taas muiden tuoteryhmien vakaasti (arviomme mukaan 4-5 %/vuosi). Tämän myötä eri laitetyyppien osuuksissa ei odoteta tapahtuvan merkittäviä muutoksia vuodesta 2023.

Sähköistyminen etenee vauhdilla

KPMG:n ennusteessa täysin sähkökäyttöisten laitteiden myynnin arvioitiin kasvavan keskimäärin peräti 28 % vuodessa vuosien 2024–2028 aikana. Tämän myötä sähkökäyttöisten laitteiden osuuden arvioitiin nousevan vuoden 2023 15 %:sta vuonna 2028 peräti 41 %:iin. Vastaavasti polttomoottorilaitteiden markkinoiden arvioitiin supistuvan keskimäärin noin 3 %:n vuosivauhtia samalla ajanjaksolla. Nähdäksemme toimialan sähköistyminen edes lähes odotetusti tarjoaisi Kalmarin kaltaiselle johtavalle teknologiatoimijalle selkeitä positiivisia mahdollisuuksia markkinaosuuden kasvattamiseen. Samalla arvioimme tämän voivan

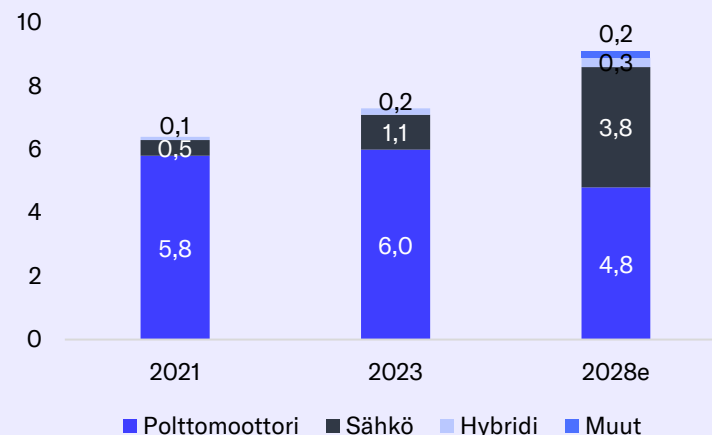
kasvattaa myös hintakilpailua etenkin kiinalaisten toimijoiden suunnalta.

Korvauskysyntä tasapainottaa laitemyyntiä

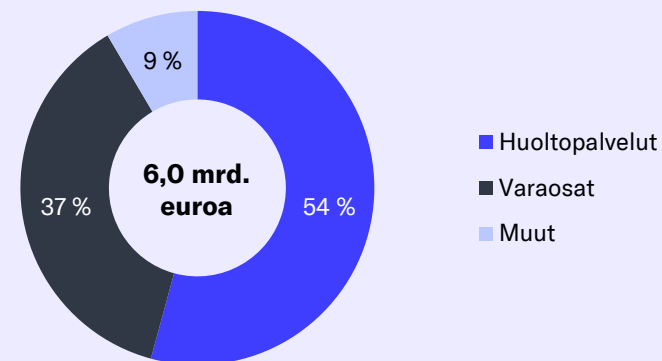
Kalmar on historiassa korostanut korvauskysynnän merkitystä laitemarkkinan ajurina. Käsityksemme mukaan laitteiden tekninen tai kaupallinen elinkaari vaihtelee tyypillisesti noin 8-15 vuoden välillä. Vastaavasti vuosina 2022-2023 Kalmar arvioi korvauskysyntämarkkinan 2,5 mrd. euron suuruiseksi, mikä vastaisi noin 60 % laitemarkkinasta (pl. kevyet haarukkatrukkit). Aiemmin Kalmar arvioi korvauskysyntämarkkinan kaksinkertaistuvan 10 vuodessa, mutta esimerkiksi KPMG:n markkinatutkimuksessa korvauskysyntään ei otettu kantaa omana komponenttinaan.

Nähdäksemme Kalmarin ja muiden toimijoiden historiallisten toimitusmäärien perusteella korvauskysyntä tulee olemaan myös jatkossa keskeinen ajuri laitekysynnässä. Laitteiden käyttöasteiden ollessa korkeita ei korvaushankintoja voida myöskään lykätä huomattavasti. Tämän myötä näemme korvauskysynnän stabiloivan laitemarkkinaa ja samalla kasvattavan KPMG:n kasvuennusteen uskottavuutta. Tämä ei kuitenkaan arviomme mukaan täysin eliminoi laitemarkkinaan liittyviä syklisiä elementtejä (mm. globaali ja/tai alueellinen talouskehitys, korkokehitys), minkä myötä emme oleta laitemarkkinan kasvun olevan lineaarista. Siten pidämme todennäköisenä, että myös tulevaisuudessa laitemarkkina voi kasvaa tai laskea joinakin vuosina selkeästi ennustetta enemmän, mutta pidemmän aikavälin kasvukuvan olevan ainakin tällä vuosikymmenellä noin KPMG:n arvion mukainen. Kokonaisuutena arvioimme markkinoiden terveen kasvukuvan olevan positiivista alan toimijoille.

Laitemarkkinan kasvu teknologioittain (mrd. euroa)



Palvelumarkkinan jakautuminen palvelukategorioittain (2023)



Toimiala ja kilpailu 5/7

Palvelumarkkina lähes laitemarkkinan kokoinen

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden palvelumarkkina koostuu pitkälti samoista elementeistä kuin Kalmarin palveluliiketoiminta. Palvelumarkkinaan kuuluvatkin varaosat, huollot ja huoltosopimukset, korjauspalvelut, elinkaaripalvelut sekä konsultaatio, koulutuspalvelut ja myös lyhytaikaiset vuokrauspalvelut.

KPMG arvioi palvelumarkkinan koon olleen vuonna 2023 6,0 mrd. euroa. Tämä vastaa reilua 80 % laitemarkkinasta ja 45 % yhdistetystä markkinasta. Vastaavasti palveluiden kokonaismarkkinasta noin 90 % koostui varaosista ja huoltopalveluista, kun taas loppuosa muodostui korjauksista, päivityksistä sekä digitaalisista palveluista. Sen sijaan huoltopalveluista Kalmarin arvion mukaan hoidettiin 40-45 % asiakkaiden omin voimin, emmekä oleta osuudessa tapahtuneen olennaista muutosta. Yleisintä in-house-huolto on suurissa satamissa, terminaaleissa ja jakelukeskuksissa, joissa kalusto on merkittävän kokoinen ja operatiiviset toiminnot ovat ympärivuorokautisia.

Palvelumarkkinan kasvu laitemarkkinaa maltillisempaa

KPMG ennusti palvelumarkkinoiden kasvavan keskimäärin 3,7 % vuodessa vuosien 2024-2028 aikana ja markkinan koon nousevan yhteensä 7,1 mrd. euroon. Markkinatutkimuksessa ei avattu kasvun komponentteja yksityiskohtaisesti, mutta vauhdikkainta kasvua odotettiin digitaalisten palveluiden osalta (edellisen sivun graafissa osana ryhmää "Muut"). Digitaalisten palveluiden odotettiin kasvavan noin 9 % vuositasolla verkkoon liitettyjen laitteiden määrän ja automaation kasvaessa. Arvioimme näiden palveluiden olevan muun muassa reaaliaikaisen ja etäluettavan datan tarjoamista laitteen

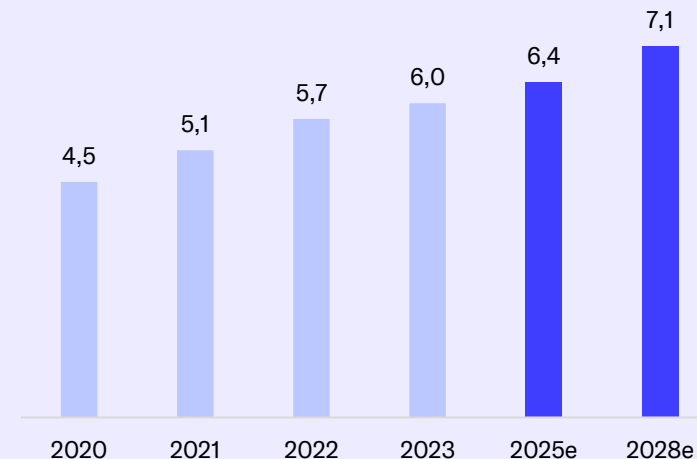
käytöstä, suorituskyvystä ja kunnosta sekä toisaalta etävalvonnan mahdollistaman automaation kasvua.

Tätä mukaillen huolto- ja varaosapalveluiden arvioitiin kasvavan vain reilut 3 % vuositasolla. Arvioimme tähän osaltaan vaikuttavan täyssähköisten laitteiden kasvavan osuuden ja näiden vähäisemmän huoltotarpeen. Toisaalta sähköistyminen tarjoaa mahdollisuuksia myös uusille palveluille ja palvelumalleille, kuten latauspalveluille sekä akkujen vaihtoon ja kierrätykseen (mm. Kalmarin ja Kempowerin sekä SINEXCEL:n [yhteistyö](#)). Palvelumarkkinan luonnetta mukaillen arvioimme markkinakehityksen olevan laitemarkkinaa vakaampaa, vaikka vuositason vaihteluita voi esiintyä muun muassa ulkoisista tekijöistä (esim. negatiivinen talouskehitys, joka laskisi laitteiden käyttöasteita) johtuen.

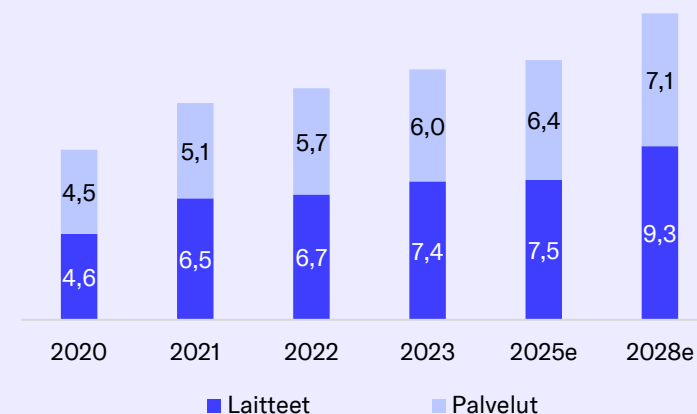
Kilpailukenttä on melko pirstaleinen

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kilpailutilanne vaihtelee sekä tuotekategorioittain että alueittain. Globaalisti toimivista kilpailijoista jotkin kilpailevat Kalmarin kanssa vain yhdessä tuotekategoriassa. Sen sijaan joillakin kilpailijoilla tarjontaa on useammassa kategoriassa, mutta identtistä tarjoamaa Kalmarin kanssa ei käsityksemme mukaan ole kenelläkään. Yhtiöiden markkina-asemien vahvuus vaihtelee myös alueittain, ja esimerkiksi kiinalaiset toimijat, kuten ZPMC ja Sany, ovat vahvimpia kotimarkkinoillaan. Monilla kilpailijoilla on kontinkäsittelyyn liittyvää tuotetarjontaa myös kategorioissa, joissa Kalmar ei ole nykyisin läsnä. Olemme koonneet seuraavan sivun taulukkoon Kalmarin pääkilpailijat eri tuotealueittain. Käsityksemme mukaan Kalmarin tuotetarjonta on sen tuotetarjonnan piirissä olevissa tuotteissa markkinoiden laajin.

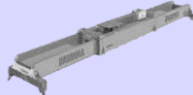
Palvelumarkkinan kasvu (mrd. euroa)



Kokonaismarkkinan kehitys (mrd. euroa)



Toimiala ja kilpailu 6/7

Kategoria		Markkinan koko, mrd. euroa (2023)	Kalmarin markkina-asema	Pääkilpailijat
Konttilukit		0,2	#1	KONECRANES [®] ZPMC
Konttikurottajat + ECH		1,1	#1-3	KONECRANES [®] HYSTER-YALE SANY
Terminaalitraktorit		1,5	#1	TERBERG SPECIAL VEHICLES TICO TERMINAL TRACTORS
Keskiraskaat ja raskaat haarukkatrukit		1,2	#2-3	KONECRANES [®] HYSTER-YALE TAYLOR INTERNATIONAL
Kevyet haarukkatrukit		3,1	Rajallinen asema	HYSTER-YALE KION [®] GROUP MITSUBISHI FORKLIFT TRUCKS
Konttitarttijat		0,2	#1	ZPMC RAM SPREADERS
Palvelut		6,0	30 %:n markkinaosuus oman laitekannan varaosissa vuonna 2024	- In-house - Paikalliset huoltoyhtiöt ja korjaamot - Muut laite- ja osavalmistajat

Toimiala ja kilpailu 7/7

Palveluissa kilpailutilanne riippuu palvelukategoriasta, ja markkina on pirstaleisempi kuin laitteissa. Huoltopalveluissa ja korjauksissa korostuu pienempien paikallisten yritysten rooli, minkä lisäksi edellä todetusti arviolta 40-45 % markkinasta on laitteita käyttävien yritysten omissa käsissä. Tilanne on digitalisaation myötä vähitellen muuttumassa, sillä paikallisilla huoltoyhtiöillä tai edes isoilla raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden asiakkaille ei ole edellytyksiä tai mielenkiintoa näiden palvelujen kehittämiseen ja tuottamiseen.

Kalmar profiloituu yläsegmenttiin

Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden hintakilpailu on kireää kaikissa tuoteryhmissä, mutta tämä korostuu pienissä haarukkatrukeissa. Kalmar on profiloitunut tuotetarjonnassaan yläsegmenttiin ja arvioimme sen hintojen olevan keskimäärin kilpailijoita korkeampia. Yhtiön mukaan tuotteet ja palvelut muodostavat kuitenkin kokonaisuuden, josta asiakkaat ovat valmiita maksamaan. Tähän liittyen merkittävässä roolissa onkin esimerkiksi elinkaarikustannukset ja laitteiden käyntiasteiden maksimointi, joiden mahdollistaminen on myös Kalmarin oman kokonaistarjoaman keskiössä.

Lopulliseen hinnoitteluun vaikuttavat myös jakelutie, kaupankäynnin muoto ja kaupan koko. Yksikköhinnaltaan alemmat tuotteet, kuten terminaalitruktorit, myydään yleensä vakiohinnoilla, joihin voidaan soveltaa jälleenmyyjä- tai asiakaskohtaisia alennuksia. Toisaalta esimerkiksi konttilukit myydään useimmiten tarjouskilpailun kautta. Käytännössä tarjouskilpailun järjestäminen riippuu kuitenkin tilauksen arvosta eikä kaupattavan laitteen

yksikköhinnasta (vrt. 2 vs. 20 konttilukin tilaus).

