

Ponsse

Yhtiöraportti

22.2.2023 7:52



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

Perinteistä Ponssea

Ponssen Q4-tilauskertymä ja liikevaihto ylittivät selvästi odotuksemme. Raportoitu tulosta rasitti Ponsse Latin American alaskirjaus, mutta oikaistu kannattavuus oli selvästi yli ennusteemme. Annettu 2023-tulosohjeistus oli pettymys ja olemme tarkistaneet 2023-2024:n lukujamme jonkin verran alaspäin. Kurssinousuajureiden ja selvän aliarvostuksen puuttuessa toistamme osakkeen vähennä-suosituksen. Säilytämme tavoitehinnan 26,50 eurossa.

Tavalliseen tapaan vahva operatiivinen suoritus

Ponssen Q4-tilauskertymä (± 0 % v/v) oli selvästi odottamaamme vahvempi. Kysyntätilanne oli hyvä sekä Euroopassa että etenkin Pohjois-Amerikassa, vaikka yhtiö nyt näkeekin markkinoilla hidastumista. Markkinaosuuks on onnistuttu säilyttämään. Q4:n liikevaihdon kasvu (+30% v/v) oli selvästi odotuksia nopeampaa ja Ponsse sanoi osien saatavuuden parantuneen ja tehtaan kyynteen ottamaan kiinni aikataulua. Kaikkien maantieteellisten alueiden kasvu ylitti +15 % v/v. Ponssen raportoitu Q4-tulosta rasitti Ponsse Latin American tappiolliseen full service -sopimukseen tehty -8,5 MEUR:n alaskirjaus. Ilman em. kertaerää EBIT-marginaali olikin selvästi odotuksiamme parempi. Alihankinnan tuotekustannusten kehitys on ollut myönteistä ja kapasiteetin käyttöaste oli hyvä. Konsernin erittäin alhainen veroaste (4 %) Q4:llä johtui emoyhtiön Brasilian-saamisista tekemästä luottotappio-varauksesta, joka oli verovähennyskelpoinen. 0,60 euron osinkoehdotus oli pettymys, mutta perusteltavissa kun huomioidaan raportoitu tulosta rasittaneet erät.

Kysyntänäkymissä huolenaiheita, mutta tuloskasvua tulee silti

Ponssen mukaan metsäkonemarkkinassa oli näkyvissä rauhoittumista jo Q4'22:lla. Tilanne on sama kaikilla keskeisillä markkinoilla ja asiakkaita huolettavat talousnäkemien yleinen epävarmuus, kohoavat korot sekä sahojen heikentynyt tilanne. Yhtiö ei esittänyt omaa arviotaan metsäkonemarkkinan 2023-volyymikehityksestä, mutta indikoi olevansa samoilla linjoilla Deere Forestry'n kanssa, joka odottaa nollakasvua. Nykyiset ennusteemme ovat tämän kanssa linjassa. Ponssen 2023-tulosohjeistus on, että euromääräinen liikevoitto on hieman suurempi kuin vuoden 2022 raportoitu 47 MEUR. Tämä oli pettymys, mutta ohjeistus oli yhtiölle tyypilliseen tapaan varovainen. Vuosien 2023-2024 liikevaihtoennusteemme ovat lähes ennallaan, mutta olemme ottaneet hieman aiempaa varovaisemman näkemyksen keskeisiin kulueriin ja tulosennusteemme ovatkin laskeneet -5 %...-8 %. Suhteessa varovaiseen 2023-ohjeistukseen olemme kuitenkin edelleen optimistisia ja oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteessamme +17 % v/v suhteessa vuoden 2022 oikaistuun ja +38 % v/v verrattuna raportoituun liikevoittoon.

Nousuajureista puute ja arvostuspihvi puuttuu

Ponssen osaketta vaivaa tällä hetkellä selkeiden nousuajureiden puute. Yhtiön oma operointi on mallikasta, mutta markkinan kehitys on vaakasuoraa. Myös osakkeen arvostuskuva on monien muiden konepajojen tavoin tällä hetkellä hieman epäselvä. Vuosien 2023-2024 ennusteisiin pohjautuvat kokonaistuottolaskelmat eivät näytä houkuttelevilta sen enempää P/E- kuin EV/EBIT-pohjaltakaan tarkasteltuna. Verrokkihinnittelussa osake on linjassa tai lievästi preemiolla, mutta koko verrokkiryhmän arvostustaso on varsin vaatimaton. Osakkeen nousuvara DCF-arvoon ei ole erityisen merkittävä.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

26,50 EUR

(aik. 26,50 EUR)

Osakekurssi:

