

Kesla

Seurannan aloitus

5/2018

**inde
res.**

Tuloskäänne vielä kesken

Kesla on puunkorjuuteknologiaan keskittyvä konepajayhtiö, joka valmistaa ja markkinoi laitteita puunkorjuun koko tuotantoketjuun sekä näihin tuotteisiin liittyviä varaosia ja palveluja. Kysyntäajureita ovat kasvu hakkuiden määrässä, niiden koneellistumisessa sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuudessa. Tärkeimissä segmenteissään yhtiö on viiden suurimman valmistajan joukossa maailmassa. Lisäkasvumahdollisuuksia on tarjolla mm. kierrätysnostureiden markkinoilla. Sijoitusnäkökulmasta Kesla on käännetyhtiö, jonka riskiprofiiliin madaltuminen ja sen seurauksena arvostuskertoimien kohoaminen edellyttää sekä lisää näyttöjä tuloskasvusta että myös käynnissä olevan strategiapäivityksen ja taloudellisten tavoitteiden julkistamista ja sulattamista osakemarkkinoilla. Perustellun nousuvaran ja selvien kurssinousuajurien tässä vaiheessa puuttuessa annamme osakkeelle vähennä-suosituksen 4,40 euron tavoitehinnalla.

Peruskysyntä kunnossa, diversifikaatiota tavoitteissa

Keslan tuotteiden kysynnän tärkeimpiä kasvuajureita ovat hakkuuvolyymien kasvun lisäksi puunkorjuun koneellistumisen eteneminen etenkin kehittyvillä markkinoilla ja Keslan asiakkaiden suosiman tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Kesla on penetroitumassa myös Kaakkois-Aasian ja Latinalaisen Amerikan puunkorjuumarkkinoille, joilla sen teknologia usein tarjoaa ensi askeleen mekaaniseen puunkorjuuseen. Puunkorjuulaitteissa odotamme Keslan kohdemarkkinalta 3,0-3,4 %:n kasvua 2018-2020. Lisäkasvupotentiaalia on tarjolla kierrätysnostureissa, joka on puunkorjuuteknologian investoinneista riippumaton markkina ja jossa Keslan liikkeellelähtö on sujunut myönteisesti. Odotamme Keslalta keskimäärin 6,7 %:n vertailukelpoista liikevaihdon kasvua vuosina 2018-2020.

Tulosvipu tarjoaa potentiaalia, mutta historiallinen kannattavuusheilunta isoa

Keslan puunkorjuulaiteliiketoiminnan keskimääräinen kannattavuus on ollut melko alhainen (liikevoittomarginaali 3-4 %) ja myös volatiili. Yhtiön tulosvipu on kuitenkin voimakas ja nykyisellä liikevaihdon kasvunäkymällä ennustamme yhtiölle 5,5-6,5 %:n liikevoittomarginaalia 2018-2020. Arvioimme kulutus- ja varaosamyynnin liikevaihto-osuuden nousevan ennustejaksolla 16-17 %:sta 19 %:iin, mikä sekä parantaa konsernin katetasoja että hieman tasoittaa tuloksen volatilitteettia.

Korkea riskiprofiili painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia toistaiseksi

Keslan vuosien 2018 ja 2019 P/E-luvut ovat omilla ennusteillamme 9,5x ja 7,3x. Arvostusero vertailuryhmän mediaaniin on huomattava (-37 %...-44 %), mikä johtuu mm. Keslan pienemmästä koosta, tuloksen volatilitteetista, vielä melko heikosta taseesta sekä osakkeen alhaisesta likviditeetistä. Sijoittajien silmissä arvostuskertoimia oleellisempaa on nyt mielestämme Keslan riskiprofiiliin madaltuminen, mikä vaatii yhtiöltä näyttöjä käynnistyneen tuloskäänteen pysyvyydestä. Pidämme tällä hetkellä hyväksyttävänä 9x-8x:n P/E-kertoimia vuosien 2018-2019 ennusteilla, mikä on linjassa suosituksemme kanssa.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: -



4,40 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 4,60 EUR

Potentiaali: -4 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	43	43	46	48
- kasvu-%	2 %	0 %	7 %	4 %
Liikevoitto	1,5	2,4	2,9	3,0
- Liikevoitto-%	3,4 %	5,5 %	6,5 %	6,3 %
Tulos ennen veroja	1,0	2,1	2,7	2,7
Nettotulos	0,8	1,6	2,1	2,2
EPS (oikaistu)	0,25	0,49	0,63	0,65
Osinko	0,10	0,10	0,20	0,30
- Osinkosuhde-%	40 %	21 %	32 %	46 %
P/E (oikaistu)	17,6	9,5	7,3	7,1
P/B	1,3	1,3	1,3	1,3
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,2 %	4,3 %	6,5 %
EV/EBIT	18,0	10,6	8,2	7,8
EV/EBITDA	9,0	7,0	5,8	5,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,5

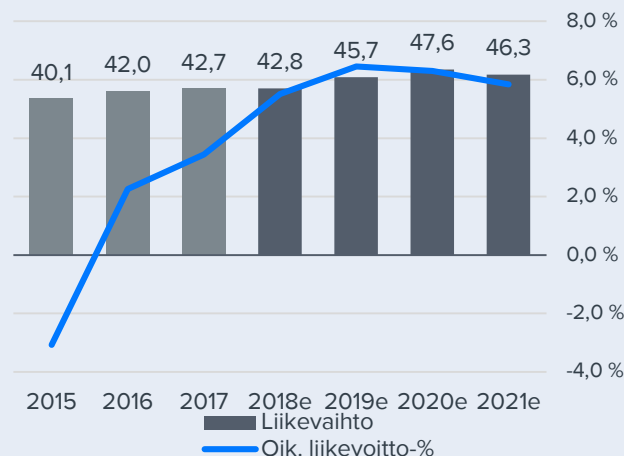
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

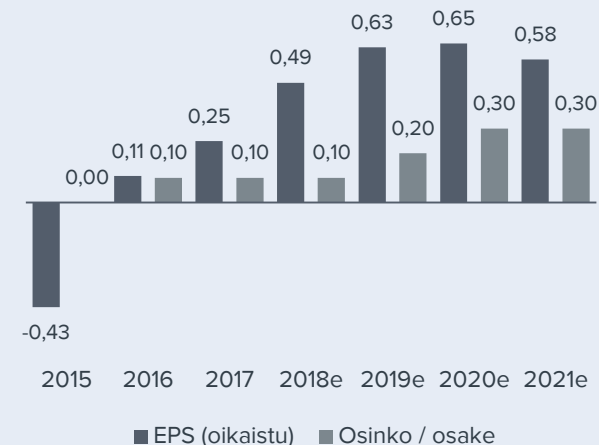


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Arvoajurit

- Fokusoituminen kannattaviin liiketoimintoihin
- Markkinalla vahvat kasvuajurit
- Jälkimarkkina-toiminnoista tukea kasvulle ja kannattavuudelle
- Hyvä potentiaali kasvussa partnereiden avulla



Riskitekijät

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



Arvostus

- 2018-2019 P/E-kertoimet (9x-7x) ovat 37-44 % verrokkien alapuolella
- Arvostusta rasittavat osakkeen heikko likviditeetti, Keslan pieni koko sekä tuloksen historiallisesti voimakas heilunta
- Arvostuskertoimien kohoaminen edellyttää näyttöjä tuloskäänteen pysyvyydestä

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 5-8
Liiketoimintamalli	s. 9-15
Strategia	s. 16
Puunkorjuukoneiden markkinat	s. 17-20
Kilpailutilanne	s. 21-23
Taloudellinen tilanne	s. 24-27
Ennusteet	s. 28-31
Arvonmääritys ja suositus	s. 32-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39

Kesla lyhyesti

Kesla on laitteita puunkorjuun koko tuotantoketjuun valmistava ja markkinoiva konepajayhtiö. Kysyntäajureita ovat kasvu hakkuiden määrässä, niiden koneellistumisessa sekä tavara-lajimenetelmän markkinaosuudessa. Laitteiden kysyntä on kuitenkin luonteeltaan syklistä.

Kesla

- Ydinosaaminen on koko puunkorjuuketjun syvässä ymmärtämisessä
- Tärkeimissä segmenteissään yhtiö on viiden suurimman valmistajan joukossa
- Kesla on profiloitunut tuotevalikoimansa kattavuudella sekä kestävien, kovaan käyttöön tarkoitettujen laitteiden valmistajana

42,7 MEUR (+1,7 % vs. 2016)
LIIKEVAIHTO 2017

1,5 MEUR (3,4 % lv:sta)
LIIKEVOITTO 2017

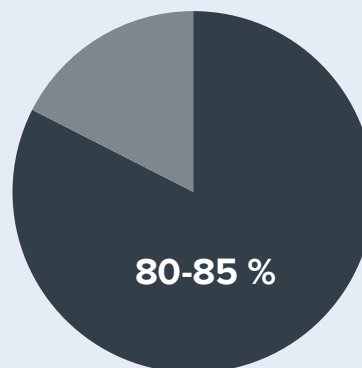
MARKKINAOSUUS

6 % METSÄKONEIDEN
KOHDEMARKKINALLA

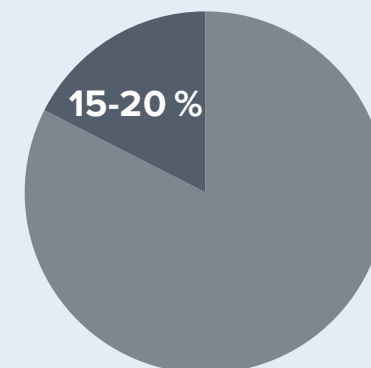
Kilpailuetu perustuu tuotteiden tehokkuuteen ja kestävyys, kattavaan toimialaosaamiseen ja laajaan tuotevalikoimaan sekä vahvoihin kumppanuussuhteisiin.

Suorien **asiakkaiden** pääosan muodostavat jälleenmyyjät 43 eri maassa sekä teolliset asiakkaat, jotka yleensä ovat alustakoneiden valmistajia. Asiakkaita on yli 1000, joista 30-40 on merkittäviä.

Uudet laitteet



Jälkimarkkinatoiminnot



Yhtiöesittely

Pienempiä laitteita puunkorjuun joka vaiheeseen

Kesla on puunkorjuuteknologiaan keskittyvä konepajayhtiö, joka valmistaa ja markkinoi laitteita puunkorjuun koko tuotantoketjuun sekä näihin tuotteisiin liittyviä varaosia ja palveluja.

Yhtiön kaikki valmistus tapahtuu kolmessa tehtaassa Suomessa eli Joensuussa, Kesälähdellä ja Ilomantsissa. Valmistuksen kuluista yli 60 % muodostuu muuttuvista eristä (erit. ulkoa ostetut tavarat ja palvelut) eli valmistuskustannusten joustavuus on hyvä. Keslalla on yhteistyökumppanit mukaan lukien globaalisti noin 140 jälleenmyyntipistettä eli myyntiverkosto on varsin kattava.

Kesla mainitsee kilpailueduikseen kilpailijoita fokuoituneemman tuotevalikoiman eri segmenteissä, kovempaan käyttöön suunnitellut ja siksi kestävämmät laitteet, joustavan toimintatavan ja keskivertokilpailijaa paremman herkkyyden asiakastarpeille sekä tiiviin suhteen tärkeän jakelukumppanin Valtran (AGCO) kanssa.

Uusien laitteiden myynti (80-85 % liikevaihdosta)

Kesla myy itse kehittämiään ja valmistamiaan valtaosin puunkorjuuketjun eri vaiheisiin liittyviä tuotteita yli 1000 asiakkaalle ja yli 40 maahan. Tuoteryhmiä ovat puunkorjuulaitteet (n. 30 %), auto- ja teollisuustnosturit (n. 40 %) sekä traktorin metsävarusteet (n. 30 %). Riippuvuus yksittäisistä tuotteista ja asiakkaista on pieni, mutta toimialariippuvuus puolestaan on iso, sillä noin 95 % liikevaihdosta kertyy puunkorjuusta.

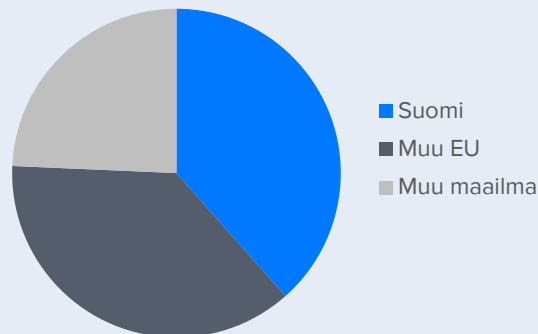
Arvioimme Keslan vuodessa myymien laitteiden määräksi 1200-1500 kpl. Laitteiden hintahaarukka on leveä ulottuen tyypillisesti traktorikuormaimien 10-30 TEUR:sta harvesteripäiden ja -nostureiden 30-80 TEUR:oon.

Jälkimarkkinapalvelut (15-20 % liikevaihdosta)

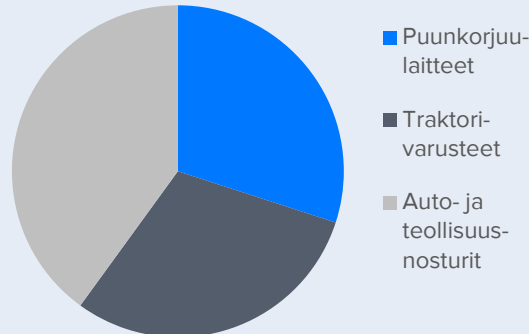
Keslan jälkimarkkinapalvelut koostuvat pelkästään kulutus- ja varaosien mynnistä, sillä toimitettujen laitteiden huolto tapahtuu joko asiakkaan itsensä tai jälleenmyyjien toimesta. Keslan oman pienehköön huoltohenkilöstön rooli on tukea jälleenmyyjien huoltokyvyn ylläpidossa ja parantamisessa. Toisin kuin on tyypillistä isommille metsäkoneille, vaihtokone-liiketoiminnan merkitys Keslalle on pieni.

Kulutus- ja varaosakauppa on Keslalle kaikkein paraskatteisinta liiketoimintaa. Lisäksi keskittyminen jälkimarkkinoilla pelkästään kulutus- ja varaosiin on mielestämme perusteltua huomioiden Keslan kokoluokka sekä kattavan huoltoverkon rakentamisesta ja ylläpidosta väistämättä koituvat kustannukset.

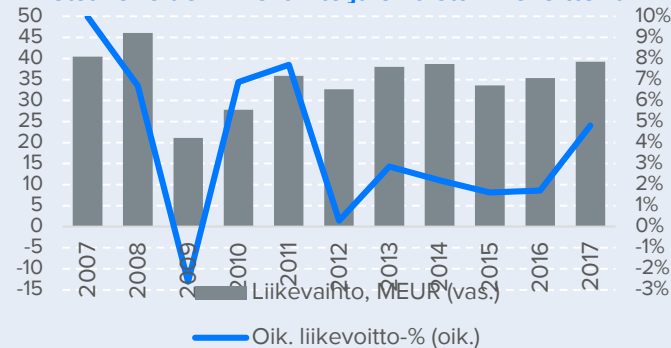
Konsernin liikevaihdon jakauma, 2017



Metsäkoneiden liikevaihdon iakauma, 2017



Metsäkoneiden liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-%



Sijoitusprofiili

Fokusoitumisella parempaan kannattavuuteen

Kesla päätti vuonna 2016 keskittyä metsäkoneisiin ja luopua resursseja hajauttaneesta ja heikosti kannattavasta konepajaliiketoiminnasta. Konsernin liikevaihdosta 16 % vuonna 2016 vastanneesta konepajaliiketoiminnasta myytiin 11 %:n osuutta vastannut valmistusliiketoiminta syksyllä 2017 ja 5 %:n osuutta vastaava maahantuonti-liiketoiminta on tarkoitus myydä lähiaikoina. Tehty divestointipäätös on perusteltu sekä strategisessa, operatiivisessa että taloudellisessa mielessä ja johtaa resurssien tehokkaamman käytön myötä parempaan kannattavuuteen. Tehostamisprosessi on kuitenkin kesken ja vaatii vielä näyttöä.