Kalmarin markkina-asema on keskimäärin vahva

Kalmar ei ole ottanut viimeisimmissä julkaisuissaan (ml. listautumisesite) kantaa markkinaosuuteensa. Sen sijaan vanhemmassa, vuonna 2022 esitetyssä materiaalissa Kalmar arvioi globaaliksi markkinaosuudekseen laitteissa ja projekteissa 20-30 % (markkinan koko: 6 mrd. euroa) ja palveluissa 6 % (markkinan koko: 8 mrd. euroa). Näissä luvuissa oli kuitenkin edelleen mukana raskaiden nostureiden liiketoiminta ja markkina. Sen sijaan omaan markkina-asemaansa se on ottanut kantaa ja käytännössä se onkin haarukkatrukkeja lukuun ottamatta kolmen suurimman toimijan joukossa kaikilla valitsemillaan tuotealueilla. Samalla on hyvä huomata, että Kalmar on keskittynyt haarukkatrukkien markkinassa etenkin keskikokoisiin ja suuriin, joissa sillä on myös vahvempi markkina-asema. Kokonaisuutta peilaten arvioimme kuitenkin, että Kalmarin historiallinen indikaatio sen laitemarkkinan markkinaosuudesta (20-30 %) on edelleen varsin relevantti, vaikka markkinaosuudet vaihtelevatkin tuotealueiden välillä. Vastaavasti palveluissa kokonaismarkkinan arvioituun kokoon peilaten arvioimme Kalmarin markkinaosuuden olevan noin 10 %. Luonnollisesti vuosien välillä markkinaosuuksissa voi tapahtua tiettyä heiluntaa yksittäisten suurempien tilaustenkin myötä, mutta arvioimme Kalmarin aseman olleen esimerkiksi 2020-luvulla melko vakaalla tasolla.

Kalmarin vahvuudet ja heikkoudet kilpailussa

Mielestämme Kalmarin vahvuuksia ja

mahdollisuuksia kilpailussa ovat seuraavat tekijät:

- + Tunnettuus ja vahva tuotemerkki pitävät Kalmarin potentiaalisena tarjoajana mukana lähes kaikissa merkittävimmissä laitehankkeissa etenkin länsimaissa
- + Varsin laaja ja monia kilpailijoita edellä oleva täyssähköinen tuotetarjonta
- + Kattava palvelutarjonta ja -verkosto tuovat asiakkaille lisäturvaa laitteiden käyntiasteiden pitämisessä korkealla
- + Etäpalvelut ja muut digitaaliset palvelut sekä automaatiotarjonta vastaavat asiakkaiden haasteisiin tuottavuuden ja turvallisuuden parantamisessa sekä työvoimapulaan
- + Etenevä sähköistyminen, digitalisaatio ja automaatio ja siten monimutkaistuvat laitteet parantavat Kalmarin kilpailuasemaa suhteessa paikallisiin huoltoyhtiöihin ja in-house-huoltoon

Kalmarin kilpailuaseman heikkouksia ja uhkia mielestämme ovat seuraavat tekijät:

- Kalliin toimittajan mielikuva voi sulkea pois osan potentiaalisista asiakkaista
- Toistaiseksi rajallisempi markkina-asema kehittyvillä markkinoilla ja etenkin Aasiassa
- Hintakilpailun kiristyminen ja kustannuskilpailukyvyn säilyttäminen etenkin kiinalaisia toimijoita vastaan erityisesti sähköistymiseen liittyen (vrt. autoteollisuus)
- Kilpailijat voivat kirittää kiinni Kalmarin etumatkaa sähköistymiseen, automaatioon ja digitalisaatioon liittyen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategian keskeiset ajurit

**Globaalin
laitemarkkinan kasvu** **5 % p.a.**
2024e-2028e

**Globaalin
palvelumarkkinan kasvu** **4 % p.a.**
2024e-2028e

Asiakkaiden haasteet



Päästöjen vähentäminen ja
sähköistyminen



Tuottavuusvaatimusten kasvu



Turvallisuusvaatimusten kasvu



Osaavan työvoiman puute

Strategiset painopisteet

1. Vastuullisiin innovaatioihin investoiminen

2. Palveluliiketoiminnan kasvattaminen

3. Liiketoiminnan suorituskyvyn kehittäminen

Tavoitteet vuonna 2028

5 %

**Vuotuinen
liikevaihdon kasvu
syklin yli**

15 %

**Vertailukelpoinen
liikevoittoprosentti**

>25 %

**Sijoitetun pääoman
tuotto (ROCE-%)**

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kalmarin strategiset painopisteet	1 Vastuullisiin innovaatioihin investoiminen 	2 Palveluliiketoiminnan kasvattaminen 	3 Liiketoiminnan suorituskyvyn kehittäminen 
Tausta	- Päästöjen minimointitarve - Tarve kohottaa tuottavuutta - Tarve alentaa elinkaarikustannuksia - Tarve parantaa turvallisuutta - Puute osaavasta työvoimasta	- Laajan asennetun laitekannan tehokkaampi hyödyntäminen kasvun ja tuottavuuden ajurina - Tarve kasvattaa toistuvan liiketoiminnan osuutta palvelumyynnissä - Elinkaariarvon kasvattaminen asiakaskumppanuuksien ja älykkään palvelutarjonnan avulla	- Tarve parantaa tuottavuutta ja rahavirtaa kasvun, tuotekehityksen, investointien ja voitonjaon turvaamiseksi - Jatkuva parantaminen
Toimet	- Täyssähköisen tarjonnan laajentaminen ja kehittäminen - Liitettävyy-, ohjelmisto-, analytiikka- ja tekoälyratkaisujen kehittäminen edelleen. Näillä asiakkaat voivat optimoida toimintojaan, kehittää tuottavuutta ja turvallisuutta sekä minimoida päästöt ja tehottomuudet. - Autonomisten ja käyttäjäavusteisten ratkaisujen kehittäminen, joiden kautta asiakkaat voivat pienentää työvoiman saatavuusongelmaa.	- Markkinaosuuden kasvattaminen varaosamyynnissä oman verkkokaupan (MyKalmar) jatkokehityksellä - Verkkoon kytkettyjen laitteiden määrän kasvu mahdollistaa räätälöidyt etäpalvelut sekä uusien ennakoivien ominaisuuksien kehittämisen ja tarjonnan - Sähköisten laitteiden vaativampi huolto kohottaa konversioastetta (capture rate) - Sähköisille laitteille tarjotaan korkeamman lisäarvon palveluita kuten latauspalveluita ja akkujen vaihtopalveluita	- Portfolion optimointi (mm. aiemmin tehty raskaista nostureista luopuminen) - Liiketoiminnan kehittämisen ohjelma (mm. hinnoittelun hallinta, hankinta- ja valmistuskustannusten optimointi) - Operatiivisen suorituskyvyn ohjelma (mm. toimitusketjun optimointi, prosessikehitystoimet, kustannussäästötoimet ja muut suorituskyvyn kehitystoimet)
Inderesin kommentti	Strategiassa ratkaistaan asiakkaiden keskeisimpiä ongelmia ja Kalmarin vahva markkina-asema antaa toteuttamiseen hyvät eväät	- Asennettu laitekanta tarjoaa hyvät edellytykset kasvu - Sähköisten laitteiden pienempi huollontarve rajaa toisaalta kasvupotentiaalia, mutta samalla tekee huollosta aiempaa haastavampaa - Markkinaosuuden kasvattaminen oman laitekannan huollossa on edennyt, mutta nousun jatkuvuudesta ei ole takeita - Kts. tarkemmin seuraava sivu	Q3'25:n lopussa yhtiö oli edennyt liiketoiminnan suorittamisen kehittämisessä (Driving Excellence - ohjelma) ja oli saavuttanut noin 24 MEUR:n vuotuiset bruttotehokkuusparannukset, joiden taustalla olivat etenkin onnistuneet toimet hankinnassa. Yhtiö tavoittelee yhteensä 50 MEUR:n vuotuisia bruttoparannuksia vuoden 2026 loppuun mennessä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Palveluliiketoiminnan kasvattamiseen hyvät edellytykset

Konepajayhtiöille tyypilliseen tapaan myös Kalmarilla fokuksessa on etenkin palveluliiketoiminnan kasvattaminen ja tätä kautta konsernin vakaamman liikevaihto-osuuden sekä kannattavuuden nostaminen. Käytännössä palveluiden kasvattamiseksi yhtiöllä on selkeät keskeiset panostuskohteet, jotka ovat osuuden kasvattaminen oman laitekannan huollossa, laitteiden sähköistymisen tarjoama kasvupotentiaali sekä asiakasarvon lisääminen datalähtöisillä ratkaisuilla (etenkin digitaaliset ratkaisut).

Tähän yhtiöllä on myös hyvät lähtökohdat, sillä Kalmarilla oli vuonna 2024 globaalisti 68000 toimitetun laitteen aktiivinen kanta, josta verkkoon kytkettynä oli vasta 14500 yksikköä. Luonnollisesti kaikkien toimenpiteiden kannalta olennaisessa roolissa ovat myös asennetun laitekannan kasvattaminen ja verkkoon kytkettyjen laitteiden osuuden nostaminen pidemmällä aikavälillä.

Oman laitekannan huollon osuutta saatu nostettua

Oman laitekannan varaosien toimitusten osuuden yhtiö on saanut nostettua aktiivisilla toimenpiteillä noin 30 %:iin vuoden 2021 25 %:n tasosta. Luonnollisesti tällä saralla on edelleen reippaita mahdollisuuksia, joita myös laitteiden sähköistymisen ja digitaaliset palvelut ovat mahdollistamassa. Tämän lisäksi laitteiden sähköistymisen tarjoama kasvupotentiaali kumpuaa etenkin laitteiden vaativammasta huollosta (sis. korkeampi koulutus) sekä kalliimmista osista, mikä näkyy myös hinnoittelussa, vaikka sähköisten laitteiden

huollontarve onkin vähäisempää.

Digitaaliset ratkaisut ovat tärkeässä osassa

Palveluiden kasvattamisen osalta keskeisessä roolissa ovat myös digitaaliset ratkaisut, joilla laitteiden turvallisuutta ja tuottavuutta pyritään parantamaan. Tämän osalta yhtiöllä keskiössä on sen oma asiakasportaali (MyKalmar), joka on myös hyvin tärkeässä roolissa esimerkiksi varaosakaupan osalta (noin 50 % varaosakaupasta verkkokaupan kautta) ja muiltakin osin asiakaskokemuksen kannalta (mm. laitedata, koulutus- ja huoltopyynnot, ennakoiva huolto). Vastaavasti MyKalmar INSIGHT -alustan kautta asiakas saa tiedot laitteen käyttöasteesta, liikkeistä tehokkuuden tarkkailemiseksi, kuljettaja- ja käyttöpaikkakohtaiset tiedot, kulutuksen ja päästöt sekä huollontarpeen. Tätä heijastellen digitaaliset ratkaisut toimivatkin osana Kalmarin palvelupaketteja, joiden kautta sillä on myös mahdollisuus kasvattaa entisestään sopimusperusteisten palvelujen määrää, joissa arvioimme olevan niin ikään edelleen merkittävää kasvupotentiaalia.

Myyntiä kehitetty palveluliiketoiminnan kasvattamiseksi

Myyntin näkökulmasta yhtiö on myös yhdistänyt laitteiden ja palveluiden toimintaa (esimerkiksi laitepuolella mittarina huoltoa sisältävien tarjousten osuus). Kokonaisuutena yhtiötä pyritäänkin viemään entistä vahvemmin palveluvetoisempaan suuntaan (ml. digitalisaatio ja automaatio), mitkä ovat myös olennaisessa roolissa kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi sekä kilpailullisesta näkökulmasta.

Jälkimmäisen osalta yhtiö on kommentoinut olevansa nykyisin suhteellisesti hyvissä asemissa, vaikkakin esimerkiksi kiinalaiset kilpailijat pyrkivät rakentamaan omaa jälkimarkkinapuoltaan. Vastaavasti sähköisten laitteiden osalta yhtiö on kommentoinut yleisellä tasolla kuuluvansa johtavien toimijoiden joukkoon kiinalaisten toimijoiden (esim. Sany) kanssa, kun taas muiden länsimaisten toimijoiden se arvioi olevan hieman takamatkalla.

Jälkimarkkinapalveluita on saatu kehitettyä, mutta töitä on edelleen jäljellä

Kokonaisuutena Kalmarin palveluiden merkitystä voi pitää konepajoille tyypillisenä etenkin etähuollon ja -valvonnan merkityksen kasvaessa. Nähdäksemme yhtiön osuutta oman laitekannan varaosahuollosta voi pitää edelleenkin jokseenkin maltillisena. Nähdäksemme tämä viittaa ainakin osittain jälkimarkkinapalveluiden vähäisempään historialliseen strategiseen rooliin ja/tai puutteisiin varaosaliiketoiminnan tavoiteasetannassa ja operaatioissa. Samalla tämä mielestämme indikoi merkittävästä potentiaalista varaosaliiketoiminnan sekä muiden jälkimarkkinapalveluiden osalta, joita myös digitaalisten ratkaisujen sekä sähköistymisen tulisi tukea. Arvioimme mukaan myös Kalmarin omaksi yhtiöksi eriyttämisen tuomat hyödyt päätöksenteon osalta (ts. päätöksenteko lähempänä liiketoimintaa) ovat tukeneet palveluiden kokonaisvaltaista kehittämistä. Kaikesta huolimatta mielestämme Kalmarilla on silti edelleen todistettavaa ja töitä jäljellä palveluiden selkeämmän kasvattamisen tiimoilta.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Talouslukujen tavoitteet vuodessa 2028

Kalmarin julkistettut taloudelliset tavoitteet vuoteen 2028 ovat seuraavat:

- Vuotuinen liikevaihdon kasvu 5 % yli syklin
- 15 %:n vertailukelpoinen liikevoittoprosentti
- Yli 25 %:n sijoitetun pääoman tuotto (ROCE)
- Nettovelat / käyttökatte < 2x
- Osinkosuhde 30-50 %

Taloudelliset tavoitteet ovat realistisia

Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihtotavoite viittaa keskimääräiseen vuosikasvuun. Tiettyä haastetta tavoitteen seurannalle asettaa tarkan lähtötason puuttuminen. Tämän myötä seuraamme kehitystä Kalmarin listautumisen yhteydessä ilmoittamaan vuoden 2013 liikevaihtotasoon (pl. Navis- ja raskaat nosturit - liiketoiminnot) verrattuna. Laskelmiemme perusteella Kalmarin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 3,4 % vuosien 2013–2024 välisenä aikana. Toisaalta esimerkiksi vuosina 2013–2023 kasvu oli vielä yli tavoitetason 5,4 %:ssa. Tämä kuvastaa mielestämme markkinoihin liittyvää vaihtelua, minkä myötä ajanjakson valinnalla voi olla vaikutusta kasvulukuun. Nähdäksemme kasvutavoite on historiaan peilaten sopivan kunnianhimoinen, mutta realistinen markkinoiden ennustettu kasvu huomioiden.

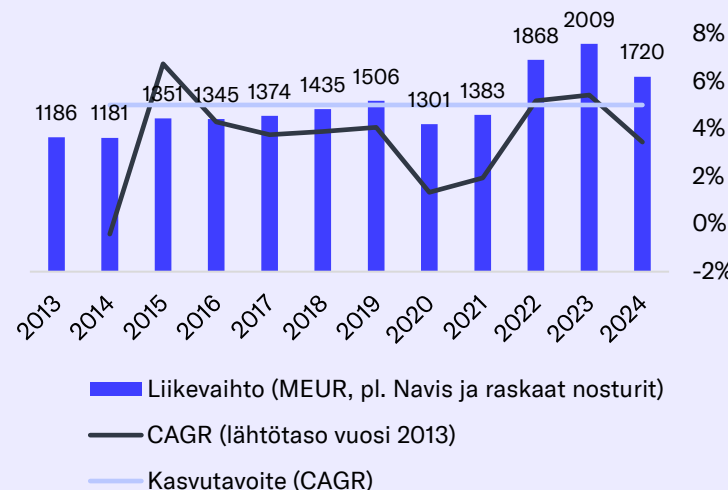
Marginaalitavoitteen osalta mielestämme relevantteina vertailulukuina voidaan käyttää Kalmarin listautumisen yhteydessä esittämiä vuosien 2021-2023 vertailukelpoisia liikevoittomarginaaleja (pl. Navis ja raskaat nosturit - liiketoiminnot) sekä vuoden 2024 ja Q1–Q3'25 toteutuneita lukuja. Ajanjaksolla yhtiön marginaali on ollut 8,5–13,0 %, mitä peilaten tavoitetasoon on vielä

matkaa, mutta suunta on ollut oikea. Nähdäksemme kannattavuustavoitteessa on siten myös sopivaa kunnianhimoa. Tavoitetta voi pitää silti realistisena yhtiön onnistuessa strategisissa toimenpiteissään (palveluliiketoiminnan kasvu, suorituskykyohjelmat) huomioiden myös operatiivisen vivun vaikutuksen.

