

Ponsse

Yhtiöraportti

12/2019

Halki, poikki ja salkkuun

Ponsse on maailman toiseksi suurin tavaralajimenetelmän metsäkoneiden valmistaja. Metsäkoneiden kysynnällä on lukuisia kasvuajureita ja Ponssen saatua Vieremän laajennusinvestoinnin käyttöön samalla kun kilpailijat vasta valmistelevat omia laajennuksiaan, on yhtiöllä edellytyksiä markkinaosuuden kasvattamiseen. Odotamme metsäkoneiden markkinan notkahtavan väliaikaisesti ensi vuonna, mutta uskomme Ponssen tuloksen kasvavan koko ennustejaksen ajan. Osakekurssissa on maltillisesti nousuvaraa sekä verrokkihinnottelu-, kassavirta- että kokonaistuottomalliemme perusteella. Nostamme osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) 29,50 (aik. 27,00 euroa) euron tavoitehinnalla.

Pitkän aikavälin markkinakasvulle vahvat ajurit

Ponssen tuotteiden tärkeimmät kysyntäajurit ovat puun globaalin hakkuuvolyymien kasvu, hakkuiden etenevä koneellistuminen sekä tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Hakkuuvolyymeihin vaikuttavista tekijöistä rakentamisen kasvuennusteet ovat hidastuneet, mutta sellun kasvunäkymä on edelleen hyvä. Odotamme metsäkonemarkkinan notkahtavan 6 %:lla vuonna 2020, mutta kasvavan taas 5 %:n vuositahtia 2021-2022 maailmantalouden päästessä taas normaalille kasvu-uralle ja sellukapasiteetin kasvun tukiessa kysyntää. Uskomme Ponssen markkinaosuuden kasvavan ennustejaksolla ajanmukaisen malliston turvin ja pääkilpailijoiden investointien rasittaessa niiden toimituskykyä. Odotuksemme Ponssen uuskonemyynin kasvuksi 2019-2022 on 9 % (CAGR) lähtötason ollessa melko alhainen. Vahva uusien koneiden markkina kasvattaa myös Ponssen vaihtokoneliiketoimintaa, jossa odotamme keskimäärin 5 %:n vuosikasvua 2019-2022. Huoltoliiketoiminnan kasvuodotuksemme (CAGR) on vajaa 7 % edelleen kasvavan ja korkealla käyttöasteella operoivan konekannan ansiosta. Kaikkiaan odotuksemme Ponsse-konsernin liikevaihdon kasvuksi (CAGR) vuosina 2019-2022 on 8 %.

Odotamme tuloskasvun jatkuvan yli suhdannekuopan

Ponssen kulurakenne on joustava ja operatiivinen vipu sen vuoksi pieni. Odotamme kuitenkin uuskonemyynin marginaalien kohoavan vuoden 2019 9,8 %:sta vuoden 2020 10,7 %:iin Ponssen saadessa täyden hyödyn investoinnin myötä tehostuneesta toiminnasta ja marginaalin pysyvän 10,8 %:ssa vielä 2021 markkinan piristyessä ja pääkilpailijoiden kesken olevien investointien vaikuttaessa niiden tehokkuuteen ja hintakilpailukykyyn. Uskomme markkinoille tulevan lisäkapasiteetin kiristävän hintakilpailua vuonna 2022 ja painavan uuslaiteliiketoiminnan marginaalin 10,1 %:iin. Odotamme vaihtokoneliiketoiminnan marginaalien säilyvän matalina 2,8-3,5 %:ssa fokuksen ollessa varaston kiertonopeudessa, mutta toisaalta huollon marginaalien säilyvän korkealla 19,8-20,5 %:n tasolla kulutus- ja varaosaliiketoiminnan säilyessä Ponssen omissa käsissä. Ennustamme konsernin EBIT-marginaaliksi 11,3 % (2020e), 11,4 % (2021e) ja 11,1 % (2022e). Odotamme hyvää 9 %:n keskimääräistä tuloskasvutahtia 2020-2022 ja vahvan taseen ja rahavirran ansiosta kohoavia osinkoja.

Osakekurssissa maltillinen nousuvara

Ponssen osakkeen diskonttoteikijöitä ovat yhtiön pienempi koko sekä erot jatkuvan liiketoiminnan osuudessa ja osakkeen likviditeetissä suhteessa verrokkeihin. Osake on P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla arvostettu 3-14 % alle verrokkien, kun mielestämme hyväksyttävä diskontto on 5-10 %. Verrokkihinnottelu indikoi noin 5 %:n ja kokonaistuottomalli 8-9 %:n nousuvaraa / kokonaistuottoa, kun taas DCF-mallin indikoima nousuvara on 16 %.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



29,50 EUR

(aik. 27,00 EUR)

Osakekurssi: 28,10 EUR

Potentiaali: 5,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Konsernin euromääräisen liikevoiton odotetaan olevan vuonna 2019 hieman suurempi kuin 2018.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	612	695	717	780
kasvu-%	6 %	14 %	3 %	9 %
EBIT oik.	61,7	75,0	81,2	88,6
EBIT-% oik.	10,1 %	10,8 %	11,3 %	11,4 %
Nettotulos	43,7	55,3	62,0	67,8
EPS (oik.)	1,56	1,98	2,21	2,42
P/E (oik.)	15,8	14,2	12,7	11,6
P/B	3,5	3,3	2,9	2,5
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,6	9,4	8,3
EV/EBITDA	9,2	8,3	7,3	6,6
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,1	0,9

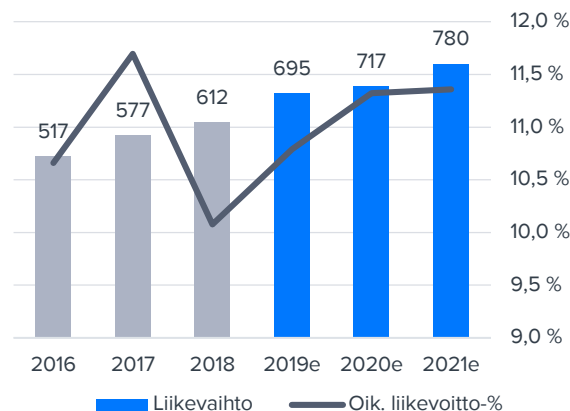
Lähde: Inderes

Osakekurssi



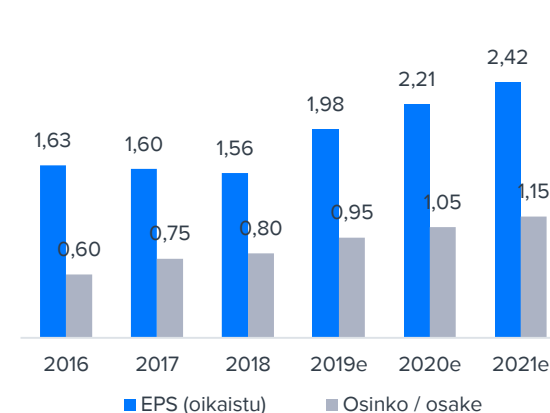
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
787
MEUR

EV
796
MEUR

EV/EBIT
10,6
2019e

P/E (oik.)
14,2
2019e



Arvoajurit

- Vankka asema metsäkonemarkkinan kasvusegmentissä
- Vahva ote asiakkaista
- Iso jälkimarkkinapotentiaali
- Puunkorjuun etenevä digitalisaatio
- Hyvä kannattavuus ja vahva rahavirta



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa
- Vieremän laajennusinvestoinnin epäsuotuisa ajoitus
- Epäonnistuminen partneroitumisessa



Arvostus

- Osake hinnoiteltu verrokkien alapuolelle P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla
- Kassavirtamallin indikoimaan arvoon melko huomattava nousuvara
- Kokonaistuottomalli indikoi kohtuullista nousupotentiaalia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5
Sijoitusprofiili	6-8
Liiketoimintamalli	9-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-20
Metsäkonemarkkinat	21-26
Kilpailutilanne	27-32
Taloudellinen tilanne	33-36
Ennusteet	37-40
Arvonmääritys	41-43
Taulukot	44-48
Vastuuvapauslauseke	49

Yhtiökuvaus

Metsäkoneyhtiö keskitettyä fokuksella ja tuotannolla

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

Yhtiön tuotteiden valmistus on keskitetty Suomeen ja yhteen tehtaaseen Vieremällä. Alhaisella ulkoistusasteella tähdätään prosessin parempaan kokonaisoptimointiin. Yhtiön kansainvälisessä palveluverkostossa (mukaan lukien jälleenmyyjät ja sopimushuoltajat) on noin 200 huolto- ja varaosapistettä.

Ponsse näkee kilpailuetuinaan markkinoiden uusimman ja laajimman tuotevalikoiman ja innovatiivisimmat ratkaisut (esim. vakausta ja näkyvyyttä kuljettajan kannalta), tuotteiden tuottavuuden / tehokkuuden, monipuolisimman asiakasräätyäilyvyyden sekä kattavimmat huoltopalvelut.

Uusien metsäkoneiden myynti

Ponsse myy itse kehittämiään ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yhteensä yli 2.000 metsäkoneurakoitsijalle noin 40 maahan. Asiakasriski on hyvin hajautunut ja tyypillisellä metsäkoneurakoitsijalla on vain 1-2 konetta.

Vuodessa myytävien metsäkoneiden määrä on noussut noin 1300 kappaleeseen ja se jakautuu

suunnilleen tasan harvestereiden ja metsätraktoreiden kesken. Harvestereiden hintahaarukka on 350-550 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR kappaleelta. Kysynnästä yhä suurempi osa tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on toimintansa alusta lähtien toimittanut yli 15 000 metsäkonetta, joista noin 11 500 on edelleen käytössä.

Uusien metsäkoneiden lisäksi Ponsse myy erikseen harvesteripäitä pääasiassa eri valmistajien kaivinkoneisiin. Liiketoiminta on vielä vain noin 3 % Ponssen liikevaihdosta, mutta hyvin kannattavaa ja kasvaa metsäkonemyyntiä nopeammin.

Jälkimarkkinapalvelut

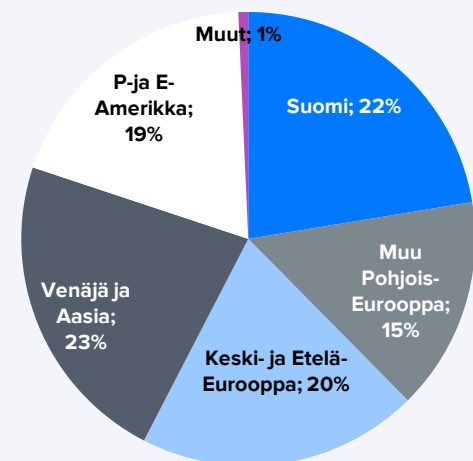
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (19 % liikevaihdosta) sekä vaihtokone-liiketoiminnasta (arviolta 16 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta 90-95 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä noin 200 huoltopisteen kautta, joista 41 on Ponssen omia ja 155 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä.

Ponsse myy noin 65 % uusista koneistaan omien myyntiyhtiöidensä kautta, jolloin asiakas hyvin usein tarjoaa oman vanhan koneensa vaihdossa. Ponsse myy edelleen ko. vaihtokoneen ja saa useimmiten kaupan yhteydessä taas (vanhemman ja halvemman) vaihtokoneen. Tämä prosessi voi toistua 2-4 kertaa, kunnes asiakkaalla ei enää ole (relevanttia) vaihtokonetta tarjolla. Koneiden myyntituotot luonnollisesti kirjataan Ponssen liikevaihtoon.

Liikevaihdon jakautuminen liiketoiminnoittain, 2018



Liikevaihdon jakautuminen alueittain, 2018



Lähde: Ponsse

Sijoitusprofiili 1/2

Kasvuyhtiö, jolla on jo näyttöjä

Metsäkonevalmistaja Ponsse on 1990-luvulla tapahtuneen onnistuneen kansainvälistymisen jälkeen kasvanut viimeiset 14 vuotta 9 %:n vuositahtia pääkilpailijoiden jäätyä 3-7 %:iin. Yhtiö on noussut tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman toiseksi suurimmaksi.

Perheyhtiön plussat ja miinukset

Vaikka Ponsse on ollut pörssinoteerattu vuodesta 1995, on perustajasuvun omistus ja ote yhtiön asioihin säilynyt merkittävänä. Tällä hetkellä Vidgrenin suvun omistusosuus on noin 64 %. Vahva omistajuus tuo yhtiön toimintaan pitkäjänteisyyttä sekä tarvittaessa myös halua ja kykyä riskin ottamiseen. Toisaalta suvun omistus tuo mukanaan kotipaikan (Vieremä) korostuneen operatiivisen roolin sekä sen, että ulkopuolisen ostajan tekemän tarjouksen mahdollisuus pitkälti eliminoituu. Kaikkiaan omistusrakenne laskee arviomme mukaan hieman osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Uusien koneiden kysyntä on syklistä

Metsäkoneiden kysyntä on johdannainen globaalien hakkuuvolyymien kehityksestä, mikä puolestaan viime kädessä riippuu puuta käyttävän teollisuuden (etenkin rakennusteollisuus sekä paperi- ja kartonkiteollisuus) kysynnästä. Metsäkoneiden kysyntä on loppuasiakkaiden tuotteiden kysyntää selvästi syklisempää, mistä

osoituksena on globaalin metsäkonemarkkinan 65 %:n romahdus vuonna 2009. Tätä oli tosin edeltänyt pitkä ja ylikuumenemiseen johtanut nousukausi. Myös vuonna 2012 uusien koneiden markkina laski 25-30 %. Nyt markkinan nousu on jatkunut vuodesta 2014 eli 2019 tulee olemaan kuudes peräkkäinen kasvuvuosi. Vaikka vuoden 2009 kaltainen romahdus on mielestämme hyvin epätodennäköinen, varaudumme markkinan maltilliseen laskuun vuonna 2020.

Monia kasvuajureita

Ponssen toimintaympäristössä on sekä nykyisiä että potentiaalisia kasvuajureita. Ensin mainittuja ovat globaalien hakkuuvolyymien kasvu, jota ajavat yleisen talouskasvun lisäksi kasvava sellumarkkina, puurakentamisen osuuden kasvu sekä puun käytön lisääntyminen mm. muovin korvaajana esimerkiksi pakkausteollisuudessa. Muita ajureita ovat puunkorjuun lisääntyvä koneellistuminen sekä Ponssen edustaman tavaralajiteknologian markkinaosuuden nousun jatkuminen. Potentiaaliset kasvuajurit liittyvät puunkorjuun etenevään digitalisaatioon ja automatisoitumiseen (esim. koko toimitusketjun kattavat pilvipalvelut ja kehittynyt data-analytiikka). Mahdollisuuden täysi hyödyntäminen edellyttää Ponsselta partneroitumista, mikä on käynnissä.

Potentiaali

- **Uusien koneiden myynnin kasvu.** Keskeistä on globaalisti etenevä puunkorjuun koneistuminen

ja tavaralajimenetelmän markkinaosuuden kasvu. Ponsselle Yhdysvaltojen tavaralajikoneiden markkinan nopeampi kasvu olisi merkittävä arvoajuri.

- **Huoltopalveluiden kasvu.** Ponssen edelleen käytössä oleva toimitettu konekanta on noin 11 500 kpl. Pääasiassa hyväkatteisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 19 % Ponssen liikevaihdosta ja arviomme mukaan 39 % liikevoitosta. Jälkimmäinen osuus tosin oli epänormaalin korkea johtuen Vieremän tehdasinvestoinnin ylösajon aiheuttamasta rasisitteesta uusien koneiden myynnin kannattavuudelle. Vaikka uusien koneiden markkina kohtaisikin vaikeuksia, suuri ja edelleen kasvava sekä myös koko ajan ikääntyvä toimitettu konekanta tuo lisää kasvumahdollisuuksia huollolle.
- **Vahvan rahavirran suomat mahdollisuudet.** Ponssen operatiivinen rahavirta on ollut vuodesta 2009 positiivinen ja rahavirta investointien jälkeen vuodesta 2012 selvästi positiivinen. Kun huomioidaan konsernin alhainen velkaantuneisuus (nettovelat / käyttökate = 0,6x) on Ponssella hyvät mahdollisuudet panostaa digitaalisten tuotteiden kehitykseen, läsnäolon vahvistamiseen esimerkiksi Amerikoissa ja Aasiassa tai entistä suurempiin osinkoihin.

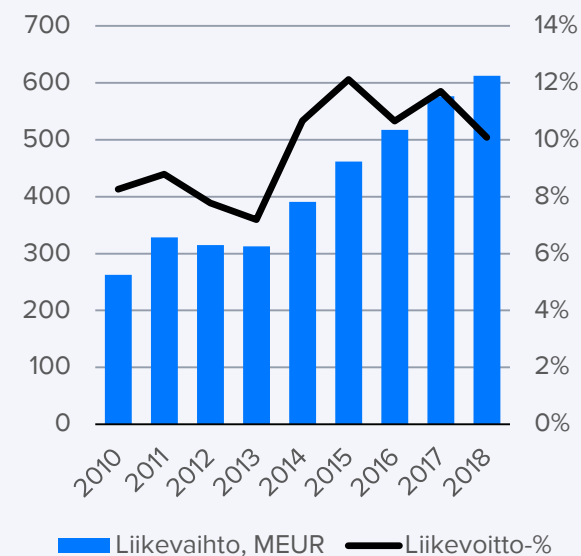
Sijoitusprofiili 2/2

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Uusien koneiden markkinan hyytyminen.**
Vaikka emme pidä vuoden 2009 kaltaista romahdusta todennäköisenä, voi etenkin Kiinan puuntuonnin kasvun jo nähdyllä hiipumisella ja kääntymisellä jopa laskuun olla hyvinkin kielteisiä vaikutuksia metsäkoneiden kysyntään tärkeillä Venäjän markkinoilla.
- **Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste** voi olla riski erilaisissa häiriötilantessa, kuten tulipalo tai lakot.
- **Toimialan laajennusinvestointien ajoitus epäsuotuisa.** Paitsi Ponsse, myös sen pääkilpailijat ovat investoineet tai investoimassa kapasiteetin kasvattamiseen, Komatsu Forestin tapauksessa merkittävästikin. Negatiivisen markkinaskenaarion toteutuessa ja vaisun suhdanteen pitkittyessä alan yritysten kapasiteetin käyttöaste jäisi odotuksista ja hintakilpailu kiristyy, mikä loisi painetta marginaaleihin.
- **Epäonnistuminen partneroitumisessa.** Ponssellalla ei ole varaa ainakaan isompiin virheliikkeisiin uusien digitaalisten tuoteominaisuuksien ja palvelujen kehityksessä.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2010-2018



Sijoitusprofiili

1.

Näytöt pitkäkestoisesta kannattavasta kasvusta, segmentissään maailman #2

2.

Pitkän aikavälin kysyntäajurit suotuisia

3.

Perheyritys, jota tuskin myydään

4.

Uusien koneiden markkina on syklinen

5.

Alalla voidaan yli-investoida

Potentiaali

- Puunkorjuun koneistumisen jatkuminen
- Tavaralajimenetelmän osuuden kasvu
- Yhdysvaltojen markkina
- Kasvavan käytössä olevan konekannan luoma potentiaali huollossa
- Vahvan rahavirran mahdollistamat panostukset joko uusiin tuotteisiin tai osinkoihin

Riskit

- Uusien koneiden markkinan hyytyminen etenkin Venäjällä
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa
- Toimialalla yli-investoidaan, mikä johtaa kapasiteetin vajaakäyttöön ja kireään hintakilpailuun
- Partneroituminen digitaalisessa tuotekehityksessä epäonnistuu

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 1/3

Valmistus kokonaan omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit, metsä-traktorit ja hakkuupäät tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Vuosien 2016-2018 laajennusinvestoinnin myötä tehtaan pinta-ala kasvoi 27000 m²:sta noin 40000 m²:iin.

Ponssse valmistaa itse koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit. Syy alhaiseen ulkoistusasteeseen on, että metsäkoneet ja niiden osat ovat pienten volyymien marginaalituotteita, joilla alihankkijan intressi varmistaa saatavuus ja tuotekehitys ei aina ole riittävän suuri. Samalla Ponssse on varmistanut tuotannon riittävän joustavuuden normaaliolanteissa sekä laatukontrollin ja ydinosoamisen säilymisen yhtiöllä itsellään.

Alihankkijayhteistyö on tiivistä

Tärkeimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit sekä hydraulikka- ja valukomponentit. Ponssse korostaa alihankkijayhteistyön tiiviyyttä ja koko toimitusketjun läpinäkyvyyttä alihankkijalle, mikä on paras keino toimittajasuhteiden varmistamiseen. Ponssella on omista valmistusmääristä ja niihin liittyvistä komponentitarpeista koko ajan liukuva, jopa yli vuoden päähän ulottuva ennuste.