Uusien koneiden kysyntä on syklistä

Metsäkoneiden kysyntä on johdannainen globaalien hakkuuvolyymien kehityksestä, mikä puolestaan viime kädessä riippuu puuta käyttävän teollisuuden (etenkin rakennusteollisuus sekä paperi- ja kartonkiteollisuus) kysynnästä. Metsäkoneiden kysyntä on loppuasiakkaiden tuotteiden kysyntää selvästi syklisempää, mistä osoituksena on mm. globaalin metsäkonemarkkinan yli 60 %:n romahdus vuonna 2009. Tätä oli tosin edeltänyt pitkä ja ylikuumenemiseen johtanut nousukausi emmekä näe nyt vastaavia uhkia.

Lukuisia kasvuajureita

Keslan kohdemarkkinoiden tärkeimpiä kasvuajureita ovat globaalien hakkuuvolyymien kasvu, puunkorjuun lisääntyvä koneellistuminen sekä Keslan asiakkaiden edustaman

tavaralajiteknologian markkinaosuuden nousun jatkuminen. Metsäsektorin ulkopuolella kierrätysnostureiden markkinan voi odottaa kasvavan ripeästi. Digitalisaatio trendinä tukee tuotteisiin liittyvien älykkäiden ominaisuuksien ja ohjaus- sekä valvontajärjestelmien kehittämistä.

Äänivalta on sementoitu

Kärkkäisen (perustaja) ja Paajasen sukujen omistus ja ote yhtiössä on merkittävä. Sukujen hallussa olevien äänivaltaisten (listaamattomien) B-osakkeiden yhteenlaskettu ääniosuus on 88 % ja listattujen A-osakkeiden 12 %. Osakemäärissä suhde on päinvastainen (27 % vs. 73 %), mikä selittyy isolla äänierolla (20:1). Vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden osuus eli free float on A-osakkeista 96 % ja kaikista osakkeista 71 %, mutta korkeasta osuudesta huolimatta nykyinen äänivaltasuhde merkitsee, että ulkopuolisen ostajan tekemän tarjouksen mahdollisuus pitkälti eliminoituu. Toisaalta vahvat omistajasuvut tuovat toimintaan pitkäjänteisyyttä. Kaikkiaan arvioimme omistusrakenteen kuitenkin hieman laskevan osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Potentiaali

Keslan keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Uusien koneiden myynnin kasvu.** Keskeistä on globaalisti etenevä puunkorjuun koneistuminen ja tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu.
- **Jälkimarkkinatoiminnan kasvu.** Hyväkatteisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva jälkimarkkinaliiketoiminta toi viime vuonna 15-20 % Keslan liikevaihdosta ja

arvioimme mukaan yli 60 % liikevoitosta. Suuri ja edelleen kasvava sekä myös koko ajan ikääntyvä toimitettu laitekanta tuo lisää kasvumahdollisuuksia jälkimarkkinoilla.

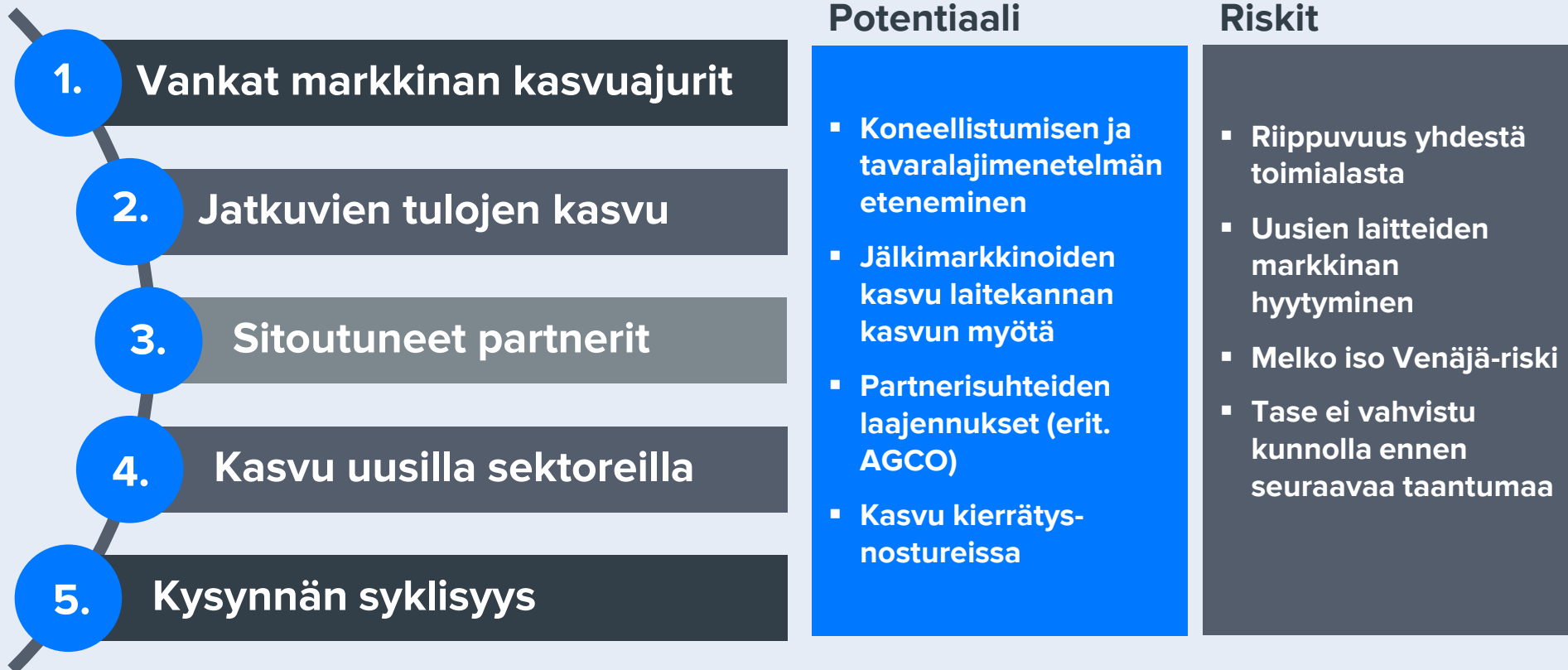
- **Partnerisuhteiden laajennukset.** Tärkeimmät Keslan globaalisti toimivista partnereista (Valtra/AGCO ja Sumitomo) voivat auttaa laajentumisessa uusilla tuote- ja ennen kaikkea maantieteellisillä alueilla.
- **Kasvu kierrätysnostureissa.** Keslalla on Dalby-TechMat –yhteistyön myötä hyvät kasvumahdollisuudet noin 300 MEUR:n kokoisella ja metsäsektorista riippumattomalla asiakastoimialalla.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Toimialariippuvuus.** Keslan liikevaihto on toistaiseksi lähes kokonaan sidoksissa metsäsektoriin, joka on suhdanneherkkä ala.
- **Uusien laitteiden markkinan hyytyminen.** Vaikka emme pidä vuoden 2009 kaltaista romahdusta todennäköisenä, on maailmantalouden kasvun hidastumisella ja mahdollisilla kauppasodilla negatiivinen vaikutus kysyntään. Keslan tapauksessa kohtuullisen suuri riippuvuus Venäjän markkinoista luo oman riskinsä.
- **Tase ei vahvistu riittävän nopeasti.** Keslan tase on vielä velkainen, minkä jatkuessa yhtiön pelivara seuraavassa taantumassa voisi olla kapea.

Sijoitusprofiili



Uusien laitteiden liiketoimintamalli (1/2)

Tuoteportfolio on kattava, mutta fokusoitunut

Keslan tuoteportfolio jakaantuu kolmeen segmenttiin:

- **Puunkorjuulaitteet** (n. 30 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat ajokone- ja harvesterinosturit sekä harvestereiden hakkuupäät.
- **Auto- ja teollisuusnosturit** (n. 40 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat puutavaranoosturit, hakkurit, kahmarit sekä kierrätysnosturit.
- **Traktorivarusteet** (n. 30 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat kuormaimet ja perävaunut.

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

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

Valmistus kolmessa yksikössä Suomessa

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

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

Tuotantoon on saatu lisää joustoa

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

Toiminnanohjausjärjestelmänä (ERP) Keslalla on

ollut vuodesta 2010 käytössä ruotsalainen IFS, johon on liitetty kaikki keskeiset operatiiviset toiminnot palkanlaskentaa lukuun ottamatta. Kesla on ollut järjestelmään tyytyväinen ja sen avulla tuotteiden myyminen, spesifikaatiot, konfiguraatio ja kokoonpano tapahtuvat ongelmitta. Koska valmistusketjusta iso osa on Keslan omissa käsissä, se voi optimoida komponenttivirtoja ja välttää eksoottisempia komponenttivalintoja. Komponenttivirtoja ja varastonhallintaa on kehitetty myös yhteistyössä toimittajien kanssa. Varastonhallinnassa Kesla on johdonmukaisesti kasvattanut komponentti-varastoja siellä, missä se on ollut tarpeen (esim. Ilomantsi), mutta vastaavasti vähentänyt lopputuotevarastoja. Tämä on merkinnyt joustavuuden lisääntymistä.

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

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

Uusien laitteiden liiketoimintamalli (2/2)

Isoimmat investoinnit takana

Tuotantotilojen suhteen Kesla ei näe tällä hetkellä investointitarpeita. Yhtiön konekanta on omaa ja modernia, sillä Kesla 2015 -projektin yhteydessä 2013-2015 investoitiin 7 MEUR koneisiin, mm. työstökeskukseen ja maalauslinjaan. Tulevat kalustoinvestointitarpeet (laserleikkaus sekä hitsausrobotit) ovat korkeintaan 2 MEUR:n luokkaa.

Tuotekehityksessä fokusta valmistettavuuteen

Keslan tuotekehityksessä työskentelee päätoimisesti 10 henkilöä ja yhtiön tuotekehityskulut ovat reilun 1 MEUR:n luokkaa vuodessa eli 2,3-2,5 % liikevaihdosta. Osuus on konepajojen keskiluokkaa. Tuotekehityksen painopistealueina ovat itse tuotteiden (uusien kehittäminen ja nykyisten parantaminen) lisäksi niiden valmistettavuuden sekä koko tilaus-toimitusprosessin kehittäminen.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Tärkeimmissä tuotteissa Keslan toimitusajat ovat harvesteripäiden osalta tällä hetkellä 8-10 viikkoa, traktorivarusteissa 7-9 viikkoa ja ajoneuvonostureissa 20 viikkoa. Kesla myy valmiit laitteet tehdashinnalla sekä jakelijoille että loppuasiakkaille, jotka maksavat rahat. Keslan omien logistiikkakulujen osuus on pieni.

Jakelun perustana yli 140 toimipistettä globaalisti

Keslan tuotteiden jakelijat ovat monentyyppisiä: useimmiten ne ovat traktorimyyjiä, maatalouskoneiden myyjiä, kuorma-automyyjiä tai päällirakenteiden myyjiä mainittuihin koneisiin. Ajokone- ja harvesterinostureissa sekä

harvestereiden hakkuupäissä jälleenmyyjä on useimmiten joku valtamarkin (esim. Komatsu) myyjä. Jälleenmyyjä voi olla myös kaivin-koneiden myyjä, joka haluaa tuotevalikoimaansa täydennystä. Jälleenmyyjillä Keslan tuotteen myynti on useimmiten sidoksissa liittyvän tuotteen (kuorma-auto, traktori, kaivinkone) myyntiin, mutta on myös olemassa niitä, jotka myyvät pelkästään Keslan tuotteita.

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

Jälleenmyyjien insentiivit myydä Keslan laitteita ovat monipuoliset: ne ansaitsevat itse laitekaupan katteen lisäksi asennuksesta, koulutuksesta ja jälkimarkkinasta (varaosat ja huolto) sekä myös koko kone-/laitekaupan rahoituksesta. Keslan merkitys eri jakelijoille vaihtelee. Jakelussa on mukana ketjuja, joille Keslan tuotteet eivät edusta ”promilleakaan liikevaihdosta”, mutta ne voivat silti olla Keslan näkökulmasta hyviä ja tehokkaita jakelijoita.

Asiakkaissa kolme isoa ja paljon pieniä

Keslan asiakkaat ovat joko suoria loppuasiakkaita tai jälleenmyyjiä. Jos mukaan lasketaan kulutus- ja varaosamyynti, Keslalla on yli 1000 asiakasta, mutta merkittäviä näistä lieenee 30-40. Asiakkaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Suorat teolliset asiakkaat** (n. 15-20 % liikevaihdosta). Nämä ovat laitevalmistajia, joiden tuotteiden osaksi Keslan laitteet päätyvät. Näitä ovat etenkin Valtra/AGCO, Sampo-Rosenlew sekä Sumitomo.

- **Suorat loppuasiakkaat** (n. 3-6 % liikevaihdosta). Näitä ovat etenkin kotimaiset kulutus- ja varaosa-asiakkaat
- **Jälleenmyyjät** (n. 75-80 % liikevaihdosta). Nämä muodostuvat 109 yhtiöstä ja 141 toimipisteestä 43 eri maassa. Suomen 35 toimipisteestä 29 on Valtran/AGCO:n myyntipisteitä. Ruotsissa Keslan traktorivarusteiden jakelusta vastaa maan johtava maatalouskoneiden ja -tarvikkeiden kauppias Lantmännen, joka hoitaa siellä myös Valtran jakelun.

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

Muista teollisista asiakkaista Keslan harvesteripäitä asennetaan mm. sekä Sumitomon kaivinkoneisiin että Sampo-Rosenlewin harvestereihin. Suorista teollisista asiakkaista kenenkään osuus Keslan liikevaihdosta ei kohoa yli 10 %:n, joten asiakasriski on rajattu.

Liiketoimintamallin arvio

Korkea toimialariski on selviä. Tuotesortimentti vaikuttaa Keslan kokoon nähden laajalta, mutta tarjontaan varsin hyvin synergiaa asiakasrajapinnassa. Valmistuksen kulurakenne on kohtuullisen joustava ja riskit liittyvät enemmän äkillisiin markkinashokkeihin (kuten Krimin kriisi 2014). Valtra/AGCO-yhteistyö on selvä vahvuus.

