

PONSSE

11.02.2025 20.45 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Ulos puun ja kuoren välistä

Nostamme Ponssen osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) kohotetulla 24,00 (23,00) euron tavoitehinnalla. Metsäkonemarkkina on hiljalleen kääntymässä nousuun ja odotamme Ponssen markkinaosuuden tekevän samoin. Toimintamallin muutos ja Brasilian tappioiden poisjäänti tukevat kannattavuusparannusta 2025:stä eteenpäin. Osakkeen arvostustaso on edullinen ja riskikorjattu tuotto houkutteleva.

Markkinakasvu on aluksi laimeaa, mutta Ponssen markkinaosuus kääntyy kasvuun

Teollisen puutavaran tärkeimpien kysyntäajureiden eli rakentamisen ja sellumarkkinan volyymikasvuennusteet vuosille 2025-2027 ovat Ponssen tärkeimmillä markkina-alueilla +1...+3 %:n p.a. luokkaa. Ponssen markkinat voivat kasvaa tätä nopeammin koneellisen puunkorjuun yleistyessä ja/tai tavara-lajimenetelmän (CTL) osuuden kasvaessa. Oletamme, että CTL-metsäkonemarkkinan volyymikasvu on vuosina 2024-2027 keskimäärin +2 % p.a., mutta vuosina 2025-2027 jo +4 % p.a.

CTL-metsäkonemarkkinan kolme suurinta toimijaa (Ponsse, Deere Forestry ja Komatsu Forest) hallitsevat noin 80 %:a markkinasta. Arvioimme Ponssen markkinaosuuden laskeneen hieman vuonna 2024, mikä johtuu Komatsun oletetusta aggressiivisuudesta hinnoittelussa. Ponssen markkinaosuus jää ennusteessamme alle tavanomaisen 30 %:n vielä vuonna 2025 Deeren uuden H-sarjan ottaessa markkinaosuutta. Tämän jälkeen odotamme Ponssen markkinaosuuden kohoavan kohti normaalitasoja, kun hintakilpailu alkaa paranevassa markkinassa helpottaa ja pienten toimijoiden markkinaosuus jatkaa laskuaan.

Edessä maltillista, mutta jatkossa kiihtyvää kasvua

Odotuksemme Ponssen uusien koneiden myynnin liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on +3 % p.a. Arvioimme Ponssen volyymikasvun (+1 % p.a.) olevan ko. periodilla markkinoita

hitaampaa kun yhtiön markkinaosuus vielä vuonna 2027 jää hieman alle vuoden 2023 lähtötason. Kasvusta loput +2 % p.a. muodostuu hinnankorotuksista. Markkinaosuuden nousun myötä Ponssen uusien koneiden liikevaihto kasvaa vuosina 2025-2027 kuitenkin jo +8 % p.a.. Vaihtokonekauppa alkaa heikohkon vuoden 2024 jälkeen toipua ja yltää maltilliseen kasvuun vuosina 2025-2027. Huoltoliiketoiminnan kasvuodotuksemme vuosille 2024-2027 on +4 % p.a. ja vuosille 2025-2027 jo +7 % p.a., missä ajureina ovat Ponsse-metsäkonekannan kasvu, huollon lisääntyvä ulkoistaminen sekä digitaalisuuden myötä yleistyvä ennakoiva huolto. Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponssen liikevaihdon kasvuksi 2024-2027 on +3 % p.a. Vaisun vuoden 2024 jälkeen kasvu kiihtyy vuosina 2025-2027 +7 %:iin p.a.

Marginaaliparannus saa tukea useista tekijöistä

Odotamme Ponsselta reipasta liikevoittomarginaalin parannusta vuosina 2025-2027 (4,9 %:sta 10,1 %:iin). Marginaaliparannuksesta miltei puolet syntyy Ponssen toimintamallin uudistuksen säästöistä sekä Ponsse Latin America Ltda:n tappioiden ja kuluvarausten poisjäännistä. Loput noususta kertyy operatiivisesta vivusta. Heikon vuoden 2024 jälkeen osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on vuosina 2025-2027 erittäin nopeaa (+57 % p.a.), ja vauhdikasta vielä vuosina 2026-2027 (+21 % p.a.).

Nykyarvostus puoltaa positiivista suositusta

Ponssen osakkeen kokonaistuotto-odotus seuraaville 12 kuukaudelle on +13...+16 % muodostuen n. +10 %:n kurssipotentiaalista ja noin +3 %:n osinkotuotosta. Tuotto ylittää selvästi tuottovaatimuksen ja puoltaa positiivista suositusta. Vuoden 2025 EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat -24...-27 % alle verrokkien mediaanin eli diskontto on selvästi hyväksymäämme -15 %:a suurempi. Kurssipotentiaalin realisoitumisen merkittävimmät riskit liittyvät rakennussektorin toipumisen viivästymiseen ja siitä johtuvaan metsäkonealan hintakilpailun tiukentumiseen.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

24,00 EUR

(aik. 23,00 EUR)

Osakekurssi:

22,70

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	822	747	780	855
kasvu-%	9 %	-9 %	4 %	10 %
EBIT oik.	47,2	36,5	64,4	81,9
EBIT-% oik.	5,7 %	4,9 %	8,3 %	9,6 %
Nettotulos	30,0	18,1	47,8	61,9
EPS (oik.)	1,04	0,65	1,71	2,21

P/E (oik.)	21,8	35,1	13,3	10,3
P/B	2,0	1,9	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,2 %	3,7 %	4,8 %
EV/EBIT (oik.)	14,4	17,7	9,6	7,4
EV/EBITDA	8,6	8,9	6,2	5,2
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8	0,7

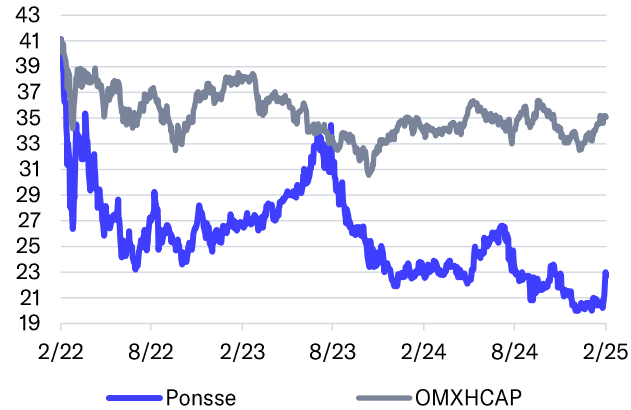
Lähde: Inderes

Ohjeistus

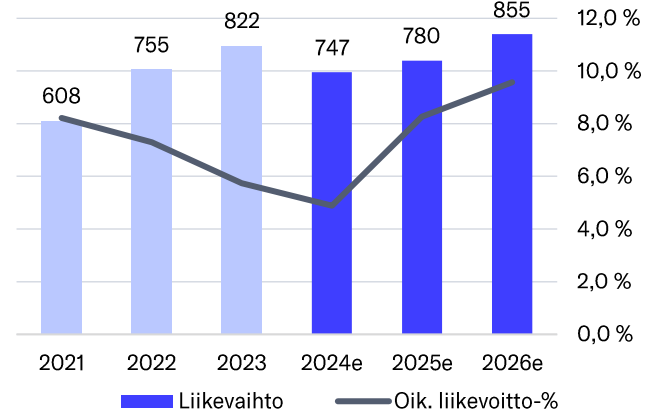
(Ennallaan)

Yhtiön euromääräisen liikevoiton arvioidaan olevan vuonna 2024 merkittävästi heikompi kuin vuonna 2023 (47,2 MEUR).

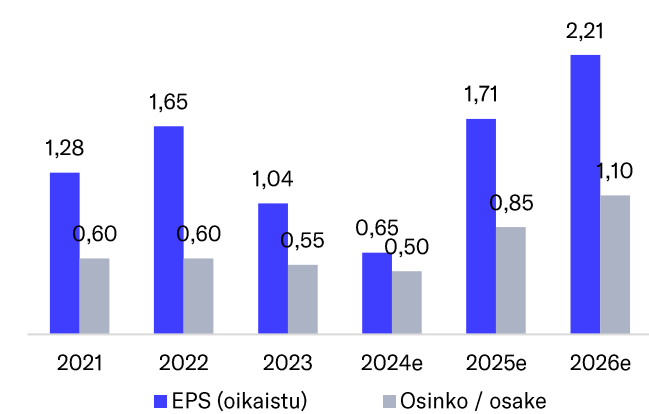
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Asema yhtenä maailman kolmesta suurimmasta metsäkonevalmistajasta
- Vahva ote asiakkaista
- Iso jälkimarkkinapotentiaali
- Puunkorjuun etenevä digitalisaatio
- Kohtuullisen hyvä kannattavuus ja rahavirta

Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan yleinen syklisyys
- Kilpailijoiden kasvava aggressiivisuus markkinoinnissa
- Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	22,7	22,7	22,7
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	636	636	636
Yritysarvo (EV)	645	616	603
P/E (oik.)	35,1	13,3	10,3
P/E	35,1	13,3	10,3
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,9	6,2	5,2
EV/EBIT (oik.)	17,7	9,6	7,4
Osinko/tulos (%)	77,2 %	49,9 %	49,8 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-13
Sijoitusprofiili	14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-17
Metsäkonemarkkinat	18-21
Kilpailutilanne	22-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-32
Arvonmääritys ja suositus	33-40
Vastuuvapauslauseke	42

Ponsse lyhyesti

Ponsse on yksi maailman kolmesta suurimmasta tavaralajimenetelmän metsäkoneiden valmistajasta, jonka liiketoimintaan kuuluvat myös huolto- ja vaihtokonepalvelut. Valmistustoiminta on keskittynyt yhtiön moderniin Vieremän-tehtaaseen Pohjois-Savossa. Ulkomaantoimintojen osuus liikevaihdosta on noin 75 %.