Periaatteessa komponenttien saatavuus ei ole ongelma, sillä volyymien kasvaessa alihankkijat

ovat kasvattaneet omaa kapasiteettiaan ja nostaneet automaatiotasoa. Metsäkonemarkkinan vuosien 2018-2019 nopean kasvun myötä komponenttitilanne on Ponssen mukaan jatkunut kuluvanakin vuonna haastavana, mutta toimitusaikataulut on pystytty pieniä poikkeuksia lukuun ottamatta pitämään. Uusien tuotteiden lanseeraaminen on aiheuttanut materiaaliirroissa epäjatkuvuutta ja valukomponenttien tiukka markkinatilanne on jatkunut. Ponssen mukaan osalla alihankkijoista on myös ollut vaikeuksia omien alihankkijoidensa kanssa toimitusvolyymin ja -aikataulujen suhteen. Avainkomponenteista hydraulikkakomponenttien saatavuus on kuitenkin Ponssen mukaan jo parantunut selvästi vuoden takaisesta.

Laajennusinvestoinnin tavoitteita ollaan saavuttamassa

Ponssse investoi vuosina 2016-18 yhteensä 38 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa tehtaan pinta-ala kasvoi 1,3 hehtaaria. Investointi sisälsi uuden kokoonpanolinjan, automatisointiasteen kohottamisen sekä tehokkaamman varaston. Uudessa varastojärjestelmässä komponentti- ja varustekokonaisuudet kootaan valmiiksi asiakkaan kanssa etukäteen sovitun spesifikaation mukaan. Tehtaan sisälogistiikka toimittaa konekohtaiset osasarjat liitännäiskokoonpanolinjoille, joilta kootut osat (mm. harvesterin eturunko, takarunko ja esivarustellut kokonaisuudet) päätyvät pääkokoonpanolinjalle.

Ponssen valmistusfilosofia, jossa kaikki tapahtuu tilauksesta ja jossa myös osavalmistus toimii päätilauksen mukaan, ei investoinnin myötä muuttunut. Ennen laajennusinvestointia Ponssen kapasiteetin rajat tulivat vahvan kysynnän aikana usein vastaan ja tilauskannan pituus eli toimitusaika saattoi venyä merkittävästi. Investoinnilla tähdättiinkin toimitusaikojen selvään lyhentämiseen. Arvioimme, että aiempi 1100-1200 koneen vuotuinen kapasiteetti kasvoi investoinnin myötä 1500-1600 koneeseen (n. +30-35 %), eikä Ponssen oma kapasiteetti enää tule rajoitteeksi toimitusnopeudelle ja -määrille.

Ponssen mukaan Vieremän investointi on ylösajon jälkeen saavuttanut jo merkittävän osan sille asetetuista tavoitteista:

- **Laadun parantuminen.** Tehtaan joustavuus on Ponssen mukaan parantunut merkittävästi ja esimerkiksi vikatilanteisiin kyetään reagoimaan ja ongelmat ratkomaan selvästi aiempaa tehokkaammin. Tuotannon ja laadun uudet mittajärjestelmät tukevat jatkuvaa laadun parantamista ja Ponssen mukaan takuukustannukset toimitettua konetta kohden on saatu jälleen lasku-uralle. Ponssen mukaan yhtiö on investoinnin myötä kyennyt stabiloimaan sekä laadun että läpimenoajat Vieremän tehtaalla.

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 2/3

- **Joustavuuden lisääntyminen.** Ponssen mukaan joustavuus on parantunut selvästi sekä järjestelmäinvestointien että parantuneiden työtilojen ja -tapojen ansiosta. Järjestelmien osalta joustavuutta tukee itse tuotantojärjestelmän uusiminen (pääkokoonpanolinja ja sitä palvelevat liitännäiskokoonpanolinjat nostureille, ohjaamoille sekä etu- ja takarungoille), varastoautomaation käyttöönotto sekä toiminnan parempi ennustettavuus, mikä on johtanut komponenttitoimitusten tehostumiseen (enemmän just-on-time -toimituksia). Työtilojen ja -tapojen parantuminen näkyy itse tilojen kasvuna, parantuneena ergonomiana, standardoituina työtapoina, selvempänä materiaa livitana ja kokoonpanolinjojen parantuneena tasapainottamisena sekä työturvallisuuden paranemisena.
- **Tuottavuuden nousu.** Ponsse mittaa tuottavuutta maksetuilla työtunneilla valmistunutta konetta kohden ja yhtiön mukaan se on menossa kohti 5 %:n vuotuista parannustavoitetta. Tuottavuuden parannus perustuu kahdessa edellisessä kohdassa mainittuihin tekijöihin.

Ponssen mukaan laajennusinvestoinnin ylösajon suurimmat haasteet liittyivät kokoonpanolinjojen tasapainotukseen ja työkuorman pitämiseen tasaisena, liitännäiskokoonpanolinjojen toiminnan

optimoimiseen kapasiteetin käyttöasteen ja sisälogistiikan toimivuuden näkökulmasta sekä toimittajaverkoston pysymiseen kasvun mukana niin laadun kuin toimituskyvynkin suhteen. Valtaosa hankaluuksista on kuitenkin selvitetty ja kapasiteetin käyttöaste on tällä hetkellä 100 %, kun huomioidaan tehtaan nykyisen layoutin sekä toimittajaverkoston asettamat rajoitteet.

Ponsse korostaa lisäksi, että kaikki valmistuksen kehittäminen ei ole investointivetoista vaan myös selvää prosessien kehittämistä. Ponsse keskittyy jatkuvasti tuotantoprosessien ja sisälogistiikan kehittämiseen ja nyt on menossa projekti, jossa samalla liitännäiskokoonpanolinjalla pystytään valmistamaan selvästi aiempaa enemmän ohjaamorunkoja.

Tuotteet teknisesti alansa huippua

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

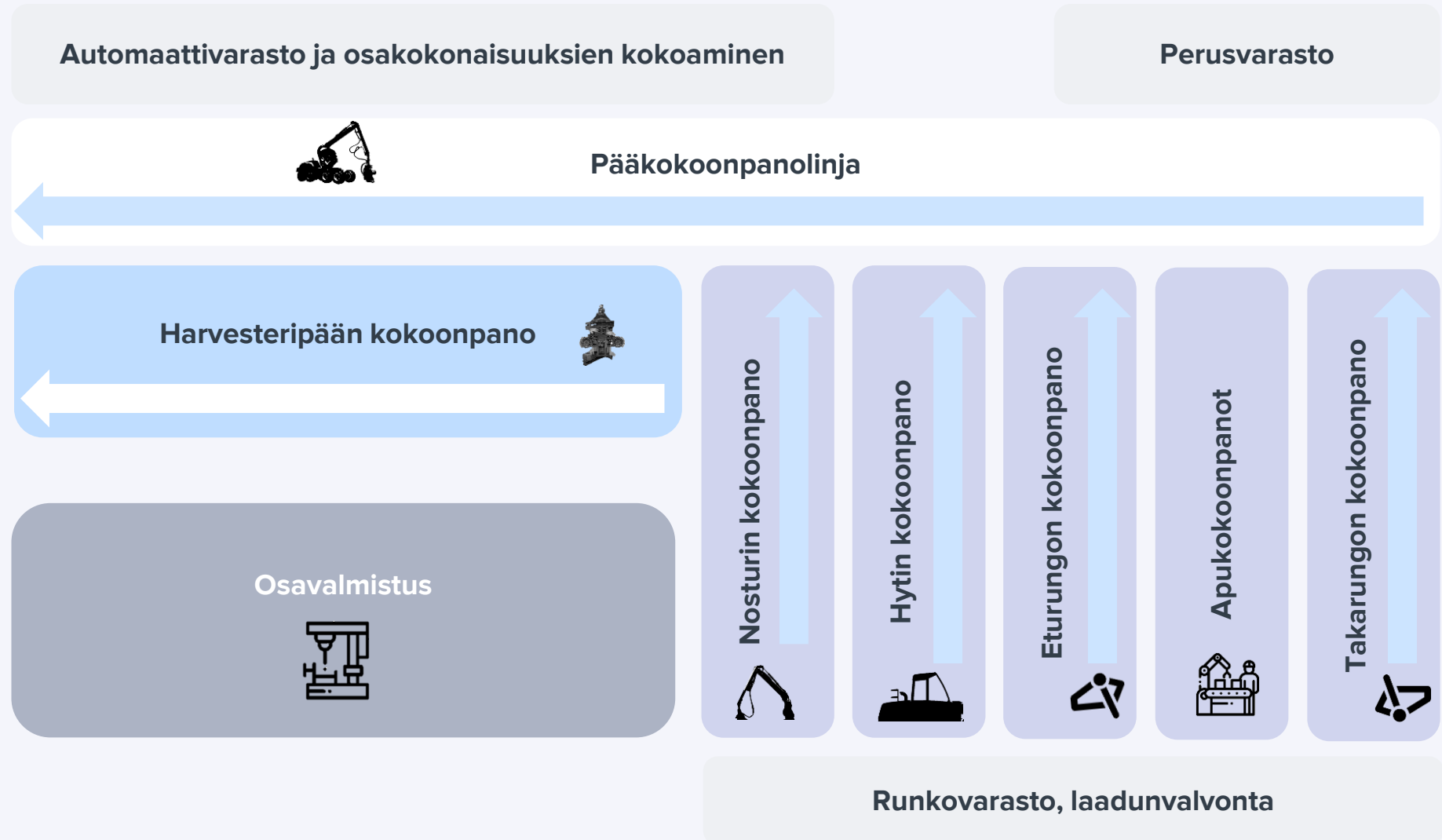
tasapaino ja kuljettajan työskentelynäkyvyys). Kaikkiaan Ponssen metsäkoneissa hyödynnetään noin 70 patenttiperhettä.

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

Tarjooma sovitetaan eri asiakassegmentteihin

Metsäkoneasiakkaiden keskipakko on kasvamassa. Yksittäisiä koneita omistavien ja käyttävien metsäurakoitsijoiden rinnalle on tullut ja tulee ns. fleet loggereita (koneiden vuokraajat), jotka tarvitsevat erilaisia palvelukokonaisuuksia kuin ensin mainitut. Tyypillisesti fleet loggereilla on konekannassaan 20-70 konetta. Fleet loggerit ovat usein Ponssen huoltosopimuksen piirissä ja ovat myös hintatietoisia eli keskittyvät siihen, saako huollosta aitoa lisäarvoa eivätkä maksa turhasta. Fleet loggereiden lisäksi isoja asiakkaita edustavat ns. teolliset urakoitsijat (industrial loggers), jotka usein ovat isoja metsäyhtiöitä. Näillä yhtiöillä voi olla isoja metsävaroja ja hakkuut ovat vain yksi osa ketjussa, jonka loppupäässä useimmiten myydään sellua. Tyypiesimerkkejä ovat brasilialaiset, viime vuonna yhdistyneet Fibria ja Suzano. Teollisilla urakoitsijoilla on myös korkeat vaatimukset tietojärjestelmien suhteen. Metsäkoneissa tulee olla muihin prosesseihin integroidut järjestelmät, jotka mahdollistavat reaaliaikaisen seurannan kun taas

Vieremän tehtaan tuotannonjärjestely 2018-



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 3/3

fleet loggereille kelpaavat kevyemmätkin tietojärjestelmät. Tuoteportfoliomielessä avainkysymys onkin, onko Ponsella oikea tarjooma eri asiakassegmentteihin.

Asiakaskunnan rakennemuutoksessa Ponsse lisää valikoimaansa uusia huolto-, koulutus-, rahoitus- ja muita palveluratkaisuja. Ponsse tulee jatkossakin lanseeraamaan uusia palveluja, joilla mm. parannetaan läpinäkyvyyttä koneen kuntoon. Uusiin palveluihin liittyy paljon kokeilevuutta ja Ponsse haluaa jo varhain varmistaa, mistä asiakas on halukas ja valmis maksamaan. Ponsse ei kuitenkaan priorisoi asiakasryhmiä, vaan kaikki halutaan pitää yhdenvertaisina mm. palvelun nopeuden ja laadun suhteen.

Asiakastarpeisiin vastataan massaräätelöinnillä

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

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle ja sieltä edelleen

satamien kautta jakelijoille. Vuonna 2018 rahdit ja huolinta vastasivat vain 1,4 %:sta Ponssen liikevaihtoa, joten tehtaan sijainti etäällä rahtiliikenteen solmukohdista ei ole ongelma. Myös pääkilpailijoiden tehtaot sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponssen jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu 11 oman myyntiyhtiön sekä noin 35 jälleenmyyjäyhtiön avulla. Vuonna 2018 Ponssen myymistä koneista noin 35-40 % myytiin jälleenmyyjien kautta ja 60-65 % myytiin itse tai omien tytäryhtiöiden kautta. Ponsse hakee koko ajan tasapainoa pääomatehokkaamman jälleenmyyjämyynnin (koneet poissa omasta varastosta ja saatavista) ja paremman asiakaskontaktin tarjoavan oman myynnin (tietoa koneiden käyttötapoista ja -kokemuksista, kehitysideoista jne.) välillä.

Digitalisoituminen ajaa partneroitumaan

Puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat jatkossakin voimakkaasti. Kasvuaikavaiheita ovat 1) satelliitti- ja lennoki-perustainen tiedonhankinta metsistä; 2) ”metsien internet” eli koko toimitusketjun reaaliaikainen tiedonhankinta ja -välitys; 3) sensortechnologia, robotiikka ja kauko-ohjatut metsäkoneet sekä 4) data-analytiikka (ennusteet, simulointi, tekoäly ja päätöksenteon tukijärjestelmät). Ponssen

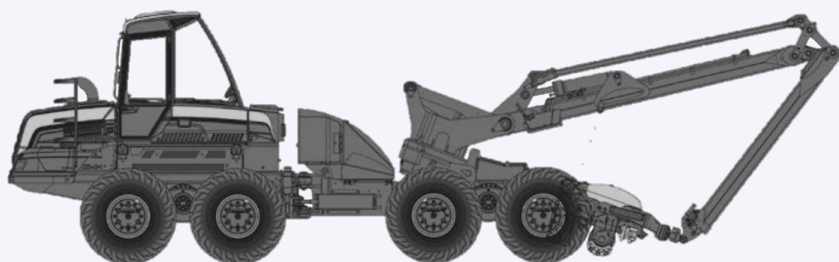
tavoitteena on rakentaa partneriverkostoja, joiden avulla voidaan toimittaa asiakkaille luotettavaa teknologiaa kustannustehokkaasti. Partneroituminen on jatkuvaa ja esimerkiksi ohjelmistosuunnitteluun ja -ylläpitoon on partneriverkoston avulla valjastettu 35 ulkopuolista työntekijää samalla kun Ponsse itse on rekrytoinut 45 omaa ohjelmistoammattilaista. Partneroitumisen rinnalla kasvua voidaan turvata ja vauhdittaa myös yritysostoin niissä segmenteissä, joissa tarvitaan vielä lisäosaamista (esim. ohjelmistokehitys).

Liiketoimintamallin arvio

Näyttöjen perusteella liiketoimintamalli toimii hyvin. Yhden tehtaan ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmä voi kuitenkin olla riskialtis erilaisissa häiriötilanteissa (tärkeän koneen rikkoutuminen, tulipalo, energiantoimitushäiriö, lakko joko tehtaassa tai esim. rautateillä) ja kaventaa yhtiön sopeutumismahdollisuuksia. Myös partneroitumisen onnistumisessa on vielä riskejä.

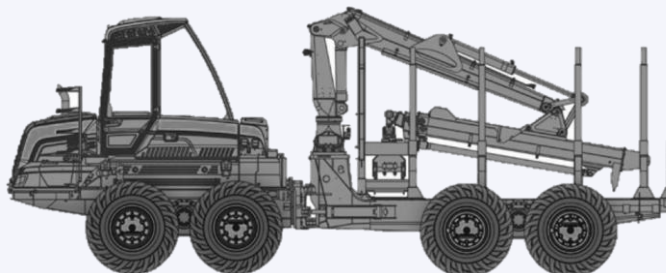
Ponssin päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, tn	17,5-23,8
Pituus x leveys, m	7,3-9,0 x 2,9-3,1
Moottorin teho, kW	150-260
Moottorin vetovoima, kN	130-230
Nosturin ulottuma, m	10-11
Hinta, 1000 EUR	350-550

Kuomatraktorit (ajokoneet)



Paino, tn	14,7-22,9
Pituus x leveys, m	9,3-11,1 x 2,7-3,3
Moottorin teho, kW	150-210
Nostomomentti, kN	106-160
Kuormaimen ulottuma, m	10
Hinta, 1000 EUR	250-350

Huollon liiketoimintamalli 1/2

Toiminnan pohjana kattava huoltoverkosto

Ponssen huoltoliiketoiminta vastasi 19 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2018 ja oli noin 118 MEUR. Yhtiöllä on kaikkiaan 196 huoltopistettä 34 maassa. Huoltopisteistä 41 on Ponssen omia ja 155 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (25), Ruotsissa (28), Venäjällä (37) ja Yhdysvalloissa (20). Huollon käytettävissä on kaikkiaan yli 800 mekaanikkoa. Viime kädessä huoltopisteiden lukumäärä ja sijainti määräytyvät paikallisten asiakastarpeiden, logististen ratkaisujen sekä kehittyvien huoltokonseptien mukaan.

Ponssen arvio on, että sen toimittamista reilusta 15000 koneesta käytössä on edelleen 11500 kpl eli reilu 75 %. Konekanta on kasvanut arviolta 9 % viimeisen vuoden aikana. Käytännössä lähes kaikki em. 11500 metsäkoneetta ovat huollon piirissä, sillä vähintään koneen varaosat hankitaan Ponssen tai sen edustajan kautta. Ponssen pitkän aikavälin tavoitteena on saada yli puolet käytössä olevasta konekannasta myös omien huoltosopimusten piiriin. Ponsse ei ole julkistanut nykyistä osuutta, mutta uskomme sen olevan korkeintaan 20 %, vaikka konekannasta yli puolet käy Ponssen huollossa vuosittain. Ponssen mukaan huoltosopimusten piiriin siirtyminen on metsäkoneyrittäjien keskuudessa pitkälti sukupolvikysymys nuoremman sukupolven ollessa edeltäjiään vähemmän halukkaita koneiden

huoltamiseen itse. Ponssen intressiä kasvattaa se, että huoltosopimusten piirissä olevista asiakkaista suurempi osa hankkii myös kulutusosat (kuten suodattimet ja teräketjut) Ponssen kautta, jolloin Ponssen osuus asiakkaan konehuoltoon käyttämistä varoista (ns. share of wallet) kasvaa.

Takuukustannusten katteena 5 MEUR:n varaus

Ponsse myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2018 lopussa 5,4 MEUR:n takuuvaraus, joka perustuu aiemmilta vuosilta kertyneeseen tuotteiden vikaantumishistoriaan.

Huoltosopimuksilla haetaan ennustettavuutta

Kulutus- ja varaosien lisäksi Ponsse tarjoaa esimerkiksi kolmen vuoden tai 7200 käyttötunnin mittaisia huoltosopimuksia (Ponsse Active Care), joihin kuuluvat kiinteähintainen määräaikaishuolto alkuperäisillä varaosilla ja tehtaan määrittelemillä määräaikaishuolloilla. Active Care+ on pidennetty takuu määrätyille komponenteille normaalista 2000 käyttötunnista aina 6000 käyttötuntiin. Huoltopalveluihin kuuluu myös tekninen tuki eli huoltoneuvonta sekä huoltokorjaamo ja kenttähuolto (huoltoauto ajaa asiakkaan työmaalle). Asiakaspalveluun kuuluu lisäksi käyttökoulutus uuden (tai sovittaessa myös käytetyn) metsäkoneen toimituksen yhteydessä.

Huoltoliikevaihto kasvaa käyttötuntien funktiona

Huoltopalvelujen liikevaihto vaihtelee voimakkaasti eri markkinoiden välillä. Koska huollon liikevaihdosta 85-90 % muodostuu kulutus- ja varaosista, on koneiden käyttötunneilla ratkaiseva vaikutus kysyntään. Hakkuukoneen käyttötunnit Pohjoismaissa ovat yleensä reilut 2000 tuntia vuodessa ja Pohjois-Amerikassa vain noin 1500 tuntia vuodessa, mutta toisaalta Venäjällä ja Brasiliassa usein yli 5000 tuntia vuodessa. Koneen teknisen elinkaaren päättyessä yleensä 25000-30000 käyttötunnin jälkeen on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on oleellisesti suurempi viimeisten 10000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10000 käyttötunnin aikana.