27,10



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	755	783	824	861
kasvu-%	24 %	4 %	5 %	5 %
EBIT oik.	55,1	64,2	76,3	85,6
EBIT-% oik.	7,3 %	8,2 %	9,3 %	9,9 %
Nettotulos	34,2	49,0	59,1	67,0
EPS (oik.)	1,65	1,75	2,11	2,39
P/E (oik.)	15,4	15,5	12,8	11,3
P/B	2,2	2,1	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,3 %	4,1 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	13,3	11,3	9,2	7,8
EV/EBITDA	9,9	8,0	6,7	5,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8	0,8

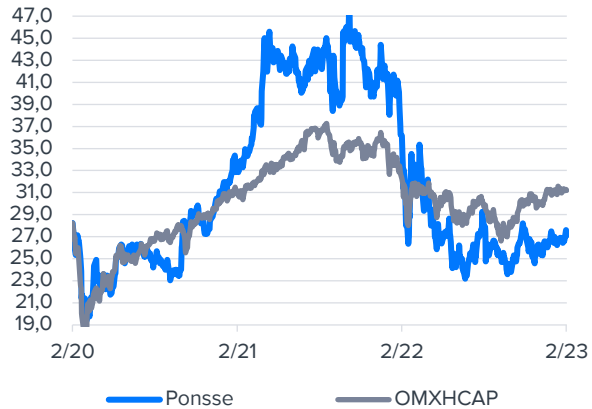
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

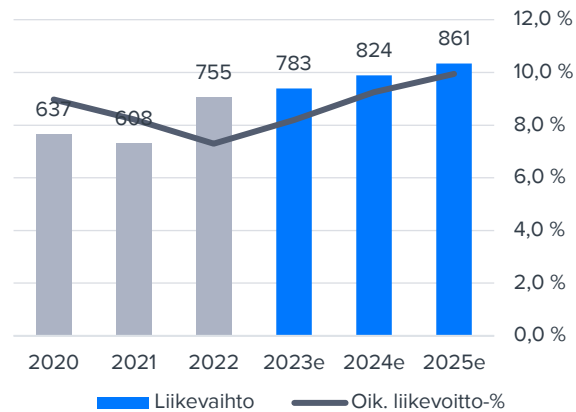
Yhtiön euromääräisen liikevoiton arvioidaan olevan vuonna 2023 hieman suurempi kuin jatkuvien liiketoimintojen liikevoitto vuonna 2022 (46,6 MEUR).

Osakekurssi



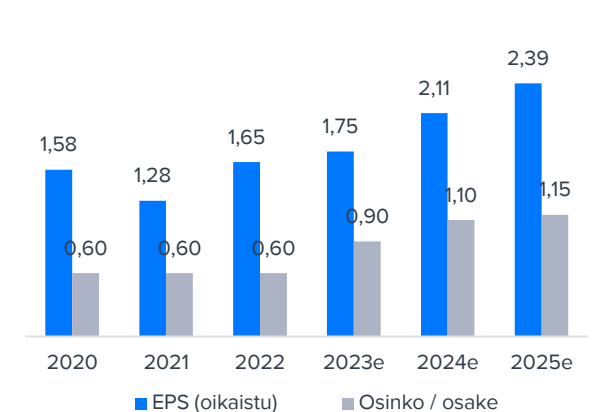
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vankka asema metsäkonemarkkinan kasvusegmentissä
- Vahva ote asiakkaista
- Iso jälkimarkkinapotentialia
- Puunkorjuun etenevä digitalisaatio
- Kohtuullisen hyvä kannattavuus ja rahavirta



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan yleinen syklisyys
- Puuttuvan Venäjän-kysynnän korvaaminen muilla markkinoilla ei täytä odotuksia
- Kilpailijoiden kasvava aggressiivisuus markkinoinnissa
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	27,1	27,1	27,1
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	759	759	759
Yritysarvo (EV)	728	700	672
P/E (oik.)	15,5	12,8	11,3
P/E	15,5	12,8	11,3
P/Kassavirta	10,6	14,2	12,9
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	8,0	6,7	5,9
EV/EBIT (oik.)	11,3	9,2	7,8
Osinko/tulos (%)	51,5 %	52,1 %	48,1 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	4,1 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Tavalliseen tapaan vahva operatiivinen suoritus

Hyvät oikaistut Q4-luvut

Ponssen Q4-tilauskertymä oli vahva ja ylitti selvästi odotuksemme. Myös liikevaihdon kehitys oli ennusteitamme parempaa. Raportoitua tulosta rasitti Ponssella Latin American alaskirjaus, mutta oikaistu kannattavuus oli selvästi yli ennusteesemme.