1970

Perustamisvuosi

1995

Listautuminen Helsingin pörssiin

770 MEUR

Liikevaihto Q4'23-Q3'24

33 MEUR

Liikevoitto Q4'23-Q3'24

2057

Henkilöstön lukumäärä 9/2024

VARAUTUMINEN KASVUUN

Vieremän tehdaslaajennus toteutetaan 2016-2018.

Laajennettu tehdas käynnistyy 2019.

PANDEMIAN AIKA

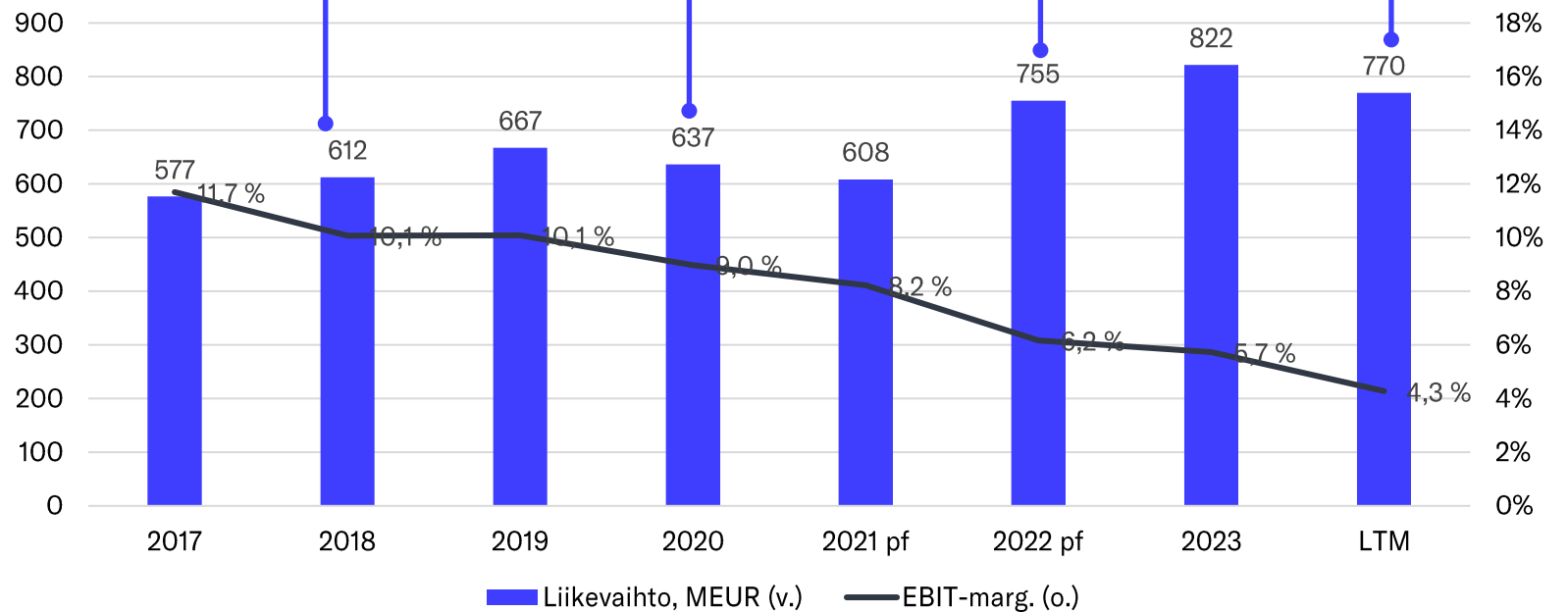
Koronapandemia leikkaa liikevaihtoa reippaasti.

VENÄJÄ PETTÄÄ

Venäjän hyökkäys Ukraina johtaa kaiken liiketoiminnan lopettamiseen Venäjällä, joka vastasi 19 %:sta liikevaihtoa vuonna 2021.

HARMEJA BRASILIASSA

Heikkokatteinen huoltosopimus painaa Brasilian-tytäryhtiön tulosta ja heikentää koko konsernin marginaalia.



Yhtiökuvaus

Fokusoitunut metsäkoneyhtiö

Ponsse on konepajayhtiö, joka valmistaa tavaralajimenetelmään perustuvia metsäkoneita (harvesterit, kuormatraktorit ja hakkuupäät) sekä tarjoaa niihin liittyviä liitännäis- ja tukipalveluja kuten metsäkoneiden tietojärjestelmiä, huoltopalveluja, vaihtokonepalveluja ja koulutusta.

Yhtiön tuotteiden valmistus on keskitetty Suomeen ja yhteen tehtaaseen Vieremällä. Keskittämisellä pyritään prosessin parempaan kokonaisoptimointiin. Yhtiön kansainvälisessä palveluverkostossa (mukaan lukien jälleenmyyjät ja sopimushuoltajat) on noin 230 huolto- ja varaosapistettä.

Ponssen mukaan sen keskeiset kilpailuedut ovat seuraavat: 1) markkinoiden uusin ja laajin tuotevalikoima etenkin kuormatraktoreiden raskaassa päässä; 2) innovatiivisimmat ratkaisut (esim. vakaas ja näkyvyys kuljettajan kannalta); 3) laitteiden tuottavuus / tehokkuus; 4) monipuolisin asiakasräätälöitävyys sekä 5) kattavimmat huoltopalvelut.

Uusien metsäkoneiden myynti

Ponsse myy itse kehittämäänsä ja valmistamiaan harvestereita ja kuormatraktoreita yli 2000 metsäkoneurakoitsijalle 35 maahan. Asiakasriski on hyvin hajautunut ja tyypillisellä metsäkoneurakoitsijalla on vain 1-2 konetta.

Vuodessa myytävien metsäkoneiden määrä on viime vuosina ollut arviomme mukaan 1150-1250 kappaletta jakautuen suunnilleen tasan harvestereiden ja metsätraktoreiden kesken. Harvestereiden hintahaarukka on 400-600 TEUR ja kuormatraktoreiden 300-450 TEUR kappaleelta. Kysynnästä noin 90 % tulee uusintaostoista, sillä Ponsse on koko toimintansa aikana toimittanut vajaa 21000 metsäkonetta,

joista arviolta 15000 on edelleen käytössä.

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

Jälkimarkkinapalvelut

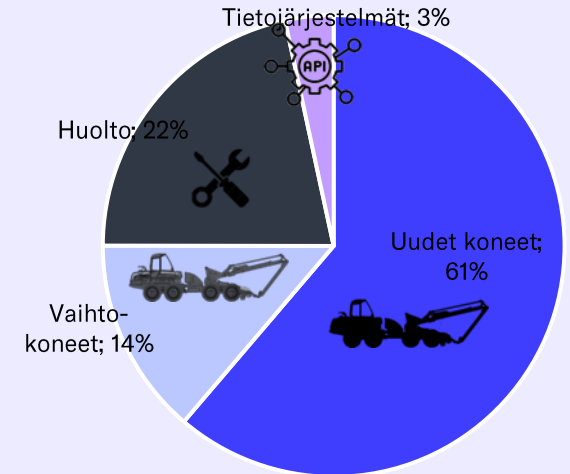
Ponssen jälkimarkkinapalvelut koostuvat huoltoliiketoiminnasta (22 % liikevaihdosta) sekä vaihtokoneliiketoiminnasta (n. 14 % liikevaihdosta). Huoltoliiketoiminnasta noin 90 % koostuu kulutus- ja varaosapalveluista ja tapahtuu yhteensä 235 toimipisteen kautta, joista 70 on Ponssen omia ja 165 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä.

Ponsse myy noin 70 % uusista koneistaan omien myyntiyhtiöidensä kautta, jolloin asiakas hyvin usein tarjoaa oman vanhan koneensa vaihdossa ja tämä taas rasittaa tasetta. Ponsse myy edelleen ko. vaihtokoneen ja saa useimmiten kaupan yhteydessä taas (vanhemman ja halvemman) vaihtokoneen. Prosessi voi toistua 2-4 kertaa, kunnes asiakkaalla ei enää ole relevanttia vaihtokonetta tarjolla. Koneiden myyntituotot kirjataan Ponssen liikevaihtoon.

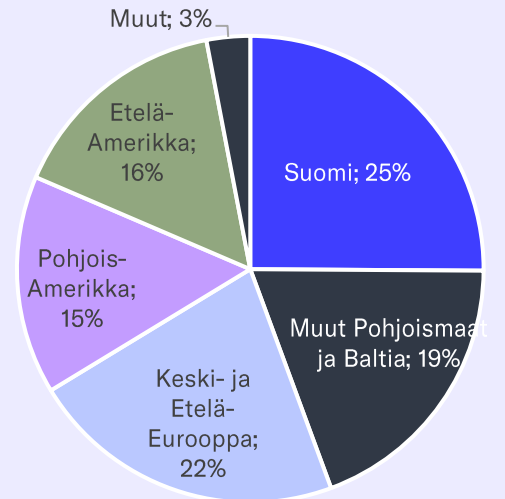
Tietojärjestelmäliiketoiminta

Ponssen kokonaan omistama tytäryhtiö Epec Oy kehittää ja myy työkonien ja hyötyajoneuvojen elektroniikkaa ja ohjausjärjestelmiä. Liikevaihdosta noin 60 % tulee muilta asiakkailta kuin Ponsselta.