Paljon eväitä huollon kasvulle ja hyvälle kannattavuudelle

Seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) toimitetun metsäkonekannan kasvu arviomme mukaan yli 1000 koneella vuosittain merkiten reilun 10 %:n lisäystä käytössä olevaan konekantaan; 2) metsäkoneyrittäjät yhä useammin ulkoistavat huollon eivätkä enää yritä huoltaa koneita itse, kuten aikaisemmin; 3) metsäkoneiden ristiinhuolto eri konemerkkien välillä on hyvin vähäistä eli Ponsse käytännössä yksin huoltaa toimittamaansa konekantaa ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten

Huollon liiketoimintamalli 2/2

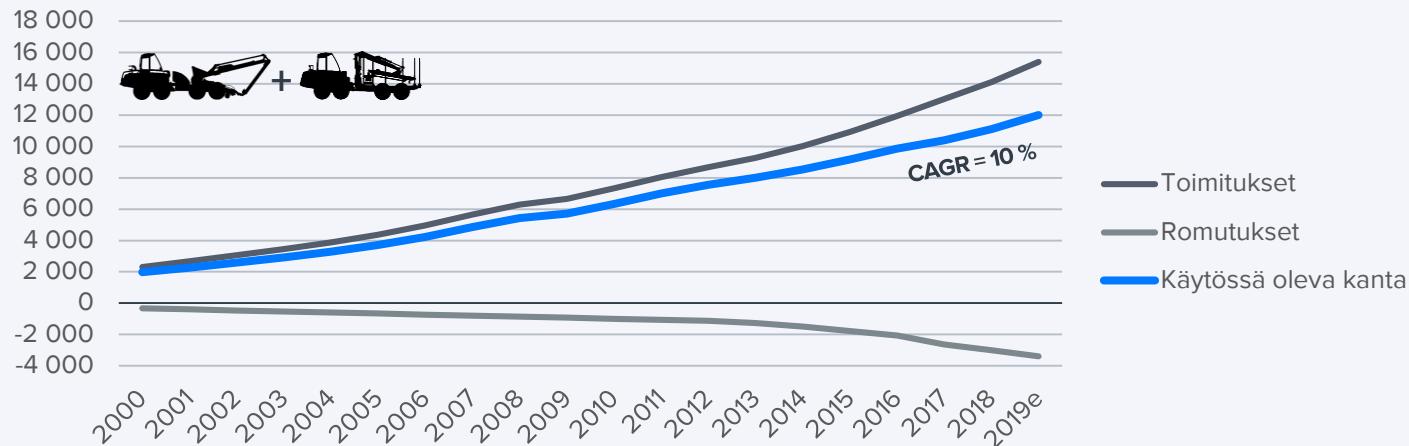
piraattiosien merkitys tärkeällä kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

Ponsse on kommentoinut huoltoliiketoimintansa kannattavuutta vain toteamalla, että kulutus- ja varaosaliiketoiminta on kannattavampaa kuin uusien koneiden myynti. Tässä suhteessa Ponsse ei poikkeakaan muista konepajayhtiöistä. Ponsse näkee huoltopalvelut (työn ja varaosat) osaksi konemyyntiä ja siihen liittyvää palvelua. Huollon kannattavuutta ei sen vuoksi pyritä erikseen maksimoimaan vaan Ponssen tavoitteena on asiakkaan koneen elinkaarikustannusten optimointi. Elinkaarikustannukset ratkaisevat asiakastytyväisyyden ja vaikuttavat oleellisesti merkkioskollisuuteen uusintaostotilanteessa.

Liiketoimintamallin arvio

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

Ponssen kumulatiiviset konemäärät 2000-2019e, kpl



Vaihtokoneiden liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta saadaan lähes aina vaihtokone

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

Jälleenmyyjät huolehtivat omista vaihtokoneistaan

Ponsse myy 60-65 % valmistamistaan metsäkoneista oman jakeluverkostonsa eli omien myyntiyhtiöidensä kautta loppujen mennessä asiakkaalle jälleenmyyjäyhtiön kautta. Viimeksi mainitut yhtiöt hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

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

Arvioimme, että myydessään itse uuden koneen saa Ponsse 80 %:ssa tapauksista taseeseensa vaihtokoneen. Vaihtokonetta myytäessä arvioimme osuuden laskevan 65 %:iin ja vaihtokoneen vaihtokonetta myytäessä edelleen 40 %:iin. Käytännössä koneet ovat tässä vaiheessa usein jo teknisen elinkaarensa päätösvaiheessa.

Kone myydään useimmiten paikallisesti

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

Fokus varaston kierrossa ja rahavirrassa

Ponssen fokus vaihtokoneliiketoiminnassa on ennen kaikkea varaston hallinnassa ja rahavirrassa. Keskimääräinen myyntiaika vaihtokoneella on 3-6 kuukautta. Ponsse järjestää säännöllisesti vaihtokoneiden myyntikampanjoita sekä tarvittaessa koneiden huutokauppoja.

Ponssen tarjoamat vaihtohinnat neuvotellaan sellaisiksi, ettei yhtiön tarvitse myydä vaihtokoneita tappiolla. Vaihtokonekaupasta saatavat marginaalit

ovat kuitenkin muihin liiketoimintoihin verrattuna pieniä, mikä tarkoittaa myyntimixin heikentymistä vaihtokonekaupan roolin kasvaessa.

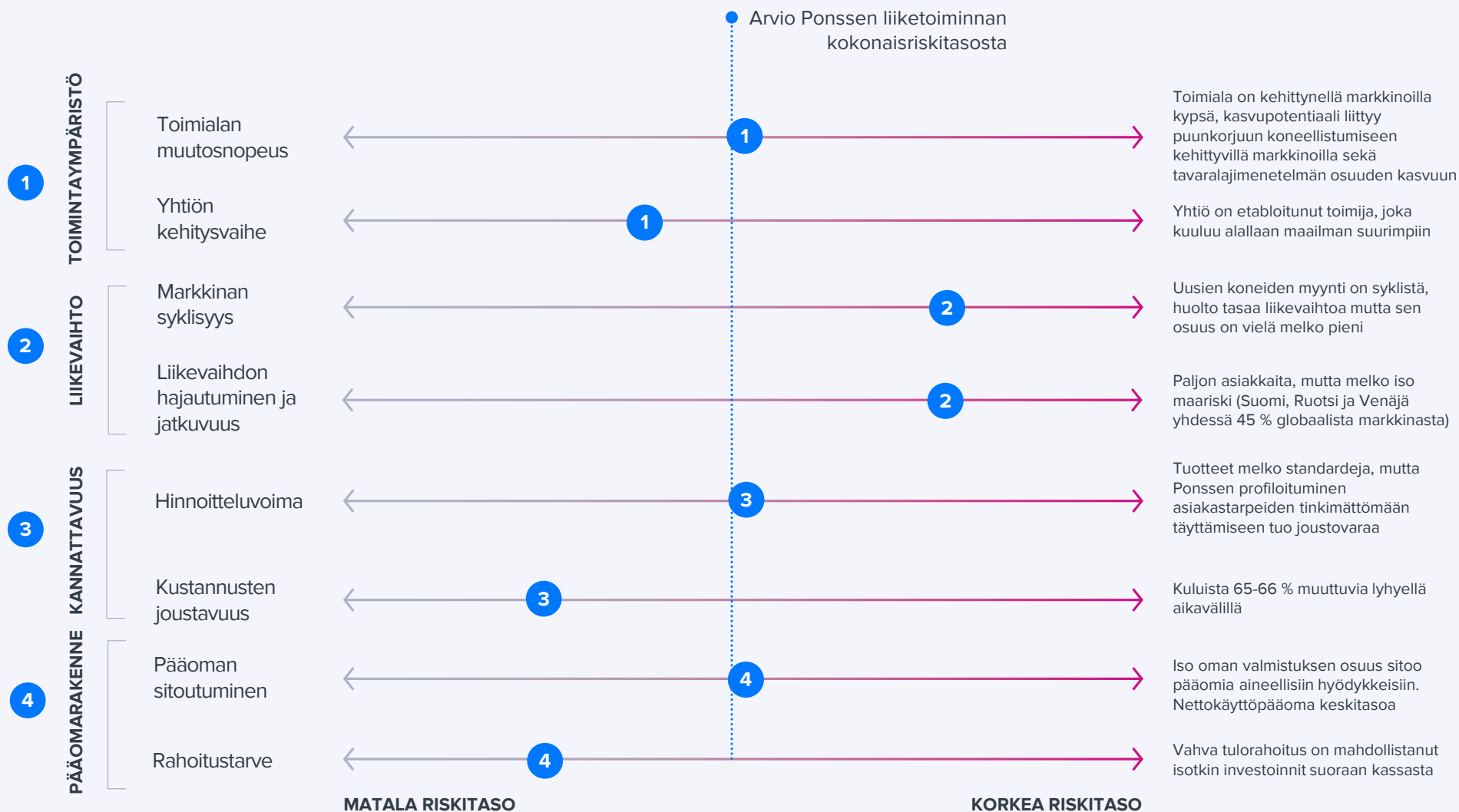
Vaihtokoneiden liikevaihto vajaa 100 MEUR

Oletamme, että Ponssen taseessa vaihto-omaisuuden osana näkyvä ”muu vaihto-omaisuus” (2018: 21,4 MEUR; 2017: 28,0 MEUR) on käytännössä kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä vastaa 11 % ja 16 % omasta pääomasta mainittuina vuosina eli arvostukseen liittyviä riskejä voidaan pitää kohtuullisina. Jos vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi oletetaan nykyinen noin 3 kuukautta ja myynnin katetasoksi 4 %, saadaan vaihtokoneiden liikevaihdoksi noin 90 MEUR. Tämä vastaa 15 %:a konsernin viime vuoden liikevaihdosta.

Liiketoimintamallin arvio

Dynamiikka on tervettä siinä mielessä, että vaihtokoneen taseeseen tuloa on aina edeltänyt uuden koneen myynti ja vaihtokonevaraston koko on Ponssen kokoon verrattuna kohtuullinen. Keskittyminen rahavirtaan on mielestämme perusteltua ja se, että liiketoiminta on mitä ilmeisimmin kannattavaa on positiivinen lisäpiirre. Jos liikevoittomarginaali olisi 4 %, tekisi Ponsse vaihtokoneliiketoiminnassa varsin hyvää noin 16 %:n sijoitetun pääoman tuottoa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Ei julkituotua strategiaa

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

Oletuksemme strategisiksi kulmakiviksi

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

- 1. Tiukka fokus.** Toisin kuin kansainvälisten konglomeraattien osana toimivilla pääkilpailijoilla, Ponssen koko toiminta on valjastettu ainoastaan tavaralajimenetelmän kumipyöristen metsäkoneiden kehittämiseen, valmistamiseen ja myymiseen.
- 2. Asiakastarpeiden huomioiminen kaikessa toiminnassa.** Ponssella tämä tarkoittaa asiakaspalautteen eli käyttökokemusten, kritiikin ja kehitysideoiden laajamittaista ja jatkuvaa keräämistä ja sen heijastumista koko ketjuun tuotekehityksestä valmistuksen ja

jakelun kautta jälkimarkkinatoimintoihin. Osana tätä toimintatapaa asiakkaiden henkilökohtainen tunteminen ja jopa heidän perheidensä huomioiminen toiminnassa on hyvin keskeistä ja arviomme mukaan erottaa yhtiön edukseen kilpailijoista.

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

Kilpailustrategian tarve voi nousta

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

tasolla. Tilanteeseen vaikuttaa myös tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan oligopolistinen rakenne ja se, että metsäkoneala ei ole Ponssen pääkilpailijat omistavien konsernien ydinliiketoimintaa. Kilpailutilanne on mielestämme edelleen melko rauhallinen.

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

Strategian arviointi

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

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

- **Kasvu:** Liikevaihdon markkinaa nopeampi kasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali $\geq 12\%$
- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta $\geq$ käyttökate
- **Pääomatehokkuus:** Pääoman kiertonopeus $\geq 2x$

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

Kommenttimme tavoitteiden suhteesta viime vuosien toteutuneisiin lukuihin ovat:

- **Kasvu:** Ponssen liikevaihto kasvoi vuosina 2016-2018 keskimäärin 10 % vuodessa, mikä ylittää arvioimamme 8 %:n markkinakasvun. Pääkilpailijoiden Deere Forestryn ja Komatsu Forestin kasvuvauhti on arvioimme mukaan ollut keskimäärin 8 % kyseisellä jaksolla.
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali oli 12,1 % vuonna 2015, mutta ostettujen materiaalien ja palvelujen osuus liikevaihdosta oli tuolloin tavanomaista 64-65 %:n tasoa alempi oltuaan 62,8 %. Vuosina 2016, 2017 ja 2018 liikevoittomarginaali oli vastaavasti 10,7 %, 11,7 % ja 10,1 %. Vuoden 2018 kannattavuuteen vaikutti

negatiivisesti Vieremän laajennusinvestoinnin ylösajo.

- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta oli vuosina 2016-2018 94-101 % käyttökatteesta, (keskimäärin 98%), joten tavoitteen alaraja on käytännössä saavutettu.
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -lukuna. Tavoite saavutettiin vuonna 2015 (2,0x), mutta siitä on jääty vuosina 2016-2018 (1,7x-1,8x).

Liikevaihdon kasvutavoite on maltillinen

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

Kannattavuustavoitteessa riittää haastetta

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

%:n tason on erittäin haastavaa.

Rahavirtatavoite realistinen

Koska operatiivinen rahavirta on jo matemaattisesti hyvin lähellä käyttökate, kuvastaa tavoite Ponssen halukkuutta pitää nettokäyttöpääoma kurissa. Kuten todettu, tavoitteen saavuttamisessa on viime vuosina onnistuttu hyvin.

Pääomatehokkuus ei ole ongelma

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

Ei kovin täsmällistä osingonjakopolitiikkaa, mutta tasainen kehitys saanee jatkoa

Ponssen osinkopolitiikan mukaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääomavaatimusten mukaisesti”. Osakekohtaisen osingon suuntaus on ollut viime vuosina nouseva ja osingonjakosuhte on ollut 37-51 % vuosina 2016-2018. Odotamme osingonjakosuhteen pysyvän 48-49 %:ssa vuosina 2019-2021.

Tuotteet

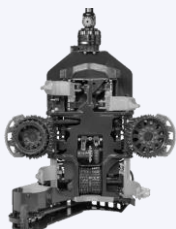
Harvesterit



Kuormatraktorit



Hakkuupäät



Tietojärjestelmät



Segmentit (2018 liikevaihdosta, %)

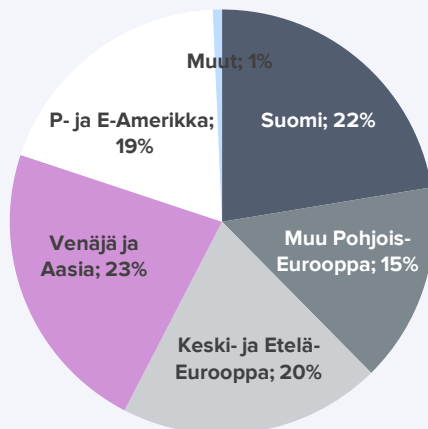


Uudet metsäkoneet 67 % Vaihkokoneet 15 %



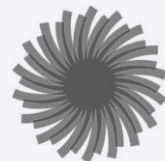
Huolto 19 %

Liikevaihto alueittain, 2018



Asiakkaat / kumppanit

~2000 metsäkoneyrittäjää



storaenso



MetsäFibre



suzano



CENIBRA®

Kilpailu

Pääkilpailijat



JOHN DEERE
FORESTRY

KOMATSU

Forestry Quality™

Pienemmät kilpailijat



first in forest

EcoLog



SAMPO ROSENLEW

LOGSET

Tigercat

Metsäkonemarkkinat 1/5

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 1,9-2,0 miljardia kuutiota

Metsäkoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat 1,9-2,0 miljardia kuutiota vuodessa, sekä hakuiden 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 puunkorjuusta on selvästi alle 10 %.

Hakkuuvolyymien kasvu hidasta, mutta tasaista

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

Kyseessä on globaalisti kypsä toimiala, jossa tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu

eräiden muiden tuotteiden (painopaperi) kysynnän vähittäisellä laskulla. Tosin esimerkiksi UPM:n mukaan painopapereiden kulutuksen supistuminen ei merkitse vastaavaa vähennystä sellun käytössä, sillä markkinoilta häviävän kierrätyskuidun määrä on korvattava sellulla.

Energiapuun käyttö kokonaisuutena todennäköisesti laskee kaupungistumisen myötä, mutta teollisen energiapuun käyttö kasvaa. Kasvuennusteet (esim. FutureMetrics) puupellettien kysynnälle tärkeimmillä markkinoilla ylittävät 10 % vuodessa 2023:een saakka. On kuitenkin huomattava, että energiapellettien valmistukseen käytetään pääasiallisesti puunjalostuksessa syntyviä sivutuotteita, kuten puupurua. Näin ollen kasvussa on kyse enemmän raaka-aineen tehokkaammasta käytöstä kuin hakkuumäärien kasvuun vaikuttavasta tekijästä.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla 2010-2018 keskimäärin 1,7 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Venäjällä (3,9 %), Euroopassa (2,5 %) ja Latinalaisessa Amerikassa (2,1 %). Pohjois-Amerikan hakuiden kasvu on ollut tätä hitaampaa (1,1 %), mutta kuitenkin positiivista.

Uskomme globaalien hakkuuvolyymien trendikasvun säilyvän jatkossakin 1,3-1,8 %:ssa vuosittain kasvun ollessa nopeinta Latinalaisessa Amerikassa mm. istutusmetsien yhä lisääntyessä. Kasvua ylläpitää ennustettu markkinasellun kysynnän 2,5 %:n vuosikasvu 2019-2024 (lähde: ÄF

Pöyry). Sellun kysyntää puolestaan ajaa ennen kaikkea Kiina, jonka osuus globaalista sellun kulutuksesta on noussut noin 35 %:iin.

Myrsky- ja hyönteistuhot sotkevat Keski-Euroopan puumarkkinaa

Viime vuosien myrskytuhot ja etenkin kaarnakuoriaiseen liittyvät hyönteistuhot ovat sekoittaneet Manner-Euroopan puumarkkinat pahasti. Tuhoihin liittyvät korjuut / hakkuut ovat lähteneet merkittävämmissä määrin liikkeelle 2017. Kaikkiaan Keski- ja Itä-Euroopassa on korjattu tuhopuuta (myrsky- ja hyönteistuhot yhteensä) noin 80-100 milj. m³ vuosina 2017-2019, mutta Ponssen mukaan tuhopuun määrä voi alueella olla pidemmällä aikavälillä kaikkiaan 300 milj. m³. Määrää voi verrata teollisuuspuun yhteenlaskettuihin hakkuisiin Saksassa, Itävallassa, Tsekissä, Slovakiassa ja Puolassa, mikä määrä oli 122 milj. m³ vuonna 2017. Tämän arvion perusteella markkinoille olisi tulossa tuhopuuta vielä 1,5-2 normaali vuoden hakkuumääriä vastaava volyymi seuraavien parin vuoden aikana.

Metsäkonemarkkinat 2/5

Hakkuiden koneellistumisasteessa vielä kohtuullisesti nousuvaa

Metsäkonemarkkinan keskeisin ajuri on alusta lähtien ollut puunkorjuun koneellistumisesta saatavat hyödyt. Puiden mekaaninen kaataminen, karsinta, katkominen ja kuljetus joko kaatokoneen, juontokoneen ja karsimakoneen tai toisaalta harvesterin ja kuormatraktorin yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen / maataloustraktori -yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti kohoten vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja nousi Komatsu Forestin arvion mukaan vuoden 2010 54 %:sta vuoden 2017 58-59 %:iin eli 0,6-0,7 %-yksikön vuosittaita. Odotamme nousun jatkuvan suunnilleen samaa vauhtia. Koneellistumisen etenemistä kuitenkin hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset koneinvestointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen kuten Aasiassa.

Tavaralajimenetelmällä merkittäviä kilpailuetuja

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

Metsäkoneiden markkinat on jaettu käytännössä kokonaan kahden teknologian eli kokopuu-

menetelmän (full-tree method) ja tavaralajimenetelmän (cut-to-length method, CTL) kesken. Kokopuumenetelmässä puu kaadetaan kaatokoneella (feller-buncher), kuljetetaan metsästä juontokoneella (skidder), karsitaan karsimakoneella (delimber) ja tarvittaessa katkotaan kuljetuksiin sopiviin pituuksiin katkomakoneella (slasher).

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

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

Tavaralajimenetelmän haittoja taas ovat 1) korkeampi investointikustannus; 2) selvästi korkeammat vaatimukset koneenkäyttäjän osaamistasolle; 3) monimutkaisemmasta

teknologiasta koituvat toimivuusriskit ja 4) harvesteripään heikompi toimivuus syvässä lumessa sekä joidenkin puulajien (esim. suurikokoiset haavat) kanssa.

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus on kasvanut koko ajan

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

Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,4 miljardia euroa

Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla varsin vähän. Syksyllä 2017 Komatsu Forest arvioi globaalin metsäkonemarkkinan kooksi 4,3 miljardia euroa, mutta koska Komatsu on mukana myös kokopuumenetelmää käyttävien koneiden markkinolla, pitää luku sisällään ainakin niiden osuuden ja oletettavasti myös muita konesegmenttejä. Ponsselle relevanttia markkinaa onkin helpompi arvioida myytävien konemäärien ja tärkeimpien toimijoiden liikevaihdon kautta. Valmistajat eivät kuitenkaan julkista toimitusvolyymejään yksittäisinä vuosina eivätkä myöskään pelkästä uuslaitemyynnistä kertynyttä liikevaihtoa. Ponssin arvio on, että

Metsäkonemarkkinat 3/5

maailmassa myytiin vuonna 2018 noin 4100 tavaralajimenetelmän metsäkonetta jakautuen puoliksi harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken. Harvestereiden keskimääräinen myyntihinta on 350-400 TEUR ja kuormatraktoreiden 250-350 TEUR, joten tavaralajimenetelmän uuslaitemyynnin markkinan koko globaalisti oli viime vuonna arviolta 1400 MEUR.