Markkinaosuus vähintään säilytettiin

Ponssen Q4-tilauskertymä oli 213 MEUR (±0 % v/v) eli selvästi odottamaamme 193 MEUR:aa (-10 % v/v) vahvempi. Arvioimme tilatun volyymin olleen laskussa, sillä Ponssen tuotteiden hinnankorotukset olivat viime vuonna +5...+10 % v/v. Ponssella kertoi kysyntätilanteen olleen hyvä sekä Euroopassa että etenkin Pohjois-Amerikassa, vaikka yhtiö nyt näkee markkinoilla hidastumista. Ponssen mukaan yhtiö ”ei ole ainakaan menettänyt markkinaosuutta”. Vuoden lopun tilauskanta oli 354 MEUR

(+13 % v/v) eli noin 7 kuukauden mittainen.

Toimituskyky oli kunnossa

Q4:n liikevaihdon kasvu (+30 % v/v) oli selvästi odotuksia nopeampaa ja Ponssella sanoi osien saatavuuden parantuneen ja tehtaan kyyneen ottamaan kiinni aikataulua. Kaikkien maantieteellisten alueiden kasvu ylitti +15 % v/v. Myös huollon tilanne oli hyvä asiakkaiden oltua erittäin hyvin työllistettyjä.

Brasilialaista lunta tupaamaan

Ponssen raportoitua Q4-tulosta rasitti Ponssella Latin American tappiolliseen full service -sopimukseen tehty -8,5 MEUR:n alaskirjaus liiketoiminnan muissa kuluissa. Kyseessä on uusi iso asiakas ja sopimus, jossa tavoitteet käytettävyyksien suhteen eivät ole sovitulla tasolla. Ponssen mukaan ongelmia ovat aiheuttaneet olosuhteet ja asiakkaan operaattorit,

mutta kyseessä ei ole juridinen riitely vaan yhtiöt ”hakevat yhdessä oikeita toimintatapoja.” Ilman em. kertaerää EBIT-marginaali olikin selvästi odotuksiamme parempi. Ponssen mukaan alihankinnan tuotekustannusten kehitys on ollut myönteistä ja kapasiteetin käyttöaste oli hyvä. Huollon marginaali oli normaalitasolla (arvioimme mukaan lähellä 20 %:a) ja myös vaihtokoneliiketoiminnan kannattavuus parani vuonna 2022. Q4:n rahoituserät olivat odotusten mukaiset. Konsernin erittäin alhainen veroaste (4 %) Q4:llä johtui emoyhtiön Brasilian-saamisista tekemästä 19 MEUR:n luottotappio-varauksesta, joka oli verovähennyskelpoinen. Ponssen 0,60 euron osinkoehdotus oli pettymys, mutta perusteltavissa kun huomioidaan raportoitua tulosta rasittaneet erät. Jakosuhte on 49 %, mutta tuotto vaatimaton 2,2 %.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	173	225	206				9 %	755
Liikevoitto (oik.)	9,1	20,2	15,6				30 %	55,1
Liikevoitto	9,1	11,7	15,6				-25 %	46,6
Tulos ennen veroja	8,9	10,5	14,5				-28 %	43,2
EPS (oik.)	0,30	0,66	0,42				59 %	1,65
EPS (raportoitu)	0,30	0,36	0,42				-13 %	1,22
Osinko/osake	0,60	0,60	0,75				-20 %	0,60
Liikevaihdon kasvu-%	-15,6 %	29,7 %	18,7 %				11 %-yks.	24,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,3 %	9,0 %	7,6 %				1,4 %-yks.	7,3 %

Lähde: Inderes

Kysyntänäkymissä huolenaiheita, mutta tulokasvua tulee silti

Pilviä 2023-näkymissä

Ponsse oli melko varovainen indikaatioissaan metsäkoneiden vuoden 2023 markkinakehityksestä. Annettu tulosohjeistus oli pettymys ja olemme tarkistaneet 2023-2024:n lukujamme jonkin verran alaspäin.

Perusoletuksena markkinan nollakasvu v. 2023

Ponssen mukaan metsäkonemarkkinassa oli näkyvissä rauhoittumista jo Q4'22:lla. Tilanne on sama kaikilla keskeisillä markkinoilla ja asiakkaita huolettavat talousnäkemien yleinen epävarmuus, kohoavat korot sekä sahojen heikentynyt tilanne. Kuitupuun kysyntänäkymät ovat kuitenkin edelleen valoisat. Ponsse ei esittänyt omaa arviotaan metsäkonemarkkinan 2023-volyymikehityksestä, mutta totesi kysyttäessä ettei yhtiöllä ole merkittävää näkemyseroa John Deeren kanssa. Deere Forestry

arvioi joitakin kuukausia sitten metsäkonemarkkinan olevan vuonna 2023 edellisvuoden tasolla. Nykyiset ennusteemme ovat tämän kanssa linjassa.