Liikevaihto liiketoiminnoittain 2023



Liikevaihto alueittain 2023



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 1/3

Suurin osa valmistuksesta omissa käsissä

Kaikki Ponssen valmistamat harvesterit, metsätraktorit ja hakkuupäät tuotetaan yhdessä tehtaassa Vieremällä. Ponsse valmistaa itse koneiden runkorakenteet (etu- ja takarungot, puomit, harvesteripäiden rungot, ohjaamorungot) ja useat muut avainkomponentit. Ponsse on pyrkinyt varmistamaan tuotannon riittävän joustavuuden normaalitilanteissa sekä laatu- ja ydinosaamisen säilymisen yhtiöllä itsellään.

Alihankkijayhteistyö on tiivistä

Tärkeimpiä ulkoa hankittavia osakokonaisuuksia ovat koneiden moottorit sekä hydraulikka- ja valukomponentit. Ponsse korostaa alihankkijayhteistyön tiivistä ja koko toimitusketjun läpinäkyvyyttä, jolla toimittajasuhteet pyritään varmistamaan. Ponssellä on omista valmistusmääristä ja komponenttitarpeista koko ajan liukuva, jopa yli vuoden päähän ulottuva ennuste.

Ponsse totesi Q3'24-raportissaan komponenttien saatavuuden olevan pääsääntöisesti hyvä. Tilanne helpotti selvästi vuoden 2023 aikana osapuolten neuvotteluasemien tasapainotuttua ja Ponssen saatua muodostettua myös vaihtoehtoisia hankintakanavia. Ponssea on auttanut ja auttaa jatkossakin yhtiön asema korkealla alihankkijoiden suosituimmuuslistalla.

Toimitusajat ovat tällä hetkellä markkinatilanteesta johtuen tavanomaista lyhyempiä eli noin 3 kuukautta.

Laajennusinvestoinnin tavoitteet saavutettiin

Ponsse investoi vuosina 2016-2018 yhteensä 38 MEUR tehdaslaajennukseen, jossa Vieremän tehtaassa pinta-ala kasvoi 27000 m²:sta 40000 m²:iin. Investointi sisälsi uuden kokoonpanolinjan, automatisointiasteen kohottamisen sekä tehokkaamman varaston. Nykyisessä varastojärjestelmässä

komponentti- ja varustekokonaisuudet kootaan valmiiksi asiakkaan kanssa etukäteen sovitun spesifikaation mukaan. Ponssen valmistusfilosofiana on, että kaikki tapahtuu tilauksesta ja myös osavalmistus toimii päätilauksen mukaan. Olemme arvioineet, että Vieremän tehtaassa aiempi 1100-1200 koneen vuotuinen tekninen kapasiteetti kasvoi investoinnin myötä 1500-1600 koneeseen (n. +30-35 %). Metsäkonemarkkinan nykynäkymillä Ponssen oma kapasiteetti ei tule muodostamaan rajoitetta toimitusnopeudelle ja -määrille.

Laajennusinvestointiin liittyvät laatu- ja tuottavuusohjelmat ovat yhtiön mukaan edenneet tavoitellusti. Laadun kuvataan olevan ”hyvällä tasolla” ja tuottavuuden 5 %:n vuosiparannuksessa (mittarina maksetut työtunnit / toimitettu kone) ollaan myös tavoitellulla uralla. Tilanne paranee edelleen mm. uusien hitsausrobotti-investointien myötä.

Tuotteet teknisesti alansa huippua

Ponssen tuotteita on aina pidetty alan teknisesti edistyneimpiin kuuluvina. Esimerkkejä ovat pc:n tuominen harvesterin ohjaamoon 1992 ja 8-pyöräisen harvesterimallin tuominen ensimmäisenä markkinoille vuonna 2009. Elokuussa 2022 Ponsse esitteli kokonaan sähköiseen voimansiirtoon perustuvan EV1-kuorma-traktorikonseptin ja mahdollisimman vähäpäästöiset tai täysin päästöttömät laitteet ovat tulevan tuotekehityksen keskiössä.

Päätuotteiden osalta Ponssen merkittävimmät tuotelanseeraukset viime vuosina ovat olleet vuonna 2022 lanseeratut Scorpion Giant -harvesteri ja Mammoth-kuormatraktori. Vuoden 2024 uutuuksia ovat olleet pienempien Elk- ja Wisent-kuormatraktoreiden modernisoinnit runkorakenteeltaan yksinkertaisemmiksi, jolloin on parannettu kestävyttä ja monipuolisuutta. Toinen keskeinen uutuus on

Operatiivinen toimintamalli



Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 2/3

ollut Ponsse High-Precision Positioning -lisävaruste, joka välittää tietoa paitsi koneen myös harvesteripään sijainnista alle puolen metrin tarkkuudella. Harvesterin kuljettaja voi etenkin ahtailla palstoilla välttää aluerajojen ylitykset ja kuormatraktorin kuljettaja puolestaan löytää kasat, kasoissa olevan puun tavaralajin sekä ajourat entistä tarkemmin, mikä helpottaa ajon suunnittelua.

Ponssen keskeinen kehityskohde viime vuosina on ollut Opti 5G -tietojärjestelmä ja käyttöliittymä, joka tuottaa ja presentoi kaiken keskeisen metsäkoneeseen, kuljettajaan ja hakkuukohteeseen liittyvän informaation. Keväällä 2024 Opti 5G voitti globaalisti arvostetun iF Design Award 2024 – palkinnon. Keskeinen myöntämisperuste oli Opti 5G:n helppokäyttöisyys, jolla metsäkoneen kuljettajan kognitiivinen kuormitus vähenee ja tuottavuus paranee.

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 keskikoko on kasvussa. Yksittäisiä koneita omistavien ja käyttävien metsäurakoitsijoiden rinnalle on tullut ja tulee ns. fleet loggereita, joilla on tyypillisesti konekannassaan 20-70 konetta ja jotka tarvitsevat erilaisia palvelukokonaisuuksia kuin perinteiset urakoitsijat. Fleet loggerit ovat usein Ponssen huoltosopimuksen piirissä ja ovat huollonkin suhteen hyvin hintatietoisia. Isompia asiakkaita edustavat myös ns. teolliset urakoitsijat (industrial loggers), jotka usein ovat suuria metsäyhtiöitä. Näillä yhtiöillä voi olla merkittäviä metsävaroja ja hakkuut ovat vain osa ketjua, jonka loppupäässä useimmiten myydään sellua. Tyyppiasiakas on

brasilialainen Suzano. Teollisilla urakoitsijoilla on myös korkeat vaatimukset tietojärjestelmien suhteen. Tuoteportfolion osalta avainkysymys onkin, onko Ponssella oikea tarjooma eri asiakassegmentteihin.

Arvelemme, että Ponssen eri konemalleille yhteisten komponenttien ja osakokonaisuuksien osuus on 40-50 %. Suuri keskenään vaihtokelpoisten osien määrä mahdollistaa paitsi synergiaedut kulutus- ja varaosatoiminnoissa, myös laajan malliston ja koneiden tehokkaan massaräätelöinnin.

Logistiikkakulujen rooli vähäinen

Valmiit, asiakasvarustellut ja testatut metsäkoneet kuljetetaan rekkalavetilla suomalaisille asiakkaille tai lisälmen rautatieasemalle ja sieltä edelleen satamien kautta jakelijoille. Vuonna 2023 rahdit ja huolinta vastasivat vain 2,0 %:sta Ponssen liikevaihtoa, joten tehtaan sijainti etäällä rahtiliikenteen solmukohdista ei ole ongelma. Myös pääkilpailijoiden tehtaat sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa.

Jakelu kattaa kaikki tärkeimmät markkinat

Ponssen jakelu kattaa kaikki tärkeimmät koneellisen puunkorjuun markkinat ja se tapahtuu 14 oman myyntiyhtiön sekä 27 jälleenmyyjäyhtiön avulla. Jakeluverkosto toimii tällä hetkellä 35 maassa ja myyntipisteitä on yli 120. Kaikkiaan Ponsse on läsnä markkinoilla, jotka kattoivat yli 70 % maailman koneellisesta puunhakkuusta vuonna 2023.

Omien myyntiyhtiöiden osuus Ponssen liikevaihdosta on ollut viime vuosina pienessä nousussa ja on nyt noin 70 % ja jälleenmyyjien 30 %. Ponsse hakee koko ajan tasapainoa paremman asiakas-kontaktin tarjoavan oman myynnin ja pääomatehokkaamman jälleenmyyjämyynnin välillä. Ponssen mukaan 60 % /40 % jako olisi nykytilannetta suotuisampi.

Ponssen päätuotteet

Harvesterit (hakkuukoneet)



Paino, tn	16,7...23,8
Pituus x leveys, m	7,3...9,0 x 3,1
Moottorin teho, kW	150...240
Moottorin vetovoima, kN	130...230
Nosturin ulottuma, m	10...11
Hinta, 1000 EUR	400...600

Kuomatraktorit (ajokoneet)



Paino, tn	17,7...28,5
Pituus x leveys, m	10,1...11,9 x 3,1...3,3
Moottorin teho, kW	150...210
Nostomomentti, kN	106...195
Nosturin ulottuma, m	9,5...10
Hinta, 1000 EUR	300...450

Uusien metsäkoneiden liiketoimintamalli 3/3

Digitalisaatio on jo arkipäivää, mutta yhä kasvussa

Puunkorjuuteknologia ja siihen liittyvät palvelut digitalisoituvat yhä voimakkaasti. Megatrendejä ovat 1) digitaalisten palvelujen lisääntyminen metsäresurssien hallinnassa, kaluston hallinnassa ja huollossa sekä tuottavuuden raportoinnissa; 2) kestävyys eli ympäristövaikutusten havainnointi ja minimoiminen; 3) liitettävyysratkaisut eli optimaalinen tiedonsiirtotapa metsäkoneesta /-koneeseen sekä 4) automaatio ja etäohjaus.