Maantieteelliset erot edelleen isoja

Pohjois-Euroopassa tavaralajimenetelmän osuus koko koneellisesta puunkorjuusta on täydet 100 % ja muuallakin Euroopassa yli 80 %. Näillä alueilla tavaralajimenetelmän osuuden kasvun kautta syntyvä markkinakasvupotentiaali on siten pieni.

Venäjällä tavaralajimenetelmän yleistymisen on ollut nopeaa ja sen osuus Venäjän koneellisessa puunkorjuussa nousi vuoden 2005 noin 40 %:sta vuoden 2018 80-90 %:iin ja lähentelee alueellisesti 100 %:a. Venäjällä tavaralajimenetelmä on suosittu kaikkialla, missä on länsimaista metsäteollisuutta. Tärkeitä argumentteja menetelmän puolesta ovat koneiden kantavuus pehmeällä maalla, soveltuvuus kelirikkoajan puunkorjuuseen sekä puunkorjuun siirtyminen hoidettuihin istutus- ja viljelymetsiin.

Tavaralajimenetelmän osuus on pieni Pohjois-Amerikassa (n. 20-25 %). Syitä tähän on useita: 1) kulttuuri, jossa puutavara nähdään raaka-aineena jonka käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joiden varastointi, muu logistiikka sekä puutavaran prosessointi on viritetty puutavaran käsittelyyn bulkkituotteena; 3) eri osavaltioissa lisääntyvä puun

energiakäyttö, joka suosii kokopuumenetelmää sekä 4) metsäalan työvoiman koostuminen suurelta osin siirtolaisista, joilla ei ole tavaralajimenetelmän edellyttämää korkeaa osaamista ja kielitaitoa.

Tavaralajimenetelmän osuus Pohjois-Amerikassa on kuitenkin ollut nousussa viime vuosina ja se ylittää jo ainakin Yhdysvalloissa 30 % oltuaan vain puolet tästä 2010-luvun alkupuolella.

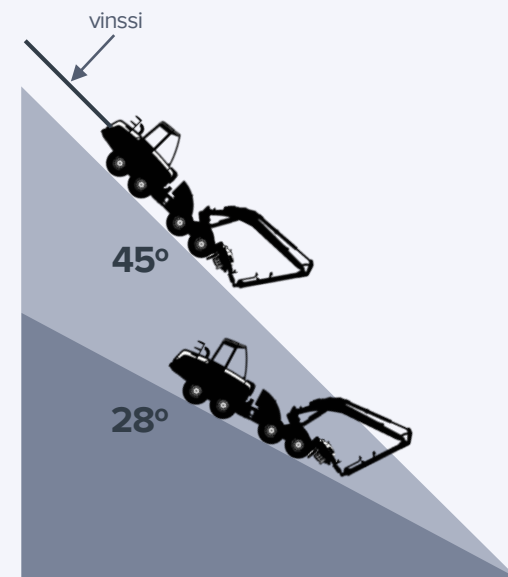
Tavaralajimenetelmän markkina-aseman valtaaminen on edennyt alueellisesti idästä länteen ja etelävaltioihin. Ponssin mukaan esimerkiksi Suurten Järvien alue on tavaralajimenetelmän osuuden kasvun näkökulmasta jo varsin saturoitunut markkina ja Ponsse onkin suunnannut katseensa Oregoniin (joka vastaa noin 15 %:sta Yhdysvaltojen hakkuista) sekä etelävaltioihin.

Tavaralajimenetelmän puolesta puhuvia seikkoja ovat etenkin etelävaltioiden sahateollisuuden investointien painottuminen tavaralajimenetelmää suosiviin prosesseihin eli tukkien vastaanottamiseen suoraan määrämittäisinä, jolloin pitkien tukkien varastointi ja katkomisvaihe jäävät pois. Toinen myönteinen seikka on tavaralajimenetelmän parempi soveltuvuus jyrkille rinteille (ks. oheinen kuva) sekä harvennushakkuisiin.

Latinalaisessa Amerikassa koneellinen puunkorjuu keskittyy pääasiassa istutusplantaaseille ja kaikki korjuumenetelmät ovat käytössä.

Tavaralajimenetelmän osalta kuormatraktoreiden toimivuus on plantaaseilla hyvä, mutta puut kaadetaan tavallisten harvestereiden sijasta usein

Tavaralajimenetelmä jyrkissä rinteissä



Vinssiavusteinen Ponsse Bear kanadalaisella hakkuualueella



Lähde: Ponsse

Metsäkonemarkkinat 4/5

myös tela-alustaisilla kaatokoneilla, joita Ponsse ei valmista. Kaikkiaan tavaralajimenetelmän osuudeksi Brasilian koneellisessa puunkorjuussa arvellaan 65-70 %. Osuus on ollut hienoisessa kasvussa viime vuosina ja Ponssen mukaan markkina on yhä selvemmin kääntymässä suosimaan tavaralajimenetelmää. Toinen tärkeä markkina on Uruguay, joka on lähes täysin tavaralajimenetelmän hallitsema.

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

Markkinan painopiste Euroopassa

Arviomme mukaan tavaralajimenetelmän metsäkoneiden markkina on edelleen varsin Eurooppa-painotteinen, sillä vuonna 2018 Eurooppa kokonaisuutena vastasi 53 %:sta koko markkinaa, jakautuen Suomen ja Ruotsin 27 %:n osuuteen ja muun Euroopan 26 %:n osuuteen. Venäjän metsäkonemarkkina vastasi 18 %:sta, Pohjois-Amerikka 11 %:sta ja Latinalainen Amerikka

6 %:sta markkinaa.

Metsäkonekysyntä on syklistä

Vaikka tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisten 25 vuoden aikana, on ala syklinen. Vuonna 2009 globaali markkina putosi 1400 koneeseen edellisen vuoden 4000 koneesta eli kaikkiaan -65 %. Markkina ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2018. Merkittävä notkahdus markkinassa koettiin myös 2012 (-25...-30 %). Vaikka tämänkokoisten pudotusten uusiminen olisikin epätodennäköistä, ovat pienemmät markkinashokit mahdollisia.

Epäsuora Kiina-riski on huomioitava

Venäjän nousua maailman suurimmaksi metsäkonemarkkinaksi on vauhdittanut Kiinan nopeasti kasvanut raakapuun ja sahatavaran tuonti. Kiinan-viennin osuus kaikista Venäjän hakkuista on vuosina 2013-2018 kasvanut 11 %:sta 16 %:iin. Samalla Kiinan osuus Venäjän sahatavaran viennistä on noussut vuoden 2012 34 %:sta vuoden 2018 53 %:iin. Toisaalta Venäjän osuus Kiinan sahatavaran tuonnista oli vuonna 2018 peräti 63 %. Kiinan puutavaratuonti kuitenkin supistui 1 %:lla liukuvalla 12 kuukauden jaksolla syyskuuhun 2019 saakka verrattuna vuotta aiempaan periodiin. Vielä kesällä 2018 Kiinan puutavarantuonti oli samalla mittarilla 12-14 %:n vuosikasvussa. Kaikkiaan Venäjän puutavaran Kiina-viennin kasvu saattaakin ainakin väliaikaisesti hidastua selvästi, sillä 1) Venäjä

on uhanut asettaa kohoavia rangaistustulleja jalostamattoman puutavaran viennille sekä 2) Venäjä ja Kiina ovat olleet sanasodassa tilanteessa, jossa Kiina ostaa laittomasti hakattua puutavaraa (jonka osuus saattaa olla jopa 15-30 % kaikista hakkuista) Venäjältä ja kuljettaa sen Kiinaan välittämättä tuotteen alkuperästä sekä siitä täytyvätkö Venäjän ympäristölainsäädännön ehdot. Toisaalta Kiina on tekemässä mittavia investointeja puunjalostusteollisuuteen Venäjällä voidakseen viedä jalostetut tuotteet Kiinaan. Kaikkiaan näkymä on epäselvä, mutta uskomme Kiinan tuovan jatkossakin merkittävän määrän tarvitsemastaan puutavarasta (joko tukkeina tai jalostettuna) Venäjältä.

Merkittävin uhka Venäjän puutavaran Kiina-viennin kasvulle tulee edelleen fundamenttitekijöistä: 1) puusta valmistettujen tuotteiden vienti Kiinasta ei ole enää samanlainen ajuri kuin aiemmin kohonneiden työvoima- ja raaka-ainekustannusten vuoksi sekä kaupan esteiden ja hallituksen muuttuneen politiikan johdosta; 2) rakentamisen kasvuvauhti maassa on jo selvästi tasaantunut talouskasvun ja kaupungistumisvauhdin hidastuttua, väestön ikääntyessä ja työikäisen väestön määrän kääntyessä laskuun sekä 3) Kiinan hallituksella on tiukat rajoitukset kiinteistö-keinottelulle. Näitä ovat mm. rajoitukset kehityssuunnitelmiin, rakentamattoman maan määrään, rahoituksen saatavuuteen ja myyntihintoihin.

Metsäkonemarkkinat 5/5

Metsäkonemarkkinan ennusteet 2019-2022

Teollisen puutavaran tärkeimmistä kysyntäajureista rakentamisen kasvuennusteet ovat hidastuneet tärkeimmillä markkina-alueilla. Euroopassa rakentamisen odotetaan kasvavan vuosina 2019-2021 keskimäärin 1,6 %:n v/v tahtia vuosien 2016-2018 keskikasvun oltua 3,2 % v/v (lähde: Euroconstruct 6/2019). Pohjois-Amerikassa rakentamisen kasvun odotetaan vuosina 2019-2021 hidastuvan 1,9 %:iin v/v, kun keskimääräinen kasvuvauhti oli 4,7 % v/v 2016-2018 (lähde: FMI Q3/2019). Sellun osalta kysyntänäkymä on edelleen hyvä ja kasvuodotus vuosille 2019-2024 2,5 % v/v, kuten jo aiemmin on todettu.

Sellun kasvunäkymiä tukevat sellukapasiteetin tulevat merkittävät laajennukset, joista lähivuosina tärkeimpiä ovat Metsä Fibren Kemiin suunnitteleman tehtaan (2023; 1,5 milj. tn) lisäksi Arauco Chilessä (2021; 1,6 milj. tn), Eldorado Brasiliassa (2022; 2,3 milj. tn), Bracell Brasiliassa (2022; 1,3 milj. tn) ja UPM Uruguayssa (2022; 2,1 milj. tn). Arvioimme, että täydessä kapasiteetissaan pelkästään em. Latinalaiseen Amerikkaan suunnitellut tehtaat merkitsevät 14 %:n kasvua koko maaosan hakkuissa verrattuna vuoteen 2018 (+34 milj. tn vs. 245 milj. tn). Jos kaikki tarvittavat uudet metsäkoneet käyttäisivät tavaralajimenetelmää, merkitsisi em. kasvu vähintään 300 uuden metsäkoneen markkinaa Latinalaisessa Amerikassa jo vuosina 2021-2022.

Isoimmista markkinoista Suomen metsäkonemarkkina on vielä kuluvana vuonna vetänyt hyvin. Q1-Q3'19:llä markkinoille toimitettiin 363 konetta, kun vastaava luku vuosi sitten oli 325 konetta eli volyymikasvua on syntynyt 12 % v/v. Ruotsissa tilanne on ollut samanlainen: maassa tilastoidaan vain kuormatraktoreiden myynti, joka Q1-Q3'19:llä oli 261 konetta merkiten peräti 29 %:n kasvua v/v. Venäjän markkinan odotetaan tänä vuonna kasvavan vielä aavistuksen eli 725 (2018: 720) koneeseen, mutta nopein kasvu on selvästi jo takanapäin. Aiemmin kuvattujen Keski-Euroopan myrsky- ja hyönteistuhojen vaikutusta metsäkoneiden kysyntään alueella on hyvin vaikea arvioida, sillä nopeasti kohonneen metsäkonekysynnän tyydyttäminen tapahtuu osittain em. urakoitsijoiden komennuskuntien kautta. Muu osa kysynnästä taas riippuu siitä, järjestyykö lisäkoneiden hankinnalle rahoitusta (huomioiden tuhopuun hyvin alhainen hintataso ja sen vaikutukset urakoitsijoiden asiakkaisiin) sekä jo nyt pitkät metsäkoneiden toimitusajat. Globaalisti odotamme kuluvan vuoden tavaralajimenetelmän koneiden markkinan kasvavan 6 %:lla v/v 4350 koneeseen (2018: 4100 konetta).

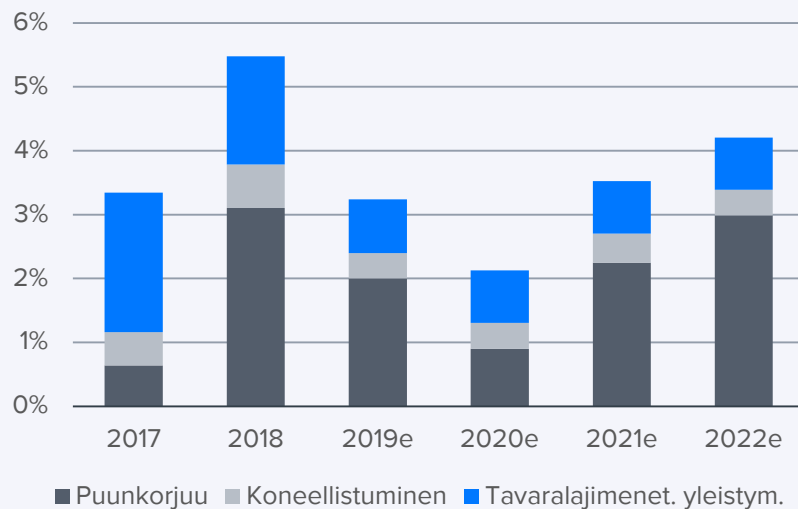
Puutavaran loppukysynnän kasvun hidastumisen ja edellä mainittujen markkinahäiriötekijöiden vuoksi odotamme tavaralajimenetelmän metsäkoneiden vuoden 2020 globaalin markkinan asettuvan 4100 koneeseen (-6 % v/v) katkaisten markkinoiden

seitsemän vuotta kestäneen kasvuputken. Kun maailmantalouden pääsee taas normaalile kasvuralle ja edellä kuvattu vahva sellumarkkinaskenaario toteutuu, odotamme metsäkonemarkkinalta vuosina 2021-2022 5 %:n vuosikasvua konemäärien ollessa vastaavasti 4320 ja 4560 konetta. Ennusteessamme jo vuoden 2021 konemarkkina olisi siis lähes samankokoinen kuin vuoden 2019 markkina.

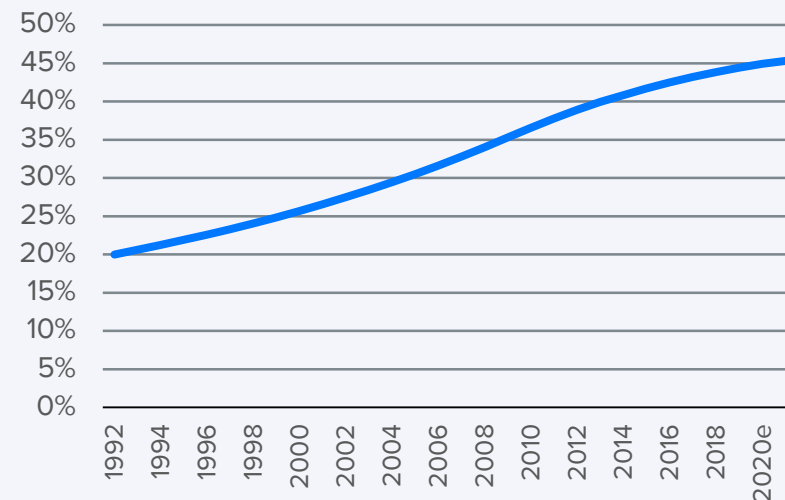
Tavaralajimenetelmän metsäkoneiden pidemmän aikavälin 3,5 %:n v/v kasvuodotuksemme muodostuu hakkuumäärien kasvun (+2,0 % v/v), koneellisen puunkorjuun osuuden kasvun (vaikutus +0,7 % v/v) ja tavaralajimenetelmän osuuden kasvun (vaikutus +0,8 % v/v) summana. On kuitenkin huomattava, että uusien koneiden markkina on em. laskentakaavan indikoimaa syklisempi ja pelkkä odotettu puunkorjuumäärien kasvun kiihtyminen tai hidastuminen kääntää uusien metsäkoneiden markkinoiden muutostahdin joko selvästi yli +5 %:n tai negatiiviseksi, kuten odotamme tapahtuvan vuonna 2020.

Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat

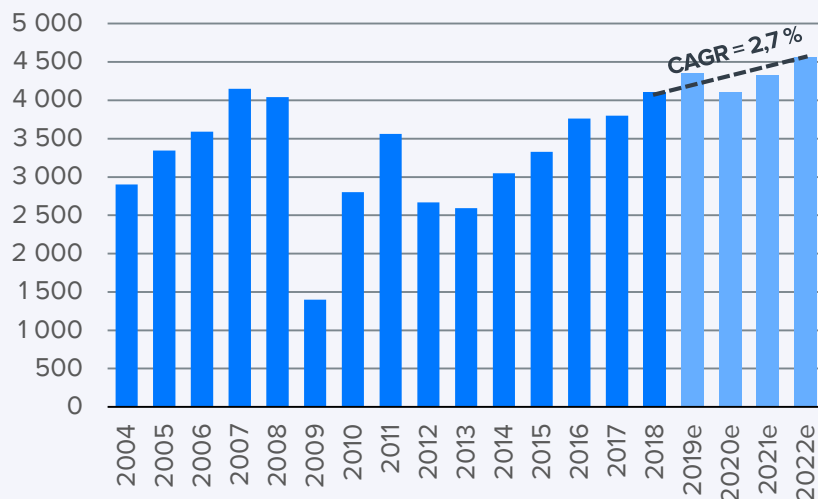
Kasvuajurit, %



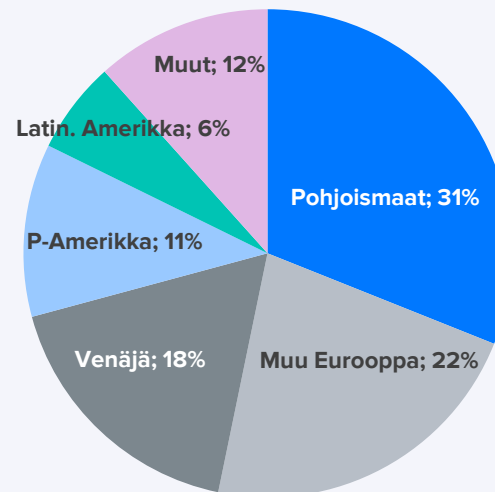
Tavaralajimenetelmän indikatiivinen markkinaosuus



Globaali konevolyyymi, kpl



Markkina maantieteellisesti, 2018 (kpl)



Kilpailutilanne 1/6

Markkina pitkälti kolmen kauppa

Tavaralajimenetelmän metsäkoneiden noin 4100 kappaleen (2018) globaali markkina jakautui valtaosin eli 85-90 %:sesti kolmen toimijan kesken. Nämä ovat Deere Forestry Yhdysvalloista, Ponsse sekä japanilainen Komatsu Forest. Näistä ainoastaan Ponsse keskittyy pelkästään tavaralajimenetelmään, kun taas Deere Forestry ja Komatsu Forest valmistavat Yhdysvalloissa myös kokopuumenetelmän koneita. Alan mielenkiintoisiin piirteisiin kuuluu, että kaikilla kolmella em. valmistajalla on linkki Suomeen. Deere Forestry osti Metso Oyj:ltä sen Timberjack-ryhmän vuonna 2000 ja kaikki Deeren tavaralajimenetelmän koneet valmistetaan edelleen Joensuussa. Komatsu puolestaan osti KONE Oyj:ltä sen Partek Forest-liiketoiminnan (aikaisemmin nimeltään Sisu Logging) vuonna 2003. Komatsun tavaralajimenetelmän metsäkoneet valmistetaan Uumajassa Ruotsissa.