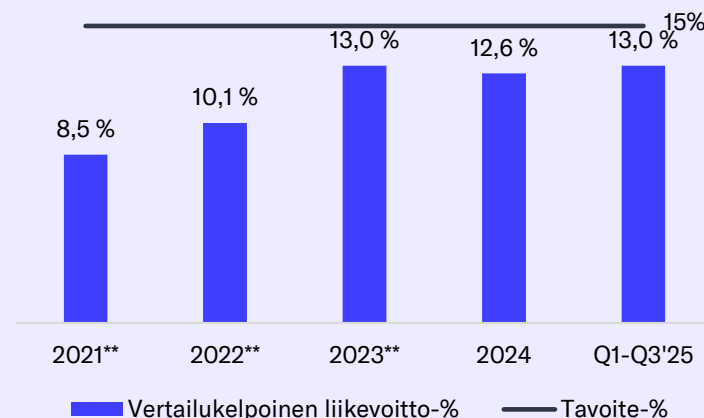
Puolestaan sijoitetun pääoman tuottotavoitteen pidemmän aikavälin arvioinnissa haasteita asettaa nykymuotoisen Kalmarin lyhyt historia (mm. listautumisen yhteydessä esitetyissä historiallisissa carve out -luvuissa konsernin ulkoista rahoitusta ei yleensä ole kohdistettu Kalmarille eikä myöskään oman pääoman määrä ole vertailukelpoinen). Siten olemme käyttäneet tässä vaiheessa tarkastelussa ainoastaan vuoden 2024 sekä Q1–Q3'25 (LTM) toteutuneita tasoja (18,4–20,8 %). Toteutuneisiin lukuihin peilattuna tavoite on nähdäksemme mielekäs, mutta arviomme mukaan tavoitteen saavuttaminen vaatisi nykyisellä liikevaihtotasolla lähes marginaalitavoitteeseen yltämistä.

Velkaantumistavoite on nähdäksemme sen sijaan varsin järkevällä tasolla. Q3'25:n lopussa Kalmarin edellisen 12 kuukauden nettovelat/käyttökate oli vain 0,3x, ja siten yhtiöllä olisi mahdollisuus 440 MEUR:n lisävelkaantumiseen tavoitteen rajoissa ja pelivaraa velkaantumisen osalta on reilusti. Toisaalta yhtiö on indikoinut, että sen nykyinen strategia pohjautuu orgaaniseen kasvuun. Yhtiö silti ylläpitää kyvykkyyksiä yritysostoihin liittyen, mutta suuremmat yritysostot vaikuttavat tällä hetkellä epätodennäköisiltä. Tavoitteeksi asetettu osinkosuhde on Kalmarin toimiala ja yhtiön kehitysvaihe huomioiden hyvin tavanomainen. Mielestämme yhtiön taseasema huomioiden sillä olisi kuitenkin edellytyksiä avokätisempäänkin voitonjakoon orgaaniseen kasvuun nojaava strategia huomioiden.

Liikevaihdon kehitys* ja tavoitetaso



Vertailukelpoisen liikevoitto-%:n kehitys ja tavoitetaso



* Kyseessä Kalmarin CMD:llä (2024) esittämä historiallinen liikevaihdon kehitys, luvut eivät ole virallisia vertailukelpoisia tunnuslukuja

** Vuodet 2021-2023 vertailukelpoinen liikevoitto-% pois lukien Navis ja raskaat nosturit

Taloudellinen tilanne 1/2

Taseen varat ovat suurilta osin lyhytaikaisia

Olemme tarkastelleet Kalmarin tasetta Q3’25:n lopun lukujen perusteella ja arvioimme näiden antavan varsin ajantasaisen kuvan yhtiön rahoitusasemasta. Q3:n lopussa yhtiön taseen loppusumma oli 1756 MEUR.

Taseen pitkäaikaiset varat (636 MEUR) muodostuivat etenkin aineellisista hyödykkeistä (269 MEUR) sekä aikaisempiin yritysostoihin liittyvästä liikearvosta (255 MEUR). Kalmar raportoi IFRS-standardien mukaisesti, eikä poista liikearvoa taseestaan. Loput pitkäaikaiset varat koostuivat mm. laskennallisista verosaamisista (52 MEUR) sekä osuuksista osakkuusyrityksissä (49 MEUR). Emme näe pitkäaikaisiin varoihin liittyvän olennaisia alaskirjausriskejä.

Vastaavasti lyhytaikaiset varat muodostuivat etenkin vaihto-omaisuudesta (493 MEUR), myyntisaamisista ja muista korottomista saamisista (347 MEUR) sekä kassasta (250 MEUR).

Rahoitusasema on vahva

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 661 MEUR. Vastaavasti korollista velkaa yhtiöllä oli (sis. vuokrasopimusvelat) 337 MEUR. Korollisista veloista 250 MEUR koostui pankkilainoista, joista 150 MEUR erääntyy vuonna 2026 ja 100 MEUR vuonna 2027. Odotamme lainojen uudelleenrahoituksen olevan kuitenkin Kalmarille ongelmaton. Lisäksi Kalmarilla oli Q3:n lopussa sitova pitkäaikainen 200 MEUR:n nostamaton luottolimiitti, minkä myötä yhtiön likviditeettitilanne on varsin hyvä.

Edellä mainittua kokonaiskuvaa peilaten yhtiön korollinen nettovelka oli Q3’25:n lopussa 84 MEUR, ja aiemmin todetusti nettovelkojen suhde edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen oli maltillisella 0,3x tasolla. Yhtiön tase

oli muutoinkin vahvalla tasolla (nettovelkaantumisaste 13 %).

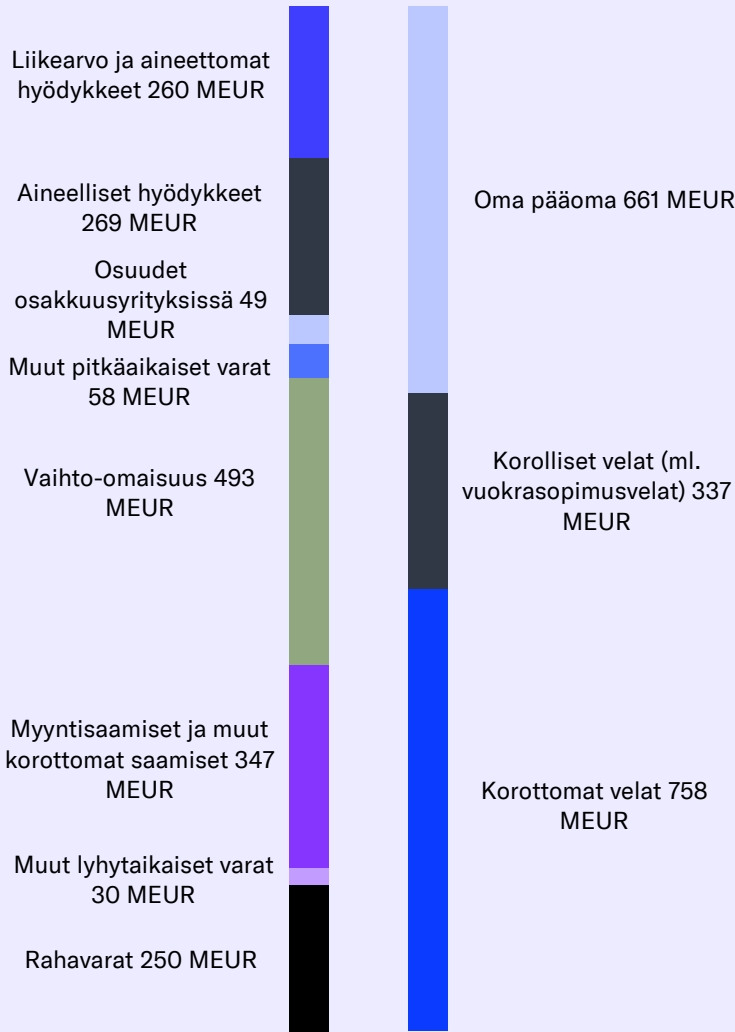
Korottomia velkoja yhtiöllä oli puolestaan 756 MEUR, jotka muodostuivat etenkin ostovelosta (186 MEUR), sopimuksiin perustuvista veloista (131 MEUR, pääosin saatuja ennakoita) sekä muista lyhytaikaisista korottomista veloista (208 MEUR).

Myös kassavirtaprofiili on myönteinen

Kalmarin liiketoiminnan kannattavuuden sekä maltillisten käyttöpääomatarpeiden myötä yhtiön operatiivinen kassavirtaprofiili on rakenteellisesti vahva. Nykymuotoisen Kalmarin osalta historiallisia lukuja on vielä niukasti saatavilla, mutta mielestämme kassavirtaprofiilista kuvaa antaa yhtiön rahavirtasuhde (operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / käyttökatte), joka on ollut liukuvan 12 kuukauden tarkastelussa 75–148 % Q1’24–Q3’25:n välisenä aikana. Suhdelukua on viime kvartaaleina ja etenkin Q3’25:llä painanut varastojen kasvu, minkä taustalla olivat USA:n asettamien uusien tariffien myötä viivästyneet toimitukset. Ajoituksellisista tekijöistä (mm. maksupostit, saatujen ennakkomaksujen kehitys) johtuen rahavirran kehitystä kannattaa mielestämme tarkkailla pidemmällä aikavälillä. Vielä melko lyhyeen historialliseen otantaan peilaten pidämme suhdeluvun noin 100 %:n tasoa pidemmällä aikavälillä realistisena.

Vastaavasti Kalmarin vapaan kassavirran luontikykä tukevat yhtiön tuotantolaitosverkoston vaatimat lähtökohtaisesti maltilliset ylläpitoinvestointitarpeet. Siten näemmekin yhtiöllä hyvät edellytykset ohjata pääomia orgaanisiin tai epäorgaanisiin kasvuinvestointeihin sekä voitonjakoon.

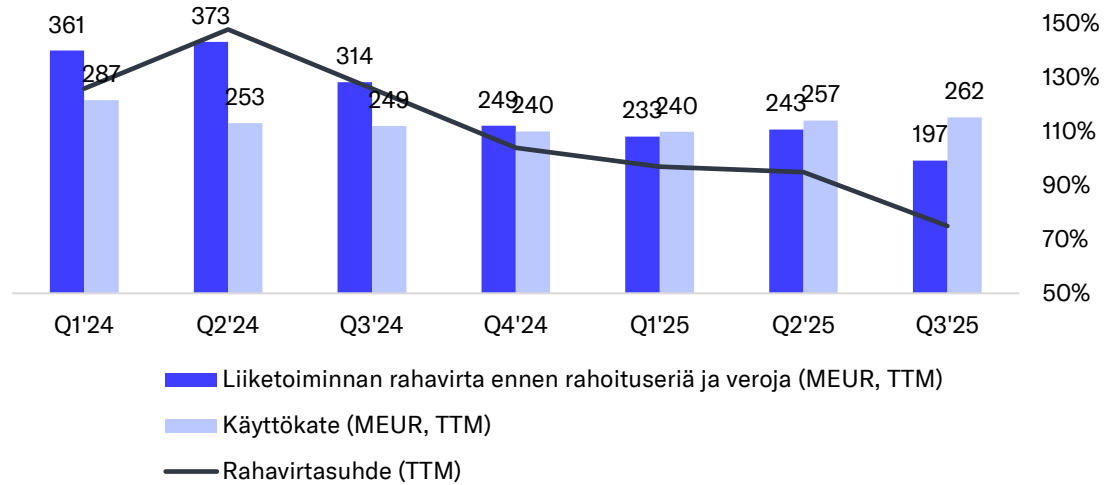
Tase Q3’25:n lopussa (1756 MEUR)



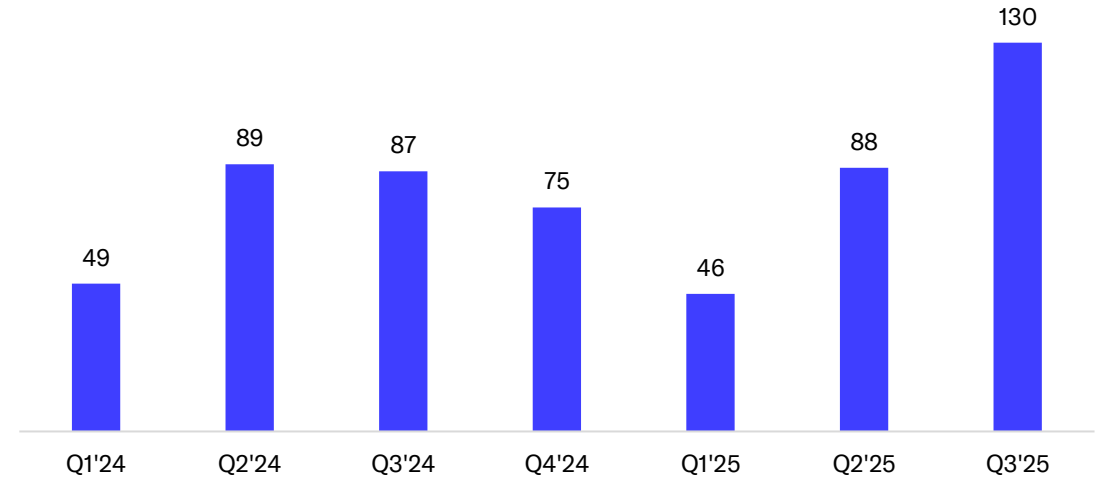
Lähde: Kalmar, Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