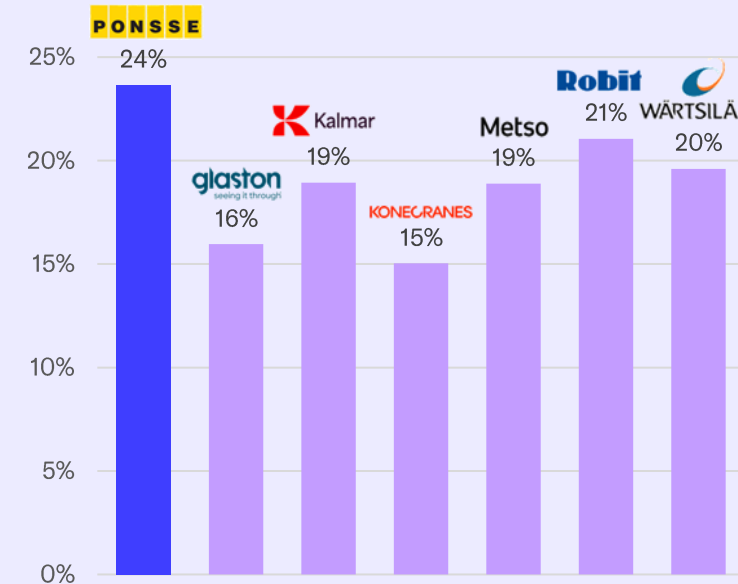
Ponssen toimintatapana on digitaalisten palvelujen rakentaminen kerätyn datan päälle. Ohjelmoijien määrä konsernissa (Ponsse + Epec) on kasvanut vahvasti ja ohjelmisto- ja mekaniikkasuunnittelijoiden yhteismäärä ylittää jo 200. Lisäksi on huomioitava näiden luomat verkostot, jotka eivät näy ohjelmoijamäärissä. Ohjelmointirajapinnat (API) on avattu asiakkaille, jolloin nämä pääsevät käsiksi dataan ja kehittämään tähän perustuvia omia sovelluksiaan. Ponssen Manager 2.0 –palvelualusta tarjoaa asiakkaille tietoa mm. koneiden sijainnista, tuottavuudesta ja polttoaineen kulutuksesta. Manager 2.0 myös seuraa leimikoiden kehitystä ja suunnitelmien edistymistä ja sillä voi suunnitella, seurata ja viestittää koneiden kuljetuksia työmaiden välillä (<https://siirrot.fi/>). Ponssen mukaan etenkin metsäteollisuus-asiakkaat ovat hyvin kiinnostunieta saamaan datan käyttöönsä ja lisenssimaksupohjaiset avoimet rajapinnat ovat hyvässä prosentuaalisessa kasvussa.

Liiketoimintamallin arvio

Oma komponenttivalmistus tekee toiminnasta pääomaintensiivistä. Aineellisten hyödykkeiden suhde laiteliikevaihtoon (24 %) onkin hieman kotimaisen konepajasektorin mediaania (19 %) korkeampi. Näyttöjen

perusteella liiketoimintamalli toimii kuitenkin hyvin. Yhden tehtaan ja alhaisen ulkoistusasteen yhdistelmä voi silti olla riskialtis erilaisissa häiriötilanteissa (tärkeän koneen rikkoutuminen, tulipalo, energiantoimitushäiriö, lakko joko tehtaassa tai esim. rautateillä) ja kaventaa yhtiön sopeutumismahdollisuuksia. Digitaalisten palvelujen laadun ja kilpailuetujen arviointia vaikeuttaa vertailukelpoisen tiedon puute.

Konepajojen aineelliset hyödykkeet / laiteliikevaihto, 2023



Huollon liiketoimintamalli 1/2

Osapainotteinen huoltokonsepti

Ponssen huoltoliiketoiminta vastasi 22 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2023 ja oli 177 MEUR. Huoltoliikevaihdosta noin 90 % muodostuu kulutus- ja varaosamyyntistä. Liiketoiminnan muita osia ovat kenttähuolto, tekninen tuki ja päivitys sekä sopimushuolto.

Ponssella on tällä hetkellä kaikkiaan 235 huoltopistettä 35 maassa. Huoltopisteistä 70 on Ponssen omia ja 165 jälleenmyyjän tai sopimushuoltajan toimipisteitä. Lukumääräisesti eniten huoltopisteitä on Suomessa (23), Ruotsissa (22) ja Yhdysvalloissa (19). Huoltoverkostoon kuuluu vielä 650 asiakkaiden työskentelypisteissä kiertävää huoltoautoa, joista valtaosa on vihkiytynyt juuri Ponss-huoltoon. Huollon käytettävissä on kaikkiaan noin 1080 mekaanikkoa.

Ponssen toimittamista vajaan 21000 koneesta käytössä on edelleen arviolta 15000 kpl eli reilu 70 %. Konekanta on kasvanut noin 5 %:n vuosivauhtia viimeisten viiden vuoden aikana. Huoltopotentialista pitää kuitenkin poistaa Venäjällä käytössä oleva arviolta vajaan 3000 koneen kanta. Uskomme, että Ponssella on nyt noin 11500 metsäkonetta huollon piirissä, jolloin vähintään koneen varaosat hankitaan Ponssen tai sen edustajan kautta. Ponssen pitkän aikavälin tavoitteena on saada yli 50 % vuosittain käytössä olevasta konekannasta myös omien huoltosopimusten piiriin. Ponss ei ole julkistanut nykyistä osuutta, mutta uskomme sen olevan noin 20...25 %, vaikka konekannasta yli puolet käy Ponssen huollossa vuosittain. Ponssen mukaan sen intressissä on huoltosopimusten määrän kasvattaminen myös siksi, että huoltosopimusasiakkaista suurempi osa hankkii kulutusosatkin (kuten teräketjut ja -levyt) Ponssen kautta, jolloin Ponssen osuus asiakkaan konehuoltoon käyttämästä rahamäärästä kasvaa.

Takuukustannusten katteena 4,4 MEUR:n varaus

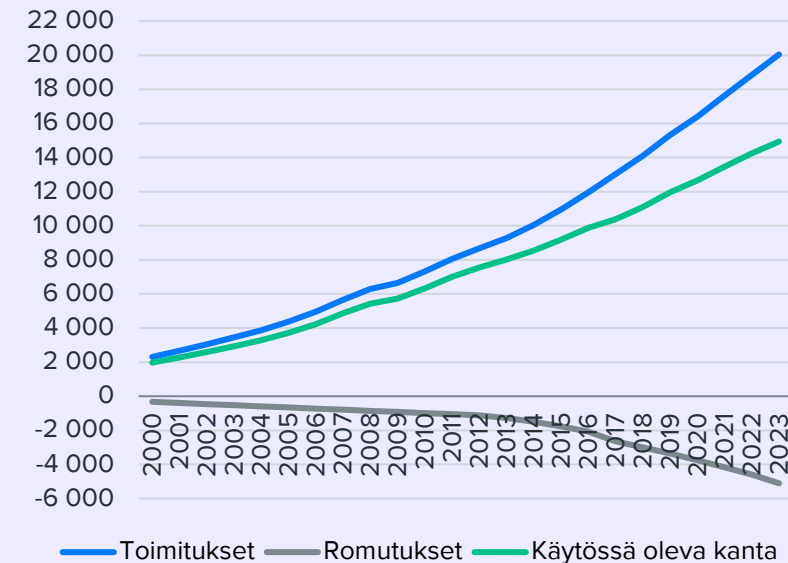
Ponss myöntää uusille metsäkoneille 12 kuukauden tai 2000 käyttötunnin takuun, jonka aikana mahdolliset viat korjataan yhtiön kustannuksella. Ponssen taseessa oli vuoden 2023 lopussa 4,4 MEUR:n takuuvaraus, joka perustuu aiemmilta vuosilta kertyneeseen tuotteiden vikaantumishistoriaan. Takuuvarauksen suhde Ponssen uuslaiteliikevaihtoon on ollut viime vuosina laskussa, mikä kertoo hyvää laadun kehityksestä.

Huoltosopimuksilla haetaan ennustettavuutta

Kulutus- ja varaosien lisäksi Ponss tarjoaa asiakkaille neljää erityyppistä huoltosopimusta (Ponss Active Care variaatioineen), joihin kuuluu tehtaan määrittelemä kiinteähintainen määräaikaishuolto alkuperäisillä varaosilla. Huoltopalveluihin kuuluu myös mahdollisuus kasvattaa koneen alkuperäistä 2000 tunnin takuuaikaa 6000 tuntiin, 10000 tunnin runkoturva sekä ennakoivaa huoltoa ja osavaihtoja.

Huoltopalvelujen liikevaihto vaihtelee voimakkaasti eri markkinoiden välillä. Koska huollon liikevaihdosta 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 Brasiliassa usein yli 5000 tuntia vuodessa. Koneen tekninen elinkaari päättyy yleensä 25000-30000 käyttötunnin jälkeen ja on selvää, että kulutus- ja varaosien sekä muun huollon tarve on merkittävästi suurempi viimeisten 10000 käyttötunnin aikana kuin ensimmäisten 10000 käyttötunnin aikana. Arvelemme, että huoltopalvelujen osuus Ponssen liikevaihdosta Latinalaisessa Amerikassa voi olla 30...40 %, kun se konsernitasona on 22 %.