Ohjeistuksessa totuttua varovaisuutta

Ponssen 2023-tulosohjeistus on, että euromääräinen liikevoitto on hieman suurempi kuin vuoden 2022 raportoitu 46,6 MEUR. Tämä on pettymys, sillä olimme odottaneet 67,2 MEUR:n liikevoittoa. Ponsse ei ottanut kantaa liikevaihdon kehitykseen mutta arvioi, että kuluinflaatio saadaan katettua omilla toimenpiteillä vuonna 2023. Odotuksissa on, että hinnankorotusten ja omien tehostamistoimien vaikutus enemmän kuin kompensoi komponentti-inflaation ja tilauskannan marginaalit kääntyvät vähitellen nousuun. Inflaatio säilyy kuitenkin riskinä vuoden 2023 kehitykselle, samoin kuin kapasiteetin mahdollinen vajaakäyttö jos kysyntä heikentyy

merkittävästi loppuvuonna. Kokonaisuutena Ponssen ohjeistus oli yhtiölle tyypilliseen tapaan varovainen.

Olemme tulokasvun suhteen yhä optimistisia

Vuosien 2023-2024 liikevaihtoennusteemme ovat lähes ennallaan, mutta olemme ottaneet hieman aiempaa varovaisemman näkemyksen keskeisiin kulueriin (materiaalit, palkat sekä markkinointi-, hallinto- ja yleiskulut). Tämän vuoksi 2023-2024:n tulosennusteemme ovat laskeneet -5 %...-8 %. Suhteessa varovaiseen 2023-ohjeistukseen olemme kuitenkin edelleen optimistisia ja vuoden 2023 oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteessamme +17 % v/v suhteessa vuoden 2022 oikaistuun ja +38 % v/v verrattuna raportoituun liikevoittoon. Vuosien 2023-2024 EBIT-marginaaliennusteemme ovat nyt vastaavasti 8,2 % (aik. 8,8 %) ja 9,3 % (aik. 9,7 %).

Ennustemuutokset	2022e	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	736	755	3 %	762	783	3 %	823	824	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	50,5	55,1	9 %	67,2	64,2	-5 %	79,9	76,3	-5 %
Liikevoitto	50,5	46,6	-8 %	67,2	64,2	-5 %	79,9	76,3	-5 %
Tulos ennen veroja	47,3	43,2	-9 %	68,4	62,8	-8 %	81,5	75,8	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,40	1,65	17 %	1,90	1,75	-8 %	2,27	2,11	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,75	0,60	-20 %	1,00	0,90	-10 %	1,15	1,10	-4 %

Lähde: Inderes

Nousuajureista puute ja arvostuspihvi puuttuu

Kurssinousuajurit hakusessa

Ponssen osaketta vaivaa tällä hetkellä selkeiden nousuajureiden puute. Yhtiön oma operointi on mallikasta, mutta markkinan kehitys on vaakasuoraa. Markkinanäkymiin on myös kerääntynyt pilviä kun etenkin Euroopan rakentamisen vaisu tilanne painaa tukkipuun kysyntää ja sahoja. Metsäkoneiden markkinavire on paras Pohjois-Amerikassa, mutta alue vastaa vain 20-25 % Ponssen liikevaihtoa. Olemme myös hieman huolissamme Komatsu Forestin markkinakäyttäytymisestä jalka yhtiö saa uuden Uumajan-tehtaansa ylösajon päätökseen. Lyhyellä tähtäimellä AKT:n lakko voi venyessään tuoda painetta ainakin Ponssen Q1'23-numeroihin.

Ponssen osakkeen arvostuskuva on monien muiden konepajojen tavoin tällä hetkellä hieman epäselvä. Vuosien 2023-2024 ennusteisiin pohjautuvat kokonaistuotolaskelmat eivät näytä houkuttelevilta sen enempää P/E- kuin EV/EBIT-pohjaltakaan tarkasteltuna. Verrokkihinnoittelussa osake on valtaosin preemiolla, mutta samalla on todettava koko verrokkiryhmän varsin vaatimaton arvostustaso. Ponssen osakkeen nousuvara DCF-arvoon ei sekään ole erityisen merkittävä. Kurssinousuajureiden ja selvän aliarvostuksen puuttuessa toistamme osakkeen vähennä-suosituksen. Vaikka ennustemme ovat laskeneet, säilytämme tavoitehinnan 26,50 eurossa osakkeen arvostuskertoimien ollessa kaikkiaan melko matalia.