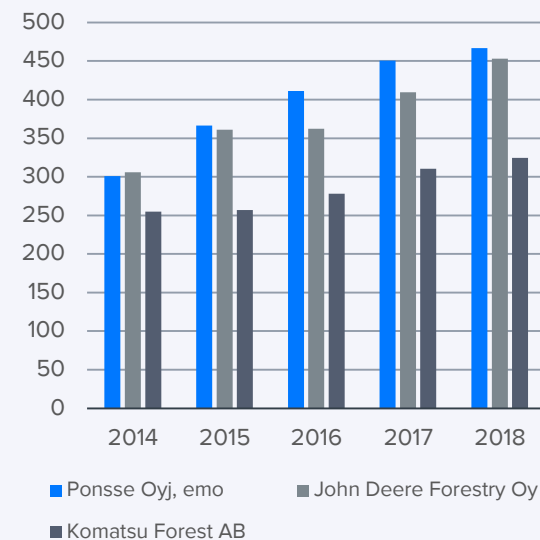
Vertailukelpoista kilpailijatietoa niukasti tarjolla

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuuksien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Sekä Deeren että Komatsun tilikaudet poikkeavat kalenterivuodesta. Deere Forestryn liikevaihto oli jaksolla 1.11.2018-31.7.2019 905 MEUR, kun Ponsse-konsernin liikevaihto lähinnä vastaavalla jaksolla eli Q4'18-Q2'19 oli yhteensä 512 MEUR. Lukuja vertailtaessa on muistettava, että Deere Forestryn liikevaihdosta arviolta 40-50 % tulee kokopuumenetelmän koneista, joita Ponsse ei valmista. Komatsu ei konserniraportoinnissaan

julkista lainkaan Komatsu Forestin lukuja ja vaikka näin tapahtuisikin, tulisi luvuista eliminoida kokopuumenetelmän koneiden arvioitu osuus.

Olemme kiertäneet em. tiedonpuuteongelmaa vertailemalla vain tavaralajimenetelmän metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden lukuja. Hyvä puoli on, että Ponssen tapaan myös kilpailijat ovat keskittäneet tavaralajimenetelmän koneiden valmistuksen yhteen tehtaaseen. Oheisessa graafissa on koottu Ponssen Oyj:n (emoyhtiö), John Deere Forestry Oy:n ja Komatsu Forest AB:n lähinnä vertailukelpoiset liikevaihtotiedot vuosilta 2014-2018. Lukujen perusteella Ponsse on kuvatulla jaksolla kasvanut ko. yhtiöistä nopeimmin (Ponsse Oyj:n CAGR = 12 %, Deere Forestry Oy:n 10 % ja Komatsu Forest AB:n 6 %), vaikka Vieremän laajennusinvestoinnin ylösajo hidastikin kasvua vuonna 2018. Graafin esittämiin lukuihin yhtiöiden suuruusjärjestyksestä metsäkonemarkkinalla tulee kuitenkin suhtautua varauksin, sillä toisistaan poikkeavien tilikausien lisäksi eroja saattavat aiheuttaa 1) poikkeamat konsernin sisäisissä siirtohinnoissa ja katteissa sekä 2) erilainen myyntimix eli vaihtokoneliiketoiminnan ja jälkimarkkina-liiketoiminnan osuus liikevaihdosta. Eri markkinoilta kerättyjen volyymiarvioiden perusteella Deere Forestryn markkinaosuus tavaralajimenetelmän koneissa oli viime vuonna melko selvästikin Ponssea suurempi ja vastaavasti Komatsu Forestin reilusti pienempi. Oheisessa taulukossa on karkeat arviomme volyymeistä ja markkinaosuuksista viime vuonna.

Metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden liikevaihto, MEUR



Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat 2018, indikatiivinen

	Kpl	Osuus
Ponsse	1 070	26 %
Deere	1 400	34 %
Komatsu	900	22 %
Muut	730	18 %
Yhteensä	4 100	100 %

Lähde: Yhtiöt, Inderesin arviot

Kilpailutilanne 2/6

Maakohtaisissa markkinaosuuksissa suuria eroja

Oheisessa taulukossa on osittain indikaatiivinen arviomme eri valmistajien osuuksista tavaralajimenetelmän koneiden kolmella tärkeimmällä markkinalla vuonna 2018. Ponssen johtoasema Suomen markkinoilla ei ole yllätys, mutta kooltaan vielä isommalla Ruotsin metsäkonemarkkinalla osuus on perinteisesti ollut suhteellisen vaatimaton. Ponssen mukaan haasteena Ruotsissa on ollut saada aikaan riittävän vahva huoltopalveluverkosto, sillä ruotsalaiset asiakkaat vaativat lähellä sijaitsevaa huoltopistettä. Yhtiö on aiemmin ratkaissut ongelmaa sopimushuoltajien verkostolla, mutta tämä on näkynyt tietyissä tilanteissa asiakastuen riittämättömytenä. Viime vuosina panostukset

ovatkin kohdistuneet enemmän omiin huoltopalvelukeskuksiin, joita Ruotsissa on nyt kuusi. Ponssen markkinaosuus Ruotsissa onkin kuluvaan vuonna kääntynyt nousuun.

Venäjän maailman isoimmilla metsäkonemarkkinoilla Deere Forestry ja Ponsse pitävät kahta kärkipaikkaa ja niiden yhteenlaskettu markkinaosuus on yli 80 %. Osuus on vuoden 2017 jälkeen vain kasvanut ja menettäjänä on ollut etenkin Komatsu Forest. Kasvun hidastuminen on viime aikoina kiristänyt hintakilpailua maassa, jossa Ponssinkin katteet ovat perinteisesti olleet keskivertoa parempia.

Ponsse kilpailijoita aktiivisempi malliston uudistaja

Arviomme mukaan Ponssen kilpailijoita nopeampi

kasvu viime vuosina on perustunut ennen kaikkea uudempaan tuotemallistoon. Koko tuotemallisto uusiutui täysin vuonna 2015. Uudessa mallistossa kiinnitettiin erityistä huomiota ergonomiaan (mm. kuormatraktorin sivuttaisheilahdukset vaimentava Active Frame -järjestelmä), huollon helppouteen sekä pidempiin huoltoväleihin ja asiakkaat ottivat nämä muutokset suosiollisesti vastaan. Viime aikoina Ponssen tuotevalikoiman suurimmat uutuudet ovat olleet syksyllä 2018 lanseeratut Cobra-harvesteri keskisegmenttiin sekä Ponsse Bison -kuormatraktori malliston raskaampaan päähän. Cobra-harvesteri on profiloitu taloudelliseksi versioksi Ergo-mallista ja siinä on yksipiirihydrauliikka kun Ergossa hydrauliikka on kaksipiirinen. Bisonin uutuutena on portaaton ajovoiman siirto eli vaihteettomuus.

Indikaatiiviset osuudet tärkeimmillä tavaralajimenetelmän konemarkkinoilla 2018

Maa	Kpl	Ponsse	Deere	Komatsu	Muut
Suomi	544	44 %	30 %	22 %	4 %
Ruotsi	550	15 %	38 %	25 %	22 %
Venäjä	720	37 %	47 %	13 %	3 %
Yhteensä	1 814	32 %	39 %	19 %	9 %

Kilpailutilanne 3/6

Komatsu Forestin markkinoille tuomaa 8-pyöräistä 875-kuormatraktoria lukuun ottamatta pääkilpailijat eivät ole viime aikoina lanseeranneet kokonaan uusia malleja. Kilpailijat ovat Ponssen mukaan kuitenkin markkinoineet pienempiäkin mallimuutoksia ja päivityksiä Ponssea aktiivisemmin ja tässä yhtiöllä on tehostamisen tarvetta.

Tulevista mallistomuutoksista Ponsse on luonnollisesti melko vaitonainen, mutta eräs johtava teema on 6-pyöräisen malliston karsiminen. 6-pyöräisten mallien kysyntä on Ponssen mukaan vähäistä tai vain pienille markkinoille keskittynyttä, minkä vuoksi näiden mallien tarjonnan jatkaminen ei ole taloudellisesti mielekästä. 6-pyöräisten mallien karsintaa on tapahtunut jo muutaman vuoden ajan ja uskomme, että mallistossa vielä olevat 6-pyöräiset vaihtoehdot (harvestereissa Beaver ja Ergon 6-pyöräinen versio ja kuormatraktoreissa Buffalokingin, Buffalon ja Elkin 6-pyöräiset versiot) tulevat katoamaan muutaman vuoden sisällä. Karsinnan tarkoituksena on parantaa tuotteiden modulaarisuutta entisestään (yksinkertaisemmat prosessit ja pienempi nimikkeiden määrä) sekä pienentää komponenttivarastoa. Deere Forestryllä ja Komatsu Forestilla on kummallakin edelleen tarjolla kaikista tärkeimmistä harvesteri- ja kuormatraktorimalleistaan sekä 6- että 8-pyöräiset versiot.

Pääkilpailijoiden keskeiset erot

Maantieteellisten painotuserojen lisäksi keskeisimmät erot Ponssen, Deere Forestryn ja Komatsu Forestin strategioissa ja toimintamalleissa ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Itsenäisyys.** Deere Forestry ja Komatsu Forest ovat suurempien konsernien tulosityksiköitä, kun Ponsse on itsenäinen toimija. Tämä saattaa kahden ensin mainitun osalta johtaa lyhempään tarkastelujaksoon metsäkoneliiketoiminnan menestystä arvioitaessa ja ongelmien mahdollisesti pitkittyessä liiketoiminnan myymiseen, rankkaan saneeraamiseen tai jopa alasajoon.
- **Konsernin tuki.** Deere Forestryn osa maatalous- ja muita ulkokäyttöisiä työkoneita valmistavassa Deeressä on strategisesti luontevaa. Ponsse on arvioinut, että Deere Forestryn tuotekehityspanostukset ovat 30-50 % suuremmat kuin Ponssella, vaikka Deere Forestry Oy:n viimeksi päättyneen tilikauden tutkimus- ja kehityskulut olivat vain 5 % suuremmat kuin Ponsse-konsernilla. Ponssen mukaan isommat panostukset näkyvät esim. digitalisaatio- ja automaatio-osaamisena, jossa Deere voi olla jonkin verran Ponssea edellä. Toisaalta asema osana suurempaa konsernia voi myös johtaa virhearvioihin: Deere on tavoitellut synergioita maatalous- ja metsäkoneiden huoltoverkoston luomisessa,

vaikka niiden asiakaskunnat ovat täysin erilaisia.

Komatsu-konsernin hajautunut tuote- ja asiakaskunta ei mielestämme puolla panostamista niche-alueeksi luettavaan metsäkoneliiketoimintaan. Metsäkoneiden lisäksi Komatsu valmistaa maansiirto- ja rakennuskoneita, työstökoneita, laitteita ja työkaluja metalliteollisuudelle sekä kaivosteollisuuden koneita ja laitteita. Komatsun vuonna 2018 tekemä päätös uuden metsäkonetehtaan rakentamisesta Uumajaan kuitenkin kertoo sitoutumisesta liiketoimintaan.

- **Tuoteportfolio.** Suurimpien metsäkonevalmistajien mallistoon kuuluu yleensä 4-6 perusmallia sekä harvestereissa että kuormatraktoreissa. Erot yksittäisen valmistajan eri mallien välillä ovat yleensä koko- ja teho/kapasiteettisidonnaisia, mutta toisinaan myös peruskonsepti on muista malleista poikkeava (kuten Ponsse Scorpionissa). Ponssen mallisto painottuu 70-80 %:sesti (tuotantovolyyymeissä 90 %:sesti) 8-pyöräisiin malleihin, kun taas pääkilpailijoilla on useimmiten tarjolla sekä 6- että 8-pyöräiset versiot samasta perusmallista. Ponssen painotuksen ymmärtää trendin metsäkoneissa ollessa selvästi kohti 8-pyöräisiä (ja myöhemmin todennäköisesti 10-pyöräisiä) malleja. Syynä on pyrkimys alempiin pintapaineisiin ja parempiin rinneominaisuuksiin.

Kilpailutilanne 4/6

Kaikkiaan Ponssen tuoteportfolio on leveämpi kuin kilpailijoilla. Yhtiöllä on vertailukelpoisessa mielessä 19 koneen mallisto (kahdeksan harvesteria ja yksitoista kuormatraktoria), kun Deere Forestryllä on 10 koneen mallisto (neljä harvesteria ja kuusi kuormatraktoria) ja Komatsu Forestilla 11 koneen mallisto (kuusi harvesteria ja viisi kuormatraktoria). Yksittäisen koneen kutsuminen omaksi mallikseen on tietenkin pitkälti määrittelykysymys ja olemme Ponssen tapauksessa laskeneet Active Frame -mallit (joissa on huomattavan erilainen runkorakenne) sekä yhdistelmämalli Buffalo Dualin omiksi malleikseen. Keskeisillä teho/kapasiteettimittareilla Ponssen, Komatsun ja Deeren mallitarjonnot ovat melko lähellä toisiaan. Tosin harvestereissa Deeren tehokkaimmat mallit jäävät jälkeen Ponssen ja myös Komatsun vastaavista mm. moottorin vetovoiman ja nosturin nostomomentin suhteen. Komatsun mallistoa taas pidetään ikääntyneenä suhteessa kilpailijoihin.

- **Hinnoittelu.** Ponssen ja Deere Forestryn vertailukelpoiset koneet ovat suurin piirtein samanhintaisia. Ponsse kuitenkin korostaa haluavansa pitää tuotteidensa koko elinkaaren kustannukset Deerea alempana. Komatsu Forestin koneet ovat keskimäärin 5-15% halvempia ja yhtiö myös tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana. Myös Deere on omaksunut aktiivisemman hinnoittelutavan

joillakin maantieteellisillä alueilla, kuten Venäjällä.

- **Digitalisaatio.** Asiakkaiden liiketoiminnan tietotarpeiden sekä kaluston kunnossapidon tukemisessa digitalisaation merkitys on keskeinen. Avainasemassa ovat konekannan hallinnan (fleet management) ohjelmistot, joilla hankitaan, välitetään ja analysoidaan tietoa toiminnasta ja suorituskyvystä sekä leimikkotasolla että yksittäisen rungon, koneen ja kuljettajan tasolla. Ponssen mukaan tilanne valmistajien välillä on kilpajuoksua, sillä kaikilla isoilla valmistajilla on omat pilvipohjaiset fleet management -ratkaisunsa (Ponsse Manager, Komatsu MaxiFleet, Deere TimberOffice), joihin kehitetään koko ajan uusia ominaisuuksia ja joihin ominaisuuksien lisääminen on teknisesti vaivatonta. Keskeinen trendi fleet management -ratkaisuissa on siirtyminen asiakkaan koko konekannan hallintaan (multi-fleet). Kun mukaan tulevat myös muiden valmistajien laitteet, ei asiakas välttämättä halua yksittäisen metsäkonevalmistajan fleet management -ratkaisua vaan ainoastaan mahdollisuuden hyödyntää tuotettua dataa.

Päättelemme, että nykytilanteessa erot ohjelmistojen kehittyneisyydessä ovat pieniä ja kyse on viime kädessä metsäkoneen ostajan / käyttäjän prioriteeteista. Uskomme erojen jatkossa kasvavan riippuen siitä, miten hyvin metsäkoneyhtiöt onnistuvat uusien

teknologiamahdollisuuksien käyttöönotossa. Tältä osin onnistunut partneroituminen on Ponsselle ydinkysymys.

Myös kilpailijoiden kapasiteetti kasvaa

Ponssen jo toteutetun tehdaslaajennuksen tavoin myös sen pääkilpailijat ovat kasvattamassa tehdasinvestointejaan. Komatsu Forest teki vuonna 2018 päätöksen rakentaa Uumajaan täysin uusi metsäkonetehtas liian pieneksi käyneen vanhan tehtaansa lisäksi. Investoinnin yksityiskohtia on julkistettu vain vähän, mutta investoinnin kooksi kerrotaan useita satoja miljoonia kruunuja eli oletettavasti vähintään 30 MEUR ja uuden tehtaan pinta-alaksi konttoritiloineen 40000 m². Vertailukohtana on Ponssen Vieremän tehdas, jonka pelkkien tuotantotilojen koko nykyisin on 40000 m². Suhteessa olemassa olevaan toimintaan on Komatsu Forestin panostus merkittävä, sillä maaliskuussa 2018 Komatsu Forest AB:n aineelliset hyödykkeet (maa, rakennukset, koneet ja kalusto) olivat tasearvoltaan 129 MSEK eli 12,5 MEUR. Investoinnin kokoa selittää se, että Komatsu on aiemman pelkän metsäkoneiden loppukokoonpanon sijasta panostamassa nyt omaan osavalmistukseen eli laajentumiseen arvoketjussa taaksepäin ja on samalla vähentämässä alihankinnan osuutta valmistuksessa. Uuden tehtaan tulisi käynnistyä vuonna 2021.

Kilpailutilanne 5/6

Myös Deere Forestry on laajentamassa tehdastaan Joensuussa yhteensä 20 MEUR:n investoinnilla, jolla parannetaan ja laajennetaan tehtaan kokoonpano- ja koeajotiloja sekä lisään komponenttivalmistuksen kapasiteettia.

Tuotantotilojen määrä nousee 7000 m²:lla yhteensä 32000 m²:iin. Investointisumma on Deere Forestrylläkin iso kun sitä verrataan viimeisimmän julkistetun tilinpäätöksen aineellisiin hyödykkeisiin (36,4 MEUR). Deere Forestryyn mukaan investoinnilla ei tällä hetkellä haeta kapasiteetin nostoa eikä henkilöstömääräkään nouse nykyisestä noin 500:sta. Yhtiön mukaan investointi kuitenkin auttaa vastaamaan paremmin huppusuhdanteen kysyntään sekä mahdollistaa kapasiteetin kasvattamisen myöhemmin. Investointi valmistuu kahdessa vaiheessa 2021-2022.

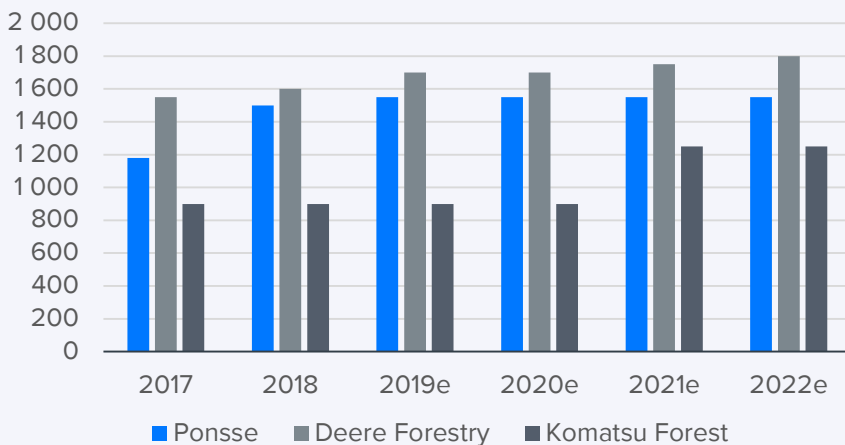
Kuten Komatsu Forestin osalta jo todettiin, pelkkä eri valmistajien päätehtaiden lattiapinta-alojen tai henkilöstömäärän vertailu ei anna täyttä kuvaa koko kapasiteetista, sillä valmistuskonseptit (tehtaan layout, oman osavalmistuksen vs. alihankinnan osuus) vaihtelevat merkittävästikin. Arviomme on, että uuden tehdasinvestoinnin myötä Komatsu Forestin kapasiteetti kasvaa noin 900 kpl:een noin 1200-1300 kpl:eseen ja Deere Forestryyn vastaavasti melko marginaalisesti noin 1700 kpl:een noin 1800 kpl:eseen Ponssin nykyisen kapasiteetin ollessa noin 1500-1600 metsäkonetta.

Pienet valmistajat pysynevät jatkossakin pieninä

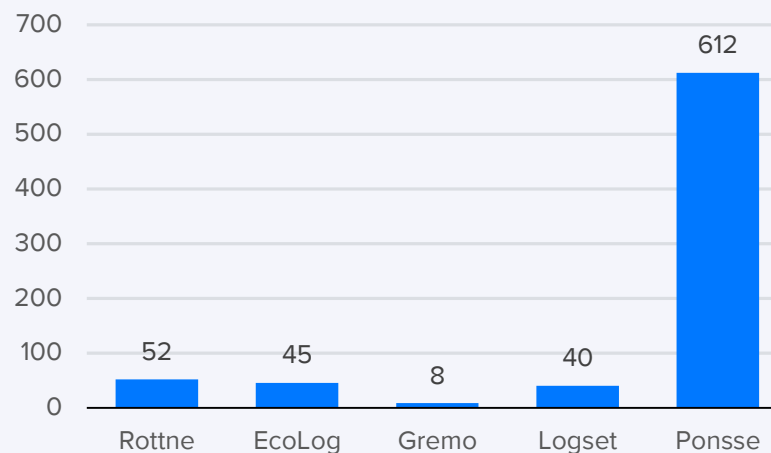
Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä suomalainen Logset pitävät yhdessä hallussaan noin 15-17 %:n

globaalia markkinaosuutta. Kyseisillä valmistajilla voi olla alueellisesti kohtuullinen markkinaosuus (Ruotsissa Rottnella on 12 %:n ja Eco Logilla 4 %:n osuus). Emme kuitenkaan usko niiden markkinaosuuden nousuun muualla ja mahdollisesti käykin päinvastoin. Rottne ja Logset tosin kasvoivat keskimäärin 9-10 %:n vuosivauhtia 2015-2018, mutta toisaalta EcoLogin ja Gremon liikevaihdot laskivat. Arviomme mukaan pieniltä yhtiöiltä puuttuu kriittinen massa kilpailukykyiseen tuotekehitykseen ja ennen kaikkea riittävän kattavan huoltoverkoston rakentamiseen.