Ponssen kumulatiiviset konemäärät 2000–2023, kpl



Lähde: Ponss, Inderesin arviot

Huollon liiketoimintamalli 2/2

Hyvät edellytykset huollon kasvulle ja vahvalle kannattavuudelle

Venäjän markkinoiden poistumisen jälkeenkin seuraavat seikat tukevat huoltotoiminnan kasvua ja kannattavuutta: 1) käytössä olevan Ponsse-metsäkonekannan kasvu 700...800 koneella vuosittain merkiten +5...+6 %:n lisäystä v/v; 2) metsäkoneyrittäjät yhä useammin ulkoistavat huollon eivätkä enää yritä huoltaa koneita itse; 3) metsäkoneiden ristiinhuolto eri konemerkkien välillä on hyvin vähäistä eli Ponsse käytännössä yksin huoltaa toimittamaansa konekanta ja 4) halpojen ja samalla laadultaan kyseenalaisten piraattiosien merkitys kulutus- ja varaosien markkinalla on vähäinen.

Ponsse on kommentoinut huoltoliiketoimintansa kannattavuutta vain toteamalla, että kulutus- ja varaosaliiketoiminta on kannattavampaa kuin uusien koneiden myynti. Tältä osin Ponsse ei poikkea muista konepajayhtiöistä. Ponsse näkee huoltopalvelut osaksi konemyyntiä ja siihen liittyvää palvelua. Huollon kannattavuutta ei sen vuoksi pyritä erikseen maksimoimaan, vaan Ponssien tavoitteena on asiakkaan koneen elinkaarikustannusten optimointi. Elinkaarikustannukset ratkaisevat asiakastytyväisyyden ja vaikuttavat oleellisesti merkkiuskollisuuteen uusintaostotilanteessa.

Brasilian epäonninen huoltosopimus on vakava opetus

Ponssien tulosta on vuosina 2022-2024 rasittanut merkittävästi Brasilian-tytäryhtiö Ponsse Latin America Ltda:n merkittävän asiakkaan kanssa solmima full service –huoltosopimus. Käsityksemme mukaan kyseessä on kaikkiaan 100...150 konetta koskeva huoltosopimus, jonka keskeiset ongelmat ovat olleet 1) koneita käyttävien kuljettajien heikko saatavuus ja pysyvyys sekä riittämätön osaamistaso; 2) Ponssien paikallisen huoltohenkilö-kunnan riittämätön osaamistaso; 3) vastuun

epäselvä jakautuminen pääasiakkaan, asiakkaan palkkaamien koneoperaattoreiden ja Ponssien välillä sekä 4) paikallisen huoltokonseptin epäselvyydet mm. siitä, miten koneiden käyttöaste kohotetaan luvutulle tasolle. Kaikkiaan Ponsse on vuodesta 2022 tehnyt kyseiseen full service –sopimukseen liittyen -14,1 MEUR kulukirjauksia sekä -20,8 MEUR kuluvarauksia, joista oli Q3'24:n lopussa käytetty 2,6 MEUR.

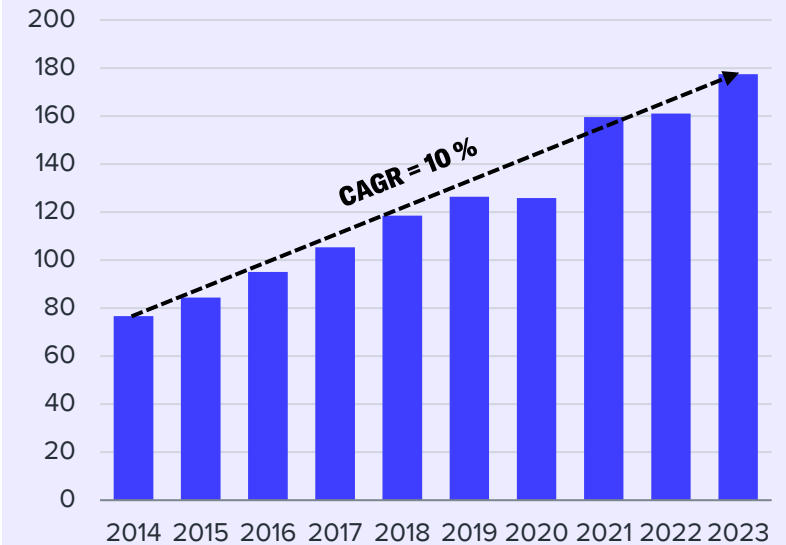
Ponssien mukaan korjaavat toimenpiteet kuten henkilöstön vaihdot ja koulutus ovat alkaneet selvästi nostaa sopimukseen liittyvän huollon tasoa. Myös yhteydenpito asiakkaaseen on parantunut ja sopimuksen toteutuksen seuranta on jatkuvaa. Koska osa sopimukseen sisältyvistä koneista ei ole Ponssien valmistamia, on myös näiden varaosahankintoihin avattu uusia ketjuja. Lisäksi joitakin koneiden käyttöasteisiin liittyviä sitoumuksia on saatu helpotettua.

Ponsse indikoi, että se ei enää jatkossa tule solmimaan full service –sopimuksia, joihin sisältyy muita kuin itse valmistettuja koneita. Kyseinen full service –sopimus päättyy vuonna 2026.

Huollon liiketoimintamallin arvio

Liiketoimintamallin vahvuuksiin kuuluu kattava huoltopalveluverkosto, joka kuitenkin painottuu jälleenmyyjiin ja sopimus-huoltajiin pitäen siten Ponssien omat kiinteät kustannukset kurissa. Positiivista on myös kilpailun vähyys erityisesti hyvin kannattavassa kulutus- ja varaosatoiminnassa. Kokonais-arviointia vaikeuttaa tiedon puute varsinaisten huoltosopimusten määrästä, mutta uusien koneiden kaupassa konversioaste on alueesta riippuen korkea 50...90 %. Digitalisoitumisen mahdollistamassa ennakoivassa huollossa on joka tapauksessa kasvuvaraa. Tällä hetkellä suurin epävarmuus liittyy Ponsse Latin America Ltda:n tappiollisen huoltosopimuksen lopulliseen kustannukseen Ponsselle.

Huoltoliikevaihto 2014-2023, MEUR



Vaihtokonekaupan liiketoimintamalli

Kypsillä markkinoilla asiakkaalta lähes aina vaihtokone

Kypsillä markkinoilla kuten Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa uuden metsäkoneen myyminen tarkoittaa lähes aina vaihtokoneen vastaanottamista. Nopeasti kasvaneilla markkinoilla kuten Brasiliassa vaihtokoneiden rooli on vähäisempi. Ponsse hoitaa itse vaihtokonekaupan silloin kun se on myynyt myös uuden koneen (n. 70 % osuus). Toisaalta jälleenmyyjäyhtiöt (lopun 30 %) hoitavat itsenäisesti oman vaihtokoneliiketoimintansa.

Vaihtokoneliiketoiminta on kertautuvaa

Vaihtokoneliiketoiminta on tyypillisesti kertautuvaa. Myydessään uuden koneen Ponsse ottaa vastaan asiakkaan vaihtokoneen ja sama tilanne usein toistuu ”vaihtokoneen vaihtokonetta” myytäessä. Uuden koneen myynnistä voikin lopulta koitua Ponsselle 2-4 vaihtokonekauppaa. Kuitenkin kierros kierrokselta 1) myytävien vaihtokoneiden keskihinta laskee ja 2) kaupassa vaihtokoneen tarjoavien asiakkaiden osuus alenee.

Arvioimme, että myydessään itse uuden koneen saa Ponsse 90 %:ssa tapauksista taseeseensa vaihtokoneen.

Vaihtokonetta myytäessä arvioimme osuuden laskevan 65 %:iin ja vaihtokoneen vaihtokonetta myytäessä edelleen 40 %:iin. Koneet ovat tässä vaiheessa usein jo elinkaarensa päätösvaiheessa. Ponsse korostaa, että kaikki metsäkone-asiakkaat eivät suinkaan halua uutta konetta. Vaihtokoneet myydään useimmiten samoilla markkinoilla, joilla ne on vastaanotettu.

Fokus varaston kierrossa ja rahavirrassa

Ponssen fokus vaihtokoneliiketoiminnassa on varaston hallinnassa ja rahavirrassa. Keskimääräinen myyntiaika

vaihtokoneella on aiemmin ollut 3...6 kuukautta, mutta viime aikoina tämä periodi on pidentynyt. Ponsse on ratkonut ongelmaa mm. rahoitustarjouksilla, vaihtokoneiden jatketuilla takuilla sekä varaosapaketeilla.

Ponsse tähtää tarjoamissaan vaihtohinnoissa siihen, ettei vaihtokonetta tarvitse myydä tappiolla. Uskomme kuitenkin, että viime aikojen heikommassa markkinatilanteessa rahavirtaa on priorisoitu ja sen vuoksi myös tappiollisia myyntejä on tapahtunut. Vaihtokonekaupan marginaalit ovat muutoinkin muihin liiketoimintoihin verrattuna pieniä.