Riskikorjattu tuotto ei houkuttele

Ponssen osakkeen kokonaistuotto-odotus (tulokasvun ja arvostuskertoimen muutoksen määrittämä kurssinousuvara lisättynä osinkotuotolla) jää vuosien 2023 ja 2024 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla

laskettuna alle noin 10 %:n tuottovaatimuksemme. Osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus ei siten ole houkutteleva.

Kerroin-arvostus neutraali tai lievästi koholla

Osakkeen vuosien 2023-2024 P/E-kertoimet (16x ja 13x) ovat +14 %...+31 % yli verrokkien mediaanin. Samojen vuosien EV/EBIT-kertoimet (11x ja 9x) ovat jo melko lähellä verrokkeja (ero -8 %...+10 %). Toisaalta Ponssen arvostuskertoimet ovat noin -10 %...-15 % alempana kuin osakkeen omat historialliset kertoimet. Selvästi aiempia vuosia korkeampien korkojen ja kohonneen tuottovaatimuksen vuoksi historiallisiin kertoiimiin tulee kuitenkin suhtautua varauksin. Kaikkiaan näemme Ponssen verrokkihinnoittelun olevan linjassa tai lievästi preemiolla.

DCF-pohjainen nousuvara vain kohtuullinen

Nousuvara kassavirtamallimme (DCF) indikoimaan arvoon on 18 %. Potentiaali on kohtuullinen, mutta erityisen merkittävänä sitä ei voida pitää. Lisäksi on huomioitava, että odotuksemme Ponssen pitkän tähtäimen kannattavuuden suhteen ovat varsin vaativia.