Valmistajien päätehtaiden indikaatiivinen kapasiteetti, kpl / vuosi



Ponssin liikevaihto vs. pienet kilpailijat, MEUR (2018)



Kilpailutilanne 6/6

Yhteenveto isojen yhtiöiden strategisesta asemoitumisesta

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

Käsityksemme siitä, että Deere Forestry on alan tuotejohtaja perustuu yhtiön joihinkin innovaatioihin (mm. kuormatraktorin puomin kärkehjäus),

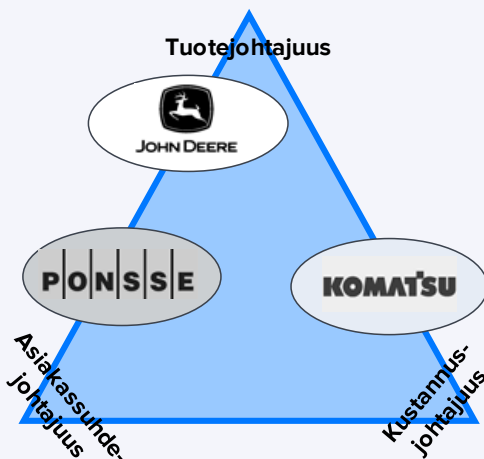
suurempiin tuotekehityspanostuksiin ja Ponssenkin arvioon, että Deere Forestry olisi automaatiassa ja digitalisaatiossa jonkin verran edellä.

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

Uskomme tiukan kustannusseurannan olevan Komatsun johtavia periaatteita. Vaikka käytettävissämme ei olekaan tietoja koko Komatsu Forestin kannattavuudesta, on ruotsalaisen

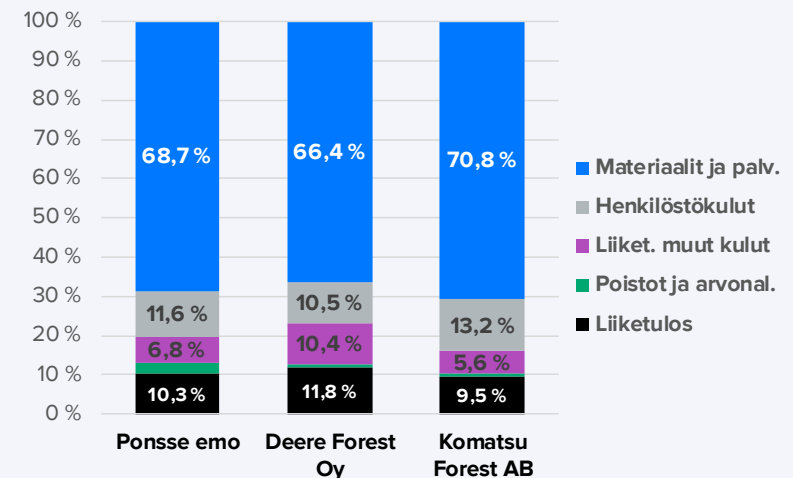
päyhtiön Komatsu Forest AB:n kannattavuus hyvää luokkaa. Vuosina 2015-2018 päättyneillä tilikausilla liikevoittomarginaali oli 8,8-10,1% huolimatta siitä, että Komatsu Forest tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana. Tätä kehitystä konsernin rahoitusyhtiön Komatsu Financialin avokätiset tarjoukset vielä tukevat.

Isot metsäkoneyhtiöt Treacy & Wierseman strategisessa kolmiossa



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

Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, 2018/2019



Lähde: Yhtiöt

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdon kasvusta vahvat näytöt

Vaikka Ponssen toimiala on perusuunteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina vankka. Viimeisten 20 vuoden aikana liikevaihto on laskenut vain neljänä vuotena (2008, 2009, 2012 ja 2013). Näistä vuoden 2009 laskua (-50 %) voidaan pitää kaikilla mittareilla poikkeuksellisena ja muina edellä mainittuina vuosina lasku on ollut maltillista (-1 %...-5 %). Vuosina 2002-2018 liikevaihdon vuosikasvu on ollut ripeää eli keskimäärin 9,9 % ja viime vuosina kasvu on kiihtynyt ollen vuosina 2015-2018 keskimäärin 11,9 %. Arviomme mukaan tämän taustalla on vahvan markkinan lisäksi voimakkaasti uusiutunut tuotemallisto. On huomattava, että kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääasiassa palveluverkoston laajentamisella.

Tulos kertyy loppuvuodesta

Ponssen liikevaihdon ja tuloksen kertymisen kausivaihtelu on kohtuullisen voimakasta: vuosien 2012-2018 liikevaihdosta keskimäärin 22 % ja liiketuloksesta 19 % kertyi vuoden ensimmäisellä kvartaalilla. Vuoden viimeisen kvartaalin vastaavat luvut ovat 32 % ja 35 %.

Maantieteelliset kannattavuuserot suuria...

Ponsse raportoi kahdesti vuodessa (Q2- ja Q4-raporttien yhteydessä) myös maantieteellisten alueidensa kannattavuuden. Näissä on huomattavia eroja: Pohjois-Euroopan (37 % Ponssen liikevaihdosta) vuoden 2018 liikevoittomarginaali oli

vaatimaton 4,4 % verrattuna Keski- ja Etelä-Eurooppaan (14,7 %), Venäjään ja Aasiaan (18,5 %) ja myös Pohjois- ja Etelä-Amerikkaan (10,4 %).

...mutta ne johtuvat suurelta osin kulujen kohdistuksista

Ponsse on perustellut kannattavuuseroja mm. eroilla hyväkatteisen huollon osuudessa sekä Pohjois-Euroopan hyvin tiukalla hintakilpailulla. Uskomme kuitenkin, että suurimmat erot Pohjois-Euroopan ja muiden alueiden kannattavuuksien välillä syntyvät kulujen kohdistamisesta. Ponsse esimerkiksi kirjasi 85 % poistoistaan Pohjois-Eurooppaan ja siksi alueen käyttökatemarginaali (10,2 %) vuonna 2018 oli jo lähempänä muiden maantieteellisten alueiden lukuja (11,6 %...18,8 %). Pohjois-Euroopalle on myös kohdistettu ylisuhteisesti muita kiinteitä kuluja (esim. hallinto, logistiikka sekä tutkimus ja kehitys).

Kiinteiden kulujen osuus suhteellisen pieni

Ponssen kulurakenteessa korostuvat materiaalit ja palvelut (n. 65 % liikevaihdosta) sekä henkilöstökulut (n. 14 %). Liiketoiminnan muiden kulujen (mm. käyttö ja ylläpito, rahat, vuokrat, markkinointi sekä hallinto) osuus on noin 9 % ja poistojen vajaa 3 %. Tällä kulurakenteella Ponssen tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti vähintään 9-10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponssen kulurakenteessa huomio kiinnittyy

kiinteiden kulujen konepajaksi alhaiseen osuuteen liikevaihdosta (25 % v. 2018). Olemme laskeneet kiinteiksi kuluiksi henkilöstökulut, poistot sekä liiketoiminnan muut kulut oikaistuna rahti- ja huolintakuluilla. Useimmiten konepajoilla osuus ylittää 40 %. Ero selittyy suurimmaksi osaksi vertailuyhtiöiden omien huolto- ja palveluorganisaatioiden henkilöstö- ja muilla ylläpitokuluilla. Ponssellahan huollon osuus liikevaihdosta on verrokkeihin nähden pieni (19 %) ja tästäkin liikevaihdosta 85-90 % muodostuu kulutus- ja varaosapalveluista, jotka eivät ole erityisen henkilötyöntensiivisiä.

Myös kiinteät kulut joustivat markkinoiden sukeltaessa 2009

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

Taloudellinen tilanne 2/2

Joustava kulurakenne tyydyttävän kannattavuuden takeena

Kun tarkastellaan koko ajanjaksoa 2001-2018, on Ponssen tulostulovivun (liiketuloksen muutoksen suhde liikevaihdon muutokseen) mediaani ollut 1,9x ja samoille vuosille lasketun regression esittämä vipu nykyiselle liikevaihtotasolle on 1,2x. Näiden lukujen perusteella kulurakennetta voidaan siis pitää hyvin joustavana. On huomattava, että kulurakenteen joustavuus tulee kunnolla testattua vasta seuraavassa metsäkonemarkkinan taantumassa, mutta emme ole tästä erityisen huolissamme. Vuoden 2009 jälkeen yhtiön vuotuinen liikevoittomarginaali on vaihdellut 7,2 %:n (2013) ja 12,1 %:n (2015) välillä mediaanin ollessa 10,1 %. Esimerkiksi vuonna 2012 Ponssen liikevaihto laski 4,1 %:lla vuodesta 2011, mutta materiaali- ja palvelukulujen (-3,5 %) lisäksi Ponsse leikkasi myös kiinteitä kulujaan 1,9 %:lla, jolloin liikevoittomarginaalin heikentyminen jäi maltilliseksi (8,8 %:sta 7,8 %:iin).

Hyvä käyttö pääoman hallinta tukee rahavirtaa

Ponsse on joka vuosi 2008:n jälkeen raportoinut positiivisen operatiivisen rahavirran, joka on vaihdellut 11,2 MEUR:n (2009) ja 59,2 MEUR:n (2018) välillä. Vahva rahavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden myös onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Kuten aiemmin on todettu, vaihtokone liiketoiminta kasvattaa kohtuullisesti Ponssen varastoja, mutta

niidenkin kiertoaika on laskenut vuoden 2013 150 päivästä tähänhetkiseen noin 90 päivään.

Koska Ponsse myy koneensa valtaosin käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli noin 25 päivää. Samalla Ponssen ostovelkojen kiertoaika on suunnilleen 60 päivää. Ero kiertoaikoissa selittää, miksi vuosien 2014-2018 nopean liikevaihdon kasvun (keskimäärin 14 % vuodessa) aikana yhtiön nettokäyttöpääoman muutos on ollut hyvin maltillista vaihdellen 12,9 MEUR:n kasvun (2015) ja 3,0 MEUR:n pienenemisen (2018) välillä.

Investoinnit rahoitetaan kokonaan omalla kassalla

Investointien rahoittaminen operatiivisella rahavirralla on osa Ponssen varovaista rahoitusstrategiaa. Viimeisten 18 vuoden aikana vain kahdesti (2008 ja 2012) konsernin investoinnit ovat ylittäneet operatiivisen rahavirran. Viimeisten viiden vuoden aikana (2014-2018) Ponssen operatiivinen rahavirta on ollut 80 % suurempi kuin investoinnit samaan aikaan (253 MEUR vs. 141 MEUR) ja tähän jaksoon mahtuu Vieremän 38 MEUR:n laajennusinvestointi. Rahavirran näkökulmasta Ponssella on siten runsaasti operatiivista pelivaraa.

Rahoituksen tunnusluvut erinomaisia

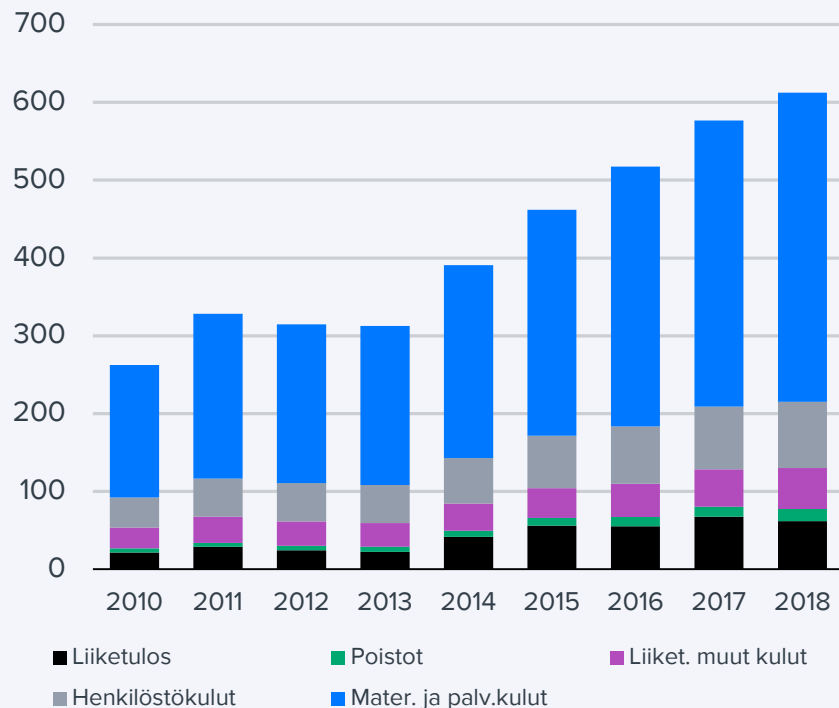
Vahva rahavirta on johtanut myös rahoituksen tunnuslukujen oleelliseen vahvistumiseen. Ponssen nettovelkaantumisaste oli 25 % Q3'19:n lopussa

oltuaan 29 % Q3'18:lla. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate -tunnusluku on niinikään erinomainen: se oli 0,6x Q3'19:llä oltuaan 0,7x vuotta aiemmin.

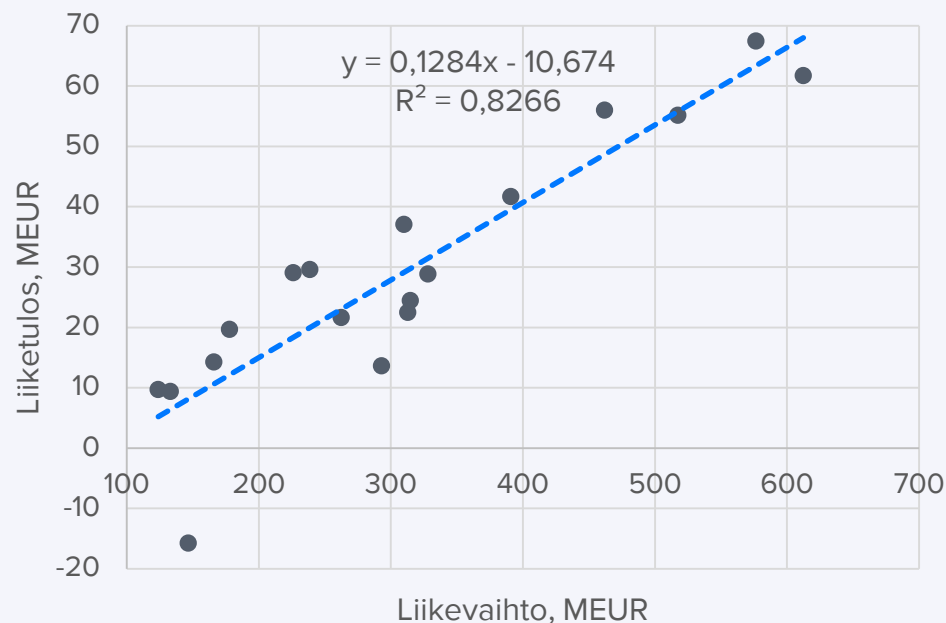
Kaikkiaan Ponssen rahoitusriskiä voi kuvata hyvin pieneksi. Vuonna 2018 yhtiön velkakirjaluotoistaan maksama laskennallinen keskikorko oli alhainen 1,1 %. Ponssen mukaan 70 % velkarahoituksesta on joko sidottu pitkiin kiinteisiin korkoihin tai suojattu esimerkiksi koronvaihtosopimuksin.

Alhainen tulosvipu kertoo kulujen joustavuudesta

Liikevaihdon jako kulujen ja tuloksen kesken, MEUR



Liikevaihdon ja liike tuloksen regressio 2001-2018

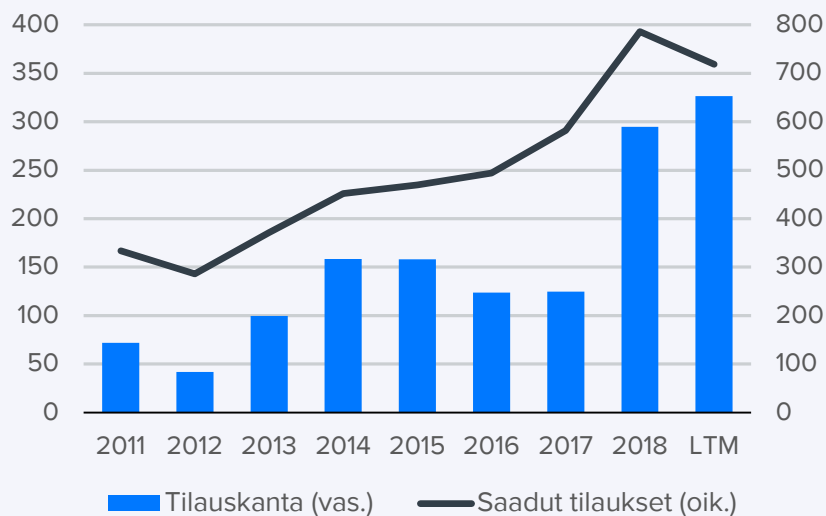


Tasaista marginaalikehitystä kiinteiden kulujen osuuden ollessa vähäinen

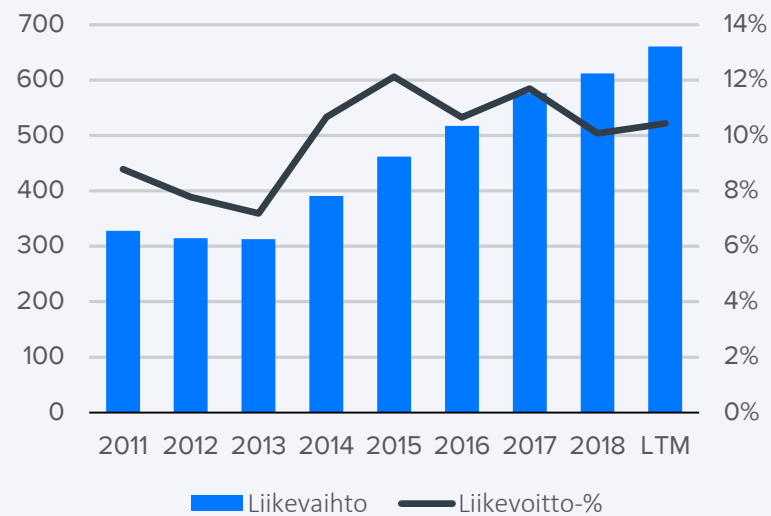
Vuosien 2014-2018 nopean liikevaihdon kasvun (keskimäärin 14 % vuodessa) aikana liikevoittomarginaali on ollut varsin tasainen 10,1 %:n ja 12,1 %:n välillä. Toiminnan tulosvipu (liiketuloksen muutos / liikevaihdon muutos) on alhainen eli regressiossa vain 1,2x liikevaihdon kasvaessa 550 MEUR:sta 650 MEUR:oon. Tärkein selittävä tekijä on kiinteiden kulujen konepajaksi alhainen 25 %:n osuus liikevaihdosta. Alalle tyypillistä on kiinteiden kulujen yli 40 %:n osuus.