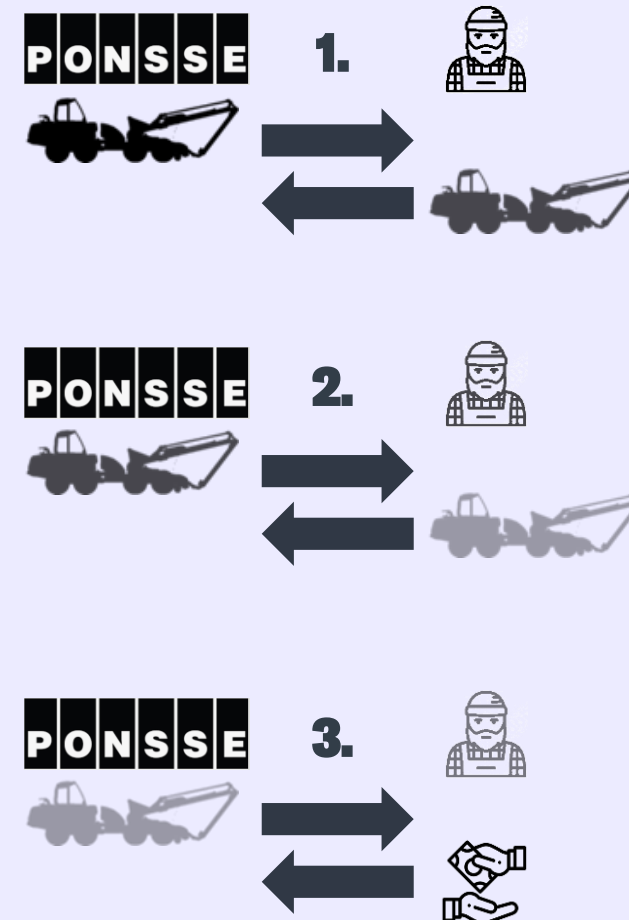
Vaihtokoneiden liikevaihto 110...115 MEUR

Oletamme, että Ponssen taseen ”muu vaihto-omaisuus” (2022: 32 MEUR; 2023: 47 MEUR) on lähes kokonaan vaihtokonevarastoa. Tämä vastaa 10...15 % omasta pääomasta eli arvostukseen liittyvät riskit ovat kohtuullisia. Jos vaihtokoneiden keskimääräiseksi myyntiajaksi oletetaan 3,5...5,0 kuukautta ja myynnin katetasoksi 2 %, saadaan vaihtokoneiden vuosien 2022-2023 liikevaihdoksi 110...115 MEUR eli 14...15 % konsernin liikevaihdosta.

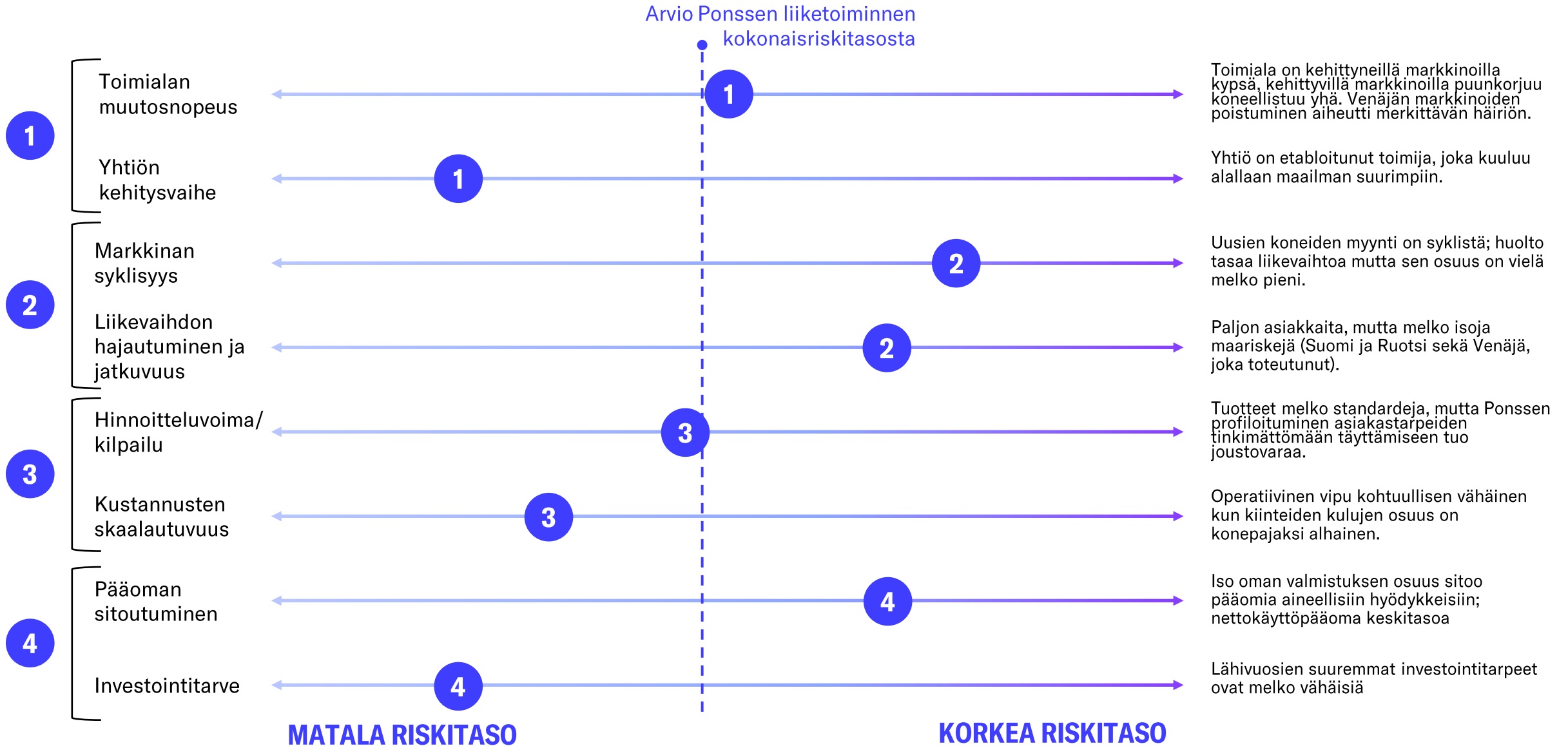
Liiketoimintamallin arvio

Vaihtokonekaupan dynamiikka on perustaltaan tervettä, sillä vaihtokoneen taseeseen tuloa on aina edeltänyt uuden koneen myynti ja vaihtokonevaraston koko on normaalisti kohtuullinen. Keskittyminen rahavirtaan on perusteltua, mutta kannattavuus on ollut viime aikoina paineessa. Jos varaston kiertonopeudeksi oletetaan 2,4x (kiertoaika = 5 kk) ja liikevoittomarginaaliksi 2 %, tekee Ponssen vaihtokoneliiketoiminta vaatimatonta noin 5 %:n sijoitetun pääoman tuottoa kun konsernin vastaava luku oli 9 % vuonna 2023.

Vaihtokonekauppa on kertautuvaa



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö, jolla on näyttöjä mutta myös parannettavaa

Ponsse on vertailukelpoisesti eli Venäjä poisluettuna kasvanut viimeiset 10 vuotta +12 %:n vuositaitia ja samalla pääkilpailijoitaan nopeammin. Ponsse taistelee tavaralajimenetelmän metsäkoneissa maailman ykköspaikasta.

Perustajasuvun omistus ja ote yhtiön asioihin on säilynyt merkittävänä ja tällä hetkellä Vidgrenin suvun omistusosuus on noin 64 %. Vahva omistajuus tuo yhtiön toimintaan pitkäjänteisyyttä ja riskinsietokykyä, mutta samalla pitkälti eliminoi ulkopuolisen osto-/lunastusmahdollisuuden.

Toimialan syklisyydestä huolimatta Ponssin kasvu- ja tuloshistoria ovat olleet melko vakaita. Viime aikoina tulosta pahasti rasittaneet Brasilian-tytäryhtiön ongelmat ovat silti väliaikaisesti heikentäneet kokonaiskuvaa sijoituskohteena.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet

Vahva markkina-asema. Ponssin osuus kohdemarkkinoillaan on n. 30 %, millä se on markkinoiden 2. suurin toimija saavuttaen skaalaetuja tuotekehityksestä jälkimarkkinoihin. Toimialalle tulon kynnys on korkea isojen vaadittavien investointien ja koko markkinan pienuuden vuoksi.

Uusien koneiden markkina kasvaa pitkällä aikavälillä.

Ponssin toimintaympäristössä on sekä nykyisiä että potentiaalisia kasvuajureita. Ensin mainittuja ovat globaalien hakkuuvolyymien kasvu (tukenaan yleinen talouskasvu, kasvava sellumarkkina, puurakentamisen osuuden kasvu sekä puun käytön lisääntyminen muovin korvaajana). Muita ajureita ovat puunkorjuun lisääntyvä koneellistuminen sekä tavaralajiteknologian markkinaosuuden nousu. Potentiaalisia ajureita ovat puunkorjuun etenevä digitalisaatio ja automatisoituminen.

Huollossa on kasvupotentiaalia. Ponssin edelleen käytössä oleva toimitettu konekanta on noin 15000 kpl (mukaan lukien

Venäjällä käytössä olevat koneet). Pääasiassa hyväkatteisesta kulutus- ja varaosamyynnistä muodostuva huoltoliiketoiminta toi viime vuonna 22 % Ponssin liikevaihdosta ja arviomme mukaan yli 60 % liikevoitosta. Suuri ja yhä kasvava sekä ikääntyvä toimitettu konekanta tuo kasvuväitä huollolle.

Vahva rahavirta tarjoaa mahdollisuuksia. Ponssin operatiivinen rahavirta on ollut vuodesta 2013 selvästi positiivinen, lukuun ottamatta vuotta 2022, jolloin Venäjän-liiketoiminta ajettiin alas. Tämä sekä konsernin alhainen velkaantuneisuus tarjoavat hyvät mahdollisuudet panostaa digitaalisten tuotteiden kehitykseen, läsnäolon vahvistamiseen esimerkiksi Amerikoissa ja Aasiassa tai suurempiin osinkoihin.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Toimiala on syklinen. Kumipyöriäisten tavaralajimenetelmän koneiden markkina romahti 65 %:lla finanssikriisivuonna 2009 ja markkina on laskenut yli 20 %:lla myös vuosina 2012 ja 2020. Venäjän markkinoiden sulkeutuminen vuonna 2022 taas merkitsi noin 17 %:n aukon syntymistä konemarkkinaan.