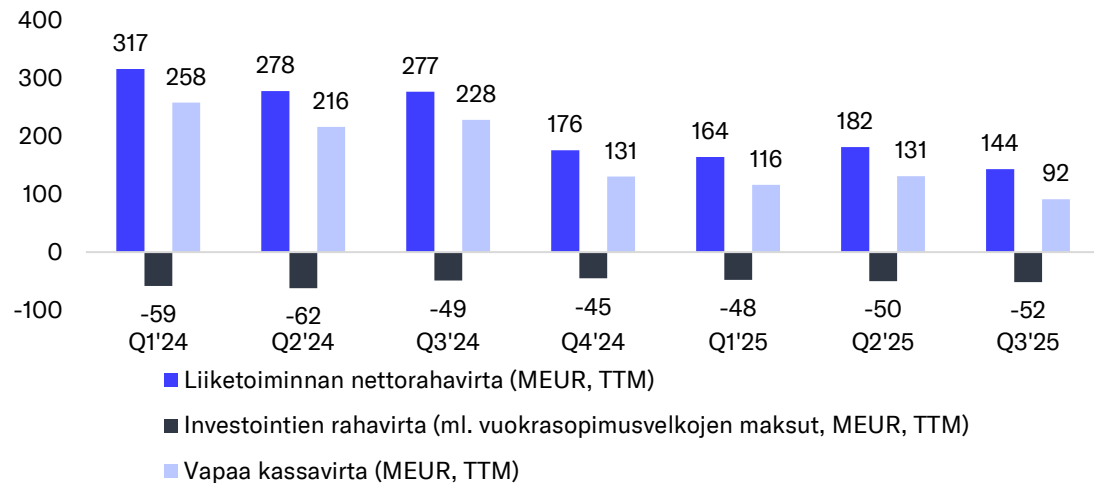
Rahavirtasuhteen kehitys



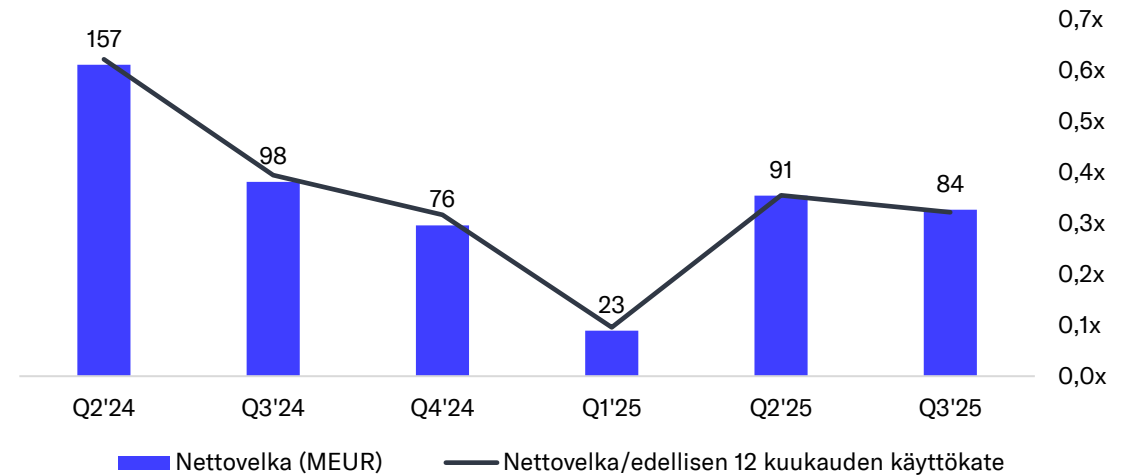
Nettokäyttöpääoman kehitys (MEUR)



Kassavirran kehitys



Nettovelan ja nettovelka/käyttökate-suhteen kehitys



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme Kalmarin segmenttitason liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuden kehityksen perusteella. Puolestaan pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat pitkälti odotettuun markkinakasvuun sekä yhtiön rakenteellisten ominaisuuksien muodostamaan kokonaisuuteen.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun sekä strategisten toimenpiteiden (ml. Driving Excellence) vaikutukseen. Pitkällä aikavälillä käytämme arvioinnissa osittain Kalmarin historiallisia tasoja, taloudellisia tavoitteita sekä arvioimaamme kestävämpää kannattavuuspotentiaalia.

Ennustemuutokset ja muut taustaoletukset

Olemme tehneet raportin yhteydessä pieniä positiivisia ennustetarkistuksia lähivuosille, mutta näiden absoluuttiset vaikutukset jäivät maltillisiksi (kts. tarkemmat lähivuosien ennustemuutokset s. 31). Puolestaan kuluva vuosikymmenen loppupuolen ennusteitamme olemme nostaneet hieman selvemmin, sillä arvioimme markkinoiden pitkittyneen epävarmuuden lykkäävän laitemarkkinan kasvun ajankohtaa, mutta toisaalta tukevan vuosikymmenen lopun kehitystä. Olemme myös nostaneet pidemmän aikavälin marginaaliodotuksiamme viime vuosien toteutuneen kehityksen (ts. positiivinen marginaalikehitys liikevaihdon laskusta huolimatta) sekä käynnissä olevien strategisten toimenpiteiden myötä (sis. Driving Excellence -ohjelma).

Emme ole huomioineet ennusteissamme mahdollisia

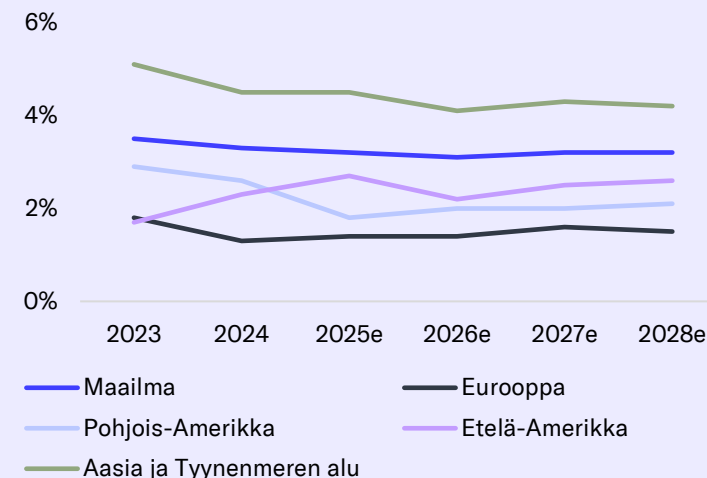
yhtäjäjärjestelyjä, sillä näiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Aiemmin todetusti pidämme kuitenkin ainakin suurempia liikkeitä lyhyellä aikavälillä epätodennäköisinä yhtiön pörssihistorian aikana antamia kommentteja peilaten.

Makrotalouden ennusteet

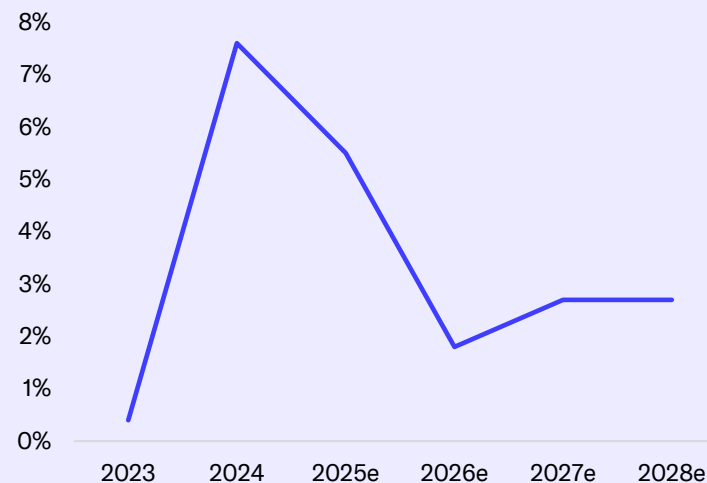
Maailmantalous on osoittanut viime vuosina kestävyttä inflaatiosta ja korkojen noususta (ml. mm. Kiinan asuntosektorin haasteet) sekä geo- ja kauppapoliittisten jännitteiden kasvusta huolimatta. Toisaalta kasvussa on ollut kuitenkin maantieteellisiä eroja, ja esimerkiksi Euroopan talouskasvu on jäänyt jälkeen globaalista kehityksestä. Euroopan talouskasvun osalta lyhyen aikavälin toiveita on asetettu etenkin Saksan suurten elvytystoimien varaan, mutta toistaiseksi konkreettiset merkit tämän osalta ovat olleet vielä rajallisia. Sen sijaan esimerkiksi IMF ennustaa globaalien talouden kasvun jatkuvan vakaasti reilussa 3 %:ssa lähivuosien aikana (kts. tarkemmin sivugraafi), mikä loisi melko vakaan pohjan myös raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden markkinakasvulle.

Samalla esimerkiksi Drewry on viimeisimmässä ennusteessaan odottanut globaalien konttiliikenteen kasvun olevan lähivuosina 2-3 %:n välimaastossa (kts. myös [kommenttimme](#) markkinatilanteesta Kalmarin Q4'25:n hiljaista jaksoa edeltävän puhelun perusteella). Tähän ennusteeseen peilattuna Kalmarin kannalta olennaisen satama-aktiviteetin voi myös odottaa kasvavan lähivuosina, vaikka samalla on hyvä huomata, että ennusteet ovat herkkiä muutoksille toimintaympäristössä.

BKT:n kehitys



Globaalin konttiliikenteen kehitys



Ennusteet 2/5

Kokonaisuutena odotukset markkinoiden kehityksestä ovat mielestämme tässä kohtaa kohtuullisella tasolla, ja markkinatilanne on siten jokseenkin neutraalissa tai varovaisen positiivisessa asennossa Kalmarin kannalta.

Positiivisina ajureina markkinan kannalta voisivat vuorostaan toimia esimerkiksi geo- ja kauppapoliittisten jännitteiden lasku (mm. Ukrainan sodan päättyminen) ja osin tämänkin kautta Euroopan/globaalin talouskasvun kiihtyminen. Tällä hetkellä on kuitenkin mielestämme vaikea nojata skenaarioon jännitteiden laajamittaisesta laskusta (vrt. Euroopan ja USA:n välillä jälleen nopeasti nousseet jännitteet). Markkinakehityksen suurimmat riskit kohdistuvatkin nähdäksemme toimintaympäristön mahdollisten epävarmuuksien kasvuun (ml. tullipolitiikka) sekä perinteisempään suhdannevaihteluun (mm. inflaatio-, korko- ja työllisyyskehitys).

Vuoden 2025 ohjeistus on nähdäksemme varovainen

Kalmar on antanut vuodelle 2025 ohjeistuksen, jossa se odottaa vertailukelpoisen liikevoittomarginaalinsa olevan yli 12 %. Yhtiö on myös kommentoinut, että ohjeistuksen voi nähdä indikoivan enemmän lattiatasoa. Ensimmäisen kolmen kvartaalin jälkeen yhtiön vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli koko vuodelta 13,0 %:ssa, mihin peilattuna yhtiö onkin selkeästi ohjeistustason yläpuolella ja pelivaraa Q4:lle on reippaasti. Odotamme yhtiön myös yltävän vaivattomasti ohjeistukseensa ja koko vuoden 2025 marginaalitason pysyvän ensimmäisen kolmen kvartaalin tasolla 13,0 %:ssa.

Yhtiön markkinakommentit Q3-tuloksen yhteydessä olivat tulkintamme perusteella neutraalista lievästi positiiviseen. Kalmarin mukaan markkinatilanne vaihteli tällöin alueittain ja oli sen odotusten mukaan hieman

pehmeämpi erityisesti Amerikassa, jossa tilanne on ollut jo pidempään vastaavan kaltainen. Yhtiö olikin jo Q2-tuloksensa yhteydessä kommentoinut odottavansa markkinaympäristön olevan vaimeampi H2'25:llä. Vuorostaan Euroopan kysyntä oli säilynyt hyvällä tasolla, kun taas muualla se oli pysynyt vakaana. Yhtiö korosti kuitenkin markkinoiden epävarmuuden jatkuvan kauppajännitteiden ja tullimaksujen myötä, mikä sen arvion mukaan johtaa myös alueellisen kehityksen vaihteluun. Tämä näkyi myös Q3:lla yhtiön verkkoon kytkettyjen laitteiden aktiviteetissa, joka oli kasvussa muualla paitsi Pohjois-Amerikassa.

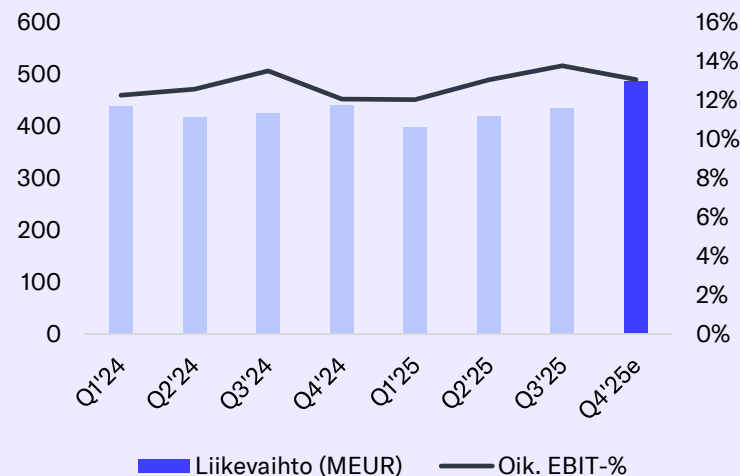
Mielestämme yhtiö on ollut tähänastisen pörssihistoriansa aikana varovaisen puoleinen lausunnoissaan, mikä mielestämme kannattaa huomioida myös tulevia ohjeistuksia tai markkinakommentteja tulkitessa.

Vuoden 2025 ennusteet

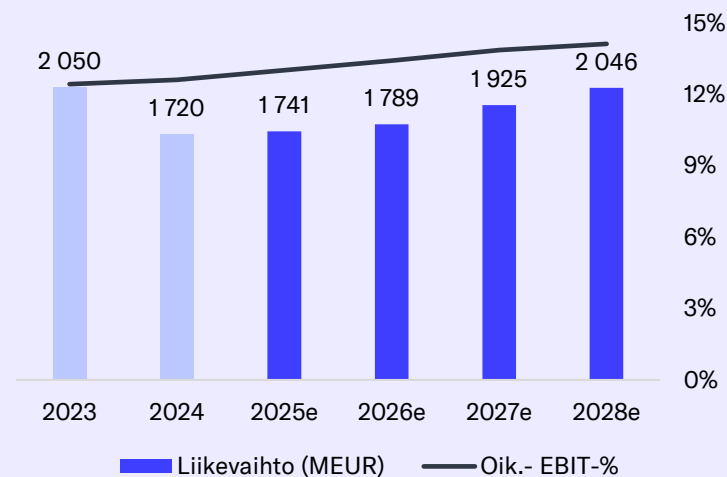
Ensimmäisen yhdeksän kuukauden jälkeen Kalmarin liikevaihto oli 2 % vertailukautta perässä (Q1-Q3'25: 1254 MEUR vs. Q1-Q3'24: 1280 MEUR), kun taas vertailukelpoinen liikevoitto oli käytännössä viime vuoden tasolla 163 MEUR:ssa (Q1-Q3'24: 164 MEUR).

Tilaukskantaa yhtiöllä oli puolestaan 961 MEUR (+6 % v/v) ja edellisen 12 kuukauden tilaukset yhtiöllä olivat yhteensä 1792 MEUR (+12 % v/v). Viimeaikaisen tilauskehityksen osalta on kuitenkin hyvä huomata, että yhtiön saadut tilaukset kääntyivät Q3:lla ainakin väliaikaisesti selvään laskuun (-10 % v/v). Tämän taustalla vaikutti yhtiön mukaan etenkin suurten laitetilausten tavallista vähäisempi määrä, kun taas alla oleva kysyntä säilyi pääosin hyvällä tasolla.

Liikevaihto ja liikevoittomarginaali



Konsernin liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 3/5

Arvioimme tilauskannan kasvun kuitenkin tukevan lähikvartaalien liikevaihdon kehitystä, vaikka suurempien toimitusten ajoituksiin liittyykin ajoituksellista epävarmuutta. Vuoden 2025 viimeiselle kvartaalille odotamme ajoittuneen kuitenkin muun muassa vertailukaudelle tiedotettuja suuria konttilukkitilausten toimituksia, joiden arvioimme siivittävän Kalmarin vuoden 2025 liikevaihdon aavistuksen vuoden 2024 yli (2025e: 1741 MEUR vs. 2024 tot. 1720 MEUR). Koko vuoden tasolla ennustamme laiteliikevaihdon säilyneen melko vakaalla tasolla (-1 % v/v), kun taas palveluliikevaihdon kasvaneen 6 %:lla vuoteen 2024 verrattuna. Tästä huolimatta emme odota liikevaihdon rakenteeseen olennaisia muutoksia (laitteet 66 %, palvelut 34 %).