Keslan päätuotteita

Harvesterikourat ja metsäkonenosturit



Traktorin metsävarusteet



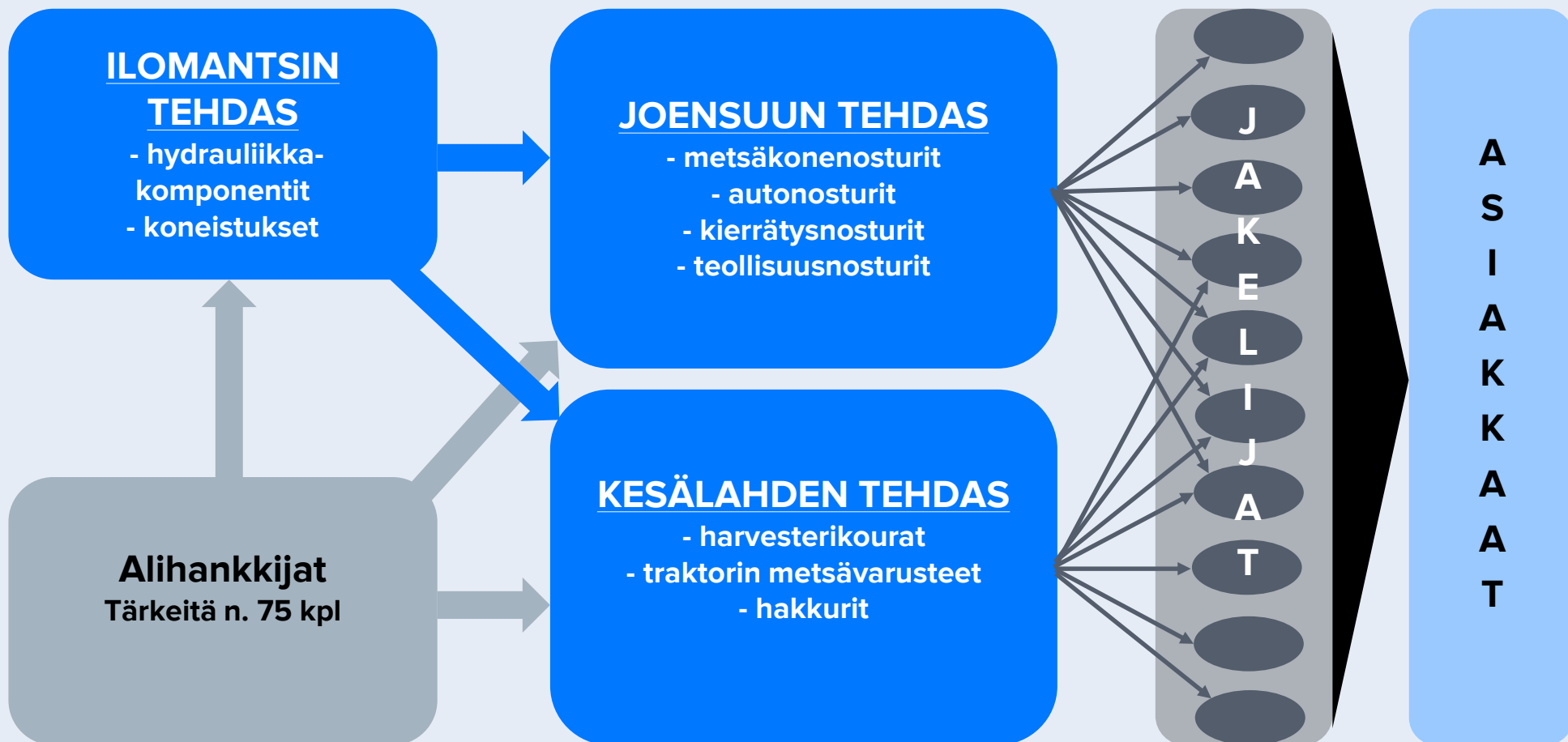
Auto- ja teollisuusnosturit



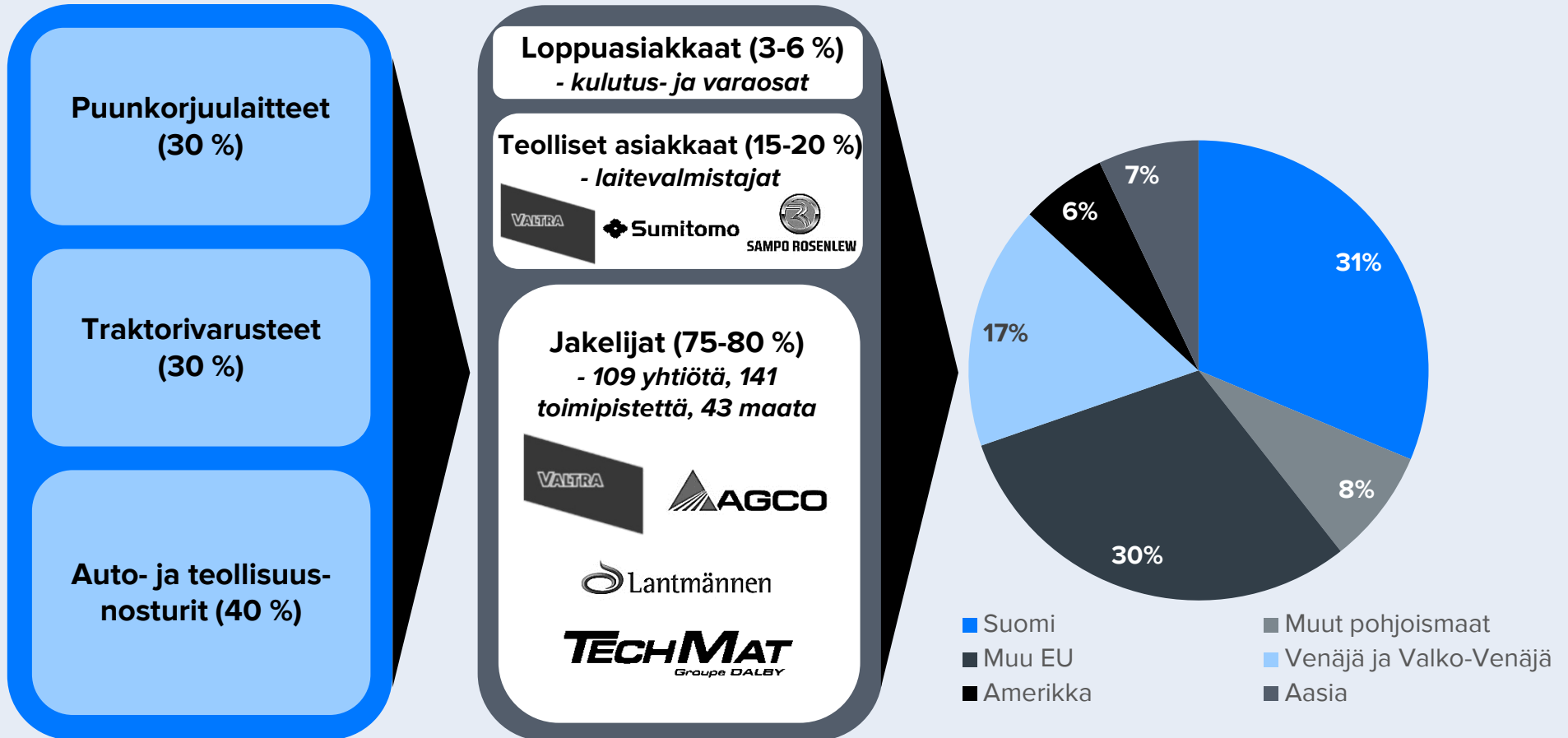
Hakkurit



Keslan valmistuksen organisointi



Tuoteryhmät, asiakkaat ja markkina-alueet



Jälkimarkkinoiden liiketoimintamalli

Fokus kulutus- ja varaosatoiminnassa

Kesla ei julkista jälkimarkkinatoiminnan osuutta konsernin liikevaihdosta, mutta on todennut osuuden nousseen viime vuosina prosentti-yksikön vuosivauhtia. Arvelemme osuuden nousseen aiemmasta 12-14 %:sta vuoden 2017 16 %:iin ja liikevaihdoksi siten noin 7 MEUR.

Jälkimarkkinatoiminnassa Keslan fokus on selvästi kulutus- ja varaosatoiminnassa. Toimialalla asiakas itse hoitaa koneiden päivittäisen huollon (rasvaukset, ketjunvaihdot, terähuollot) ja Keslan laitteiden jälleenmyyjät ovat sen varsinaisia huoltopartnereita hoitaen operatiivisen huollon. Asiakkailta olevien Keslan laitteiden määräaikaishuollot tapahtuvat tavanomaisesti alustakoneen (harvesteri, traktori, kuorma-auto) huoltorytmin mukaisesti. Varaosien saatavuus voi joskus muodostaa ongelmakohdan, sillä sekä jälleenmyyjän että Keslan intressissä on pitää kulutus- ja varaosavarastot minimissä, mikä voi toisinaan johtaa kalliisiin kiiretoimituksiin.

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

Suomessa Kesla on eniten päässyt vaikuttamaan jälleenmyyjien huollon organisointiin ja toimintatapoihin. Suomessa tähän verkostoon kuuluu 32 huoltoliikettä. Globaalisti huoltopisteiden ja jälleenmyyntipisteiden määrä lienee lähes identtinen eli noin 140 kpl.

Monilla jälleenmyyjillä on Keslan(kin) tuotteet kattavia huoltosopimuksia, mutta näiden piirissä olevan laitekannan kokoa Kesla ei julkista. Koko käytössä oleva Keslan laitekanta ja siten huoltopotentiali on mittava. Käytössä oleva hakkureiden määrä on Keslan mukaan noin 300 kpl, harvesterikourien määrä 1500 kpl ja nostureiden määrä 3500 kpl. Kaikissa päätuoteryhmissä laitekanta on tuhansia laitteita, mikä tarjoaa huollolle sekä kulutus- ja varaosille merkittävän markkinan.

Etävalvonta luo huoltoyhtiöille potentiaalia

Etävalvonta on mielekästä kalliimmille Keslan tuotteista eli harvesteripäille, vakaudenhallintajärjestelmällä varustetuille kierrätysnostureille sekä hakkureille. Näistä kaikkiin asennetaan antureita, joiden tiedonsiirtoprotokollat ovat yhteensopivia alustakoneen käyttämien kanssa. Edullisemmissa laitteissa etävalvonta ei Keslan mukaan ole asiakkaiden mielestä oleellista tai ainakaan siitä ei olla valmiita maksamaan. Mahdollisesta huoltosopimuksesta riippuen etävalvonta antaa huoltoyhtiölle ainakin tehokkaan mahdollisuuden nopeaan reagointiin, vaikka Keslan mukaan ennakoiva huolto ei konseptina ole toimialalla juuri edennyt.

Takuukustannuksia varten 0,4 MEUR varaus

Kesla myöntää uusille laitteille pääsääntöisesti 12 kuukauden tai käyttötuntien määrään perustuvan takuun, jonka aikana takuuehdot täyttävät viat korjataan takuuehtojen mukaisesti joko korjaamalla viallinen osa tai vaihtamalla se uuteen. Takuuvarauksen määrä perustuu kokemuseräiseen tietoon takuumenojen

toteutumisesta ja vuoden 2017 lopun 386 TEUR:n takuuvarauksen arvellaan kattavan vuoden 2017 aikana myytyjen laitteiden arvioidut takuukustannukset.

Kasvua laitekannan myötä

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

Liiketoimintamallin arvio

Keslan keskittyminen jälkimarkkinatoiminnassa pelkäästään kulutus- ja varaosien kauppaan ja itse huoltotyössä vain jälleenmyyjien tukemiseen on mielestämme järkevää kun huomioidaan Keslan koko sekä kattavan huoltoverkoston rakentamis- ja ylläpitokulut. Olemme arvioineet kulutus- ja varaosakaupan olevan Keslan paraskatteisinta liiketoimintaa katteiden ollessa noin 20 %. Koska laitekanta kasvaa koko ajan ja piraattiosien merkitys on pieni, emme lyhyellä tähtäimellä näe tekijöitä, jotka voisivat heikentää kannattavuutta oleellisesti.

Keslan liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys
Liikevaihdon jatkuvuus
Liikevaihdon hajautuminen

1

1
1

Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä kysyntä on syklistä

Jälkimarkkinoiden osuus melko pieni, mutta nousussa

Paljon asiakkaita, hyvä maantieteellinen hajautus

2 Kannattavuus

Kapasiteetin joustavuus
Kustannusten skaalautuvuus

2
2

Lyhyellä ajalla vähän joustoa (oma tuotanto)

Historiallinen tulosheilunta iso

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen rahavirta
Investointi-intensiivisyys

3
3

Melko hyvä operatiivinen kassavirta ja käyttöpääoman hallinta

Kohtuullinen investointitarve kiinteään omaisuuteen

Arvio Keslan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia

Ei julkituotua strategiaa, ainakaan vielä

Keslalla ei ole varsinaista julkistettua strategiaa, mutta yhtiö on indikoinut, että strategiatyö on käynnissä ja että strategia taloudellisine tavoitteineen tulisi julkistamaan vielä vuoden 2018 aikana. Julkistetun strategian puute on kuitenkin tällä hetkellä negatiivinen seikka sijoittajille, sillä kuvan muodostaminen yhtiön toimintatavasta ja tavoitteista tapahtuu nyt irrallisten tietojen perusteella.

Oletuksemme strategisiksi kulmakiviksi

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

- 1. Fokusoituminen ydinosoitumiseen**, mikä tarkoittaa keskittymistä vain puunkorjuuteknologiaan sekä valikoituihin kierrätysmateriaalin käsittelyn segmentteihin. Tämän prosessin osana Kesla myi voimansiirron komponenttien ja järjestelmien valmistusliiketoimintansa (11 % konsernin liikevaihdosta) vuonna 2017 ja aikoo lisäksi myydä vastaavan maahantuonti-liiketoiminnan (5 % osuus) vuonna 2018. Muutosten myötä Kesla ”keskittyy kehittämään puuraaka-aineen ja kierrätysmateriaalien käsittelyprosesseja tehostavaa teknologiaa ja palveluja”.
- 2. Käyttäjäkokeemuksesta kilpailuetu.** Kesla korostaa tuotekehityksessä kaiken aikaa laitteiden ja järjestelmien käytettävyyttä sekä mahdollisuuksia elinkaaren pidentämiseen mm. etävalvonta-mahdollisuuksia kehittämällä. Tavoitetta

tukee Keslan vuonna 2016 hankkima tuotekehityssimulaattori, jolla nopeutetaan kehitysprosessin läpimenoaika sekä tuetaan tuotteisiin liittyvien älykkäiden ominaisuuksien ja ohjausjärjestelmien kehittämistä.

- 3. Partneroituminen kaikkialla, missä se on mielekästä.** Tämä tarkoittaa tiiviin yhteistyömallin luomista alustakonevalmistajien ja merkittävien jakelijoiden kanssa tilanteissa, joissa Keslan tuotteet täydentävät partnerin tarjontaa. Alustakonevalmistajien kanssa kyse on pitkälle viedystä yhteistyöstä sekä tuotekehityksen että jakelun osalta (partnerina esim. Valtra) ja jakelupartnerin kanssa sen valikoiman täydentämisestä ja vahvan verkon hyödyntämisestä sekä myynnissä että jälkimarkkinoinnissa (esim. Lantmännen). Kesla kartoittaa koko ajan uusia partnereita.
- 4. Maantieteellinen laajentuminen.** Tämä tapahtuu linjassa alustakonevalmistajien kasvustrategioiden kanssa ja Keslan keihäänkärkenä ovat puunkorjuulaitteet. Fokuksessa ovat Latinalainen Amerikka (eukalyptusplantaasit) sekä Kaakkois-Aasian ne markkinat, joilla puunkorjuukoneellistuminen on vielä alkuvaiheissa.
- 5. Kasvu kierrätystalouden myötä.** Keslan kannattavaa kasvua kierrätysnostureiden markkinalla tukevat 1) tuotesynergiat (puutavara- ja kierrätysnosturit ovat eri versioita samasta perustuotteesta); 2) tuotteiden korkeammat älykkyyksivaatimukset ja Keslan kehittämä oma ohjausjärjestelmä

sekä 3) Dalby-TechMat –yhteistyö tuotekehityksessä ja jakelussa. Kierrätysnostureiden kysyntä on myös vähemmän syklistä kuin puutavaranostureiden. Tähän mennessä saatu asiakaspalaute on Keslan mukaan ollut positiivista.

- 6. Kasvu jälkimarkkinoilla.** Jälkimarkkinoilla Kesla keskittyy tulevaisuudessa edelleen kulutus- ja varaosiin. Näiden kysyntää kasvattaa käytössä olevan laitekannan kasvu globaalisti sekä huoltotarpeiden parempi identifiointi ja ennakointi etävalvonnan piirissä olevan laitekannan kasvaessa.

Strategian arviointi

Strategian arviointi tilanteessa, jossa sen sisältö on omien oletustemme varassa on huomattavan vaikeaa. Edellä esitetyistä strategian rakennuspalikoista kolme ensimmäistä ovat mielestämme perusteltuja (erityisesti partneroituminen kun huomioidaan Keslan kokoluokka ja tuotealueiden määrä). Kasvussa onnistumisesta on merkkejä niin maantieteellisesti (uudet jakelusopimukset), kierrätystaloudessa (onnistunut tuotelanseeraus kuin jälkimarkkinoillakin (liikevaihto-osuuden kasvu), mutta läpimurron onnistuminen jää nähtäväksi.