Toimialan laajennusinvestointien ajoitus epäsuotuisa.

Ponssin pääkilpailijat ovat investoineet osin merkittävästikin kapasiteetin kasvattamiseen. Vaisun suhdanteen pitkittyessä kapasiteetin käyttöaste jää odotuksista ja hintakilpailu kiristyy.

Yksi tehdas ja valmistuksen alhainen ulkoistusaste voi olla riski erilaisissa häiriötilanteissa, kuten tulipaloissa tai lakoissa.

Brasilian tytäryhtiön tappioista tuli mainekolhu. Vaikka Ponsse uskoo varauksilla kattaneensa myös tulevat tappiot, ovat Ponsse Latin America Ltda:n tappiot (yht. n. -35 MEUR) Ponsselle isot ja vastaavien välttäminen jatkossa on keskeistä.

Omistuksen keskittyminen. Ponssin osakkeenomistuksen keskittyminen vähentää osakkeen likviditeettiä sekä mahdollisuutta omistus- ja toimialajärjestelyihin.

Potentiaali



- Ponssella on näyttöjä pitkäkestoisesta markkinaa nopeammasta kasvusta ja yhtiö on segmentissään maailmassa sijoilla #1...#2
- Huoltoliiketoiminnassa on kasvupotentiaalia kasvavan ja samalla ikääntyvän konekannan sekä digitalisaation myötä
- Vahva rahavirta ja tase tarjoavat mahdollisuuksia operatiivisiin ja strategisiin investointeihin sekä suurempiin osinkoihin

Riskit



- Uusien koneiden markkina on syklinen ja Venäjän jättämän aukon täyttäminen on haastavaa
- Toimialan viime vuosien isot investoinnit johtavat tiukentuvaan hintakilpailuun ja marginaalipaineisiin
- Brasilian tytäryhtiön merkittävät tappiot toivat mainekolhun, jonka korjaaminen vie aikaa ja jollaisten välttäminen jatkossa on keskeistä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Ei julkituotua strategiaa

Ponssella ei ole varsinaista julkistettua strategiaa. Yhtiössä on käytössä jatkuva strategiaprosessi, jossa toimintasuunnitelmat päivitetään vuosittain ja ne toteutetaan budjetin kautta. Perusteena on, että yhtiö ei halua nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä ja teknologiamurroksessa jäädä yksittäisen strategian vangiksi. Pidämme julkistetun strategian puutetta negatiivisena sijoittajille, mutta mielestämme kokonaiskuva on kuitenkin kohtuullisen kirkas ja arviointia helpottaa se, että yhtiöllä on selkeät taloudelliset tavoitteet.

Oletuksemme strategisiksi avainkohdiksi

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 kumipyöräisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kehittämiseen, valmistamiseen ja myymiseen.
- 2. Asiakastarpeiden huomioiminen kaikessa toiminnassa.** Tämä tarkoittaa asiakaspalautteen eli käyttökokemusten, kritiikin ja kehitysideoiden laajamittaista ja jatkuvaa keräämistä ja sen heijastumista koko ketjuun tuotekehityksestä valmistuksen ja jakelun kautta jälkemarkkinatoimintoihin. Asiakkaiden henkilökohtainen tunteminen ja jopa heidän perheidensä huomioiminen toiminnassa on hyvin keskeistä ja arviomme mukaan erottaa yhtiön edukseen kilpailijoista.
- 3. Innovatiivisuuden suosiminen.** Ponsse antaa suunnittelijoille vapaat kädet kehittää uudenlaisia ratkaisuja ja yhtiö on valmis ottamaan merkittäviäkin riskejä

tuotekehityksessä. Esimerkki on nosturin sijoittaminen ohjaamon taakse Scorpion-harvesterissa, mikä osoittautui erinomaiseksi ratkaisuksi.

- 4. Avainosaamisen pitäminen omissa käsissä.** Ponsse on keskittänyt tuotteiden valmistuksen yhteen yksikköön ja uskoo hyötyvänsä merkittävästi kaiken keskeisen osaamisen pitämisestä omissa käsissä sekä tuotekehityksen, hankintojen ja valmistuksen läheisestä integraatiosta. Yhtiön mukaan tämä näkyy niin tehokkuudessa, laadussa kuin reaktionopeudessa.

Ponssen 100 %:sesti omistama Epec Oy on järjestelmätoimittaja, joka on erikoistunut työkonoiden ja hyötyajoneuvojen kehittyneeseen elektroniikkaan ja ohjelmistoihin, sähköisen voimansiirron järjestelmiin sekä avustaviin ja autonomisiin järjestelmiin. Epec toimittaa Ponsselle komponentteja, mutta sillä on vapaat kädet verkostoitua muihin asiakkaisiin, jollaisia jo ovat mm. Metso, Sandvik, Husqvarna ja Liebherr. Emoyhtiönsä kanssa Epecin merkittävin kehitysprojekti tällä hetkellä on sähkökäyttöinen metsätraktori Ponsse EV1. Pidämme Ponssen Epec-omistusta strategisena ja yhtiön tarjoama osaaminen varmistaa Ponssen aseman sähköistymiskehityksen kärjessä.

- 5. Kestävä kehitys ja vastuullisuus.** Ponssen visiona on olla kestävän metsätalouden halutuin yhteistyökumppani ja pitkälä aikavälillä hiilineutraali. Yhtiön vastuullisuustyö on jaettu neljään teemaan ja tavoitteeseen: 1) Ihmiset ("edistämme ihmistemme hyvinvointia"); 2) Ratkaisut ("innovoimme kestäviä ja luontoa kunnioittavia ratkaisuja"); 3) Toiminta ("kehitämme toimintaamme luontoympäristö huomioiden") sekä 4) Yhteisö ("olemme luotettava kumppani, jolle yhteisöllisyys on voimavara").

Strategian kulmakivet

- **Tiukka fokus**



- **Asiakastarpeiden huomioiminen kaikessa toiminnassa**



- **Innovatiivisuuden suosiminen**



- **Avainosaaminen omissa käsissä**



- **Kestävä kehitys ja vastuullisuus**



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian arviointi

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

Kokonaisuutena Ponssen strategia vaikuttaa mielekkäältä. Se ei ole helposti kopioitavissa ja sekä yhtiön kasvu, kannattavuus että rahavirta ovat parin viime vuoden poikkeuksia lukuun ottamatta olleet hyvällä tasolla. Ponsse Latin America Ltda:n epäonnistuminen yksittäisen asiakkaan kanssa laaditun huoltosopimuksen toteuttamisessa ei ehkä ole strategisen tason virhe, mutta Ponssen lupaus asiakastarpeiden huomioimisesta kaikessa toiminnassa on ko tapauksessa mahdollisesti mennyt liian pitkälle. Uskomme, että käynnissä olevat korjaavat toimenpiteet sekä saatu oppi estävät vastaavat tapaukset tulevaisuudessa. Mielestämme Ponssen tulee myös varautua metsäkonealan hintakilpailun kiristymiseen entisestään jos alalle on syntynyt edes väliaikaisesti merkittävää ylikapasiteettia. Tällöin Ponsse joutuisi todennäköisesti arvioimaan uudelleen tuote-, markkina- ja hinnoittelustrategioitaan.

Taloudelliset tavoitteet

Ponssen julkistettut taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

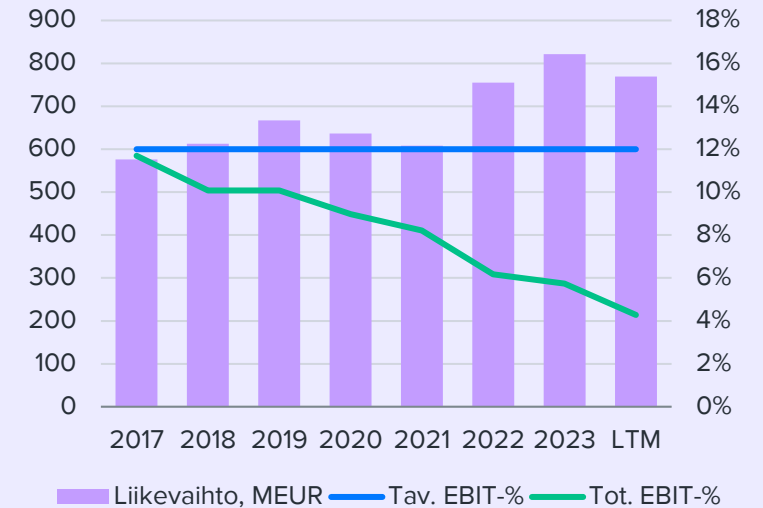
- **Kasvu:** Liikevaihdon markkinaa nopeampi kasvu
- **Kannattavuus:** Liikevoittomarginaali $\geq 12\%$

- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta $\geq$ käyttökate
- **Pääomatehokkuus:** Pääoman kiertonopeus $\geq 2x$

Tavoitteiden suhde viime vuosien toteutuneisiin lukuihin on seuraava:

- **Kasvu:** Ponssen emoyhtiön liikevaihto kasvoi vuosina 2019-2023 keskimäärin $+7\%$ vuodessa. Pääkilpailijoista Deere Forestry Oy:n ja Komatsu Forest AB:n kasvuvauhti oli samaan aikaan keskimäärin $+4\ldots+5\%$ v/v.
- **Kannattavuus:** Kertakuluilla ja varauksilla oikaistu liikevoittomarginaali oli vuosina 2019-2023 $6,7\ldots10,1\%$. Trendi oli laskeva ja parhaimmillaankin jäätin melko selvästi tavoitetasosta. Eniten kannattavuutta ovat painaneet koronapandemia, Venäjä-liiketoiminnan alasajo sekä Brasilian tytäryhtiön tappiot.
- **Rahavirta:** Operatiivinen rahavirta oli $-24\ldots+146\%$ käyttökatteesta vuosina 2019-2023. Keskimäärin osuus oli 59% ja mediaanitasolla 49% .
- **Pääomatehokkuus:** Ponsse laskee tämän liikevaihto / keskimääräinen tase -lukuna. Vuonna 2019 tavoitteesta jäätin hieman ($1,7x$) ja vuosina 2020-2023 jo selvästi ($1,2x\ldots1,4x$).