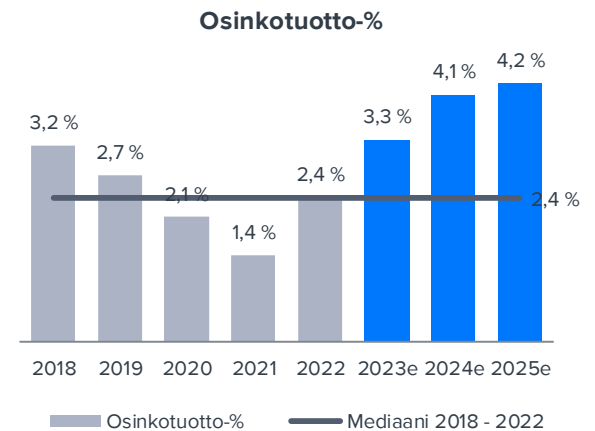
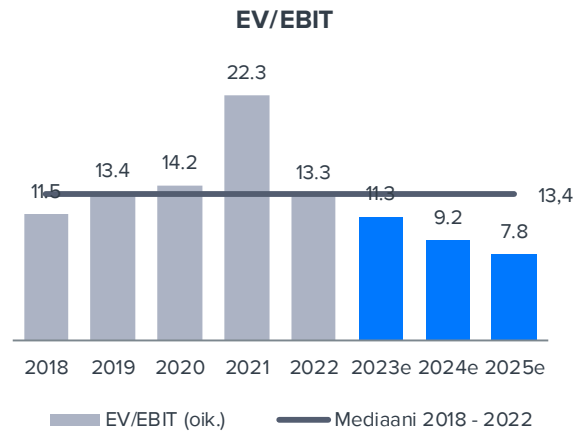
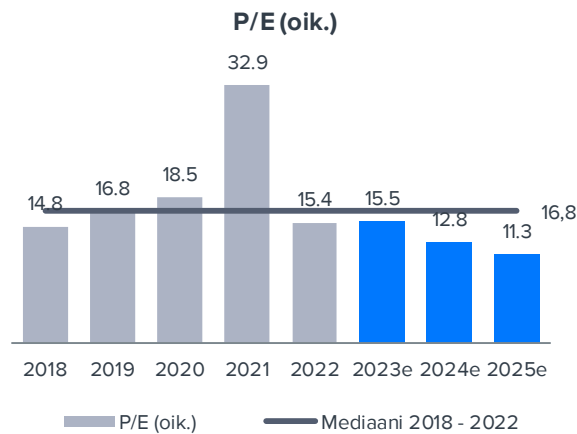
Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	27,1	27,1	27,1
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	759	759	759
Yritysarvo (EV)	728	700	672
P/E (oik.)	15,5	12,8	11,3
P/E	15,5	12,8	11,3
P/Kassavirta	10,6	14,2	12,9
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	8,0	6,7	5,9
EV/EBIT (oik.)	11,3	9,2	7,8
Osinko/tulos (%)	51,5 %	52,1 %	48,1 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	4,1 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	24,75	31,00	29,20	42,20	25,30	27,10	27,10	27,10	27,10
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	692	868	818	1182	709	759	759	759	759
Yritysarvo (EV)	711	901	809	1116	731	728	700	672	635
P/E (oik.)	14,8	16,8	18,5	32,9	15,4	15,5	12,8	11,3	10,1
P/E	15,8	16,7	25,3	33,5	20,7	15,5	12,8	11,3	10,1
P/Kassavirta	21,9	>100	12,4	16,6	neg.	10,6	14,2	12,9	11,1
P/B	3,5	3,7	3,2	4,0	2,2	2,1	2,0	1,8	1,6
P/S	1,1	1,3	1,3	1,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,3	1,3	1,8	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,2	10,2	9,9	15,9	9,9	8,0	6,7	5,9	5,1
EV/EBIT (oik.)	11,5	13,4	14,2	22,3	13,3	11,3	9,2	7,8	6,6
Osinko/tulos (%)	51,2 %	45,8 %	52,1 %	47,7 %	49,2 %	51,5 %	52,1 %	48,1 %	44,5 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,7 %	2,1 %	1,4 %	2,4 %	3,3 %	4,1 %	4,2 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Cargotec Corp	3085	3432	8,4	8,5	6,5	6,6	0,8	0,8	11,0	11,3	3,2	3,4	1,8
Valmet Oyj	5894	6341	11,6	10,8	8,9	8,5	1,2	1,2	14,8	13,6	4,3	4,6	2,3
Palfinger AG	1109	1720	10,1	8,8	6,6	6,0	0,8	0,8	11,8	10,3	2,8	3,3	1,5
Deere & Co	120477	167438	16,3	15,4	13,8	13,4	3,3	3,2	14,9	14,0	1,1	1,2	6,2
Komatsu Ltd	22468	29158	10,3	10,0	7,2	7,2	1,2	1,2	10,2	10,5	3,8	3,9	1,3
AGCO Corp	9654	10282	7,5	7,3	6,3	6,2	0,8	0,8	10,2	9,8	0,7	1,3	2,3
Terex Corp	3596	4037	8,9	8,5	8,0	7,7	0,9	0,9	11,7	10,8	1,0	1,1	2,6
Caterpillar Inc	119714	147794	15,5	14,8	13,3	12,7	2,5	2,4	15,6	14,6	2,0	2,1	7,5
Escorts Ltd	3074	2850	37,7	25,2	32,0	22,6	2,7	2,4	36,0	25,8	0,3	0,4	2,8
Ponsse (Inderes)	759	728	11,3	9,2	8,0	6,7	0,9	0,8	15,5	12,8	3,3	4,1	2,1
Keskiarvo			14,0	12,2	11,4	10,1	1,6	1,5	15,1	13,4	2,1	2,4	3,1
Mediaani			10,3	10,0	8,0	7,7	1,2	1,2	11,8	11,3	2,0	2,1	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			10 %	-8 %	0 %	-13 %	-22 %	-29 %	31 %	14 %	66 %	91 %	-6 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	608	156	196	178	225	755	182	197	187	216	783	824	861	910
Käyttökate	70,1	16,1	19,2	20,0	19,0	74,2	21,5	20,8	23,0	25,7	90,9	104	113	123
Poistot ja arvonalennukset	-20,1	-7,1	-6,3	-6,9	-7,3	-27,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-26,7	-27,7	-27,4	-27,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	50,0	9,0	12,9	13,0	20,2	55,1	14,8	14,1	16,3	19,0	64,2	76,3	85,6	95,9
Liikevoitto	50,0	9,0	12,9	13,0	11,7	46,6	14,8	14,1	16,3	19,0	64,2	76,3	85,6	95,9
Nettorahoituskulut	-1,8	1,6	-3,2	-0,6	-1,3	-3,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-0,5	0,2	0,9
Tulos ennen veroja	48,2	10,6	9,8	12,4	10,5	43,2	14,5	13,7	15,9	18,6	62,8	75,8	85,9	96,8
Verot	-12,9	-2,1	-3,7	-2,8	-0,4	-9,0	-3,2	-3,0	-3,5	-4,1	-13,8	-16,7	-18,9	-21,3
Nettotulos	35,2	8,5	6,1	9,6	10,0	34,2	11,3	10,7	12,4	14,5	49,0	59,1	67,0	75,5
EPS (oikaistu)	1,28	0,28	0,34	0,37	0,66	1,65	0,40	0,38	0,44	0,52	1,75	2,11	2,39	2,70
EPS (raportoitu)	1,26	0,30	0,22	0,34	0,36	1,22	0,40	0,38	0,44	0,52	1,75	2,11	2,39	2,70