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

Puunkorjuukoneiden markkinat (1/2)

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

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

Hakkuumäärien kasvu on hidasta

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

Energiapuun käyttö kokonaisuutena todennäköisesti laskee kaupungistumisen myötä, mutta teollisen energiapuun käyttö kasvaa. On kuitenkin huomattava, että energiapellertien valmistukseen käytetään pääasiallisesti puunjalostuksessa syntyviä

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

Globaalit hakkuuvolyymit ovat vuosien 2000-2016 aikana kasvaneet keskimäärin vain 0,7 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Latinalaisessa Amerikassa (2,7 %), Aasiassa (2,4 %) ja Venäjällä (1,9 %), kun taas kasvu on ollut nolaluokkaa EU:ssa (0,2 %) ja negatiivista Pohjois-Amerikassa (-1,2 %). Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin alle 1 %:ssa vuosittain kasvun ollessa edelleen nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien lisääntyessä edelleen ja kohtuullisen ripeää myös Aasiassa, osin samasta syystä.

Hakkuiden koneellistumisasteessa vielä paljon nousuvaraa kehittyvillä markkinoilla

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja ajokoneen yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on eri lähteisiin perustuvan arviomme mukaan noussut volyymipainotettuna jo yli 50 %:n. Koska koneistumisen hyödyt ovat niin ilmiselvät,

odotamme sen jatkuvan suunnilleen entistä (globaalin koneistumisasteen nousu noin 1 %-yksikön vuosivauhtia) tai hieman hidastuvaa tahtia. Yksikkö hinnaltaan kalliimpien koneiden (kuten harvesterit) osalta koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset investointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia). Tämä seikka kuitenkin koskee vain osaa Keslan monipuolisesta tuotevalikoimasta ja Keslan tavoitteena onkin omilla tuotteillaan toimia näillä markkinoilla ensiaskeleena koneelliseen puunkorjuuseen.

Tavaralajimenetelmä valtaa markkinaosuutta metsäkoneissa

Hakkuumäärien ja koneellistumisen kasvun ohella kolmas keskeinen kasvuajuri Keslan tuotteille on tavaralajimenetelmän (cut-to-length, CTL) yleistyminen metsäkoneiden (harvesterit ja ajokoneet) markkinoilla, sillä Kesla toimittaa harvesterikouria ja nostureita vain tavaralajimenetelmän koneisiin. Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on kasvattanut koko ajan suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on ylittänyt 40 %:n rajan oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Osuuden kasvun taustalla on tavaralajimenetelmän yleistyminen ennen kaikkea Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa. Tavaralajimenetelmän yleistyminen kuitenkin hyödyttää vain osaa Keslan liiketoiminnasta, sillä vain Puunkorjuulaitteet-segmentin tuotteita (n. 30 % konsernin liikevaihdosta) asennetaan nimenomaan tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin.

Puunkorjuukoneiden markkinat (2/2)

Kesla toimii vain pienessä osassa koko puunkorjuukoneiden markkinaa

Laajasti ymmärretty puunkorjuukoneiden markkina käsittää runsaasti segmenttejä, joilla Kesla on vain joko alihankkijan asemassa (kuten tavaralajimenetelmän metsäkoneet) tai joilla se ei toimi ollenkaan (kuten kokopuumenetelmän koneet sekä muista tuotealueista moottorisahat, kuorimakoneet, silppurit jne). Syksyllä 2017 ilmestyneessä raportissaan konsulttiyhtiö Freedonia arvioi koko laajan markkinan kooksi vuonna 2016 7,4 mrd USD (n. 6,7 mrd EUR) ja keskimääräiseksi kasvunopeudeksi 4,5 % vuosina 2017-2021. Arvioimme kaikkien metsäkoneiden (sekä kokopuu- että tavaralajimenetelmän koneet) osuudeksi em. markkinasta noin 40 % ja tavaralajimenetelmän koneiden osuudeksi puolet tästä eli 20 % (1,2-1,3 mrd EUR).

Painopiste Euroopassa, mutta potentiaali Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa

Maantieteellisesti kohdemarkkinaa pitää tarkastella tuoteryhmittäin, mutta ainakin toistaiseksi se on varsin Eurooppa-keskeinen, painopisteen ollessa Keski- ja Pohjois-Euroopassa. Esimerkiksi tavaralajimenetelmän metsäkoneissa Euroopan markkina vastaa 70 %:sta kokonaisuutta lopun jakautuessa melko tasan Pohjois-Amerikan, Etelä-Amerikan ja Venäjän kesken. Hakkurimarkkina keskittyy isoihin metsäteollisuusmaihin ja traktorin metsävarusteet ovat valtaosin pohjoiseurooppalainen markkina. Puutavaranoosturien markkina lienee Keslan kohdemarkkinoista maantieteellisesti laajin. Kierrätysnostureita taas käytetään eniten kehittyneissä länsimaissa (Eurooppa, Pohjois-

Amerikka). Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia, mutta vielä melko pienimerkityksisiä alueita. Kesla kuitenkin panostaa molempiin ja on solminut Kaakkois-Aasiassa yhteistyösopimuksia. Keslan mukaan sen teknologia tarjoaa monilla markkinoilla ensi askeleen mekaaniseen puunkorjuuseen ja sen tuotteiden käytön opettelu on monille traktorin- tai kaivinkoneenkuljettajille helpompaa kuin harvesterin käytön ja hallinnan oppiminen.

Keslan kohdemarkkinan kokoarvio n. 1,0 mrd EUR

Keslan kohdemarkkinaa tulee tarkastella alasegmenteittäin. Markkinan koon arviointi on haastavaa, mutta se on suuruusluokkatasolla arvioitavissa perustuen Keslan käsitykseen vuosittain myytävien koneiden ja laitteiden kappalemäärästä eri segmenteissä. Arvio on esitetty seuraavassa taulukossa.

Keslan kohdemarkkinat 2017, arvio

Tuoteryhmä	Kpl	MEUR
Harvesterin irtokourat pl. OEM	1 200	50
Metsäkonenosturit pl. OEM	1 000	25
Hakkurit	1 500	225
Traktorivarusteet	7 000	175
Puutavaranoosturit	4 000	200
Kierrätysnosturit	3 750	300
Yhteensä		975

Lähde: Kesla, Hiab, Inderes

On huomattava, että pelkästään eri tuoteryhmissä globaalisti myytävien tuotteiden lukumäärän arvioiminen tarkasti on hyvin haastavaa, puhumattakaan myytyjen tuotteiden

keskihinnosta. Sen vuoksi taulukon tietoihin tulee suhtautua vain hyvin karkeana arviona Keslan kohdemarkkinan koosta. Termi OEM viittaa niihin metsäkonevalmistajiin (esim. Ponsse) jotka valmistavat itse koneidensa harvesterikourat sekä nosturit. Ns. vapaan markkinan osuus metsäkoneiden harvesterikourista ja nostureista on tuotteesta riippuen 30 %:n (nosturit) ja 60 %:n (harvesterikourat) välillä.

Kysyntä on syklistä, mutta markkinat voivat tasata toisiaan

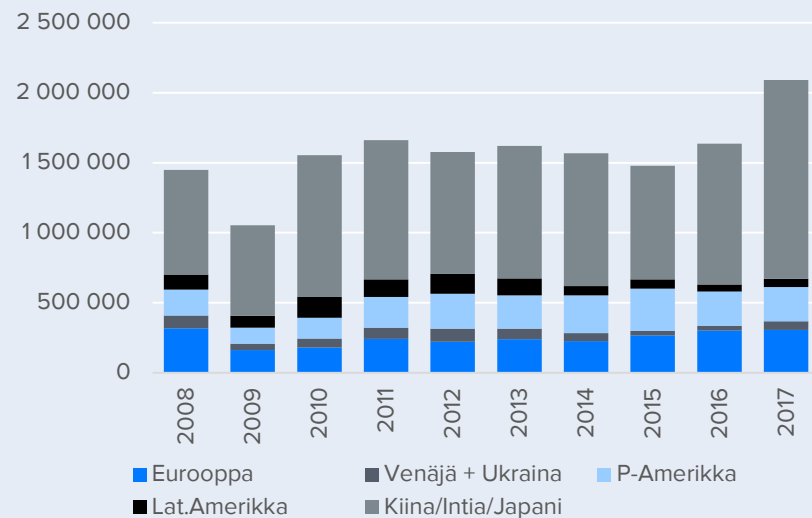
Monien Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointi-tavaroille luontaisesti syklistä. Rankimmin tämä tuntui vuonna 2009, jolloin globaali kuorma-automarkkina laski 27 % ja tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkina peräti 65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

Kohdemarkkinan kasvuarvio

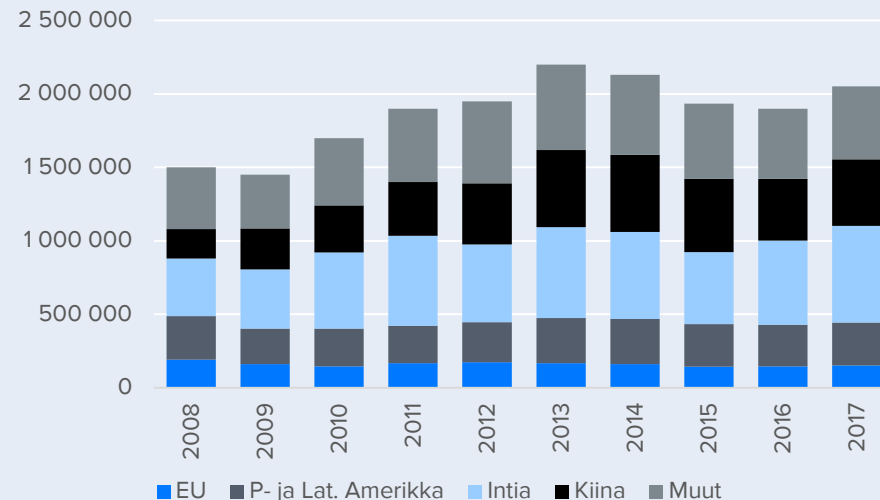
Ennusteamme Keslan kohdemarkkinoiden kasvuksi vuosina 2018-2021 koostuu kolmesta päällekkäisestä komponentista: 1) Hakkuumäärien 0,6-0,9 % p.a. kasvu; 2) Koneellisen puunkorjuun osuuden nousu 55 %:sta 59 %:iin tuoden mukanaan 1,5-2,1 %:n p.a. lisäkasvun sekä 3) tavaralajimenetelmän osuuden kasvu 41 %:sta 43 %:iin, mistä n. 30 % Keslan liiketoiminnasta hyötyy, antaen edelleen 0,4-0,5 %:n p.a. lisäkasvun. Kokonaisuutena odotamme Keslan kohdemarkkinaa 3,0-3,4 %:n kasvua 2018-2020 hidastuen 2,5 %:iin vuonna 2021.

Alustakoneiden markkinat

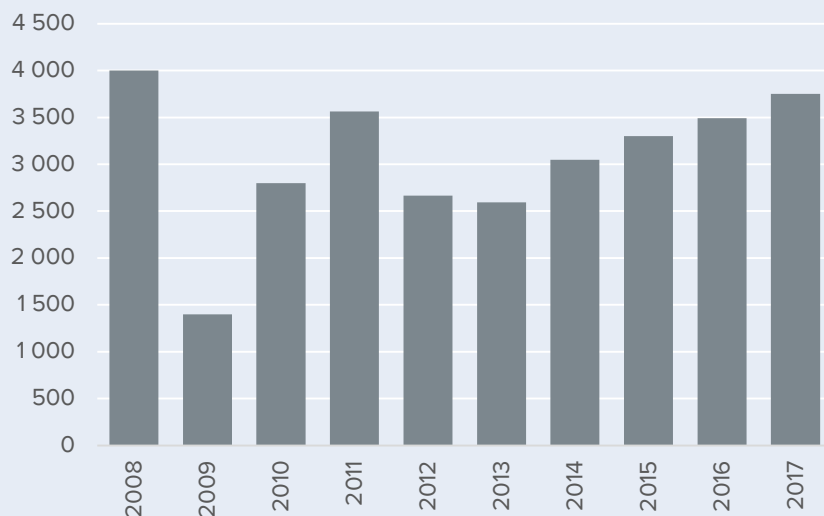
Raskaiden kuorma-autojen päämarkkinat, kpl



Globaalit traktorimarkkinat, kpl

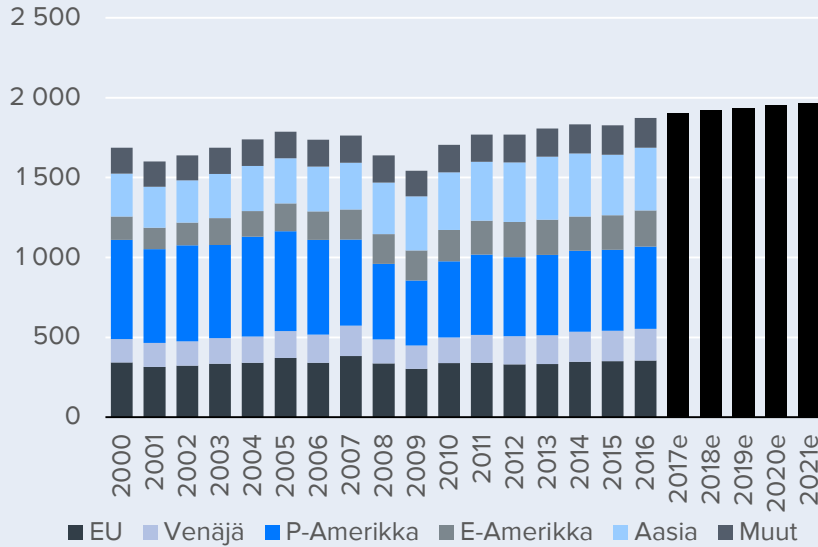


CTL-metsäkonemarkkinat, kpl

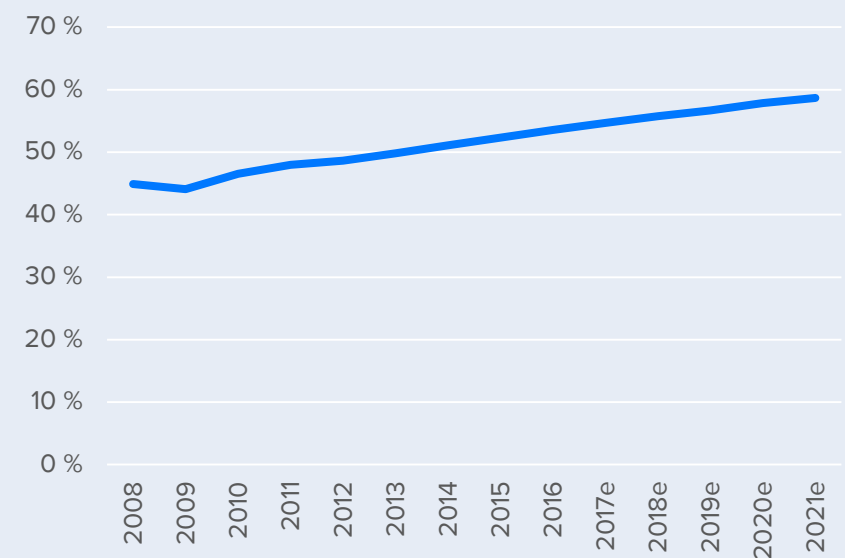


Keslan laitteiden kysyntäjurit

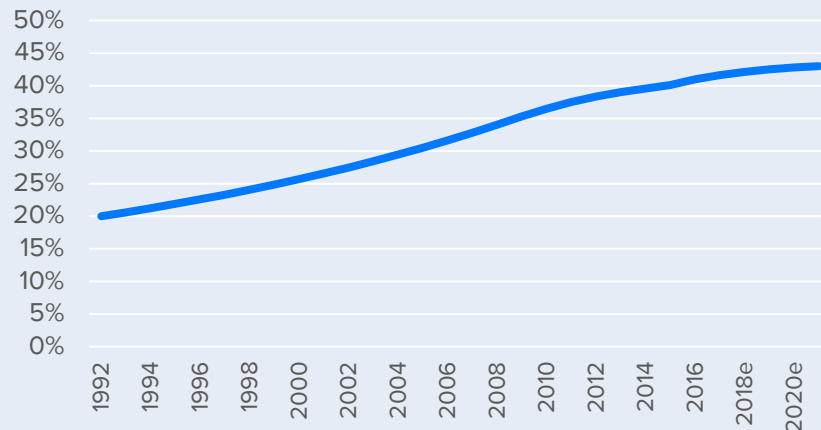
Puunhakkuuvolyymit, milj. m³



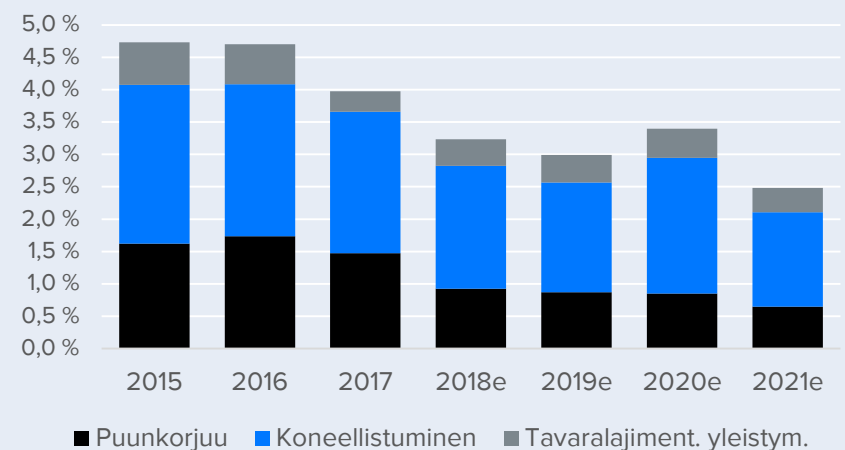
Indikatiivinen puunkorjuun globaali koneellistumisaste