Historiallinen kehitys, MEUR

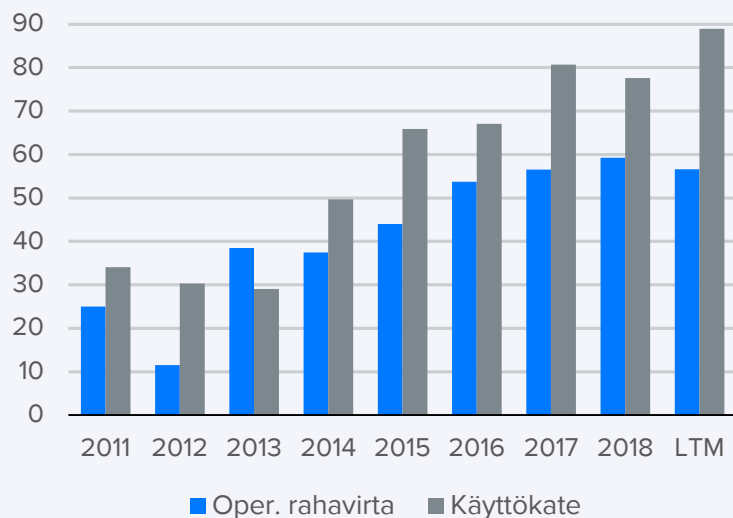
Saadut tilaukset ja tilauskanta



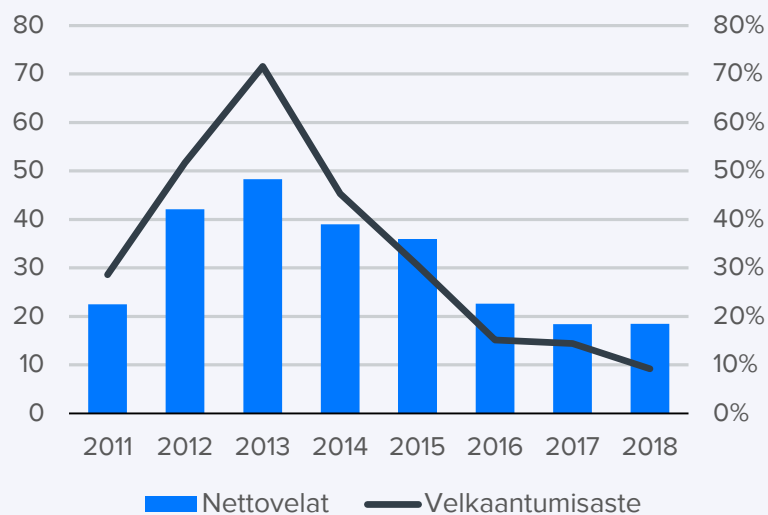
Liikevaihto ja liikevoitto-%



Rahavirta ja käyttökate



Nettovelat ja velkaantumisaste



Lähde: Ponsse (LTM = Q4'18-Q3'19)

Ennusteet 1/3

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustamme Ponssen liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myyntivolyymin ja tähän kiinteästi liittyvän vaihtokoneliiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huoltoliiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Ennustemme pohjaa aiemmin esittämäämme oletukseen tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan 2,7 %:n km. vuosikasvusta 2019-2022. Kasvu muodostuu 6 %:n kasvusta v. 2019, samansuuruisesta markkinalaskusta v. 2020 sekä reilun 5 %:n vuosikasvusta 2021 ja 2022.

Oheisessa taulukossa on arviomme markkinavolyymien lisäksi Ponssen volyymikehityksestä ja markkinaosuudesta vuosina 2019-2022. Markkinaosuuden nopea nousu vuodesta 2018 vuoteen 2019 johtuu Vieremän investoinnin ylösajon aiheuttamasta rasitteesta toimitusketjuun vuonna 2018. Nyt laajentunut kapasiteetti on lähes täyskäytössä ja toimitustahti normalisoitunut. Vuonna 2020 markkinan tilapäinen notkahdus näkyy Ponssen volyymeissä etenkin H2'20:llä ja koko vuoden hitaana kasvuna. Uskomme kuitenkin Ponssen markkinaosuuden nousun jatkuvan myös ensi vuonna ajanmukaisen malliston turvin sekä pääkilpailijoiden investointien vastaavasti rasittaessa niiden toimituskykyä. Markkinaosuuden nousu tasoittuu ennusteessamme vuosina 2021-2022 edellä mainittujen tekijöiden vaikutuksen vähetessä.

Odotamme Ponssen kuitenkin pystyvän edelleen kasvattamaan toimituksiaan, mikä on mahdollista jatkuvan prosessioptimoinnin sekä tarvittaessa kolmannen työvuoron avulla. Kaikkiaan odotuksemme Ponssen uusien koneiden myynnin liikevaihdon kasvuksi vuosina 2019-2022 on 9 % (CAGR) lähtötason ollessa melko alhainen. Metsäkonekaupan rinnalla Ponsse myy hakkuupäitä ("irtokouria") joiden vuoden 2018 liikevaihdoksi arvioimme 15 MEUR ja kasvuvauhdiksi (CAGR) ennustekaudella noin 6 %.

Vahva uusien koneiden markkina kasvattaa automaattisesti myös Ponssen vaihtokone-liiketoimintaa, jossa odotamme keskimäärin 5 %:n vuosikasvua 2019-2022. Huoltoliiketoiminnan osalta vastaava kasvuodotuksemme on vajaa 7 % edelleen kasvavan ja korkealla käyttöasteella operoivan konekannan seurauksena. Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponsse-konsernin liikevaihdon kasvuksi (CAGR) vuosina 2019-2022 on 8 %.

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennustemme kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Myyntimixin muutokset ovat melko pieniä kaikkien liiketoimintojen kasvuennusteen ollessa 5-9 %. Uusien laitteiden myynnin osuus nousee vuoden 2018 64 %:sta vuoden 2022 67 %:iin vaihtokoneliiketoiminnan ja huollon osuuksien hieman laskiessa.

Metsäkonemarkkinan ja Ponssen volyymikehitys 2018-2022e

Metsäkoneet, kpl	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Koko markkina	4 100	4 350	4 100	4 323	4 559
- muutos	8 %	6 %	-6 %	5 %	5 %
Ponsse	1 069	1 283	1 295	1 391	1 482
- muutos	-2 %	20 %	1 %	7 %	7 %
Markkinaosuus	26,1 %	29,5 %	31,6 %	32,2 %	32,5 %

Ennusteet 2/3

- Kulurakenteen muutokset ovat hyvin pieniä. Vieremän investoinnin ylösjon häirittyä vuoden 2018 toimintaa on vuoden 2017 kulurakenne parempi vertailukohta. Odotamme vuoden 2022 tuloslaskelmassa materiaali- ja palvelukulujen osuuden liikevaihdosta olevan 64,0 % (2017 tot. 63,8 %), henkilöstökulujen osuuden 13,9 % (13,9 %), liiketoiminnan muiden kulujen osuuden 8,7 % (8,6 %) ja poistojen osuuden 2,7 % (2,3 %). Kulurakenteen stabiilius kuvastaa 1) alhaista operatiivista vipua, 2) Ponssen hyvää historiallista näyttöä materiaalikulujen kasvun siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin, 3) tiukkaa operatiivisten kulujen kuria vuoden 2018 kulujen kasvun jälkeen sekä 4) poistojen kasvua Vieremän laajennusinvestoinnin myötä.
- Ponssen lainoistaan maksama korko nousee 1,1 %:sta (2018) 1,5 %:iin (2022).
- Konserniveroaste vuosina 2019-2022 on 22,5-23,5 %

Investoinneissa palataan normaaliin

Vaikka Vieremän laajennusinvestoinnin ajoitus voi tämänhetkisillä markkinanäkymillä tuntua arveluttavalta, uskoo Ponsse että pitkällä aikavälillä ajoitus tulee osoittautumaan oikeaksi. Investointi tehtiin Ponssen mukaan niin aikaisin kuin taloudelliset realiteetit sitä suosivat ja tärkeimpien kilpailijoiden investointipäätökset ovat seuranneet

perässä.

Jatkossa Ponssen investoinnit tulevat keskittymään oman osavalmistuksen kehittämiseen eli pääosin hitsaukseen, koneistukseen ja maalaamoon. Ponsse ei ole sitoutunut tiettyyn aikatauluun, vaan pyrkii toimimaan joustavasti kysyntä- ja kannattavuusnäköymien mukaisesti. Yhtiön vuoden 2020 investointisuunnitelma on noin 20-25 MEUR eli karkeasti 10 % vähemmän kuin vuoden 2019 ennuste (25 MEUR). Omat ennusteemme vuosien 2020, 2021 ja 2022 investoinneiksi ovat vastaavasti 21 MEUR, 22 MEUR ja 23 MEUR.

Vuoden 2019 ennuste

Ponsse raportoi Q1-Q3'19:llä tilauskertymän laskeneen 12 %:lla vuotta aiemmasta erittäin korkeasta tasosta, mutta tilaukset/toimitukset – suhdeluku pysyi edelleen hyvällä 1,3x:n tasolla. Tämä lupaa liikevaihdon kasvua ainakin lyhyellä tähtäimellä. Kun myös Q1-Q3'19:n liikevaihto kasvoi 12 %:lla on koko vuoden 2019 ennusteemme liikevaihdon 14 %:n kasvusta varsin tukevalla pohjalla. Kasvu jakautuu uusien laitteiden 19 %:n, huollon 6 %:n ja vaihtokoneliiketoiminnan 1 %:n kasvuun.

Ponssen kannattavuus parani Q1-Q3'19:llä liikevoittomarginaalin oltua 10,0 % (Q1-Q3'18: 9,5 %) ja Vieremän investoinnin ylösjon intensiivisemmän vaiheen jäädessä taakse. Jaksolla materiaali- ja palvelukulujen osuus liikevaihdosta laski 64,1 %:sta

63,7 %:iin (-0,4 %-yks.) ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus 9,5 %:sta 9,0 %:iin (-0,5 %-yks.) kompensoituakseen osittain poistojen osuuden kasvulla (2,8 %:sta 3,4 %:iin). Viime mainittu johtui tietenkin tehdystä laajennusinvestoinnista.

Ponssen vuoden 2019 ohjeistus euromääräisen liikevoiton kasvamisesta hieman edellisvuodesta on uskottava, sillä Q1-Q3'19:n liikevoitto kasvoi 18 % v/v. Ennusteemme koko vuoden 2019 liikevoitoksi on 75,0 MEUR (marg. 10,8 %), missä on 22 % kasvua vuotta aiemmasta 61,7 MEUR:sta (marg. 10,1 %).

Vuoden 2019 EPS-ennusteemme on 1,98 euroa, missä on 27 % parannusta vuoteen 2018 verrattuna. Viime vuoden tulosta rasittivat yhteensä 4,0 MEUR:n kurssitappiot (Q1-Q3'19: -0,1 MEUR). Osinkoennusteemme on 0,95 (2018: 0,80) euroa merkiten 48 %:n (2018: 51 %:n) osinkosuhdetta.

Vuosien 2020-2022 ennusteet

Edellisellä sivulla esitettiin Ponssen metsä-koneiden vuosien 2020-2022 myyntivolyymi-ennusteisiin sekä 1-2 %:n vuotuisiin keskihinnan korotuksiin perustuen odotamme uuslaitemyyntiin liikevaihdon kasvavan 2 %:lla (2020e), 10 %:lla (2021e) ja 8 %:lla (2022e). Odotamme vaihtokonekaupan hieman hitaan 2019:n kehityksen kohentuvan 2020-2022 ja liikevaihdon kasvavan noin 7 % vuosittain.

Ennusteet 3/3

Arvioimme huollon piirissä olevan (alle 15 vuoden ikäisen) konekannan kasvavan 12300 koneesta (2020e) 13900 koneeseen (2022e) ja huoltoliikevaihdon / kone olevan noin 10700-11000 euroa. Luku on hieman arvioimaamme historiallista tasoa korkeampi, sillä yhä suurempi osa konekannasta on Venäjällä, missä käyttöaste ja huollon tarve ovat selvästi länsimarkkinoita korkeampia. Huollon liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat 5 % (2020e), 8 % (2021e) ja 7 % (2022e). Konsernitasolla liikevaihdon kasvuennusteamme ovat 3 % (2020e), 9 % (2021e) ja 8 % (2022e).

Arvioimme uuslaitemyynnin liikevoittomarginaalin kohoavan ensin vuoden 2019 9,8 %:sta vuoden 2020 10,7 %:iin Ponssen saadessa täyden hyödyn investoinnin myötä tehostuneesta toiminnasta ja marginaalin pysyvän 10,8 %:ssa vielä 2021 markkinan piristyessä ja pääkilpailijoiden kesken olevien investointien vaikuttaessa niiden tehokkuuteen ja siten hintakilpailukykyyn. Uskomme tilanteen muuttuvan vuonna 2022, jolloin markkinoille tullut lisäkapasiteetti kiristää hintakilpailua ja painaa uuslaiteliiketoiminnan marginaalin 10,1 %:iin.

Oletamme, että edelleen kasvanut vaihtokonetarjonta sekä Ponssen intressi pitää vaihtokonevaraston kiertoa nopeus nykyisellä korkealla tasolla painavat ko. liiketoiminnan EBIT-marginaalin melko matalalle 2,8-3,5 %:n tasolle

vuosina 2020-2022. Toisaalta odotamme huollon marginaalien säilyvän ennustejaksolla korkealla 19,8-20,5 %:n tasolla, sillä uskomme kulutus- ja varaosaliiketoiminnan säilyvän edelleen Ponssen omissa käsissä. Markkinahäiriöiden tai piraattituotteiden uhkaa vähentää metsäkone-toimialan marginaalisuus moniin muihin konepajaloihin verrattuna.

Em. perusteilla ennustamme konsernin EBIT-marginaaliksi 11,3 % (2020e), 11,4 % (2021e) ja 11,1 % (2022e) sekä vastaavaksi liiketulokseksi 81 MEUR (2020e), 89 MEUR (2021e) ja 93 MEUR (2022e). EPS-ennusteamme ovat 2,21 EUR (2020e), 2,42 EUR (2021e) ja 2,55 EUR (2022e) merkiten hyvää 9 %:n keskimääräistä tuloskasvuvauhtia. Tuloskasvu on valtaosin liikevaihdon kasvun ansiota, kuten edellä esitetystä on jo ilmennyt.

Hyvä kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta luovat Ponsselle edellytykset kasvaviin osinkoihin. Osinkoennusteamme ovat 1,05 (2020e), 1,15 (2021e) ja 1,20 (2022e) euroa, merkiten 47-48 %:n osingonjakosuhdetta.

Ennusteamme Ponssen operatiiviseksi rahavirraksi vuosina 2020-2022 ovat korkeita (83-87 MEUR) ja näillä aiemmin mainitut investoinnit katetaan helposti. Ennusteessamme nettovelka painuu negatiiviseksi jo vuonna 2020 ja tämä kehitys vain vahvistuu 2021-2022, jolloin gearing on ennustejakson lopussa 28 % negatiivinen. Tulosennusteamme toteutuessa Ponsse välttää taseen

ylikapitalisoitumisen vain selvästi reilummalla osingonjaolla tai uusilla investoinneilla.

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponsselta keskimäärin 4-5 %:n kasvua terminaalikasvun ollessa 2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 10,0-10,8 %:ssa. Luku ei ole oleellisesti korkeampi kuin vuosien 2001-2018 mediaani (9,4 %), kun huomioidaan tapahtunut skaalaetujen sekä huollon osuuden kasvu.

Tehdyt ennustemuutokset pieniä

Vuosien 2019-2021 ennustemuutoksemme suhteessa Q3'19-tuloskommenttimme ennusteisiin ovat hyvin marginaalisia eli EPS-tasolla 1-2 %:n ennustenostoja. Vuodelle 2022 olemme nostaneet sekä liikevaihto- että tulosennusteitamme 2-3 %:lla huomioituamme aiempaa tarkemmin tulossa olevien sellukapasiteetti-investointien vaikutuksen metsäkonemarkkinoihin.

Tulosennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	577	142	149	125	197	612	143	173	148	231	695	717	780	840
Ponsse	577	142	149	125	197	612	143	173	148	231	695	717	780	840
Käyttökate	80,6	20,8	16,2	13,8	26,8	77,6	18,0	22,8	21,4	33,7	95,9	104	111	116
Poistot ja arvonalennukset	-13,2	-3,8	-3,8	-3,9	-4,4	-15,8	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-20,8	-22,6	-22,3	-22,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	67,4	17,1	12,4	9,9	22,4	61,7	12,9	17,5	16,2	28,4	75,0	81,2	88,6	93,3
Liikevoitto	67,4	17,1	12,4	9,9	22,4	61,7	12,9	17,5	16,2	28,4	75,0	81,2	88,6	93,3
Ponsse	67,4	17,1	12,4	9,9	22,4	61,7	12,9	17,5	16,2	28,4	75,0	81,2	88,6	93,3
Nettorahoituskulut	-9,7	-1,7	-2,2	-1,1	-0,3	-5,3	0,4	-0,7	-1,2	-1,2	-2,7	-1,3	-1,1	-1,0
Tulos ennen veroja	57,8	15,4	10,1	8,7	22,0	56,3	13,2	16,8	15,0	27,2	72,3	79,9	87,5	92,3
Verot	-13,0	-3,7	-2,7	-2,7	-3,5	-12,6	-3,1	-3,8	-3,7	-6,4	-17,0	-18,0	-19,7	-20,8
Nettotulos	44,8	11,7	7,4	6,0	18,6	43,7	10,2	13,0	11,3	20,8	55,3	62,0	67,8	71,5
EPS (oikaistu)	1,60	0,42	0,27	0,21	0,66	1,56	0,36	0,46	0,40	0,74	1,98	2,21	2,42	2,55
EPS (raportoitu)	1,60	0,42	0,27	0,21	0,66	1,56	0,36	0,46	0,40	0,74	1,98	2,21	2,42	2,55

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	11,4 %	9,4 %	15,7 %	-10,6 %	10,3 %	6,2 %	0,7 %	16,0 %	18,8 %	17,6 %	13,5 %	3,2 %	8,8 %	7,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	22,3 %	19,2 %	-10,7 %	-47,0 %	8,7 %	-8,5 %	-24,7 %	41,4 %	63,9 %	27,1 %	21,6 %	8,3 %	9,1 %	5,2 %
Käyttökate-%	14,0 %	14,7 %	10,9 %	11,0 %	13,6 %	12,7 %	12,6 %	13,2 %	14,4 %	14,6 %	13,8 %	14,5 %	14,2 %	13,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	12,0 %	8,3 %	7,9 %	11,4 %	10,1 %	9,0 %	10,2 %	10,9 %	12,3 %	10,8 %	11,3 %	11,4 %	11,1 %
Nettotulos-%	7,8 %	8,2 %	5,0 %	4,8 %	9,4 %	7,1 %	7,1 %	7,5 %	7,6 %	9,0 %	8,0 %	8,6 %	8,7 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Ponssen osakkeen arvostusta ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien (P/E ja EV/EBIT) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään sekä DCF- eli kassavirtamallin kautta. Kolmas käyttämämme tarkastelutapa on osakkeen kokonaistuottomalli, jossa huomioidaan tuloskasvu, suhteellinen arvostustaso että osinkotuotto.

Näkemyksemme mukaan Ponssen osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Tiukka fokus tavaralajimenetelmän koneiden kasvavalle markkinalle
- Vahva markkina-asema maailman toiseksi suurimpana toimijana valitussa segmentissä
- Konepajaksi joustava kulurakenne, mikä helpottaa suhdannevaihteluissa

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia, jäljempänä tarkemmin selitettäviä tekijöitä ovat:

- Verraten pieni koko
- Keskivertoverrokkia pienempi jatkuvan liiketoiminnan osuus
- Osakkeen melko ohut likviditeetti
- Ostokohdepotentiaalin poissaolo

Arvostuksen diskonttotekijät

Seuraavilla seikoilla on mielestämme Ponssen hyväksyttävää arvostustasoa laskeva vaikutus suhteessa verrokkiryhmään:

- **Kokoero.** Ponssen kaltaisten pienempien yhtiöiden (joita ei markkinoilla tulkita ns. kasvuyhtiöiksi) osakkeiden arvostus kärsii hieman näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta suhteessa markkina-arvoltaan keskimäärin 5-6 kertaa suurempiin verrokkeihin.
- **Erot jatkuvan liiketoiminnan osuudessa.** Jatkuvan liiketoiminnan (joka on yleensä huoltotoimintaa) merkittävä osuus liikevaihdosta madaltaa riskiprofilia ja kohottaa siksi arvostustasoa. Esimerkiksi Metson liikevaihdosta 54 %, Wärtsilän liikevaihdosta 50 % ja Konecranesin liikevaihdosta 36 % on huoltoa, kun sama osuus Ponssella on 19 %.
- **Ero osakkeiden likviditeetissä.** Ponssen osakekannasta 64 % on perustajasuvun hallinnassa, joten vapaan kaupankäynnin kohteena oleva osuus (free float) on varsin rajallinen. Tämän osakepotin likviditeetti on suhteellisen ohut: viimeisen vuoden aikana vaihtunut osuus oli 15 % kun vastaava osuus esim. Cargotecissa oli 80 %, Konecranesissa 84 % ja Metsossa 106 %. Ponssen osakkeen heikompi likviditeetti suhteessa suuryhtiöihin karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja

heijastuu arvostustasoon.

- **Ostokohdepotentiaalin poissaolo.** Ponssen omistusrakenne ja suurelta osin myös toiminnan perusteet tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiolisan.

Verrokkiryhmän arvostus

Suorien verrokkien vähäisyyden vuoksi Ponssen vertailuryhmä on melko epäyhtenäinen ja muodostuu suurelta osin Ponssea selvästi kookkaammista yhtiöistä kuten kotimaiset Cargotec, Konecranes ja Metso sekä kansainväliset konglomeraatit kuten Deere & Company ja Caterpillar. Painotamme tässä vaiheessa vuosien 2020 ja 2021 arvostuskertoimia, joihin uskomme sijoittajienkin katseen jo kohdistuvan.

Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2020 on 13x ja vuodelle 2021 12x. Ponssen vastaavat kertoimet omilla ennusteillamme ovat myös 13x ja 12x. Samojen vuosien EV/EBIT-kertoimet ovat verrokkiryhmälle 10x ja 10x sekä Ponsselle 9x ja 8x. Ponssen osakkeen arvostusdiskontto em. vuosille on P/E-kertoimella 3-7 % ja EV/EBIT-kertoimella 10-14 %. EV/EBIT-kertoimen osoittama syvempi diskontto jontuu verrokkien keskimäärin selvästi Ponssea korkeammasta velkaantumistasosta (nettovelat / käyttökate -kertoimen mediaani on 1,8x kun se Ponssella on 0,6x).