Ennustamme Kalmarin vertailukelpoisen liikevoiton nousseen koko vuoden tasolla 227 MEUR:oon (2024: 217 MEUR), mikä vastaa marginaalin nousua 12,6 %:sta 13,0 %:iin. Segmenteistä positiivisen marginaalikehityksen taustalla ennustamme olleen palvelumarginaalien nousun liikevaihdon kehitystäkin mukaillen, kun taas laitemarginaalien odotamme säilyneen vakaalla tasolla. Lievää tukea tulospäälle odotamme tulleen myös konsernihallinnon lievästi laskeneista kuluista. Vuoden 2025 raportoitua liikevoittoa arvioimme painaneen vain pienet negatiiviset kertaluontoiset erät (-3 MEUR).

Kannattavuuteen liittyen yhtiö on kertonut edistyneensä liiketoiminnan suorittamisen kehittämisessä (Driving Excellence -ohjelma) ja saavuttaneensa Q3'25:n loppuun mennessä noin 24 MEUR:n vuotuiset bruttotehokkuusparannukset (tavoite 50 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä). Tämän taustalla ovat etenkin onnistuneet toimet hankinnassa ja käsityksemme mukaan

myös jossain määrin hallintoon liittyvien kulujen lasku. Parannusten osalta on kuitenkin hyvä huomata, että yhtiö on kommentoinut pyrkivänsä ohjaamaan osan säästöistä muun muassa tuotekehitykseen, joten lukuja ei kannata ajatella nettosäästöinä.

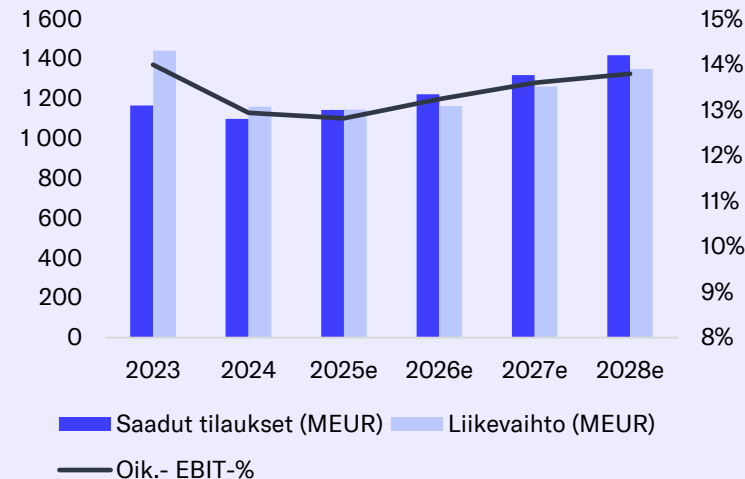
Tuloslaskelman alariveillä odotamme nettorahoituskulujen asettuneen 9 MEUR:oon ja veroasteen arvioimallamme normaalille tasolle noin 23 %:iin. Näiden myötä ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuneen 2,58 euroon (2024: 2,00 euroa). Positiivista tuloskehitystä ja yhtiön osingonjakopolitiikkaa heijastellen ennustamme yhtiön myös nostavan osinkonsa 1,10 euroon osakkeelta (2024: 1,00 €/osake, huom. osinkoennusteet per B-osake), vastaten 43 %:n osingonjakosuhdetta (tavoite 30-50 %).

Sen sijaan yhtiön operatiivisen nettorahavirran ennustamme asettuneen noin vertailukauden tasolle (2024: 176 MEUR vs. Q1-Q3'25: 112 MEUR). Arvioimme viimeisen neljänneksen kassavirtaa tukeneen selvästi käyttöpääoman vapautumisen yhtiön toimitettua Q3:lta siirtyneet toimitukset. Kalmarin rahoitusaseman odotamme säilyneen erittäin vahvana ja esimerkiksi nettovelan suhteessa käyttökatteeseen olleen noin 0,2x.

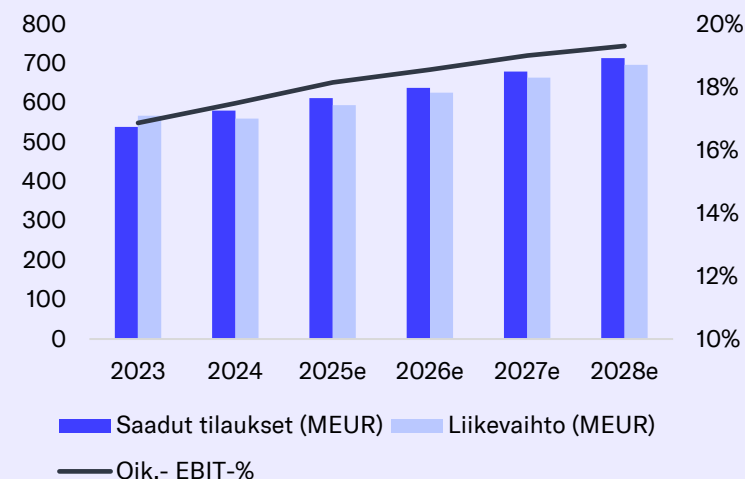
Vuoden 2026 ennuste

Arvioimme Kalmarin lähtevän vuoteen 2026 hieman vertailukautta matalammalla tilauskannalla vuoden 2025 viimeisen neljänneksen vauhdikasta liikevaihtokehitystä sekä ennustamaamme vertailukautta matalampaa tilauskertymää peilaten (tilaukset Q4'25e: 451 MEUR, -7 % v/v).

Laitteet-segmentin kehitys



Palvelut-segmentin kehitys



Ennusteet 4/5

Yhtiön aiempia H2'25:een liittyviä markkinakommentteja mukaillen odotamme Kalmarin Q4'25:n tilauskehityksen jääneen vertailukaudesta, mutta palautuneen noin H1'25:n tasoille vaisumman Q3'25:n jälkeen.

Puolestaan vuonna 2026 odotamme Kalmarin laitetilauksen kasvavan vajaalla 7 %:lla ja palvelutilauksen vastaavasti reilulla 4 %:lla. Arvioimme vuoden alkupuoliskon tilauskehityksen laitteiden osalta olevan vielä noin vertailukauden tasolla, mutta tilauksen lähtevän kasvuun H2:lla talouskehityksen (ml. Eurooppa) ja hiljalleen vakautuvan Amerikan markkinan tukemana. Oletuksemme taustalla on myös, että markkinat alkavat sopeutua hiljalleen entistä paremmin jatkuvaan koholla olevaan epävarmuuteen, eivätkä esimerkiksi poliittiset jännitteet lähde eskaloitumaan selvästi (mm. Grönlannin tilanne). Toisaalta nykyisessä geopolittisessä tilanteessa nopeita muutoksia positiivisempaan tai negatiivisempaan suuntaan ei voi pitää poissuljettuina.

Tähän kokonaiskuvaan peilaten ennustamme Kalmarin liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna vajaalla 3 %:lla. Ennustamaamme matalampaa lähtevää tilauskantaa sekä tilauskertymän vuoden sisäistä kehitystä mukaillen odotamme yhtiön laiteliikevaihdon kasvavan vuonna 2026 vajaalla 2 %:lla. Sen sijaan odotamme palveluiden hyvän vedon jatkuvan ja palveluliikevaihdon kasvavan reilulla 5 %:lla digitaalisten palveluiden ja muiden strategisten toimenpiteiden tukemana.

Kalmarin vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin ennustamme puolestaan vahvistuvan liikevaihdon kasvuun, hieman palveluvoittoisemman liikevaihdon rakenteen sekä Driving Excellence -ohjelman tukemana 13,4 %:iin. Odotamme edellä mainittujen tekijöiden tukevan myös

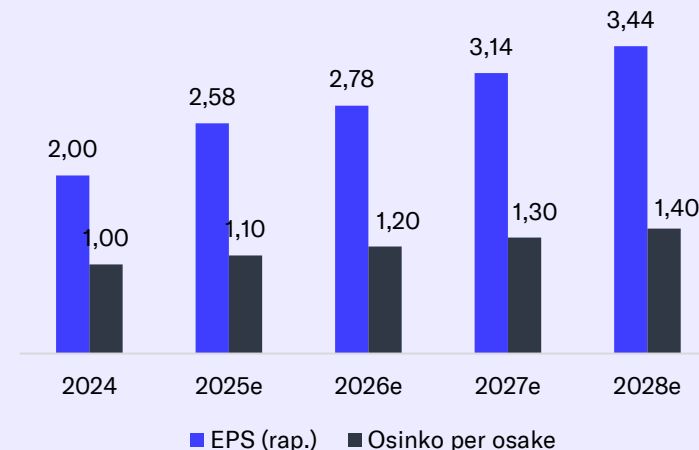
molempien segmenttien marginaalitasoja. Muiden toimintojen kulurasituksen odotamme sen sijaan säilyvän melko vakaalla tasolla. Tämän myötä ennustamme Kalmarin vuoden 2026 vertailukelpoisen liikevoiton asettuvan 240 MEUR:oon. Ennusteemme eivät sisällä kertaeriä kuluvalle vuodelle ja siten raportoidun tuloksen ennusteemme vastaa operatiivista tulosta.

Alariveillä odotamme nettorahoituskulujen ja veroasteen säilyvän melko vakaalla tasolla vuoteen 2025 verrattuna. Näitä peilaten ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 2,78 euroon. Odotamme nousevan tulostason pitävän myös osingon kasvupolulla ja ennustamme yhtiön jakavan vuoden 2026 tuloksestaan 1,20 euron osakekohtaisen osingon. Rahavirrallisesti odotamme Kalmarin kehityksen olevan myös positiivista nousevaa tulostasoakin mukaillen ja yhtiön päätyvän vuoden 2026 lopussa jo nettokassan puolelle. Siten odotamme yhtiön rahoitusaseman säilyvän erittäin vahvana.

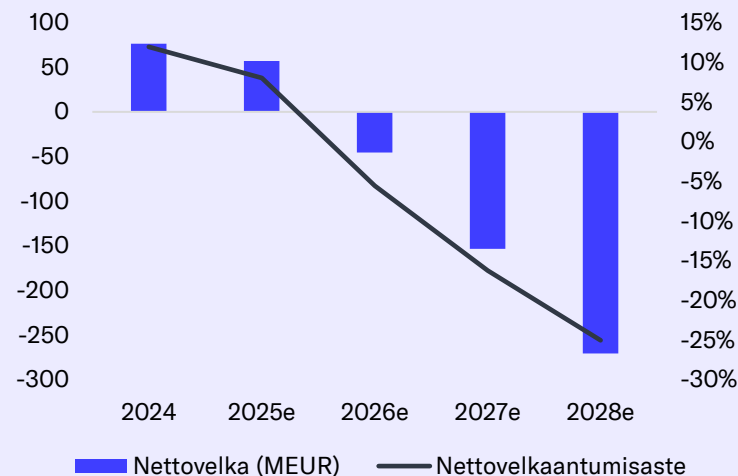
Vuosien 2027–2028 ennusteet

Aiemmin esitettyyn tilannekuvaan peilaten näemme, että myös keskipitkän aikavälin markkinakehitykseen liittyä edelleen epävarmuutta poliittisten jännitteiden kautta. Tästä huolimatta odotamme kysyntätilanteen kehittyvän joksikin [Toimiala ja kilpailu -kappaleessa](#) käytyjen alla olevien markkinoiden kasvuennusteiden mukaisesti. Toimintaympäristön lukuisten epävarmuuksien myötä arvioimme keskimääräisen vuotuisen markkinakasvuun jäävän kuitenkin hieman ennustetusta vuosien 2024–2028 välisenä aikana (ennustettu kokonaismarkkinakasvu 4,3 % p.a.), mutta toisaalta tämän tukevan markkinakasvua pidemmälle vuosikymmenen loppuun.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Nettovelka ja nettovelkaantumisaste



Ennusteet 5/5

Siten odotamme Kalmarin tilausten kasvavan vuosina 2027–2028 6,7–7,5 %:lla ja vastavuoroisesti liikevaihdon 6,3–7,6 %:lla. Odotamme yhtiön kasvattavan lähivuosien aikana myös hieman markkinaosuuttaan etenkin palvelumarkkinan osalta digitaalisten palveluiden kasvun tukemana (ml. oman laitekannan varaosien toimitukset). Odotammekin yhtiön palveluliikevaihdon kasvun olevan vuosina 2024–2028 keskimäärin reilut 4 % (vrt. ennustettu markkinakasvu 3,7 %). Sen sijaan Kalmarin laiteliikevaihdon ennustamme nousevan vasta vuonna 2029 vuoden 2023 korkeille tasoille (2023: 2049 MEUR). Tähän osaltaan vaikuttavat kuitenkin koronapandemian jälkeinen erittäin suotuisa markkinatilanne ja Kalmarin vuodelle 2023 ajoittuneet korkeat toimitusmäärät. Tästä huolimatta odotamme yhtiön markkinaosuuden säilyvän laitteissakin vähintään vakaalla tasolla.

Liikevaihdon kasvun tuoman operatiivisen vivun, palveluiden liikevaihto-osuuden lievän kasvun sekä käynnissä olevien suorituskykyohjelmien ennustamme puolestaan siivittävän yhtiön marginaaliparannukseen. Odotammekin Kalmarin liikevoitto-%:n asettuvan vuosina 2027–2028 13,9–14,1 %:iin. Ennustamme yhtiön silti jäävän vielä oman 15 %:n marginaalitavoitteen alle, mutta emme pidä tämän saavuttamista poissuljettuna etenköön markkinatilanteen piristyessä nykyennusteitamme reippaammin.

Hyvän tulostason ja kassavirran myötä odotamme yhtiön rahoituskulujen painuvan lähivuosina alaspäin, kun taas veroasteen säilyvän vakailla tasoilla. Tätä peilaten osakekohtaiset tulosennusteemme asettuvat kyseisille vuosille 3,14–3,44 euroon. Nousevaa tuloskehitystä mukaillen odotamme yhtiön myös

kasvattavan absoluuttista osinkoaan vakaasti 1,3–1,4 euroon osakkeelta (~41 %:n osingonjakosuhte).

Nousevan tulostrendin myötä odotamme myös liiketoiminnan kassavirran vahvistuvan edelleen lähivuosina. Lähtökohtaisesti melko maltillisilla tasoilla säilyviä investointeja (pääosin ylläpitoinvestoinnit sekä mahdolliset muut pienemmät strategianmukaiset investoinnit) peilaten odotamme myös vapaan kassavirran olevan hyvillä tasoilla. Tätä ja osingonjakopolitiikkaa peilaten arvioimme yhtiön rahoitusaseman jatkavan vahvistumistaan ja yhtiön operoivan selkeällä nettokassalla. Nähdäksemme tämä ylivahva tase mahdollistaisi yhtiölle myös suuremmatkin epäorgaaniset liikkeet tai selkeästi nykyistä avokätisemmän voitonjaon. Toisaalta yhtiö on kuitenkin ollut tähän mennessä pidättäytyväinen kommentoimaan pääoman allokontiin liittyviä päätöksiä, minkä myötä esimerkiksi yhtiön kannalta mielekkäiden potentiaalisten yritysostokohteiden määrää tai kokoluokkaa on vaikea arvioida. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että markkinassa olisi konsolidoitavaa sekä laitteiden (ml. uudet teknologiat) että palveluiden osalta (mm. palveluverkoston laajentaminen).