Indikatiivinen tavaralajimenetelmän markkinaosuus, %



Keslan kohdemarkkinan kasvuajurit



Kilpailutilanne (1/2)

Fragmentoitunut markkina

Keslan kohdemarkkinoilla kilpailu on hyvin fragmentoitunutta ja yhtiön kilpailuasemaa tuleekin tarkastella tuoteryhmittäin. Yksikään Keslan kilpailijayhtiöistä ei ole läsnä useammalla kuin kolmella Keslan kuudesta päätuotealueesta. Markkinan pirstaloituneisuutta kuvastaa se, että Keslan mukaan pelkästään EU:n alueella on 54 eri valmistajaa, jotka toimittavat traktoreihin asennettavia kuormaimia.

Keslan koko tuotesortimenttia sekä kilpailulle vapaata markkinaa ajatellen kilpailukentässä erottuu kaksi globaalia yhtiötä eli Cargotec-konserniin kuuluva Hiab (2017 liikevaihto 1084 MEUR) sekä itävaltalainen Palfinger (2017 liikevaihto 1471 MEUR). Suuri osa muista kilpailijoista ei ole vielä julkistanut vuoden 2017 lukujaan, mutta vuonna 2016 niiden liikevaihto oli tyypillisesti 5-50 MEUR:n luokassa eli ne olivat keskimäärin Keslaa pienempiä.

Keslan markkina-asema pääosin vahva

Oheisessa taulukossa on lueteltu Keslan pääkilpailijat eri tuotesegmenteissä ja arvioimamme Keslan markkina-asemaa kuvaava sijaluku.

Keslan kilpailijat ja asema tuoteryhmittäin

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

Lähde: Kesla, yhtiöt, Inderes

Koko noin 1 mrd euron suuruisella kohde-markkinalla Keslan markkinaosuus on noin 4 % ja kierrätysnostureiden markkina poisluettuna

noin 6 %. Vastaavalla tuotetarjonnalla toimivien kilpailijoiden puuttuessa näille luvuille ei kuitenkaan ole mielekäästä tulkintaa.

Kilpailijoiden liikevaihtotietojen perusteella arvioimme Keslan aseman suhteellisesti vahvimaksi harvesterikourien ja metsäkone-nostureiden vapaalla markkinalla, joissa arvioimme sen markkinaosuudeksi 15-17 %. Hakkureiden, traktorivarusteiden ja puutavaranostureiden osalta arvioimme Keslan markkinaosuudeksi tuoteryhmästä riippuen 2-7 %. Vielä tälläkin markkinaosuudella Kesla on johtavien yritysten joukossa markkinan pirstaloituneisuudesta johtuen.

Harvesterikourien koko markkinalla kaikki Keslaa suuremmat valmistajat ovat sidoksissa metsäkonevalmistajiin. Logset ja Ponsse myyvät jonkin verran omia kouria, John Deere omistaa Waratahin ja Komatsu ruotsalaisen Log Maxin sekä kanadalaisen Southstarin.

Hakkureiden ja **traktorivarusteiden** markkinat ovat Keslan markkinoista kaikkein pirstaleisimmat. Hakkureiden osalta kyse on viime kädessä siitä, miten markkina rajataan laitteen koon ja käyttötarkoituksen mukaan.

Puutavaranostureissa Palfinger ja Hiab ovat selvästi muita toimijoita kookkaampia. Pelkästään Palfingerin markkinaosuuden on arveltu olevan 40-50 %:n luokkaa.

Kierrätysnostureiden markkinalla Kesla on vasta tulokas ja sen markkinaosuus on arvioimme mukaan alle 1 %. Tosin tällä markkinalla Keslan jakeluyhteistyö ranskalaisen Dalby-TechMatin kanssa avaa mahdollisuuksia nopeaan kasvuun.

Kilpailutilanne (2/2)

Keslan vahvuudet kilpailussa

Seuraavat seikat ovat mielestämme Keslan kilpailullisia vahvuuksia:

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

tuotetarjonta profiloituu kestäviin, nopeisiin ja suorituskykyisiin puutavaranostureihin. Kestävyyssmaine tukee Keslan tuotteiden kysyntää myös hyvän jälleenmyyntiarvon muodossa.

- **Vahvat asiakasreferenssit ja jakelukumppanit.** Teollisissa asiakkaissa tärkeimmät referenssit ovat Sumitomo Construction Machinery (liikevaihto 1,7 mrd euroa vuonna 2016), jolle Kesla toimittaa harvesteripäitä kaivinkoneisiin sekä AGCO:n omistama Valtra (n. 5 %:n osuus EU:n traktorimarkkinoista), jolle Kesla toimittaa metsävarusteita. Kesla korostaa, että suhteet mainittuihin päämiehiin eivät ole perinteisiä alihankkijasuhteita, vaan yhdessä kehittämistä. Jakelun osalta Keslan vahvimmat kumppanit ovat Suomen traktorimarkkinoiden selvä johtaja AGCO/Valtra sekä 25000 ruotsalaisen maanviljelijän omistama Lantmännen, joka on Pohjoismaiden johtava toimija mm. maatalouskoneiden alalla. Kokonaisuutena Keslan 109 yhtiötä, 141 toimipistettä ja 43 maata käsittävä jakeluverkosto on yhtiön kokoluokassa selvä kilpailuetu.
- **Joustava ja asiakastarpeet keskivertokilpailijaa paremmin huomioiva toimintatapa.** Keslan tiivis vuorovaikutus jälleenmyyjien (joihin on pitkät vakiintuneet suhteet) ja suorien loppuasiakkaiden (erityisesti Valtra) kanssa tuo asiakastoiveet ja –palautteen Keslan tietoisuuteen sekä laajalta rintamalta että nopeasti. Tämä seikka yhdistettynä CTO-valmistustapaan tehostaa selvästi asiakastarpeet täyttävien laitteiden kehittämistä ja valmistamista.

Kilpailuaseman haasteet

Arvioimme seuraavien seikkojen olevan Keslan merkittävimpiä haasteita kilpailutilanteessa:

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

Kilpailijakenttä on hajanainen

Keslan kohdemarkkina (n. 975 MEUR)

Harvesterikourat

Markkinan koko:
50 MEUR



Kilpailijoita:

waratah
FORESTRY ATTACHMENTS

Sip
— ALWAYS AHEAD —

Log Max

Keto Harvesters

Metsäkone- nosturit

Markkinan koko *):
25 MEUR



Kilpailijoita:

mesera

Cranab

EPSILON PALFINGER

Hakkurit

Markkinan koko:
225 MEUR



Kilpailijoita:

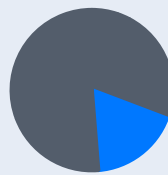
**HEINOLA
BRUKS**

JENZ

MUS-MAX

Traktori- varusteet

Markkinan koko:
175 MEUR



Kilpailijoita:

FARMA

FARMI
FOREST

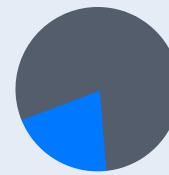
PALMS

STEPA

FTG MOHEDA

Puutavara- nosturit

Markkinan koko:
200 MEUR



Kilpailijoita:

HIAB

EPSILON PALFINGER

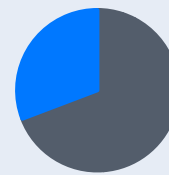
GUERRA

**PENZ
CRANE**

TAJFUN

Kierrätys- nosturit

Markkinan koko:
300 MEUR



Kilpailijoita:

HIAB

EPSILON PALFINGER

**PENZ
CRANE**

marchesi
JUST GRAB IT

*) = avoin markkina.
Lähde: Inderes, Kesla

Taloudellinen tilanne (1/2)

Konsernirakenne selkiytyy

Kesla myi 1.10.2017 suurimman osan MFG Components –liiketoiminnasta (joka on vastannut 15-16 %:sta konsernin liikevaihtoa), jolloin tämä liiketoiminta poistui konsernin luvuista. Kesla aikoo kuluvan vuoden aikana myydä jäljelle jääneen MFG Componentsin osan eli maahantuontiliiketoiminnan, josta kiinnostuneita osapuolia Keslalla on tiedossaan ”joitakin”. Tämän vuoksi keskitymme tässä tarkastelussa Keslan Metsäkoneet-liiketoimintaan, missä suinkin mahdollista.

Tulosraporttien laajuudessa vielä toivottavaa

Kesla raportoi tuloskehityksestään nykyisin vain kaksi kertaa vuodessa, joten kausivaihtelun arviointi on hankalaa. Vuosina 2013-2017 Metsäkoneet-liiketoiminnan liikevaihdosta 49 % ja liiketuloksesta 44 % kertyi ensimmäisellä vuosipuoliskolla, joten kaikkiaan liiketoiminta ja tulokset on hieman painottunut H2:lle.

MFG Componentsin valtaosan myynnin jälkeen Kesla on luopunut liiketoimintokohtaisesta raportoinnista, mikä onkin järkevää etenkin sen jälkeen kun myös MFG:n maahantuontiliiketoiminta on divestoitu, sillä tämän jälkeen Kesla-konserni on yhtä Metsäkoneet-liiketoiminnan kanssa. Divestointiin asti konsernin liikevaihdossa on kuitenkin mukana noin 2 MEUR:n kokoinen Metsäkoneet-liiketoimintaan liittymätön erä, jonka kannattavuustasoa ei julkisteta. Käsityksemme on kuitenkin, että MFG:n maahantuontiliiketoiminta on liiketulostasolla kannattavaa.

Kesla julkistaa raporteissaan eri maantieteellisten suuralueiden liikevaihto-osuudet, muttei niiden kannattavuutta. Kannattavuusseuranta tapahtuu yhtiön mukaan tuoteryhmittäin ja asiakkaittain.

Liikevaihdossa hyvä pitkän aikavälin kasvutarina

Keslan toimiala on perusluonteeltaan syklinen, mutta siitä huolimatta Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnan historiallinen kasvu yli syklien on ollut varsin voimakasta. Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu vuosina 2001-2017 on ollut 3,9 %. Mainittu kasvu on ollut käytännössä kokonaan orgaanista ja tapahtunut pääasiassa jakeluverkoston laajentamisen kautta.

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

Kannattavuustaso on ollut matalahko ja tulosheilahtelu voimakasta

Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnalle on luonteenomaista konepajaliiketoiminnaksikin varsin matala liikevoittomarginaali. Vuosien 2007-2017 keskimääräinen liikevoittomarginaali on 3,8 % ja mediaanimarginaali 2,9 %. Lisäksi saman ajanjakson kertaeristä puhdistettu liikevoitto on heilahtellut voimakkaasti

(variaatiokerroin 94 %) eikä heilahtelu ole oleellisesti vähentynyt keskimäärin suotuisammassakaan suhdannetilanteessa 2011-2017 (82 %).

Emoyhtiön luvuista parempi kuva tulevasta kulurakenteesta

Kesla-konsernin vuoden 2017 kulurakenteesta (jossa siis MFG Componentsin valmistusliiketoiminta oli mukana vielä 9 kuukauden ajan) korostuu aine- ja tarvikekäyttö (53 % liikevaihdosta), henkilöstökulut (29 %), poistot (3 %) ja muut liiketoiminnan kulut (12 %). Viime mainitussa ryhmässä merkittävimmät erät ovat tuotannon muuttuvat kulut (4 % liikevaihdosta), markkinointikulut (2 %) sekä hallinto- ja ylläpitokulut.

Tapahtuneiden rakennejärjestelyjen vuoksi (ja koska tulevan konsernirakenteen mukaisia pro forma –laskelmia ei ole saatavilla) on Keslan emoyhtiön Kesla Oyj:n tilinpäätös mielestämme paras indikaatio Keslan tulevasta kulurakenteesta. Vuosina 2011-2016 Kesla Oyj:n liikevaihto on ollut 0-3 %:n virhemarginaalilla sama kuin Keslan raportoima Metsäkoneet-liiketoiminnan liikevaihto. Vastaavasti Kesla Oyj:n liikevoittomarginaali on samana aikana ollut 0,1-2,0 %-yksikön (mediaani = -0,1 %) etäisyydellä Metsäkoneet-liiketoiminnan liikevoittomarginaalista. Erot syntyvät pääasiassa eri kirjanpitoikännöistä (FAS vs. IFRS) sekä Metsäkoneet-liiketoimintaan kuuluvan Kesla GmbH:n puuttumisesta Kesla Oyj:n luvuista.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Erot Kesla Oyj:n ja Kesla-konsernin raportoiduissa kulurakenteissa ovat melko pieniä. Kesla Oyj:n vuoden 2017 tuloslaskelmassa aine- ja tarvikekäytön sekä ulkopuolisten palvelujen osuus liikevaihdosta oli 53 %, henkilöstökulujen osuus 30 %, poistojen osuus 3 % ja muiden liiketoiminnan kulujen osuus 12 %. Kesla Oyj:n kulurakenteessa tapahtui merkittävä muutos vuoden 2016 puolivälissä, jolloin Kesla siirsi Ilomantsin tehtaan MFG Components Oy:ltä emoyhtiölle sisäisellä liiketoimintakaupalla. Kaupan seurauksena Kesla Oyj:n aine- ja tarvikeostojen osuus liikevaihdosta putosi 59 %:sta (2015) 50 %:iin (2017) komponenttiosojen Ilomantsista muuttuessa pelkän raaka-aineen ostoiksi, mutta toisaalta henkilöstön kasvu nosti henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta 26 %:sta 30 %:iin.

Koska Kesla Oyj:n kaikista kuluista 42 % on arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä kiinteitä, on toiminnan tulospivu voimakas. Suhteessa kotimaisiin listattuihin verrokkeihin Keslan osuus sijoittuu Glastonin (54 %) ja Ponsen (28 %) väliin.