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,5 %	9,4 %	28,8 %	27,3 %	29,7 %	24,1 %	16,8 %	0,5 %	5,0 %	-3,7 %	3,7 %	5,2 %	4,6 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-12,5 %	-28,3 %	-9,8 %	-7,5 %	121,6 %	10,2 %	65,6 %	9,0 %	25,1 %	-5,9 %	16,5 %	18,8 %	12,3 %	11,9 %
Käyttökate-%	11,5 %	10,3 %	9,8 %	11,2 %	8,5 %	9,8 %	11,8 %	10,5 %	12,3 %	11,9 %	11,6 %	12,6 %	13,1 %	13,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,2 %	5,7 %	6,6 %	7,3 %	9,0 %	7,3 %	8,1 %	7,1 %	8,7 %	8,8 %	8,2 %	9,3 %	9,9 %	10,5 %
Nettotulos-%	5,8 %	5,4 %	3,1 %	5,4 %	4,5 %	4,5 %	6,2 %	5,4 %	6,6 %	6,7 %	6,3 %	7,2 %	7,8 %	8,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	163	176	181	181	182
Liikearvo	3,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Aineettomat hyödykkeet	42,1	49,6	51,0	52,6	54,3
Käyttöomaisuus	112	115	119	117	116
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	3,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Vaihtuvat vastaavat	350	413	396	415	434
Vaihto-omaisuus	167	230	211	222	233
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	21,7	21,7	21,7	21,7
Myyntisaamiset	61,6	88,1	84,6	89,0	93,0
Likvidit varat	121	73,5	78,3	82,4	87,1
Taseen loppusumma	513	589	577	596	617

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	297	322	354	388	424
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	278	299	331	365	401
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	8,3	12,7	12,7	12,7	12,7
Muu oma pääoma	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	55,5	54,2	44,7	28,1	11,7
Laskennalliset verovelat	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Varaukset	4,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Lainat rahoituslaitoksilta	49,9	42,5	33,0	16,5	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	160	213	179	180	181
Lainat rahoituslaitoksilta	4,9	53,8	14,2	7,1	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	155	158	164	173	181
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	513	589	577	596	617