Huolimatta ylivahvasta taseesta odotamme yhtiön yltävän pääoman tuottotavoitteesensa tuloskasvun myötä vuonna 2027 ja 25 %:n tavoitetason pitävän vuoden 2029 loppuun (huom. Kalmarin ROCE-% vastaa mallimme ROI-%; ROI-% 2027e–29e: 25,4–26,3 %). Odotamme yhtiön pääoman tuottojen olevan hyvällä tasolla myös ennen tätä (ROI-% 2025e–26e: 22,4–23,6 %). Pitkällä aikavälillä ennustamme ROCE:n alentuminen ~18–23 %:iin johtuu nettokassan kumuloitumisesta, mitä luonnollisesti esimerkiksi

avokätisempi voitonjako tukisi.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteissamme arvioimme Kalmarin kasvua tukevan markkinoiden terveen kasvukuvan sekä yhtiön vahvan kilpailukyvyn ja markkina-aseman. Emme odota myöskään etenköön laitemarkkinan syklisten ominaispiirteiden poistuvan ja tämän myötä emme oleta yleisen markkinoiden tai Kalmarin kehityksen olevan lineaarista pidemmälläkään aikavälillä, vaan elävän talous- ja investointisykliä myötä. Odotamme kuitenkin kasvavan palveluliikevaihdon hieman tasaavan tätä, vaikka emme oleta liikevaihdon keskimääräisessä jakaumassa (laitteet vajaa 2/3 liikevaihdosta) tapahtuvan olennaisia muutoksia nykyisellä liiketoimintarakenteella ennusteidemme puitteissa.

Kokonaiskuvaa mukaillen odotamme Kalmarin liikevaihdon kasvun hidastuvan hiljalleen vuosikymmenen loppupuolella, mutta pysyvän kuitenkin keskipitkän aikavälin ennustetun markkinakasvun tuntumassa vuoteen 2033 asti (liikevaihdon kasvu 2029e–2033e: 3,5–5,7 %). Nähdäksemme selkeästi tätä kovempi orgaaninen kasvu vaatisi taakseen joko selkeää markkinoiden myötätuulta tai Kalmarin onnistunutta markkinaosuuden kasvattamista. Sen sijaan tätä pidemmän aikavälin kasvuennusteemme (ml. terminaalikasvu) olemme vastaavasti asettaneet noin odotetun globaalin pitkän aikavälin talouskasvun tasolle 2,5 %:iin. Vastaavasti liikevoittomarginaalin odotamme säilyvän jokseenkin stabiileilla tasoilla myös pidemmällä aikavälillä (oik. EBIT-% 2029e–2034e ja terminaali: 12,5–14,2 %) viime vuosiin nähden.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	2050	439	417	425	440	1720	398	420	436	487	1741	1789	1925	2046
Laitteet	1442	303	279	285	293	1160	252	275	286	333	1145	1163	1262	1351
Palvelut	567	136	139	139	146	560	145	144	150	155	594	626	663	696
Muut	41	0	-2	1	1	1	1	1	0	0	2	0	0	0
Käyttökate	297	61,2	49,8	69,5	59,8	240	59,3	68,1	74,2	77,2	279	298	328	353
Poistot ja arvonalennukset	-57,2	-15,4	-14,0	-15,5	-20,9	-65,8	-13,6	-14,2	-13,5	-13,5	-54,8	-57,8	-61,1	-63,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	255	53,9	52,4	57,4	53,1	217	48,0	54,9	60,0	63,7	227	240	267	289
Liikevoitto	240	45,8	35,8	54,0	38,9	174	45,7	53,9	60,7	63,7	224	240	267	289
Laitteet	202	39,3	36,4	38,9	24,8	139	28,2	38,2	36,7	43,2	146	154	172	186
Palvelut	95,6	22,8	24,0	25,4	25,6	97,8	26,2	24,2	28,6	28,2	107	116	126	134
Muut	-57,2	-16,3	-24,6	-10,3	-11,5	-62,7	-8,7	-8,5	-4,6	-7,7	-29,4	-30,2	-31,0	-31,7
Nettorahoituskulut	1,3	1,9	3,9	-4,9	-2,9	-2,0	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3	-9,1	-8,8	-5,3	-2,3
Tulos ennen veroja	242	47,7	39,7	49,1	36,0	172	43,4	51,7	58,5	61,4	215	231	261	287
Verot	-47,7	-14,3	-8,5	-12,8	-9,0	-44,6	-9,3	-12,5	-13,8	-14,1	-49,7	-53,2	-60,1	-65,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	194	33,4	31,2	36,3	27,0	128	34,1	39,2	44,7	47,3	165	178	201	221
EPS (oikaistu)	3,18	0,61	0,68	0,61	0,63	2,53	0,56	0,62	0,69	0,74	2,61	2,78	3,14	3,44
EPS (raportoitu)	3,00	0,52	0,49	0,57	0,42	2,00	0,53	0,61	0,70	0,74	2,58	2,78	3,14	3,44

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	-9,5 %	-24,5 %	-15,6 %	-13,7 %	-16,1 %	-9,3 %	0,9 %	2,6 %	10,8 %	1,2 %	2,7 %	7,6 %	6,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	50,8 %	-4,3 %	-26,8 %	-13,8 %	-11,8 %	-14,9 %	-11,0 %	4,8 %	4,6 %	19,9 %	4,5 %	5,9 %	11,1 %	8,3 %
Käyttökate-%	14,5 %	13,9 %	12,0 %	16,4 %	13,6 %	14,0 %	14,9 %	16,2 %	17,0 %	15,8 %	16,0 %	16,6 %	17,0 %	17,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,4 %	12,3 %	12,6 %	13,5 %	12,1 %	12,6 %	12,0 %	13,1 %	13,8 %	13,1 %	13,0 %	13,4 %	13,9 %	14,1 %
Nettotulos-%	9,5 %	7,6 %	7,5 %	8,5 %	6,1 %	7,4 %	8,6 %	9,3 %	10,3 %	9,7 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %	10,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1741	1741	0 %	1785	1789	0 %	1917	1925	0 %
Käyttökate	279	279	0 %	297	298	0 %	322	328	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	227	227	0 %	239	240	0 %	261	267	2 %
Liikevoitto	224	224	0 %	239	240	0 %	261	267	2 %
Tulos ennen veroja	215	215	0 %	230	231	0 %	256	261	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,61	2,61	0 %	2,77	2,78	0 %	3,08	3,14	2 %
Osakekohtainen osinko	1,10	1,10	0 %	1,20	1,20	0 %	1,30	1,30	0 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	656	642	654	668	681
Liikearvo	260	262	262	262	262
Aineettomat hyödykkeet	17,4	6,5	11,4	16,2	17,9
Käyttöomaisuus	273	265	273	281	292
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,8	53,1	53,1	53,1	53,1
Muut sijoitukset	0,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Muut pitkäaikaiset varat	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Laskennalliset verosaamiset	54,4	50,4	50,4	50,4	50,4
Vaihtuvat vastaavat	1190	1054	1105	1107	1180
Vaihto-omaisuus	461	437	470	474	501
Muut lyhytaikaiset varat	20,2	27,0	27,0	27,0	27,0
Myyntisaamiset	336	325	329	338	364
Likvidit varat	372	265	279	268	289
Taseen loppusumma	1846	1696	1759	1775	1861

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	818	638	711	819	943
Osakepääoma	0,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Kertyneet voittovarot	0,0	562	663	770	895
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	818	56,7	28,6	28,6	28,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	243	437	373	289	216
Laskennalliset verovelat	9,9	4,7	4,7	4,7	4,7
Varaukset	3,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Korolliset velat	114	316	252	167	94,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	116	115	115	115	115
Lyhytaikaiset velat	785	621	674	668	701
Korolliset velat	141	25,2	83,9	55,7	41,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	644	595	590	612	660
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	1846	1696	1759	1775	1861

Sijoitusprofiili

1

Erittäin vahva markkina-asema ja monissa tuotekategorioissa markkinajohtaja

2

Hyvät edellytykset hyödyntää ja toimia johtajana toimialan sähköistymisessä ja automatisoitumisessa

3

Merkittäviä kasvumahdollisuuksia palveluissa

4

Uusien laitteiden markkina on luonteeltaan melko syklinen

5

Hintakilpailun kiristyminen eri tuotteissa ja alueilla on hyvin mahdollista

Potentiaali

- Konttiliikenteen kasvun vauhdittuminen
- Laitekannan sähköistymisen sekä raskaiden materiaalien käsittelyn automaation eteneminen
- Palveluliiketoiminnan kasvu oman asennetun laitekannan tehokkaamman hyödyntämisen sekä digitalisaation avulla
- Kannattavuuden nousu muun muassa liiketoiminnan suorituskyvyn kehittämisen kautta (mm. Driving Excellence -ohjelma)

Riskit

- Laitekysynnän yleinen syklisyys
- Geopoliittisten jännitteiden lisääntyminen ja pitkittyminen
- Hintakilpailun kiristyminen etenkin kiinalaisten toimijoiden osalta
- Sähköistyminen, digitalisaatio ja automaatio eivät etene odotetusti

Arvonmääritys ja suositus 1/5

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Kalmarin arvonmääritystä absoluuttisilla arvostuskertoimilla, minkä lisäksi käytämme arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto-odotuslaskelmaa sekä kassavirtalaskelmaa (DCF).

Nähdäksemme Kalmaria tulee hinnoitella etenkin tulospohjaisten kertoimien kautta. Näkemyksemme mukaan käyttökelpoisimmat kertoimet ovat taserakenteen huomioon ottavat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet sekä nettotulospohjainen P/E-luku. EV-pohjaisista kertoimista suosimme etenkin EV/EBIT-tunnuslukua tiettyjä ylläpitoinvestointeja vaativalla toimialalla. Tarkastelemme kertoimia absoluuttisesti sekä osin suhteessa verrokkiryhmään. Absoluuttisina tasoina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön kasvu-, kannattavuus- (sis. pääoman tuotto) ja riskiprofiilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä.

Lisäksi Kalmarin kaltaisen konepajayhtiön hinnoittelua voidaan tarkastella tasepohjaisen P/B-luvun kautta. Yhtiön liiketoiminta on toki selvästi perinteistä prosessiteollisuutta pääomakevyempää, minkä hinnoittelumaailmaan tasepohjainen lähestyminen sopii vielä paremmin. Mielestämme tasepohjaista arvostusta voidaan silti käyttää arvostuksen kuumemittarina havainnollistamaan osakkeeseen ladattujen odotusten mittakaavaa mahdollisia osakemarkkinoiden sentimenttimuutoksia vastaan.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät

vaikuttavat Kalmarin hyväksyttävään arvostustasoon:

- + Vahva markkina-asema ja mahdollisuudet edelleen sen kasvattamiseen
- + Markkinoiden positiiviset kasvunäkymät megatrendienkin tukemana (mm. sähköistyminen, logistiikkaketjujen hajautuminen)
- + Liiketoiminnan hyvä kannattavuus (sis. pääoman tuotot) ja edellytykset sekä yhtiön tavoitteet edelleen tämän nostamiseksi
- + Investointitarpeet kohtuullisia ja käyttöpääomavaateet maltillisia, mitkä mahdollistavat myönteisen kassavirtaprofiilin ja pääoman allokoinnin kasvuinvestointeihin (ml. mahdolliset yritysostot) sekä voitonjakoon
- + Vahva tase madaltaa Kalmarin riskiprofiilia
- Raskaiden materiaalien käsittelylaitteiden kysyntä on investointitavaroille tyypilliseen tapaan syklistä, mikä heiluttaa Kalmarin laiteliiketoiminnan kehitystä
- Nykyisen strategian valossa pääomien käytön tehokkuus ei ole täysin optimaalista, sillä yhtiö on kommentoinut, ettei se tavoittele nykyisen strategiansa puitteissa olennaista epäorgaanista kasvua. Vastaavasti yhtiön voitonjakopolitiikkana on jakaa 30-50 % vuotuisesta tuloksesta ja näiden myötä arvioimme yhtiön taseen säilyvän jopa ylivahvana, vaikka tämä tuokin turvaa mahdollisia heikompia suhdanteita vastaan
- Kiristyvän hintakilpailun uhka etenkin kiinalaisten kilpailijoiden osalta mahdollisen vaimeamman kysyntäjakson aikana

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	42,9	42,9	42,9
Osakemäärä, milj. kpl	64,1	64,1	64,1
Markkina-arvo	2746	2746	2746
Yritysarvo (EV)	2803	2701	2593
P/E (oik.)	16,4	15,4	13,6
P/E	16,6	15,4	13,6
P/B	3,9	3,4	2,9
P/S	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	10,1	9,1	7,9
EV/EBIT (oik.)	12,4	11,3	9,7
Osinko/tulos (%)	42,6 %	43,1 %	41,3 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,8 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/5

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostustaso

Useat Kalmarin merkittävimmät suorat kilpailijat ovat pörssinoteerattuja (mm. Konecranes, Hyster-Yale, Kion, ZPMC ja Sany). Kaikkien näiden yhtiöiden liikevaihdosta selvästi alle puolet tulee suoraan Kalmarin kanssa kilpailevista liiketoiminnoista, mutta kysynnän ajurit ovat pitkälti samoja. Melko huonon kokonaissoveltuvuuden vuoksi jätämme kuitenkin Sanyn verrokkiryhmän ulkopuolelle. Muuhun valitsemaamme verrokkiryhmään kuuluvat kotimaisista konepajoista Hiab ja Metso sekä ulkomaisista yhtiöistä saksalainen sisälogistiikka- ja trukkitoimittaja Jungheinrich, ranskalainen kurottaja- ja kuormainvalmistaja Manitou, amerikkalainen nosturi-, nostin-, vinssi- ja kuljetinvalmistaja Columbus McKinnon sekä japanilainen nosturivalmistaja Tadano.

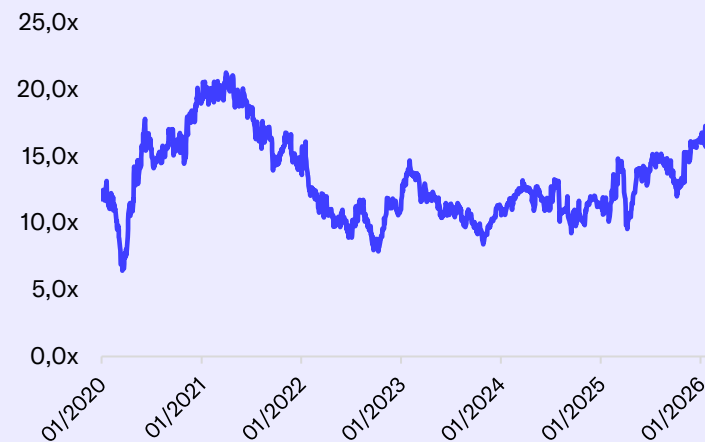
Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT- sekä P/E-kertoimet ovat vuodelle 2026 tällä hetkellä reilut 14x. Verrokkiyhtiöiden kuluva vuoden kertoimet ovat tällä hetkellä jonkin verran korkeammalla niiden 2020-luvun 12 kuukautta eteenpäin katsoviin tasoihin nähden (mediaani EV/EBIT ~11x–12x, P/E ~13x–14x). Toisaalta hieman historiallisia tasoja korkeampia kertoimia perustelee nähdäksemme verrokkiyhtiöillekin odotettu tuloskasvu lähivuosille (verrokkiyhtiöiden keskimääräinen liikevaihdon kasvu 2026e–28e: 4,7–5,9 % + alle prosenttiyksikön operatiivinen marginaaliparannus) olettaen, että tämä myös toteutuu. Tästä huolimatta näemme verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien olevan kokonaisuutena jo selvemmin koholla historiaan peilaten, kun taas P/E-kertoimien olevan jokseenkin neutraaleilla tasoilla. Toteamme kuitenkin, että tämän myötä Kalmarin neutraalin arvostuksen määrittelyssä parempaa suhteellista vertailupohjaa antavat verrokkiyhtiöiden

historialliset tasot. Samalla on syytä huomata, että verrokkiryhmän arvostuskuva on varsin hajanainen, mikä mielestämme hieman heikentää sen soveltuvuutta.