Voimakas operatiivinen vipu

Keslan Metsäkoneet-liiketoiminnan operatiivisen vivun (liiketuloksen muutos suhteessa liikevaihdon muutokseen) voimakkuutta mittaavassa, vuodet 2007-2017 käsittävässä regressiossa vipu on liikevaihdon relevantilla alueella (36-42 MEUR) 3,1x-4,9x, mikä on korkea luku. Edellä mainituista yhtiöistä vipu on Glastonin Machines –liiketoiminnalla samaa luokkaa Keslan kanssa (3,3x-4,9x), mutta taas Ponsella selvästi alhaisempi (1,2x-1,3x). Historialluvut siis tukisivat käsitystä Keslan

tuloksen hyvin vahvasta kasvusta liikevaihdon kasvaessa. Päätelmää kuitenkin rasittaa Keslan tuloksen historiallisesti hieman epäjohtoon-mukainen käytös, mikä näkyy regression matalana selityskertoimena ($R^2 = 42,4 \%$).

Kiinteätkin kulut joustavat, mutta alhainen peruskannattavuus on haaste

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

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

Hyvä käyttöpääoman hallinta tukee kassavirtaa

Vuosina 2011-2017 Kesla Oyj:n yhteenlaskettu operatiivinen kassavirta on ollut 6,8 MEUR positiivinen ja kassavirta on ollut negatiivinen vain yhtenä vuonna (-0,2 MEUR vuonna 2014). Kohtuullisen hyvä käyttöpääoman hallinta on ollut tässä keskeisessä roolissa, vaikkakin Ilomantsin tehtaan siirtyminen osaksi emoa on nostanut varastojen keskimääräisen kiertoaajan noin 200 päivästä (2015) noin 240 päivään (2017). Kaikkiaan nettokäyttöpääoman vuosimuutos Kesla Oyj:ssä on vuosina 2011-2017 vaihdellut -1,8 MEUR:n (2013) ja +2,2 MEUR:n (2015) välillä.

Takavuosien investoinnit rasittivat kassaa

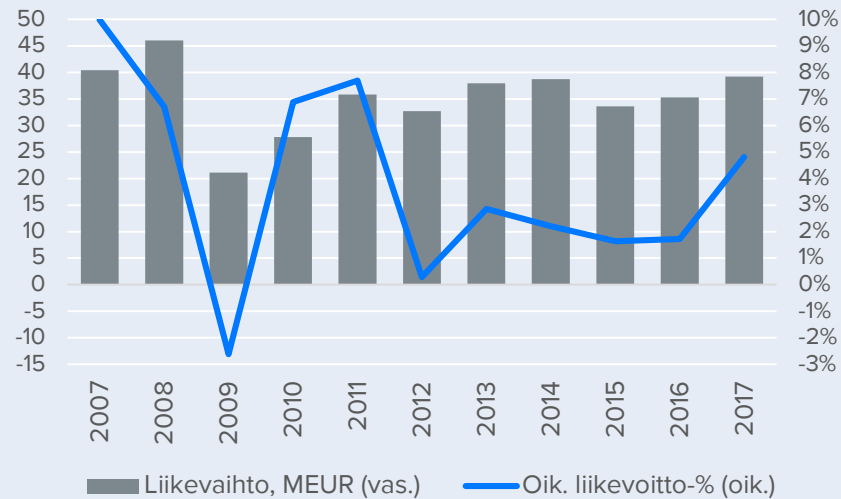
Vuosien 2013-14 6,1 MEUR:n investoinnit painoivat emoyhtiön kassavirran investointien jälkeen yhteensä 6,3 MEUR negatiiviseksi. Investointien normalisoiduttua on Kesla Oyj:n kassavirta investointien jälkeen ollut 3,0 MEUR positiivinen vuodet 2015-2017 yhteenlaskettuna.

Rahoituksen tunnusluvut rasittuneita

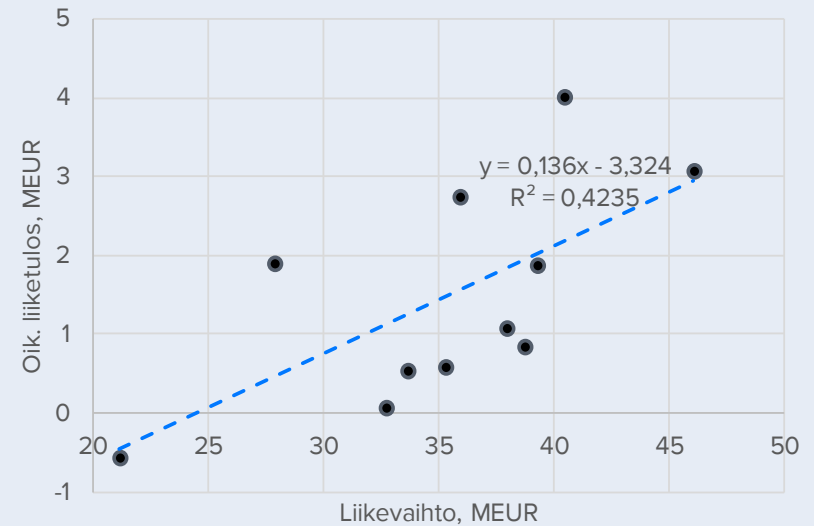
Kesla Oyj:n nettovelkaantumisaste vuoden 2017 lopussa oli 117 % (konserni: 102 %), omavaraisuusaste 33 % (konserni: 37 %) ja velanhoidokyvyn mittaamiselle tärkeä nettovelat / oikaistu käyttökate 5,4x (konserni: 4,4x). Korkea velkaantuneisuus johtuu etenkin vuosien 2013-2015 isoista investoinneista. Kaikkiaan tunnusluvut voidaan luokitella korkeintaan tyydyttäväksi ja sen vuoksi Kesla Oyj:n tämänhetkinen rahoitusriski keskivertoa suuremmaksi.

Historiallinen kehitys, MEUR

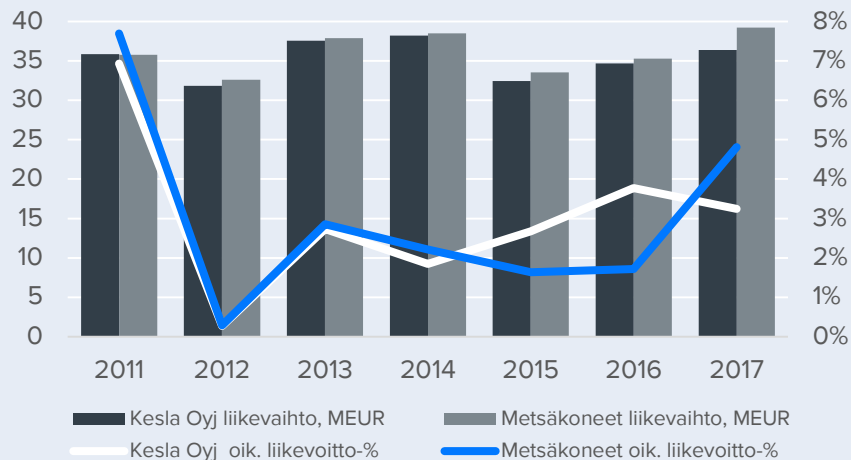
Metsäkoneet: liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-%



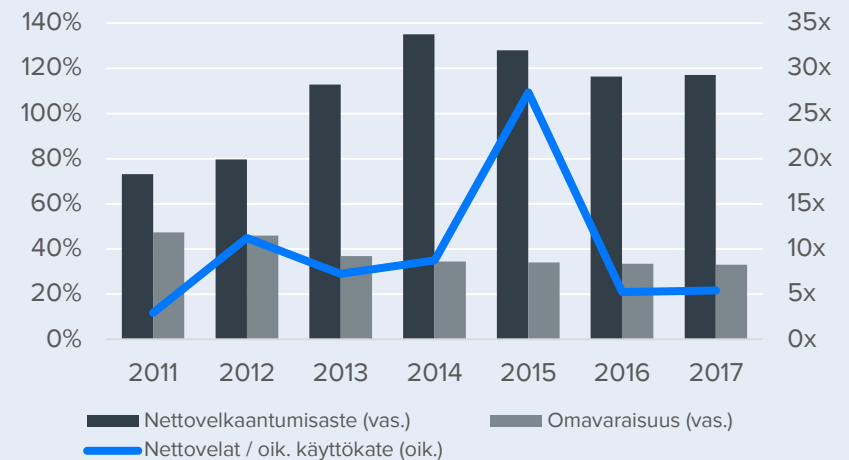
Metsäkoneet: liikevaihdon ja -tuloksen yhteys 2007-2017



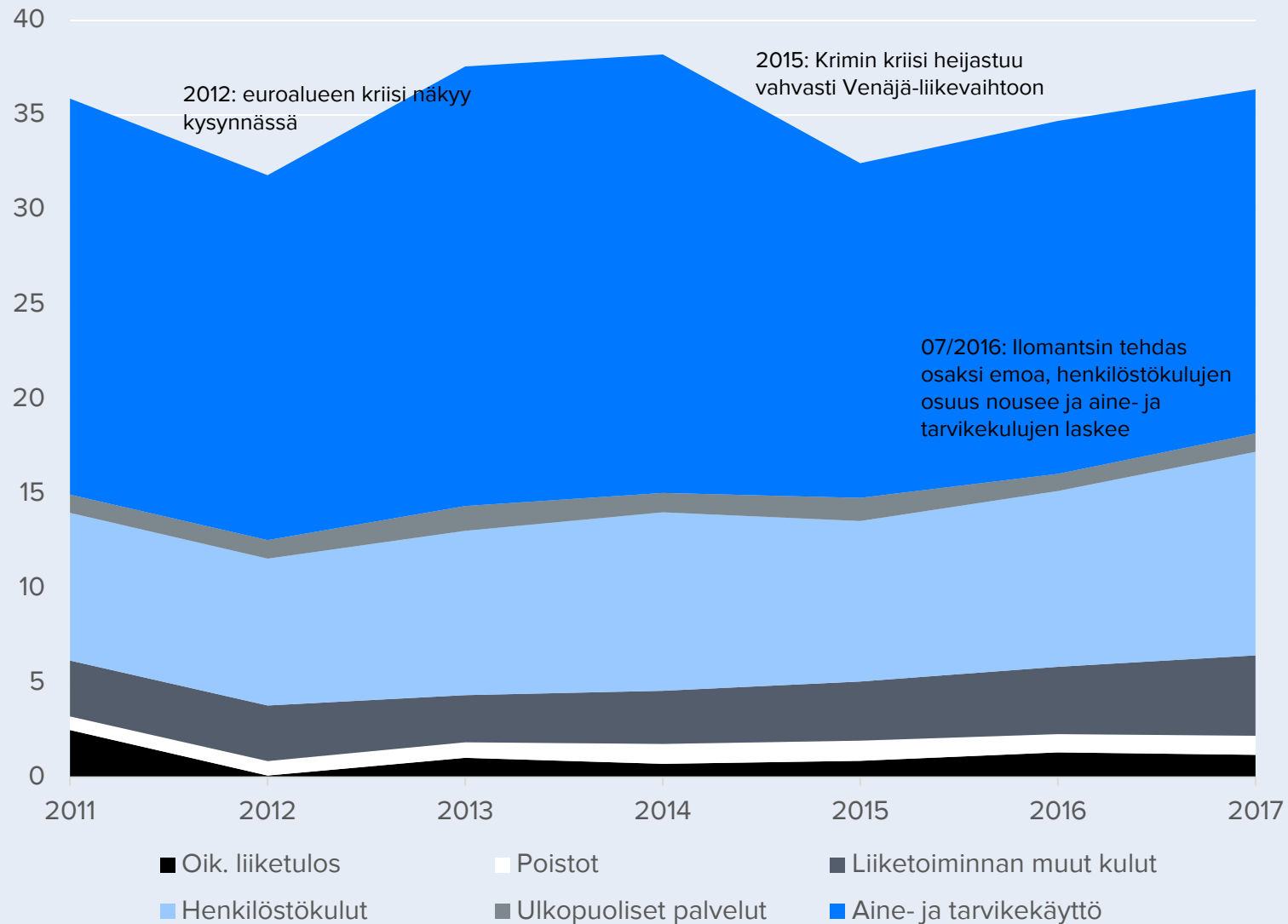
Kesla Oyj ja Metsäkoneet-liiketoiminta, vertailu



Kesla Oyj, velkamittarit



Kesla Oyj:n liikevaihto ja kulurakenne, MEUR



Ennusteet (1/2)

Ennusteiden taustaoletukset

Olemme laatineet eksplisiittiset tulosenennusteet vuosille 2018-2021. Liikevaihtoennusteidemme taustalla on seuraavat oletukset:

- Aiemmin esillä olleen markkinaennusteemme mukainen Keslan kohdemarkkinan 2,5-3,4 %:n vuosikasvu vuosina 2018-2021 muodostaa pohjan liikevaihto-ennusteellemme. On kuitenkin muistettava, että puunkorjuukoneiden myynti on tätä kehitystä selvästi syklisempää. Tämän vuoksi ennusteemme eri vuosien liikevaihdon muutokseksi vaihtelee -3 %:n ja +9 %:n välillä.
- Emme tässä vaiheessa odota muutoksia Keslan nykyiseen globaaliin markkinaosuuteen keskeisissä segmenteissä (15-17 % harvesterikourien ja metsäkonenostureiden vapaalla markkinalla sekä 2-7 % hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranoistureissa).
- Emme ole huomioineet ennusteissamme Keslan tavoitteena olevaa MFG Componentsin maahantuontiliiketoiminnan myyntiä ja se on mukana ennusteissamme noin 2 MEUR:n liikevaihdolla ja 5 %:n liikevoittomarginaalilla.

Ennusteemme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin

- Liiketoimintamix muuttuu siten, että kulutus- ja varaosien eli jälkimarkkinatoiminnan osuus liikevaihdosta nousee hieman eli vuosien 2017-2018 16-17 %:sta 19 %:iin vuonna 2021 toimitetun laitekannan kasvaessa ja osin ikääntyessä. Kulutus- ja varaosamyynnin

liikevoittomarginaalien ollessa selvästi uusien laitteiden myyntiä korkeampia (arvioimme mukaan normaalimarkkinassa 18-22 % vs. 3-4 %) tukee tämä osaltaan suhteellista kannattavuutta.

- Kulurakenteessa tapahtuu vain pieniä muutoksia suhteessa vuoden 2017 vertailukelpoisiin lukuihin: Aine- ja tarvikkeiden sekä ulkopuolisten palvelujen yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta säilyy ennustejaksolla 52-53 %:ssa, henkilöstökulujen osuus noin 27 %:ssa ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus noin 11 %:ssa.
- Vuosien 2013-2015 isojen investointien jälkeen investoinnit säilyvät ennustejaksolla suunnilleen poistojen suuruksina 1,1-1,4 MEUR:ssa.
- Keslan lainoistaan maksama keskiporko nousee 2,8 %:sta (2018) 3,4 %:iin (2021) yleisen korkotason nousun myötä.
- Veroaste säilyy ennustejakson 20 %:ssa.

Vuoden 2018 ennuste

Keslan vuodelle 2018 antaman ohjeistuksen mukaan ”konsernin liiketoiminnan odotetaan kasvavan hyvän kysyntätilanteen vuoksi ja kompensoivan liiketoimintakaupan yhteydessä menetetyn liikevaihdon ja siten konsernin liikevaihdon odotetaan säilyvän edellisvuoden tasolla. Liikevoiton odotetaan kohenevan.” MFG Componentsin valmistusliiketoiminnan myyminen syksyllä 2017 leikkasi Keslan liikevaihdosta noin 3,5 MEUR, millä perusteella vuoden 2017 liikevaihtotason saavuttaminen

tarkoittaisi 9 %:n orgaanista kasvua vuonna 2018. Tämä on myös oma kasvuennusteemme vuodelle 2018 ja odotuksemme liikevaihdoksi siten 42,8 MEUR.