DCF-laskelma

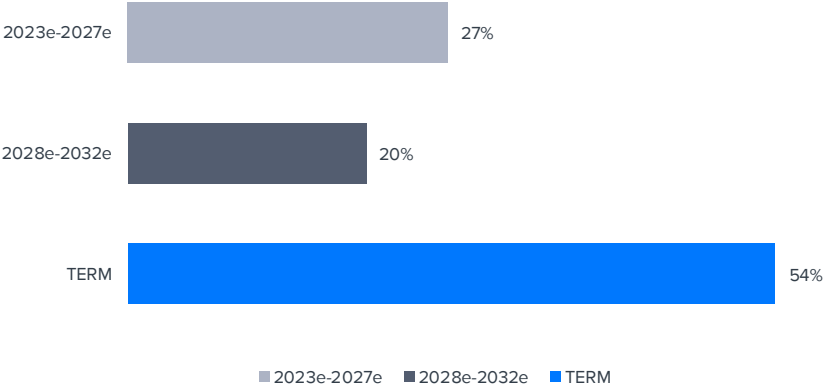
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	24,1 %	3,7 %	5,2 %	4,6 %	5,6 %	5,0 %	4,4 %	3,8 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	6,2 %	8,2 %	9,3 %	9,9 %	10,5 %	10,4 %	10,3 %	10,2 %	10,1 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	46,6	64,2	76,3	85,6	95,9	99,6	103	106	108	109	112	
+ Kokonaispoistot	27,7	26,7	27,7	27,4	27,5	27,0	28,1	29,0	29,8	30,4	31,0	
- Maksetut verot	-10,1	-13,8	-16,7	-18,9	-21,3	-22,3	-23,1	-23,8	-24,3	-24,6	-25,2	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-106,5	27,4	-6,9	-6,3	-8,2	-7,7	-7,0	-6,3	-5,4	-4,5	-4,6	
Operatiivinen kassavirta	-43,1	104	80,3	87,9	94,1	97,1	101	105	108,5	111,3	113,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-39,6	-32,3	-27,0	-29,0	-25,9	-33,4	-34,0	-34,3	-34,4	-34,3	-35,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-76,6	71,9	53,3	58,9	68,2	63,7	67,4	70,8	74,1	77,0	78,0	
+/- Muut	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-73,7	71,9	53,3	58,9	68,2	63,7	67,4	70,8	74,1	77,0	78,0	1195
Diskontattu vapaa kassavirta		66,6	45,3	45,8	48,6	41,5	40,2	38,8	37,1	35,3	32,8	502
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		934	868	822	777	728	686	646	607	570	535	502
Velaton arvo DCF		934										
- Korolliset velat		-96,3										
+ Rahavarat		73,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,8										
Oman pääoman arvo DCF		895										
Oman pääoman arvo DCF per osake		31,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	636,6	608,3	755,1	783,0	823,8	EPS (raportoitu)	1,15	1,26	1,22	1,75	2,11
Käyttökate	81,8	70,1	74,2	90,9	104,0	EPS (oikaistu)	1,58	1,28	1,65	1,75	2,11
Liikevoitto	57,1	50,0	46,6	64,2	76,3	Operat. kassavirta / osake	3,09	2,73	-1,54	3,72	2,87
Voitto ennen veroja	39,6	48,2	43,2	62,8	75,8	Vapaa kassavirta / osake	2,35	2,54	-2,63	2,57	1,90
Nettovoitto	32,3	55,1	37,1	49,0	59,1	Omapääoma / osake	9,11	10,61	11,49	12,64	13,85
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-8,5	0,0	0,0	Osinko / osake	0,60	0,60	0,60	0,90	1,10
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	474,0	512,6	588,6	577,2	596,1	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-4 %	24 %	4 %	5 %
Oma pääoma	255,0	297,3	321,8	354,0	387,9	Käyttökateen kasvu-%	-8 %	-14 %	6 %	22 %	14 %
Liikearvo	3,8	3,8	5,7	5,7	5,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-15 %	-13 %	10 %	17 %	19 %
Nettovelat	-9,1	-66,1	22,8	-31,1	-58,9	EPS oik. kasvu-%	-15 %	-19 %	28 %	6 %	21 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	12,8 %	11,5 %	9,8 %	11,6 %	12,6 %
Käyttökate	81,8	70,1	74,2	90,9	104,0	Oik. Liikevoitto-%	9,0 %	8,2 %	7,3 %	8,2 %	9,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	14,9	20,2	-106,5	27,4	-6,9	Liikevoitto-%	9,0 %	8,2 %	6,2 %	8,2 %	9,3 %
Operatiivinen kassavirta	86,7	76,5	-43,1	104,2	80,3	ROE-%	13,3 %	12,8 %	11,0 %	14,5 %	15,9 %
Investoinnit	-22,5	-24,8	-39,6	-32,3	-27,0	ROI-%	12,4 %	13,8 %	11,8 %	15,9 %	19,1 %
Vapaa kassavirta	65,7	71,2	-73,7	71,9	53,3	Omavaraisuusaste	54,4 %	58,6 %	55,1 %	62,0 %	65,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-3,6 %	-22,2 %	7,1 %	-8,8 %	-15,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,8	1,0	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	9,9	15,9	9,9	8,0	6,7						
EV/EBIT (oik.)	14,2	22,3	13,3	11,3	9,2						
P/E (oik.)	18,5	32,9	15,4	15,5	12,8						
P/B	3,2	4,0	2,2	2,1	2,0						
Osinkotuotto-%	2,1 %	1,4 %	2,4 %	3,3 %	4,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2019	Vähennä	27,00 €	29,30 €
4.12.2019	Lisää	29,50 €	28,10 €
17.2.2020	Vähennä	31,00 €	32,90 €
19.2.2020	Vähennä	29,50 €	29,85 €
18.3.2020	Vähennä	20,00 €	21,00 €
22.4.2020	Vähennä	20,00 €	22,95 €
12.8.2020	Vähennä	25,00 €	25,50 €
21.10.2020	Lisää	29,00 €	26,05 €
26.11.2020	Vähennä	31,00 €	29,85 €
17.2.2021	Vähennä	33,00 €	33,20 €
16.4.2021	Lisää	42,00 €	37,70 €
21.4.2021	Lisää	46,50 €	42,85 €
17.5.2021	Vähennä	45,50 €	43,00 €
11.8.2021	Vähennä	45,50 €	44,00 €
13.10.2021	Lisää	45,50 €	39,70 €
27.10.2021	Vähennä	45,50 €	46,30 €
23.2.2022	Vähennä	36,00 €	34,25 €
3.3.2022	Vähennä	30,00 €	28,00 €
27.4.2022	Vähennä	30,00 €	28,35 €
4.8.2022	Vähennä	30,00 €	24,70 €
10.8.2022	Vähennä	29,00 €	27,25 €
11.9.2022	Vähennä	27,50 €	26,25 €
26.10.2022	Vähennä	26,50 €	25,00 €
22.2.2023	Vähennä	26,50 €	27,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**