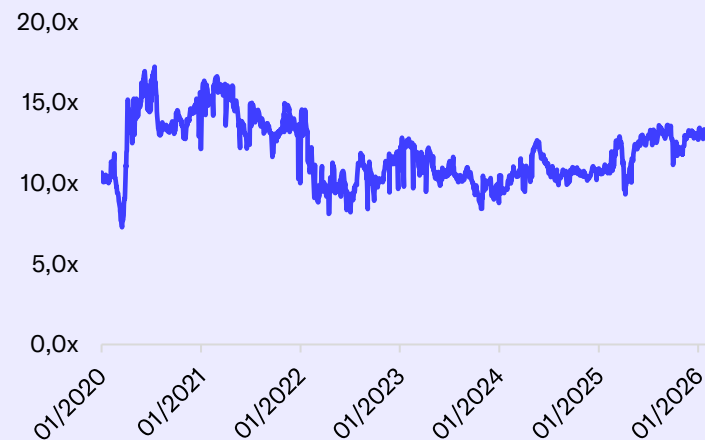
Verrokkien nykyiset EV-pohjaiset kertoimet heijastelevat nähdäksemme mediaanitasolla niiden selkeästi Kalmaria korkeampaa velkaantuneisuutta. Tätä taustaa vasten näemme EV-pohjaisten kertoimien myös antavan paremman kuvan suhteelliseen vertailuun pääomarakenteiden eroista. Toisaalta Kalmarin omaa hyväksyttävää EV-pohjaista arvostusta mielestämme rajaavat hieman pääoman allokontiin liittyvät päätökset (ts. ylivahva tase), vaikka tämä laskeekin yhtiön riskitasoa. Tähän liittyen näkisimme yhtiöllä olevan edellytyksiä tehostaa pääomien käyttöä nykystrategiansa puitteissa esimerkiksi hieman avokätisemmän voitonjaon kautta, mutta tähän on mielestämme vielä aikaista nojata.

Huomioiden Kalmarin ennustamamme tuloskasvuvauhti, hyvä sijoitetun pääoman tuotto, mutta toisaalta laitemarkkinoihin liittyvä syklinen elementti, pidämme osakkeelle hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 11x–13x (aik. 11x–12x), sekä P/E-kertoimena 14x–17x (aik. 13x–15x). Mielestämme preemiota verrokkiryhmän historiallisiin tasoihin nähden perustelevat Kalmarin keskimääräistä korkeammat sijoitetun pääoman tuotot sekä odottamamme lähivuosien tuloskasvu. Esimerkiksi Refinitivin mukaan Kalmarin sijoitetun pääoman tuoton (ROIC-%) ennustetaan (konsensus) olevan 31–34 %:n tasolla (oman mallimme ROIC-% lähivuosille noin 5 prosenttiyksikköä alempana, mitä oletettavasti selittää myös erot laskentatavoista). Verrokkiyhtiöiden vastaavat pääoman tuotot ovat puolestaan mediaanina 19–21 %:n tasolla (huom. kaikista verrokeista dataa ei saatavilla).

Verrokkien mediaani 12 kk FW P/E-kerroin



Verrokkien mediaani 12 kk FW EV/EBIT-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 3/5

Toisaalta preemiota mielestämme hieman rajaa Kalmarin verrokkeja viime vuosina voimakkaammin heilahdellut liikevaihtotaso (ts. korkeampi syklistyys, vrt. Kalmarin liikevaihto 2022: +29 %, 2023: +6 %, 2024: -16 % vs. verrokkiyhtiöiden mediaani 2022: +20 %, 2023: +10 %, 2024: +2 %, lähde: Refinitiv). Tähän peilattuna näkisimme kertoimissa edelleen ainakin lievää nousuvaraa esimerkiksi Kalmarin jälkimarkkinapalveluiden liikevaihto-osuuden kasvun kautta.

Absoluuttiset kertoimet

Ennusteillamme Kalmarin vuosien 2025 ja 2026 vahvan taseen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x ja 11x. Vastaavat nettotulospohjaiset P/E-kertoimet ovat reilut 16x ja 15x. Samalla huomautamme, että vuoden 2025 kertoimilla on tässä vaiheessa enää vähäinen merkitys ja huomiomme on etenkin vuoden 2026 kertoimissa. Kuluvalle vuodelle kertoimet painuvat ennustamamme tuloskasvun myötä neutraalina pitämiemme tasojen alarajan tuntumaan. Nähdäksemme odotuksissa olevan suhdanteen asteittaisen parantumisen myötä osaketta voidaan tällä hetkellä perustellusti arvottaa haarukoiden keskikohdan ja ylälaidan väliin. Tähän peilattuna näemmekin osakkeen kerroin pohjaisessa arvostuksessa lievää nousuvaraa. Sen sijaan vuoden 2027 kertoimet painuvat vielä houkuttelevammalle tasolle (EV/EBIT: ~10x, P/E: ~14x), mutta mielestämme näihin on vielä ennenaikaista tukeutua kovin voimakkaasti markkinoiden pitkittyneen epävarmuudenkin myötä. Osinkotuoton ennustamme tarjoavan lähivuosina noin 2,6–3,0 %:n pohjatuottoa.

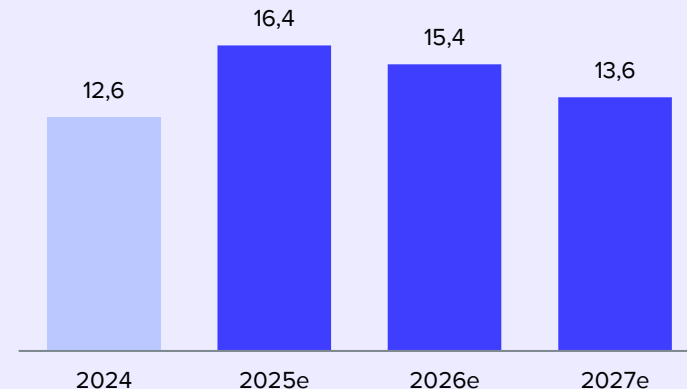
Suhteellinen arvostus

Tilannekuvaa peilaten Kalmarin tulospohjainen arvostus on kuluvalle vuodelle liikevoittopohjaisesti selkeästi laajemman verrokkiryhmän alapuolella. Toisaalta edellä todetusti mielestämme verrokkiryhmän arvostus on etenkin EV-pohjaisesti koholla, minkä myötä emme näe tätä kestäväenä ajurina osakkeelle. Vastaavasti Kalmarin nettotulospohjainen arvostus on hieman verrokkien yläpuolella. Kokonaisuutena suhteellisen tarkastelun kautta osakkeessa voisi olla lievää nousuvaraa, mutta erityisen olennaista virhehinnoittelua siinä on mielestämme vaikea nähdä.

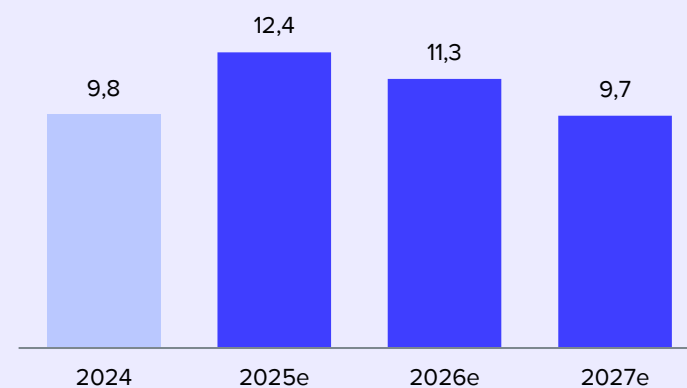
Osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus

Olemme tarkastelleet sijoittajan lähivuosien tuotto-odotusta myös yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen ja vuoden 2028 tulosennusteidemme kautta. Olettamalla, että Kalmarin tuloskehitys etenee odotustemme mukaisesti, voitaisiin yhtiötä ja osaketta mielestämme perustellusti hinnoitella vuoden 2028 lopussa toteutuneella tuloksella 11x–13x EV/EBIT-kertoimella ja 14x–17x P/E-kertoimella, mikäli markkinahinnoittelussa tai korkotasossa ei tapahdu olennaisia muutoksia. Kertoimiin luonnollisesti osaltaan vaikuttaisivat yhtiön senhetkiset kasvunäkymät sekä yleinen osakemarkkinoiden tilanne (ml. korkotaso).

Kalmarin P/E (oik.)



Kalmarin EV/EBIT (oik.)



Arvonmääritys ja suositus 4/5

Käyttämillämme oletuksilla tämä vastaisi kuitenkin 51,0–60,7 euron osakekohtaista arvoa. Vuosituotoksi muutettuna tämä vastaisi keskimäärin 9–10 %, minkä lisäksi arvioimme osakkeen tarjoavan vajaan 3 %:n vuotuista pohjatuottoa osingon kautta. Siten keskipitkän aikavälin kokonaistuotto-odotus nouseekin yli käyttämämme vajaan 10 %:n oman pääoman tuottovaateen. Huomautamme kuitenkin, että tuotto-odotus nojaa hieman vahvemmin EV-pohjaiseen arvostukseen, minkä ennustamiseen pidemmälle aikavälille liittyy omat lisähaasteensa (ts. pääomarakenne). Kokonaisuutena näemme tämän kuitenkin tukevan näkemystä arvostuksen nousuvarasta.

Tasepohjainen arvostus

Kalmarin tasepohjaiseen arvostukseen on lyhyen pörssihistorian myötä mahdotonta hakea vertailukohtaa historiasta. Yhtiön nykyistä P/B-lukua (2025e: 3,9x) ei voi mielestämme pitää kuitenkaan absoluuttisesti alhaisena. Tätä voidaan hahmottaa myös staattisen taaksepäin katsovan tulostuoton näkökulmasta, vaikka tämänkin osalta vertailua vaikeuttaa nykyrakenteen rajallinen vertailukelpoinen oman pääoman tuottohistoria (ml. jakautumisen ja listautumisen kustannusvaikutukset). Tämän myötä olemme käyttäneet suuntaa antavana lukuna Q1–Q3'25:n annualisoitua oman pääoman tuottoa (ROE-% 22,8 %). Arviomme mukaan Kalmarin oman pääoman kustannus on sijoittajien näkökulmasta hieman alle 10 %:n tasolla, jonka myötä taaksepäin katsova staattinen tulostuotto kattaisi reilut puolet tuottovaatimuksesta. Siten osakkeeseen on näkemysmme mukaan hinnoiteltu sisään myös tulevaa tuloskasvua ja nykyinen arvostus edellyttää myös tämän

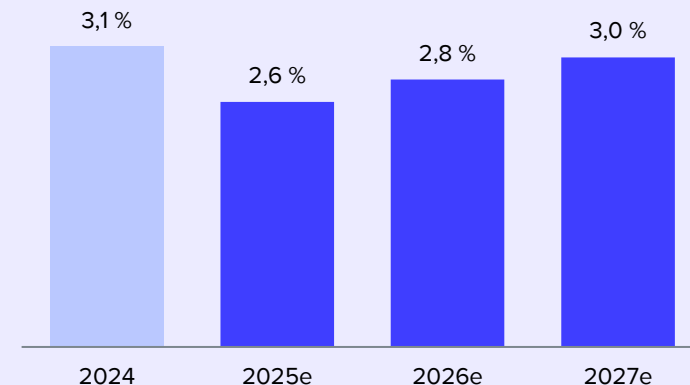
toteutumista. Taso on kuitenkin mielestämme vielä kokonaisuutena siedettävä, kun huomioidaan Kalmarin lähivuosien odotettu tuloskasvuvauhti ja hyvät pääoman tuotot (ROE-% 2025e–28e ka.: 23,1 %). Huomattavaa nousupotentiaalia siinä on kuitenkin mielestämme vaikea nähdä.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

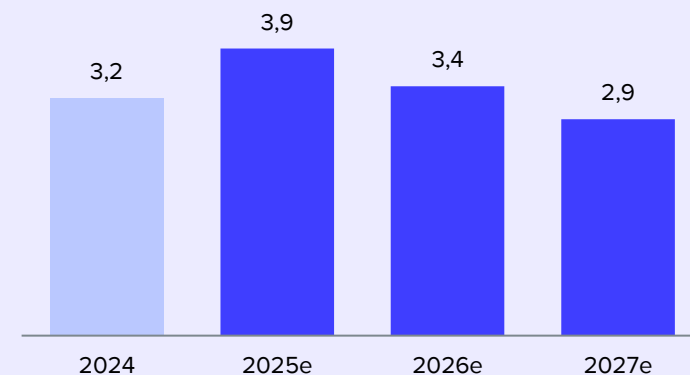
Olemme määrittäneet Kalmarin arvoa myös kassavirtapohjaisella mallilla (DCF). Annamme menetelmälle arvonmäärityksessä absoluuttisia kertoimia lievästi pienemmän painoarvon, koska DCF-malli on herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille sekä käytetylle tuottovaatimukselle. Olemme kuitenkin mielestämme käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa riittävän konservatiivisia arvioita, mitä mukaillen näemme mallin tarjoavan tarpeeksi relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin potentiaalin tarkastelulle.

Mallimme pohjautuu aiemmin läpikäymillemme ennusteille. Terminaalivaiheen kasvu mallissamme on 2,5 % ja liikevoittomarginaalin ennuste 12,5 % (vrt. tavoite 15 % vuodelle 2028 ja tot. oik. EBIT-% 2024 ja Q1–Q3'25 YTD: 12,6–13,0 %). Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 9,0 % ja CoE 9,6 %) on arviomme mukaan noin pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen tasolla. Tuottovaatimusta mielestämme nostaa laitemarkkinaan liittyvä syklisyys, mikä aiheuttaa vaihteluita myös yhtiön liikevaihto- ja tuloskehitykseen. Näkisimme tuottovaateessa lievää laskuvaraa korkotasojen laskun tai palveluiden suhteellisen liikevaihto-osuuden selkeämmän kasvun kautta.

Kalmarin osinkotuotto-%



Kalmarin P/B



Arvonmääritys ja suositus 5/5

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on reilut 47 euroa ja vastaavasti terminaalijakson painoarvo kassavirtojen jakaumasta on nähdäksemme kohtuullisella tasolla 56 %:ssa. Siten myös DCF-laskelmamme tukee muiden menetelmien kuvaa Kalmarin osakkeen arvostuksesta. Samalla nykyennusteemme ovat esimerkiksi koko ennustejakson osalta yhtiön tavoitetason alapuolella, mitä vasten ennusteiden ylittäminenkään ei ole mahdotonta.