Liikevoiton osalta uskomme suotuisan kysyntätilanteen sekä varsin vahvan operatiivisen vivun nostavan liiketuloksen vuoden 2017 vertailukelpoisesta ja oikaistusta 1,9 MEUR:sta (marg. 4,8 %) vuoden 2018 2,4 MEUR:oon (marg. 5,5 %). Operatiivinen vipu on tässä tapauksessa 2,8x eli vielä alle aiemmin esitetyn haarukan (3,1x-4,9x) alalaidan.

Vuoden 2018 EPS-ennusteemme on 0,49 euroa. Luku on suunnilleen kaksinkertainen vuoden 2017 raportoitiin EPS:een verrattuna, mutta rakennemuutosten sekä vuoden 2017 kertaluonteisten kulujen vuoksi luku ei ole vertailukelpoinen. Osinkoennusteemme on 0,10 euroa eli sama kuin vuonna 2017 merkiten 21 %:n (2017: 40 %) osingonjakosuhdetta, sillä odotamme taseen vahvistamisen olevan kohtuullisen korkealla Keslan prioriteeteissa.

Keventynyt tase ja paraneva kannattavuus kohentavat nopeasti Keslan taseen avainlukuja. Hyvä kannattavuus ja etenkin kassavirta painavat korolliset nettovelat 9,4 MEUR:oon (Kesla Oyj 2017 : 11,4 MEUR) ja nettovelkaantumistasoon (gearing) 73 %:iin (Kesla Oyj 2017: 117 %). Ennustamme velanhoitokykyä mittaavan nettovelat / käyttökate -luvun paranevan roimasti 2,4x:een (Kesla Oyj 2017: 5,4x), mikä on jo varsin kelvollinen taso.

Ennusteet (2/2)

Vuosien 2019-2021 ennusteet

Uskomme globaalin talouden kasvuvauhdin hiljenemisen alkavan etenkin hidastuvan rakentamisen kautta vähitellen näkyä puunhakkuuvolyymeissä 2019-2021, vaikka Keslan osalta kohdemarkkinan kasvun hidastumista pehmentävätkin koneellistumisasteen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden nousu. Odotamme Keslan uuslaitemyynissä kasvun hidastuvan vuoden 2018 8,1 %:sta vuoden 2019 6,0 %:iin, vuoden 2020 3,5 %:iin ja johtavan 4,0 %:n laskuun vuonna 2021. Kulutus- ja varaosien osalta kysyntä reagoi ennusteemme mukaan tasaisemmin (+11 % v. 2019; +8 % v. 2020 ja +3 % v. 2021). Koko Kesla-konsernin tasolla liikevaihdon muutosennusteemme ovat +6,8 % (2019); +4,3 % (2020) ja -2,7 % (2021). Vuonna 2021 Keslalla olisi takanaan viisi perättäistä vertailukelpoisen kasvun vuotta. Edellisen kerran yhtä pitkä kasvukausi Metsäkoneet-liiketoiminnassa nähtiin 2004-2008.

Arvioimme Keslan saavuttavan syklin parhaat marginaalinsa sekä uuslaitemyynissä että kulutus- ja varaosissa vuonna 2019, minkä jälkeen kasvun hidastumisen kiihdyttämä hintakilpailu, viiveellä huippunsa saavuttavat aine- ja tarvikehinnat sekä työvoiman palkkataso alkavat vähin erin painaa marginaaleja. Emme kuitenkaan odota muutoksesta kovin dramaattista Keslan kohtuullisen joustavan kulurakenteen ansiosta. Ennusteemme Keslan liikevoittomarginaaliksi on 6,5 % vuonna 2019; 6,3 % vuonna 2020 ja 5,8 % vuonna 2021. Marginaalin lasku selittyy pääosin aine- ja tarvikekulujen sekä henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden nousulla vuodesta 2019

vuoteen 2021 (vastaavasti +0,3 %-yks. ja +0,6 %-yks.).

Em. ennusteita vastaavat EPS-ennusteemme ovat 0,63 EUR (2019); 0,65 EUR (2020) ja 0,58 EUR (2021). On kuitenkin muistettava, että ennusteemme edelleen sisältää 6 %:n keskimääräisen EPS-kasvuvauhdin vuodesta 2018 vuoteen 2021.

Kohtuullisen hyvä kannattavuus ja kassavirta sekä koko ajan vahvistuva tase antavat Keslalle edellytykset kasvaviin osinkoihin tulevina vuosina. Osinkoennusteemme ennustevuosille ovat vastaavasti 0,20 (2019); 0,30 (2020) ja 0,30 (2021) EUR, merkiten osingonjakosuhteen kohoamista vuoden 2018 40 %:sta vuoden 2021 46 %:iin. Noin 40 %:n osingonjakosuhte on linjassa Keslan vuosien 2011-2017 ”normaalin” osingonjakosuhteen kanssa.

Keslan operatiivisen kannattavuuden ollessa ennustejaksolla hyvällä tasolla ja investointitarpeiden vain poistojen luokkaa (kuten aiemmin on kuvattu), odotamme yhtiöltä vahvaa vapaata kassavirtaa: +1,4 MEUR (2019), +1,7 MEUR (2020) ja +2,6 MEUR (2021). Ennusteissamme Keslan nettovelkaantumisaste laskee edelleen 59 %:iin (2019), 48 %:iin (2020) ja 38 %:iin (2021) eli hyvälle tasolle. Vastaavasti omavaraisuusaste nousee ennustejakson lopussa 54 %:iin, mikä antaisi tilaa ennustamaamme avokätisemmällekkin osingonjaolle. Toisaalta on syytä pitää mielessä toimialan syklisyys ja sen edellyttämät puskurit taseessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Keslan kykenevän keskimäärin 4,5 %:n liikevaihdon vuosikasvuun 2022-2027 terminaalikasvun ollessa 3,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 5,3-6,0 %:ssa terminaalimarginaalin ollessa 5,3 %. Luku ei ole oleellisesti korkeampi kuin Metsäkoneet-liiketoiminnan vuosien 2001-2017 oikaistujen liikevoittomarginaalien mediaani (4,7 %), kun huomioidaan tapahtunut skaalaetujen sekä jälkimarkkinatoiminnan osuuden kasvu.

Tulosennusteet, MEUR

Tuloslaskelma	2015	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	40,1	19,7	22,3	42,0	22,1	20,6	42,7	22,0	20,8	42,8	45,7	47,6	46,3
<i>Kesla</i>	<i>40,1</i>	<i>19,7</i>	<i>22,3</i>	<i>42,0</i>	<i>22,1</i>	<i>20,6</i>	<i>42,7</i>	<i>22,0</i>	<i>20,8</i>	<i>42,8</i>	<i>45,7</i>	<i>47,6</i>	<i>46,3</i>
Käyttökate	0,6	0,9	1,7	2,6	1,1	1,9	3,0	1,5	2,1	3,6	4,2	4,2	3,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-0,8	-0,8	-1,6	-0,8	-0,7	-1,5	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,2	0,1	0,9	0,9	0,3	1,2	1,5	0,9	1,5	2,4	2,9	3,0	2,7
Liikevoitto	-1,6	0,1	0,9	0,9	0,3	1,2	1,5	0,9	1,5	2,4	2,9	3,0	2,7
<i>Kesla</i>	<i>-1,6</i>	<i>0,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>	<i>0,9</i>	<i>1,5</i>	<i>2,4</i>	<i>2,9</i>	<i>3,0</i>	<i>2,7</i>
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-1,9	-0,3	0,7	0,4	0,1	1,0	1,0	0,7	1,3	2,1	2,7	2,7	2,5
Verot	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,8	0,8	0,6	1,1	1,6	2,1	2,2	2,0
EPS (oikaistu)	-0,43	-0,06	0,16	0,11	0,02	0,23	0,25	0,17	0,32	0,49	0,63	0,65	0,58
EPS (raportoitu)	-0,53	-0,06	0,16	0,11	0,02	0,23	0,25	0,17	0,32	0,49	0,63	0,65	0,58
Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16										
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>-11,0 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>4,4 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>-7,5 %</i>	<i>1,7 %</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>-2,7 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		<i>-112,5 %</i>	<i>-225,6 %</i>	<i>-177,0 %</i>	<i>291 %</i>	<i>37,4 %</i>	<i>55,0 %</i>	<i>238 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>60,2 %</i>	<i>25,2 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>-9,8 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>1,4 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>8,5 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>-3,1 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>5,8 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>-4,5 %</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>4,2 %</i>

Lähde: Inderes

Tase, MEUR

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	12,1	11,2	9,0	8,9	9,0	9,1	9,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Käyttöomaisuus	10,8	9,8	7,7	7,5	7,6	7,7	7,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	21,0	21,6	22,1	21,2	22,5	23,4	22,7
Vaihto-omaisuus	13,4	13,6	14,2	13,9	14,8	15,3	14,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	7,0	6,9	6,8	7,3	7,6	7,4
Likvidit varat	0,4	1,0	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	33,2	32,8	31,2	30,0	31,5	32,5	31,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	10,6	11,0	11,5	12,8	14,6	16,1	17,1
Osakepääoma	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kertyneet voittovarot	8,5	8,8	9,3	10,6	12,4	14,0	14,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,9	9,1	6,8	7,8	7,3	6,7	5,8
Laskennalliset verovelat	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	10,1	8,3	5,8	6,8	6,3	5,7	4,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	11,7	12,7	12,8	9,4	9,6	9,7	9,1
Lainat rahoituslaitoksilta	5,4	5,8	6,0	3,0	2,8	2,5	2,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,3	6,9	6,7	6,4	6,9	7,1	7,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	33,2	32,8	31,2	30,0	31,5	32,5	31,9

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Keslan osaketta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien eli P/E:n ja EV/EBITDA:n kautta. Painotamme arvostuksessa vuosia 2018 ja 2019, joihin näkyvyys on kohtalainen. Tase- tai kassavirtapohjaisten kertoimien kuten P/B tai P/FCF käyttäminen edellyttäisi näiden kertoimien taustojen yksityiskohtaista tulkittamista vertailuryhmässä pitäen mielessä, että konsensusaineisto on näiden osalta usein puutteellista.

Tällä hetkellä Keslan osake on arvostettu selvästi historiallisia mediaanilukujaan alemmaksi sekä P/E:llä (2018e: 9,5x ja 2019e: 7,3x vs. vuosien 2013-2017 mediaani 26,4x) että EV/EBITDA:lla (2018e: 7,0x ja 2019e: 5,8x vs. vuosien 2013-2017 mediaani 10,2x). On kuitenkin huomattava, että Keslan tapauksessa jopa viiden vuoden mediaanilukujen käyttäminen vertailukohtana on kyseenalaista tuloksen historiallisesti huomattavan volatiliiteetin vuoksi. Tämä koskee erityisesti P/E-lukua, joka vuosina 2013-2017 on vaihdellut negatiivisesta 82x:een. Tulkinta EV/EBITDA-luvusta on johdonmukaisempi, sillä vuoden 2015 poikkeama (43x) ei vaikuta mediaaniin. Odottamamme paraneva tuloskehitys sekä maltillinen osinkopolitiikka pitävät P/B:n laskevalla uralla (2018e: 1,2x ja 2019e: 1,1x), eli kerroin laskee historialliseen mediaaniin (1,1x). Osinkotuotto vuodelle 2019 on jo kohtuullisen hyvää luokkaa (4,3 %).

Mietittäessä Keslan osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa on muistettava erityisesti riskittömän 10-vuotisen koron lasku n. 1,0-1,5 %-yksiköllä vuodesta 2013 eteenpäin. Osittain

tämän tukemana osakemarkkinoiden yleisesti hyväksyttävät arvostustasot Suomen osakemarkkinoilla ovat keskimäärin nousseet P/E-luvun osalta vuoden 2013 12-13x:sta tämänhetkisellet noin 14-15x tasolle (12 kuukautta eteenpäin katsova luku).

Arvostus selvästi vertailuryhmää alempana

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

Vertailuryhmän arvostustaso on osakemarkkinoiden keväisen alavireen myötä laskenut ja tällä hetkellä vuosien 2018 ja 2019 P/E-kerrointen mediaanit ovat vastaavasti 15,0x ja 13,1x. Samojen vuosien EV/EBITDA-mediaaniluvut ovat 9,9x ja 8,2x eli yhtiöiden taseet ovat keskimäärin varsin vähävelkaisia.

Keslan 2018e ja 2019e P/E-luvut ovat omilla ennusteillamme 9,5x ja 7,3x eli arvostusero vertailuryhmän mediaaniin on huomattava (-37 %...-44 %). Mielekkäitä konsensusennusteita Keslalle ei ole tarjolla, joten omien ennusteidemme vertailu konsensusukseen ei tule kyseeseen. Omilla vuosien 2018 ja 2019 ennusteillamme EV/EBITDA-luvut ovat vastaavasti 7,0x ja 5,8x. Arvostusero verrokkiyhmän mediaaniin on tässäkin huomattava eli -29 %...-30 %.

Arvostuseron tausta

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

- **Kokoero.** Kesla on pieni yhtiö (verrokkiryhmän yhtiöiden 2018e mediaaniliikevaihto on 39-kertainen Keslaan verrattuna), ja sitä ei myöskään markkinoilla pidetä erityisenä ns. kasvuyhtiönä. Keslan osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Erot jatkuvan liiketoiminnan osuudessa.** Jatkuvan liiketoiminnan (yleensä huolto-toimintaa) merkittävä osuus liikevaihdosta pienentää riskiä ja kohottaa siksi verrokkien arvostustasoa. Esimerkiksi Cargotecilla osuus liikevaihdosta on 27 % ja Konecranesilla 36 % kun osuus Keslalla on arviolta 15-20 %.
- **Tuloksen volatiliiteetti.** Olemme aiemmin käsitelleet Keslan tuloksen historiallisesti suurta ja verrokkiryhmään nähden selvästi voimakkaampaa tulosheilahtelua, mihin liittyvä korkeampi riskipreemio painaa osakkeen arvostustasojä.
- **Vielä melko heikko tase.** Verrokkiryhmän jäsenten velkaantuneisuusasteen mediaani viime vuoden lopussa oli noin 40 % kun se Keslalla oli 102 %. Tämä nostaa Keslan riskiprofiilia suhteessa verrokkeihin ja alentaa osakkeen arvostusta.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

- **Ero osakkeiden likviditeetissä.** Keslan osakkeen historiallinen likviditeetti on varsin heikko. Suhteellinen likviditeetti viimeisen 12 kk:n ajalta on 11 %, kun se mm. Cargotecilla on 58 %. Tosin likviditeetti oli Rautella vain 23 % ja Robitilla 25 %. Osakkeen suhteessa heikompi likviditeetti karkottaa joitakin instituutiosijoittajia ja heijastuu arvostukseen.
- **Ostokohdepotentiaalın poissaolo.** Keslan omistus rakenne tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiivisuuden.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan Keslan varsin vahva markkina-asema fokusalueillaan ja yhtiöltä odottamamme merkittävä tuloskasvu sekä toisaalta edellä mainitut tekijät, jotka painavat osakkeen arvostustasoa suhteessa vertailuryhmän mediaaniin, pidämme 9x-8x tasoisia P/E-lukuja ja tähän nojautuen 7x-6x tasoisia EV/EBITDA-kertoimia vuosien 2018 ja 2019 ennusteilla hyväksyttävinä. P/E:n osalta tämä merkitsee 39-40 % ja EV/EBITDA:n osalta 31-32 % vertailuryhmän mediaania alemmaa arvostusta. Arvostusero on riittävä kompensaatio mainituista diskonttotekijöistä, ja se voi hyvinkin pienentyä näiden tekijöiden kohentuessa.