Arvonmääritys 2/2

Ponssen hyväksyttävät arvostuskertoimet

Edellä mainittujen diskonttotehtäjäiden vuoksi näemme, että Ponssen osakkeen 5-10 %:n kerroin pohjainen diskontto suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin on hyväksyttävä. Vuoden 2020 osalta tämä merkitsisi 12x-13x:n P/E-kerrointa ja 9x-10x:n EV/EBIT-kerrointa.

Kassavirtamallin arvostus

DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusolettama mukaan lukien) nykyhetkeen ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 9,1 % ja sitä nostavat toimialan syklisyys sekä osakkeelle asetettu 0,5 %:n likviditeetti-premio.

DCF-malli antaa Ponssen osakkeen arvoksi 32,6 euroa, mihin on noin 16 %:n nousuvara. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä. DCF-arvon suhteen on muistettava, että mallin hyvin pitkän tähtäimen ja taustaoletuksiin liittyvän epävarmuuden vuoksi harvojen yhtiöiden osakekurssit saavuttavat em. arvon.

Kokonaistuottomallin tulokset

Kokonaistuottolaskelmamme muodostuu kolmesta osakekurssin ajurista, jotka ovat odotettu tuloskasvu, odotettu arvostuskertoimien muutos sekä odotettu osinkotuotto. Tarkastelumme kattaa

vuodet 2020-2021. Arvioimamme osakkeen kokonaistuotto on 8-9 % v/v, koostuen odotetusta 9-12 %:n v/v osakekohtaisen tuloksen kasvusta, 5-7 %:n v/v P/E-kertoimen laskusta kohti edellä esitettyjä hyväksyttäviä kertoimia sekä noin 4 %:n v/v osinkotuotosta. Pidämme odotettua kokonaistuottoa tyydyttävänä.

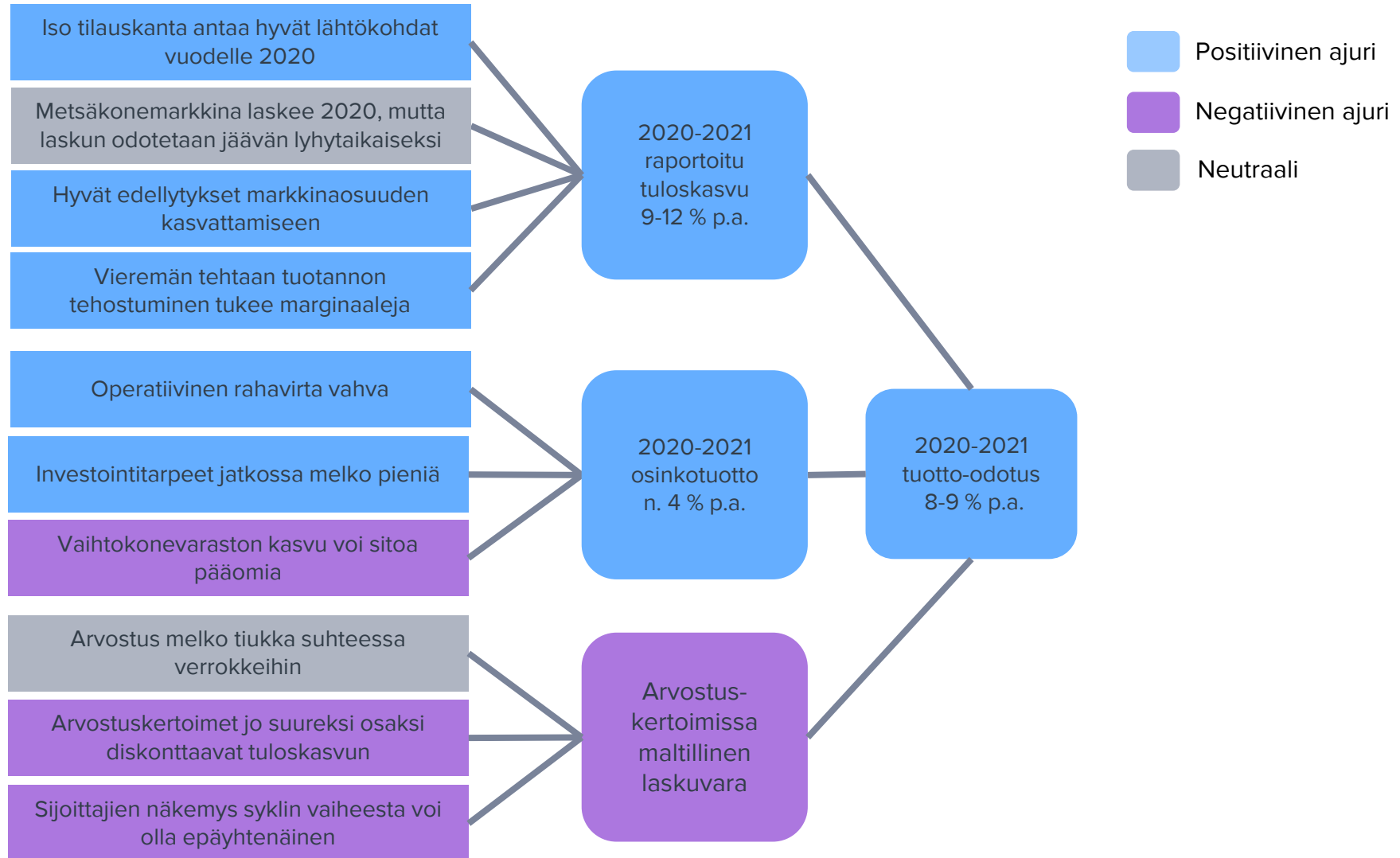
Sijoitusnäkemys

Nostamme Ponssen osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) 29,50 (aik. 27,00) euron tavoitehinnalla. Uudella tavoitehinnalla osakkeen vuosien 2020-2021 P/E-kertoimet ovat linjassa verrokkien kanssa ja EV/EBIT-kertoimet 5-10 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Olemme tavoitehintaa asettaessamme hyväksyneet Ponsselle verrokkien kanssa linjassa olevat P/E-kertoimet niiden kokonaisuutena alhaisen tason sekä Ponssen verrokkien mediaania selvästi vahvemman taseen ansiosta.

Myönnämme, että osakkeessa on melko hankala identifoida myönteisiä lyhyen tähtäimen kurssiajureita. Uskomme kuitenkin seuraavien seikkojen tukevan positiivista kehitystä 12 kk:n suositushorisontillamme: 1) odotamme metsäkonemarkkinan laskusuhdanteen jäävän lyhytaikaiseksi ja markkinan kasvavan jälleen vuonna 2021 mm. sellukapasiteetti-investointien vetämänä, mitä seikkaa osakemarkkina alkanee diskontata vuoden 2020 aikana; 2) Ponssen moderni mallisto sekä ajallinen etumatka

laajennusinvestoinnin toteuttamisessa ja ylösajossa antaa sille kilpailuetua suhteessa Deere Forestryyn ja Komatsu Forestiin; 3) yhtiön kulurakenne on joustava ottamaan vastaan odotuksia heikomman suhdannekehityksen ja madaltaa siten riskiprofiilia ja 4) osakkeen arvostus on nähdyn kurssilaskun jälkeen kohtuullisen houkutteleva niin verrokkihinnoinnittelun, kassavirtamallin kuin kokonaistuotonkin näkökulmasta.

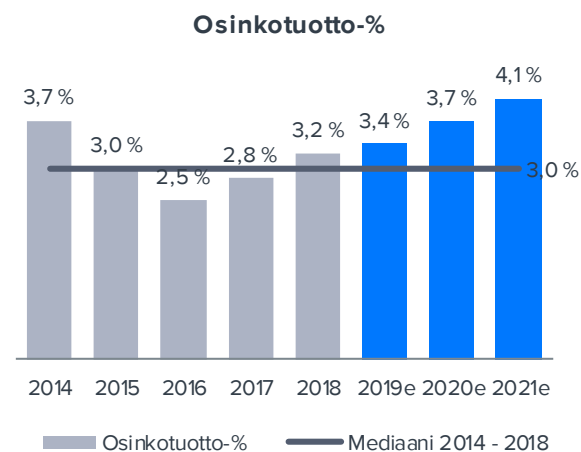
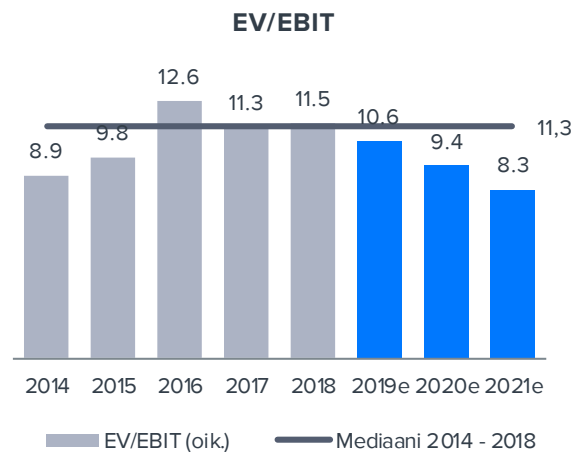
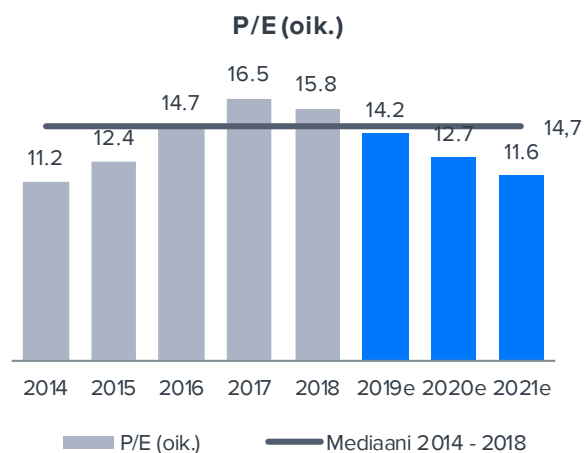
Ponssen osakkeen ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	12,0	18,4	24,0	26,4	24,8	28,1	28,1	28,1	28,1
Osakemäärä, milj. kpl	27,8	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	334	513	671	738	692	787	787	787	787
Yritysarvo (EV)	373	549	693	763	711	796	762	732	701
P/E (oik.)	11,2	12,4	14,7	16,5	15,8	14,2	12,7	11,6	11,0
P/E	11,2	12,4	14,7	16,5	15,8	14,2	12,7	11,6	11,0
P/Kassavirta	14,2	30,3	27,4	33,2	21,9	25,0	12,7	13,0	12,3
P/B	3,9	4,4	4,5	4,2	3,5	3,3	2,9	2,5	2,3
P/S	0,9	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,5	8,3	10,3	9,5	9,2	8,3	7,3	6,6	6,1
EV/EBIT (oik.)	8,9	9,8	12,6	11,3	11,5	10,6	9,4	8,3	7,5
Osinko/tulos (%)	42,0 %	37,3 %	36,7 %	46,9 %	51,2 %	48,1 %	47,5 %	47,5 %	47,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	3,0 %	2,5 %	2,8 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Cargotec Corp	29,16	1652	2568	8,8	8,2	6,6	6,3	0,7	0,7	9,6	8,8	4,2	4,5	1,2
Konecranes Abp	28,33	2275	2928	10,0	9,2	7,1	6,7	0,9	0,9	11,5	10,5	4,6	4,9	1,6
Metso Oyj	32,75	5047	5360	10,5	9,9	9,0	8,6	1,3	1,3	14,2	13,4	4,1	4,2	3,0
Raute Oyj	24,30	80	65	6,1	6,0	4,5	4,5	0,4	0,4	12,7	12,4	6,0	6,0	2,0
Valmet Oyj	19,81	2997	3016	9,4	9,1	7,2	7,0	0,8	0,8	13,2	12,7	4,2	4,5	2,6
Wartsila Oyj Abp	8,88	5296	6258	11,1	10,5	9,0	8,6	1,2	1,2	13,1	12,0	5,5	5,7	2,1
Palfinger AG	27,60	1045	1684	10,4	9,6	7,1	6,7	1,0	0,9	11,5	10,3	2,9	3,2	1,6
Deere & Co	163,09	46985	84445	26,6	23,2	20,8	18,7	2,8	2,7	17,3	14,9	1,9	2,1	4,1
AGCO Corp	75,97	5284	6704	11,5	11,0	8,1	7,7	0,8	0,8	13,8	12,9	0,9	1,0	1,7
Terex Corp	27,82	1813	2450	9,4	8,8	8,2	7,5	0,7	0,7	12,1	10,5	1,6	1,7	2,2
Ponsse (Inderes)	28,10	787	796	9,4	8,3	7,3	6,6	1,1	0,9	12,7	11,6	3,7	4,1	2,9
Keskiarvo				11,3	10,5	8,7	8,2	1,1	1,0	13,0	11,9	3,6	3,8	2,3
Mediaani				10,4	9,6	8,1	7,5	0,9	0,9	13,1	12,4	4,1	4,2	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-10 %	-14 %	-9 %	-12 %	23 %	10 %	-3 %	-7 %	-8 %	-3 %	42 %

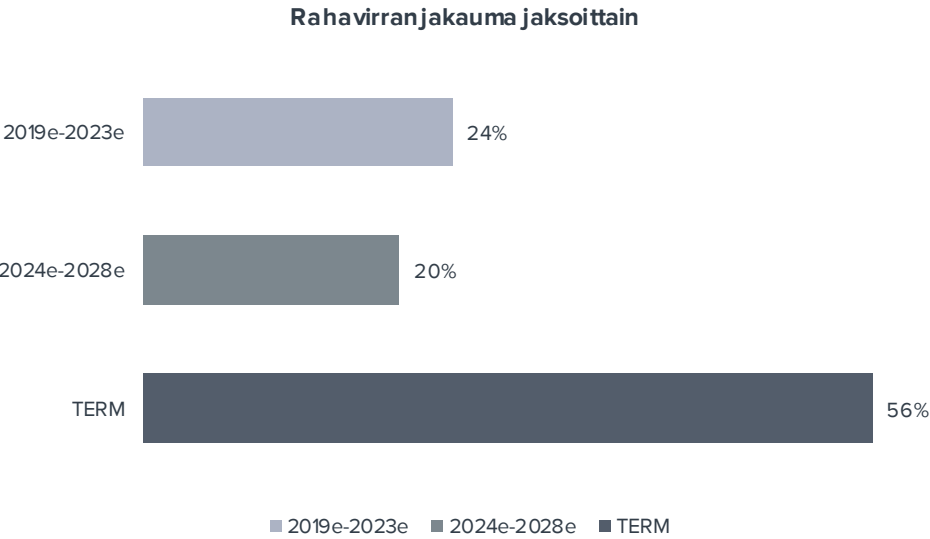
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	61,7	75,0	81,2	88,6	93,3	97,0	99,8	102	103	105	107	
+ Kokonaispoistot	15,8	20,8	22,6	22,3	22,3	22,3	23,8	24,9	25,8	26,6	27,2	
- Maksetut verot	-11,9	-18,6	-18,0	-19,7	-20,8	-21,6	-22,3	-22,7	-22,9	-23,5	-24,1	
- verot rahoituskuluista	-1,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
- Käyttöpääoman muutos	1,5	-11,5	-2,9	-8,3	-7,8	-7,3	-6,6	-5,7	-4,6	-3,4	-3,5	
Operatiivinen kassavirta	66,0	65,1	82,7	82,7	86,7	90,2	94,6	98,0	100,7	104,5	107,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-34,0	-32,1	-20,7	-22,2	-22,7	-31,5	-31,0	-31,1	-30,9	-30,3	-31,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	31,6	31,5	61,9	60,4	64,0	58,7	63,5	66,9	69,8	74,2	75,4	
+/- 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	31,6	31,5	61,9	60,4	64,0	58,7	63,5	66,9	69,8	74,2	75,4	1179
Diskontattu vapaa kassavirta		31,3	56,4	50,5	49,0	41,2	40,9	39,5	37,8	36,8	34,3	537
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		954	923	867	816	767	726	685	645	608	571	537
Velaton arvo DCF		954										
- Korolliset velat		-69,6										
+ Rahavarat		51,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,4										
Oman pääoman arvo DCF		913										
Oman pääoman arvo DCF per osake		32,6										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	128	145	158	156	156
Liikearvo	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aineettomat hyödykkeet	23,0	26,3	29,7	31,1	32,7
Käyttöomaisuus	95,5	109	117	114	112
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	2,4	2,2	2,2	2,2
Laskennalliset verosaamiset	3,5	3,2	4,8	4,8	4,8
Vaihtuvat vastaavat	218	234	257	298	347
Vaihto-omaisuus	122	127	144	148	161
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	52,8	56,1	62,6	64,6	70,2
Likvidit varat	42,6	51,1	51,1	85,4	116
Taseen loppusumma	345	379	415	454	503

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	177	200	236	271	309
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	168	187	220	255	293
Oman pääoman ehtoiset lainat	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	3,0	5,5	5,5	5,5
Muu oma pääoma	2,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	52,8	52,4	45,1	45,1	45,1
Laskennalliset verovelat	0,8	1,3	1,2	1,2	1,2
Varaukset	5,8	5,4	3,9	3,9	3,9
Lainat rahoituslaitoksilta	46,1	45,7	40,0	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	116	127	135	138	149
Lainat rahoituslaitoksilta	22,1	23,9	20,0	20,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	93,4	103	115	118	129
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	345	379	415	454	503

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	517,4	576,6	612,4	695,2	717,2
Käyttökate	67,1	80,6	77,6	95,9	103,8
Liikevoitto	55,2	67,4	61,7	75,0	81,2
Voitto ennen veroja	58,3	57,8	56,3	72,3	79,9
Nettovoitto	45,7	44,8	43,7	55,3	62,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	301,6	345,2	379,1	415,4	454,4
Oma pääoma	149,8	176,8	200,2	235,6	270,9
Liikearvo	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Nettovelat	22,8	25,6	18,5	8,9	-25,4

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	67,1	80,6	77,6	95,9	103,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	-5,6	1,5	-11,5	-2,9
Operatiivinen kassavirta	53,1	58,9	66,0	65,1	82,7
Investoinnit	-28,5	-36,5	-34,0	-32,1	-20,7
Vapaa kassavirta	24,5	22,2	31,6	31,5	61,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Vidgren Juha	22,2 %
Vidgren Jukka	13,4 %
Vidgren Janne	13,2 %
Vidgren Jarmo	13,2 %
Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	3,4 %
Nordea Pankki (hallintarekisteri)	2,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	1,63	1,60	1,56	1,98	2,21
EPS (oikaistu)	1,63	1,60	1,56	1,98	2,21
Operat. kassavirta / osake	1,90	2,11	2,36	2,32	2,95
Vapaa kassavirta / osake	0,88	0,80	1,13	1,13	2,21
Omapääoma / osake	5,36	6,32	7,16	8,41	9,67
Osinko / osake	0,60	0,75	0,80	0,95	1,05

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	12 %	11 %	6 %	14 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	2 %	20 %	-4 %	24 %	8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	22 %	-8 %	22 %	8 %
EPS oik. kasvu-%	11 %	-2 %	-2 %	26 %	12 %
Käyttökate-%	13,0 %	14,0 %	12,7 %	13,8 %	14,5 %
Oik. Liikevoitto-%	10,7 %	11,7 %	10,1 %	10,8 %	11,3 %
Liikevoitto-%	10,7 %	11,7 %	10,1 %	10,8 %	11,3 %
ROE-%	34,2 %	27,4 %	23,2 %	25,4 %	24,5 %
ROI-%	33,2 %	28,1 %	22,5 %	26,9 %	26,1 %
Omavaraisuusaste	50,3 %	51,9 %	53,5 %	57,4 %	60,4 %
Nettovelkaantumisasaste	15,2 %	14,5 %	9,2 %	3,8 %	-9,4 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	10,3	9,5	9,2	8,3	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,3	11,5	10,6	9,4
P/E (oik.)	14,7	16,5	15,8	14,2	12,7
P/B	4,5	4,2	3,5	3,3	2,9
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) 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 yhtiössä. 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 analyytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.2.2018	Vähennä	26,50 €	26,55 €
18.4.2018	Vähennä	28,00 €	27,45 €
22.5.2018	Vähennä	29,00 €	31,50 €
8.8.2018	Vähennä	30,50 €	32,30 €
24.9.2018	Vähennä	30,00 €	29,70 €
24.10.2018	Vähennä	28,50 €	27,20 €
20.2.2019	Vähennä	28,50 €	28,25 €
17.4.2019	Vähennä	28,50 €	29,45 €
14.8.2019	Vähennä	27,00 €	28,30 €
23.10.2019	Vähennä	27,00 €	29,30 €
4.12.2019	Lisää	29,50 €	28,10 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**