Arvostuksen yhteenveto

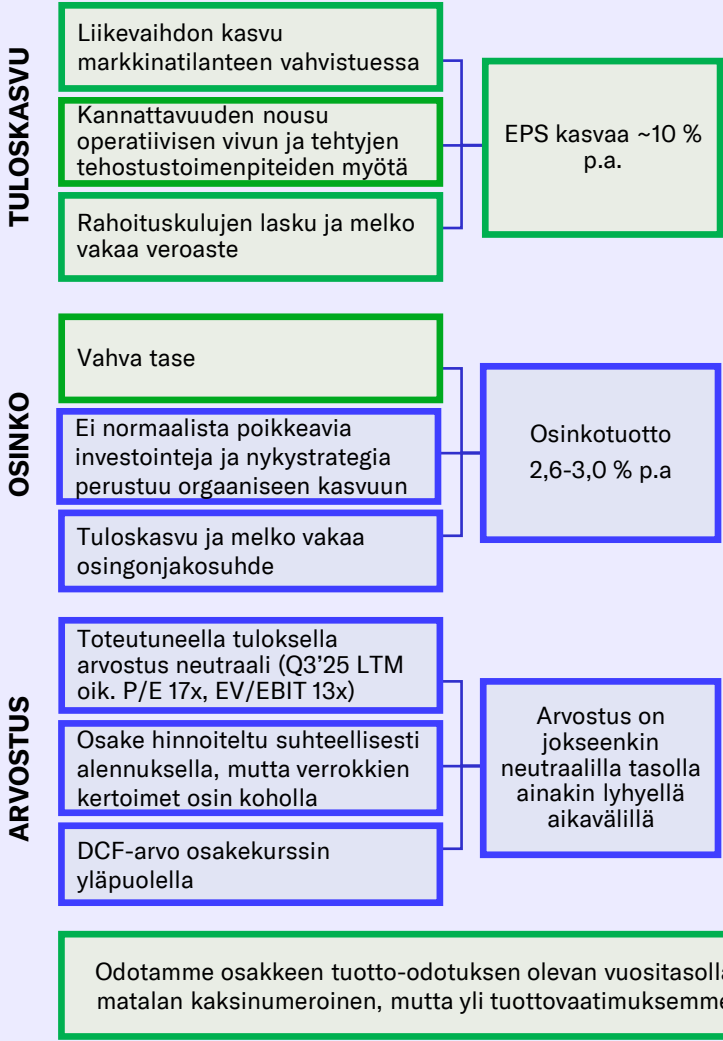
Mielestämme osakkeen nykyinen hinnoittelu on kokonaisuutena järkevällä tasolla. Odotuksissa olevan suhdanteen asteittaisen parantumisen ja tätä kautta ennustamamme lähivuosien tulostuskasvun myötä näemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen nousevan kuitenkin edelleen riittävälle tasolle seuraavalle 12 kuukaudelle. Tätä peilaten toistamme osakkeen lisää-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 47 euroon (aik. 39 €) tekemiemme ennustemuutosten sekä osakkeelle hyväksymäämme arvostukseen tekemiemme positiivisten tarkistusten myötä.

Arvioimme Kalmarin osakkeen käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 42–50 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu lähivuosien ennusteisiimme, soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin sekä kassavirtamalliin. Keskeisimpinä ajureina käyvälle arvolle pidämme odotuksiamme ripeämpää tulostuskasvua ja/tai jälkimarkkinapalveluiden liikevaihto-osuuden suhteellista kasvua, mikä nähdäksemme heijastuisi laskevasti myös osakkeen tuottovaatimukseen. Nähdäksemme tuotto-odotusta voisivat tukea myös nykyistä avokätisempi

voitonjako tai mahdolliset, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköiset yritysostot.

Osaketuoton ajurit Q3'25–2028e

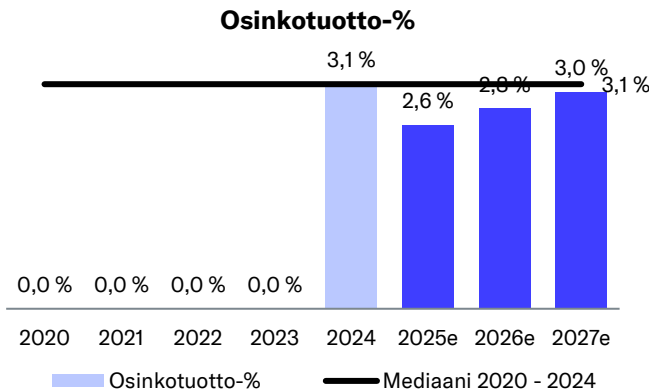
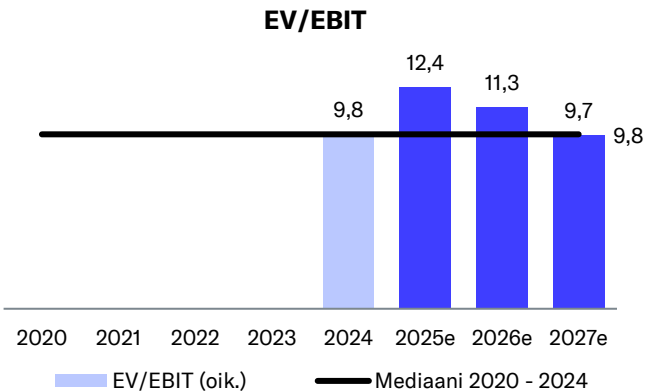
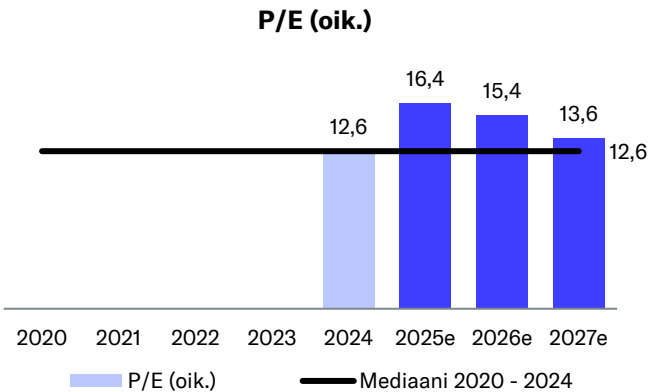
Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi					31,8	42,9	42,9	42,9	42,9
Osakemäärä, milj. kpl					64,1	64,1	64,1	64,1	64,1
Markkina-arvo					2038	2746	2746	2746	2746
Yritysarvo (EV)					2114	2803	2701	2593	2476
P/E (oik.)					12,6	16,4	15,4	13,6	12,4
P/E					15,9	16,6	15,4	13,6	12,4
P/B					3,2	3,9	3,4	2,9	2,5
P/S					1,2	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto					1,2	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA					8,8	10,1	9,1	7,9	7,0
EV/EBIT (oik.)					9,8	12,4	11,3	9,7	8,6
Osinko/tulos (%)					50,0 %	42,6 %	43,1 %	41,3 %	40,6 %
Osinkotuotto-%					3,1 %	2,6 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Hiab	3284	2976	13,9	12,9	11,7	10,9	1,9	1,9	20,6	18,7	2,6	2,8	3,2
Konecranes	7859	7803	13,8	12,8	11,4	10,7	1,8	1,7	19,2	17,5	1,8	2,0	3,7
Metso	13844	14949	19,5	17,2	16,0	14,2	2,9	2,7	26,9	22,3	2,2	2,5	5,0
Hyster-Yale	467	799	35,2	15,7	10,2	7,7	0,3	0,3					1,1
Jungheinrich	3729	6182	22,7	14,3	7,5	6,8	1,1	1,1	29,3	13,2	1,0	2,1	1,5
Manitou BF	714	1042	7,8	6,9	4,9	4,4	0,4	0,4	7,7	6,9	4,8	5,4	0,7
Kion Group	8220	14378	22,1	14,8	8,2	6,9	1,3	1,2	18,8	14,3	1,0	1,9	1,3
Columbus McKinnon	499	860	10,2	10,4	6,9	7,0	1,1	1,0	8,4	8,4	1,4	1,4	0,6
ZPMC	2553	5670	27,7	23,7	15,2	13,0	1,2	1,1	32,9	26,4	0,9	1,1	1,7
Tadano Ltd	797	1149			6,5	6,3	0,6	0,6	10,2	9,4	3,2	4,0	0,7
Kalmar (Inderes)	2746	2803	12,4	11,3	10,1	9,1	1,6	1,5	16,4	15,4	2,6	2,8	3,9
Keskiarvo			19,2	14,3	9,8	8,8	1,3	1,2	19,3	15,2	2,1	2,6	2,0
Mediaani			19,5	14,3	9,2	7,3	1,2	1,1	19,2	14,3	1,8	2,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-37 %	-21 %	9 %	24 %	38 %	40 %	-14 %	8 %	41 %	36 %	172 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

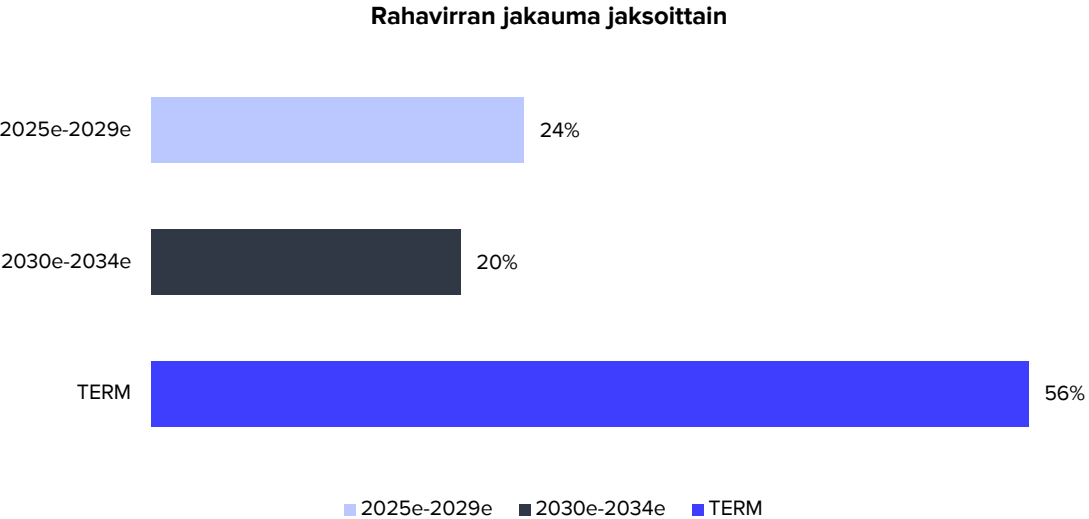
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,1 %	1,2 %	2,7 %	7,6 %	6,3 %	5,7 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	10,1 %	12,9 %	13,4 %	13,9 %	14,1 %	14,2 %	13,8 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
Liikevoitto	174	224	240	267	289	307	312	319	319	318	326	
+ Kokonaispoistot	65,8	54,8	57,8	61,1	63,9	66,7	69,3	71,8	74,1	76,4	78,6	
- Maksetut verot	-45,8	-49,7	-53,2	-60,1	-65,9	-70,7	-72,3	-74,4	-74,9	-75,0	-77,3	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-2,7	-3,5	-2,6	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,5	1,4	1,3	1,4	1,8	2,4	2,9	3,3	3,8	4,3	
- Käyttöpääoman muutos	-20,7	-41,9	8,6	-3,7	-6,7	-9,8	-9,9	-10,4	-9,6	-8,8	-6,5	
Operatiivinen kassavirta	173	185	251	263	280	293	300	307	310	312	323	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-51,2	-67,0	-71,4	-73,9	-77,5	-79,5	-81,5	-83,5	-85,5	-87,5	-81,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	120	118	180	189	202	214	218	223	225	225	242	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	120	118	180	189	202	214	218	223	225	225	242	3827
Diskontattu vapaa kassavirta		119	166	160	157	153	143	134	124	114	112	1778
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		3161	3042	2876	2716	2559	2406	2263	2129	2005	1891	1778
Velaton arvo DCF		3161										
- Korolliset velat		-340,9										
+ Rahavarat		265										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-64,0										
Oman pääoman arvo DCF		3021										
Oman pääoman arvo DCF per osake		47,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1943	2050	1720	1741	1789
Käyttökate	171	297	240	279	298
Liikevoitto	118	240	174	224	240
Voitto ennen veroja	118	242	172	215	231
Nettovoitto	93	194	128	165	178
Kertaluontoiset erät	-50,6	-14,5	-42,4	-2,5	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	1905	1846	1696	1759	1775
Oma pääoma	853	818	638	711	819
Liikearvo	268	260	262	262	262
Nettovelat	-189	-118	76	57	-45

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	171	297	240	279	298
Nettokäyttöpääoman muutos	22	-25	-21	-42	9
Operatiivinen kassavirta	170	220	173	185	251
Investoinnit	-49	-63	-51	-67	-71
Vapaa kassavirta	119	166	120	118	180

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	neg.	neg.	1,2	1,6	1,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	8,8	10,1	9,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	9,8	12,4	11,3
P/E (oik.)	0,0	0,0	12,6	16,4	15,4
P/B	0,0	0,0	3,2	3,9	3,4
Osinkotuotto-%			3,1 %	2,6 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,44	3,00	2,00	2,58	2,78
EPS (oikaistu)	2,05	3,18	2,53	2,61	2,78
Operat. Kassavirta / osake	2,64	3,40	2,70	2,89	3,92
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,85	2,57	1,87	1,84	2,81
Omapääoma / osake	13,23	12,65	9,96	11,10	12,78
Osinko / osake	0,00	0,00	1,00	1,10	1,20

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	28 %	5 %	-16 %	1 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	-54 %	74 %	-19 %	16 %	7 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	68 %	51 %	-15 %	4 %	6 %
EPS oik. kasvu-%	38 %	55 %	-20 %	3 %	7 %
Käyttökate-%	8,8 %	14,5 %	14,0 %	16,0 %	16,6 %
Oik. Liikevoitto-%	8,7 %	12,4 %	12,6 %	13,0 %	13,4 %
Liikevoitto-%	6,1 %	11,7 %	10,1 %	12,9 %	13,4 %
ROE-%	11,4 %	23,2 %	17,6 %	24,5 %	23,3 %
ROI-%	11,8 %	22,9 %	17,0 %	22,3 %	23,6 %
Omavaraisuusaste	44,8 %	44,3 %	40,0 %	42,9 %	49,0 %
Nettovelkaantumisaste	-22,1 %	-14,4 %	11,9 %	8,0 %	-5,6 %

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suositus 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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
1.7.2024	Osta	36,00 €	26,40 €
8.8.2024	Osta	33,00 €	26,24 €
3.11.2024	Lisää	35,00 €	32,42 €
Analyytikko vaihtuu			
14.2.2025	Lisää	38,00 €	34,80 €
23.4.2025	Lisää	30,00 €	26,30 €
30.4.2025	Lisää	30,00 €	27,40 €
23.7.2025	Vähennä	37,00 €	39,00 €
28.7.2025	Vähennä	39,00 €	38,80 €
28.10.2025	Lisää	39,00 €	35,20 €
3.11.2025	Lisää	39,00 €	35,94 €
30.1.2026	Lisää	47,00 €	42,86 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**