Keslan tapaisten syklisten yhtiöiden hyväksyttäviä arvostuskertoimia voi myös arvioida käyttämällä yli syklin ulottuvia kannattavuusparametrejä. Keslan metsäkone-liiketoiminnan vuosien 2007-2020e liikevoittomarginaalin mediaani on 5,2 %. Käyttämällä tätä kerrointa sekä vuoden 2018 ennustettua liikevaihtoa (42,8 MEUR), poistoja (-1,2 MEUR) ja

nettovelkoja (9,4 MEUR), päästään nykyiseen 4,60 euron osakekurssiin 7,3x:n EV/EBITDA-kertoimella (2018). Suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin (9,9x) tämä vastaa 27 % alemmaa arvostuskerrointa, mikä on vielä nykytilanteessa mielestämme hieman liian pieni diskontto.

DCF-arvonmääritys päättyy 4,1 euroon / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-arvostusmallissa heikkoutena on mallin herkkyyss terminaalijakson kasvu- ja kannattavuus-oletuksille. Sen vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ennustemallissamme Keslan liikevaihdon kasvu on pitkällä aikajänteellä 3,5 % vuodessa eli sama kuin vuosina 2018-2027 keskimäärin (mihin ennusteperiodiin mahtuu jo yksi nollakasvun vaihe 2021-2022). Odotamme liikevoittomarginaalin tasaantuvan pitkällä tähtäimellä 5,3 %:iin kun vuosien 2018-2027 ennusteemme on keskimäärin 5,7 %.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 8,7 % ja oman pääoman kustannus 11,6 %. Viime mainittu koostuu 3,0 %:n riskittömästä korosta, 4,75 %:n riskilisästä sekä 1,50:n beta-kertoimesta lisätynä 1,50 %:n likviditeettipreemiolla. Koko pääoman kustannusta laskettaessa olemme oletaneet vieraan pääoman kustannukseksi 4,0 % ja tavoiteltavaksi pääoma-/velkaantumis-rakenteeksi (nettovelat jaettuna nettovelkojen ja oman pääoman markkina-arvon summalla) 35 %. On huomattava, että vuonna 2017 Kesla maksoi korollisista veloistaan 1,75-3,00 %:n korkoa, joten tähän verrattuna WACC-laskelmassamme on kohtuullisen paljon pelivaraa.

Edellä mainittujen tekijöiden perusteella Keslan osakkeen DCF-arvo on noin 4,1 euroa.

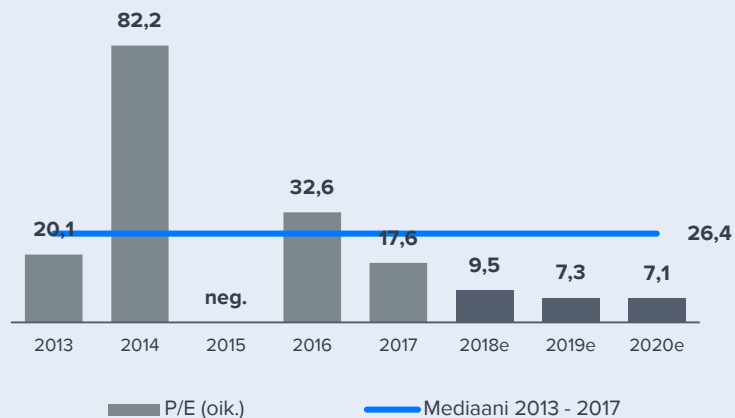
Vähennä-suositus 4,40 euron tavoitehinnalla

Eri arvostusmittareiden viesti Keslan osakkeesta on kaksijakoinen. Suhteessa verrokkeihin alennus on iso. Toisaalta DCF-arvonmääritys ei käyttämillämme parametreilla kerro osakkeen nousuvarasta. Molempien hinnoittelumallien lopputulos johtuu samasta asiasta eli markkinoiden Keslan osakkeeseen liittämästä korkean riskin mielikuvasta. Riskien pienentyminen sekä vähentäisi arvostusdiskonttoa suhteessa verrokkeihin että nostaisi DCF-arvostusta alentuneen tuottovaatimuksen kautta. Tämä edellyttää, että yhtiö 1) onnistuu hankkimaan näyttöä pidemmällä aikavälillä kasvaneesta tuloksesta ja tulosheilunnan vähentymisestä sekä 2) pystyy kohentamaan taseen tunnuslukuja, jolloin myös osingonjakopotentiaali kasvaa.

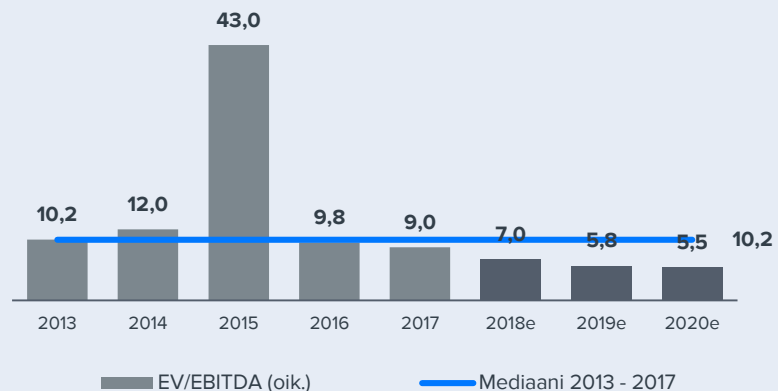
Jäämme tarkkailuasemiin odottamaan näyttöjä etenemisestä em. asioissa ja annamme Keslan osakkeelle tässä vaiheessa vähennä-suosituksen 4,40 euron tavoitehinnalla, jolla vuoden 2018 P/E on 9,0x. Positiivinen suositus on arvostuskertoimien valossa jatkossa mahdollinen, mutta edellyttää lisää näyttöjä tuloskäänteen pysyvyydestä. Myös uudet strategiset ja taloudelliset tavoitteet sekä niihin liittyvä keinovalikoima voivat julkistusvaiheessa (mahdollisesti loppuvuodesta 2018) tarjota osakkeelle merkittävääkin tukea. Tämä edellyttää, että tilanne ei oleellisesti huonone sen enempää Keslan kohdemarkkinoilla kuin osakemarkkinoillakaan.

Historiallinen ja nykyinen arvostustaso

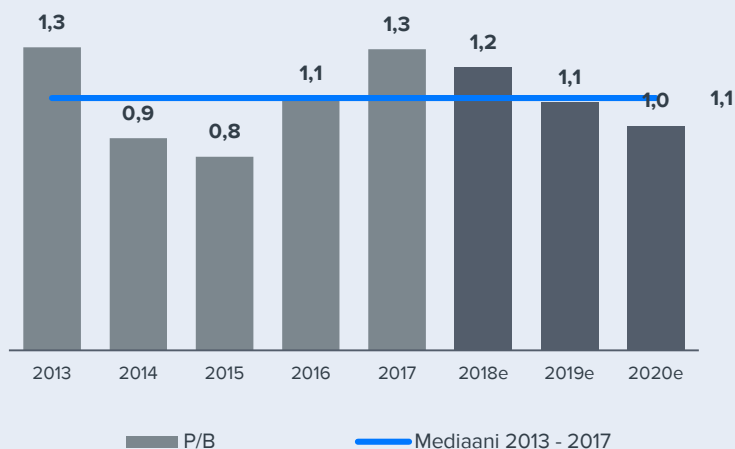
P/E (oik.)



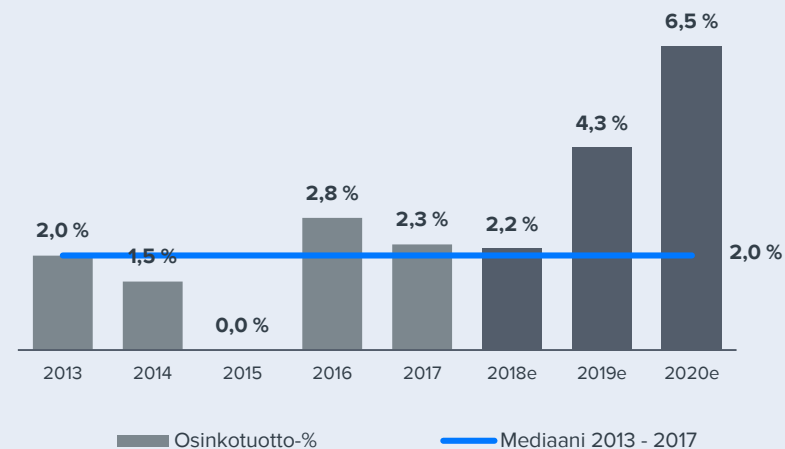
EV/EBITDA



P/B



Osinkotuotto-%



Arvostusyhteenvedo

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,92	3,40	2,61	3,52	4,40	4,60	4,60	4,60
Osakemäärä, milj. kpl	3,37	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	17	12	8,8	12	15	16	16	16
Yritysarvo (EV)	28	29	24	25	26	25	24	23
P/E (oik.)	20,1	82,2	neg.	32,6	17,6	9,5	7,3	7,1
P/E	20,1	82,2	neg.	32,6	17,6	9,5	7,3	7,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	3,4	5,0	6,8	5,7	11,4	9,1
P/B	1,3	0,9	0,8	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0
P/S	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	10,2	12,0	43,0	9,8	9,0	7,0	5,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	22,8	47,0	neg.	26,3	18,0	10,6	8,2	7,8
Osinko/tulos (%)	41,1 %	120,8 %	0,0 %	92,7 %	40,0 %	20,6 %	31,7 %	46,4 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,5 %	0,0 %	2,8 %	2,3 %	2,2 %	4,3 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Ponsse	31,90	881	891	12,7	11,8	10,4	9,6	1,5	1,4	17,2	15,6	2,7	2,9	4,3
Cargotec	44,60	2431	3012	11,5	9,5	8,8	7,7	0,9	0,8	15,0	13,1	2,7	2,9	1,9
Konecranes	34,43	2730	3236	15,1	10,7	10,2	8,0	1,0	1,0	18,4	13,2	3,5	3,9	2,1
Raute	28,40	94	56	4,3	4,7	3,5	4,0	0,4	0,4	12,1	13,6	4,7	4,9	2,7
Robit	5,48	116	124	22,5	13,0	11,8	8,2	1,2	1,1	27,5	16,2	1,8	2,7	1,2
CNH Industrial	10,47	14475	31454	19,9	17,5	13,7	12,6	1,3	1,2	18,2	15,1	1,5	1,5	3,1
Palfinger	33,80	1267	1862	12,2	11,1	8,8	8,2	1,2	1,2	14,2	12,4	2,3	2,7	2,0
Wacker Neuson	27,46	1920	2061	12,7	11,5	9,2	8,3	1,2	1,2	15,2	15,8	2,9	2,5	1,6
Haulotte Group	16,78	528	584	12,6	11,0	9,9	8,7	1,0	1,0	14,6	12,5	1,4	1,9	1,9
Deere	141,55	38089	68881	19,7	16,8	15,4	13,9	2,5	2,3	14,8	12,2	1,8	1,9	3,9
AGCO	62,29	4115	5656	13,0	11,2	8,5	7,6	0,7	0,7	16,3	13,1	0,9	1,0	1,5
Terex	39,99	2586	3119	10,6	8,8	8,9	7,4	0,7	0,7	14,4	11,1	0,9	1,0	2,5
Caterpillar	149,93	75155	98220	14,0	12,9	10,7	10,0	2,2	2,0	13,8	12,6	2,1	2,2	5,2
Kesla (Inderes)	4,60	16	25	10,6	8,2	7,0	5,8	0,6	0,5	9,5	7,3	2,2	4,3	1,2
Keskiarvo				13,9	11,6	10,0	8,8	1,2	1,1	16,3	13,6	2,3	2,5	2,6
Mediaani				12,7	11,2	9,9	8,2	1,2	1,1	15,0	13,1	2,1	2,5	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-17 %	-27 %	-30 %	-29 %	-51 %	-51 %	-37 %	-44 %	5 %	72 %	-43 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

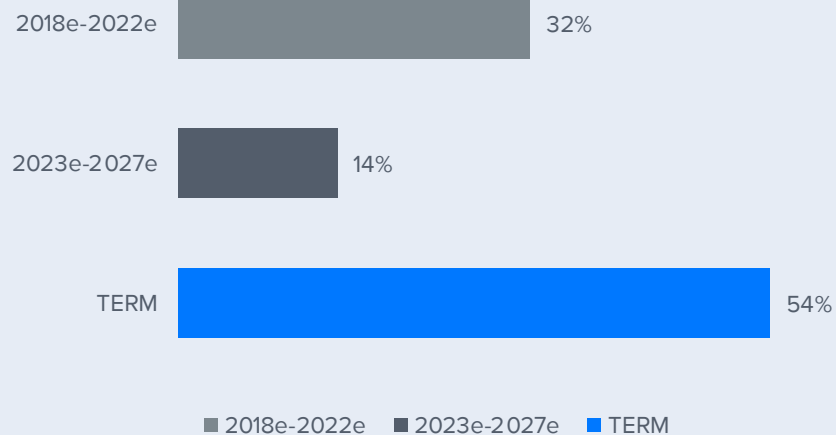
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	1,5	2,4	2,9	3,0	2,7	2,6	2,9	3,2	3,1	3,1	3,2	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	
- Maksetut verot	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	0,7	-0,9	-0,6	0,5	-0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-0,6	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	1,4	3,8	2,7	3,1	3,9	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	3,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	0,6	-1,1	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	2,7	1,4	1,7	2,6	1,6	1,3	1,1	1,4	1,7	1,5	
+/- 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	2,2	2,7	1,4	1,7	2,6	1,6	1,3	1,1	1,4	1,7	1,5	30,5
Diskontattu vapaa kassavirta		2,6	1,2	1,4	1,9	1,1	0,8	0,6	0,7	0,8	0,7	13,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		25,5	22,9	21,7	20,4	18,5	17,4	16,5	15,9	15,2	14,4	13,7
Velaton arvo DCF		25,5										
- Korolliset velat		-11,8										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		14,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	40,1	42,0	42,7	42,8	45,7	47,6	46,3
Käyttökate (EBITDA)	0,6	2,6	3,0	3,6	4,2	4,2	3,9
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	-1,2	0,9	1,5	2,4	2,9	3,0	2,7
Liikevoitto (EBIT)	-1,6	0,9	1,5	2,4	2,9	3,0	2,7
Tulos ennen veroja	-1,9	0,4	1,0	2,1	2,7	2,7	2,5
Nettotulos	-1,8	0,4	0,8	1,6	2,1	2,2	2,0
Osakekohtainen tulos	-0,43	0,11	0,25	0,49	0,63	0,65	0,58
Vapaa kassavirta	2,6	2,4	2,2	2,7	1,4	1,7	2,6

Avainluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-11,0 %	4,7 %	1,7 %	0,2 %	6,8 %	4,3 %	-2,7 %
Käyttökate-%	1,4 %	6,1 %	6,9 %	8,4 %	9,1 %	8,9 %	8,5 %
Oik. liikevoitto-%	-3,1 %	2,3 %	3,4 %	5,5 %	6,5 %	6,3 %	5,8 %
Liikevoitto-%	-3,9 %	2,3 %	3,4 %	5,5 %	6,5 %	6,3 %	5,8 %
ROE-%	-15,4 %	3,4 %	7,5 %	13,5 %	15,6 %	14,2 %	11,9 %
ROI-%	-5,6 %	3,7 %	6,1 %	10,3 %	12,8 %	12,5 %	11,2 %
Omavaraisuusaste	32,0 %	33,7 %	37,2 %	42,9 %	46,6 %	49,8 %	53,8 %
Nettovelkaantumisaste	141,8 %	119,1 %	100,4 %	73,4 %	58,8 %	48,3 %	37,6 %

Osakelukuja	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	-0,43	0,11	0,25	0,49	0,63	0,65	0,58
Kassavirta / osake	0,76	0,70	0,65	0,80	0,41	0,51	0,76
Osinko / osake	0,00	0,10	0,10	0,10	0,20	0,30	0,30
Omapääoma / osake	3,13	3,24	3,40	3,78	4,31	4,76	5,04

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositus historia

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.5.2018	Vähennä	4,40 €	4,60 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**