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Liikevaihdon kasvutavoite realistinen, mutta riskejäkin on

Ponssen tavoite markkinaa nopeammasta kasvusta on pro forma –tasolla saavutettu viime vuosina ja sen saavuttaminen on mielestämme mahdollista myös jatkossa. Optimismimme perustuu siihen, että viime vuosina ”kolme suurta” (Ponsse, Deere Forestry ja Komatsu Forest) ovat kaikki kasvaneet koko markkinaa nopeammin eli ottaneet yhdessä markkinaosuutta pienemmiltä toimijoilta. Ponssella on myös edelleen mahdollisuus laajentaa jakeluverkkoaan. Ponssen markkinaa nopeampi kasvu voi kuitenkin vaarantua jos hintakilpailu kiristyy eikä Ponsse lähde mukaan aggressiiviseen hinnoitteluun tai jos pääkilpailijoista esim. Deeren tuoteportfolio aletaan asiakkaiden keskuudessa nähdä modernimpana kuin Ponssen.

Kannattavuustavoite on melko kaukana tulevaisuudessa

Ponsse on aiemmin saavuttanut 12 %:n EBIT-marginaalitavoitteen vain erittäin suotuisissa oloissa. Normaalitytilanteessakin tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi vahvaa volyymikasvua, Vieremän tehtaan hyvää tuottavuutta ja tiukkaa kulukontrollia. Ukrainan sodan alettua Ponsse on indikoinut tavoitteen olevan melko kaukana tulevaisuudessa, tulkintamme mukaan useamman vuoden päässä. Viime aikoina matka kohti tavoitetta on myös hidastunut Ponsse Latin America Ltda:n tappioiden seurauksena.

Rahavirtatavoite realistinen

Koska operatiivinen rahavirta on jo matemaattisesti lähellä käyttökatetta, kuvastaa tavoite Ponssen halukkuutta pitää nettokäyttöpääoma kurissa. Tavoitteesta jäätin selvästi vuosina 2022-2023, paljolti Venäjän-liiketoiminnan päättymisen vuoksi, mutta viimeisten 12 kuukauden

(Q4'23...Q3'24) osalta tavoite saavutettiin. Kokonaisuutena tavoite on mielestämme hyvin realistinen.

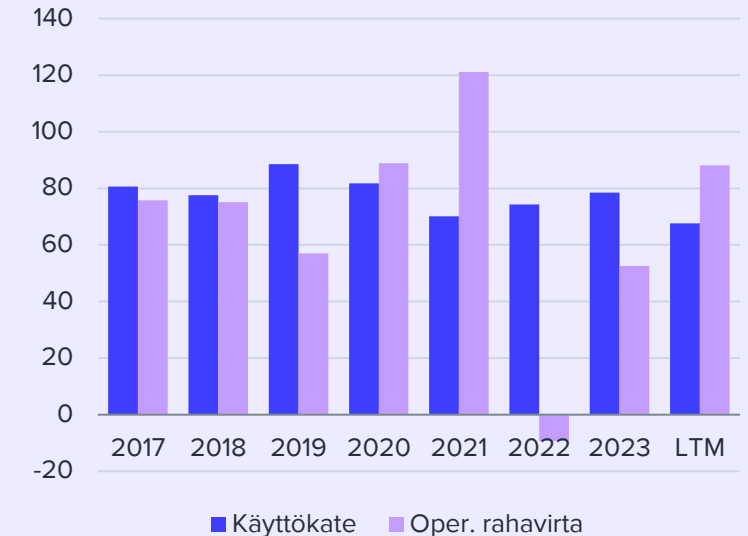
Pääomatehokkuus on kärsinyt nettokäyttöpääoman kasvusta

Ponssen tavalla lasketun pääomatehokkuuden alentuminen on johtunut ennen kaikkea nettokäyttöpääoman kasvusta. Tähän ovat myötävaikuttaneet ennakkomaksuihin perustuneen Venäjän-kaupan poistuminen (joka on ilmiönä pitkäaikainen tai pysyvä) sekä vaihtokonevaraston kasvu (joka lienee väliaikaista). Sijoittajan kannalta mielekäs tapa taseen supistamiseen ja tunnusluvun parantamiseen jatkossa olisi tietenkin runsaampi osingonjako, sillä tase on edelleen vahva. Toisaalta vaihtokonevaraston alentaminen hyväksyttävämmälle tasolle on sekin sijoittajan intressissä.

Uskomme osingonjakosuhteen normalisoituvan vuodesta 2025 eteenpäin

Ponssella ei ole täsmällistä osinkopolitiikkaa vaan ”osinkoa jaetaan yhtiön pitkäaikaisen tuloskehityksen ja pääomavaatimusten mukaisesti”. Osingonjakosuhte on ollut 46...52 % vuosina 2019-2023. Odotamme jakosuhteen kohoavan tilapäisesti selvästi eli lähes 80 %:iin vuodelta 2024, sillä tulosta merkittävästi rasittanut tekijä on poistunut/poistumassa ja myös tase sallii korkeamman jakosuhteen. Uskomme jakosuhteen palautuvan tämän jälkeen ”normaaliksi” eli noin 50 %:iin vuodesta 2025 eteenpäin.

Käyttökate ja operatiivinen rahavirta, MEUR



Metsäkonemarkkinat 1/4

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat noin 2 miljardia kuutiota

Metsäkoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat ennen kaikkea teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 2 miljardia kuutiota vuodessa sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun lisäksi suunnilleen saman suuruinen määrä puuta käytetään polttopuuna. Teollisen raakapuun eli tukki- ja kuitupuun suurimmat loppukysyntämarkkinat ovat rakentaminen (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muu puutuoteteollisuus (mm. vaneri- ja muu puulevy- ja puutuoteteollisuus) sekä sellu- ja massateollisuus. Kaksi ensin mainittua toimialaa vastaavat noin 40...50 %:sta raakapuun kysynnästä ja kuitupuun osuus on noin 30...40 %.

Toimiala on globaalisti kypsä ja tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki- ja muu pakkausmateriaaliteollisuus) kasvu kompensoituu eräiden muiden tuotteiden (painopaperi) kysynnän vähittäisellä laskulla. Tosin painopapereiden kulutuksen supistuminen ei merkitse vastaavaa vähennystä sellun käytössä, sillä markkinoilta häviävän kierrätyskuidun määrä on korvattava sellulla.

Globaalit hakkuuvolyymit kasvoivat tarkastelujaksolla 2016-2022 keskimäärin vain 1,2 % vuosittain, mutta kasvua hidastivat sekä koronapandemia että Venäjän hyökkäys Ukrainaan. Nopeinta kasvu oli Latinalaisessa Amerikassa (+2,3 % p.a.), kun taas Euroopassa (+1,5 % p.a.) ja Pohjois-Amerikassa (+0,6 % p.a.) kasvu oli hitaampaa. Vuoden 2023 globaalien hakkuuvolyymien -4,3 %:n v/v pudotusta voidaan pitää poikkeuksellisenä ja uskomme globaalien hakkuuvolyymien trendikasvun säilyvän jatkossakin 1,5 %:ssa vuosittain. Kasvun tärkein ajuri on Latinalainen Amerika jossa istutusmetsien

määrä kasvaa arviolta +2...+3 % p.a. Globaalisti hakkuiden kasvua ylläpitää myös ennustettu markkinasellun kysynnän 1,8 %:n vuosikasvu 2023-2030 (lähteet: AFRY, PPPC, UPM).

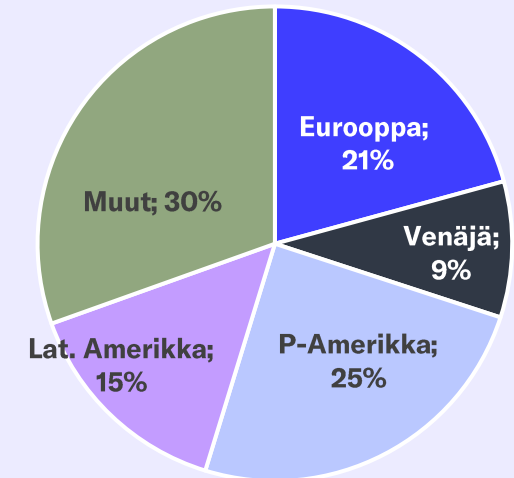
Hakkuiden jo korkea koneellistumisaste nousee yhä

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. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on jo yli 60 %. Ponssen tärkeimmillä markkinoilla eli Euroopassa ja Latinalaisen Amerikan istutusmetsissä se on jo 90 %:n luokkaa. Koneellistumisasteen nousu jatkuu, sillä a) kehittyneillä markkinoilla puoliautomaattiset korjuuketjut (metsurikaato + vaijerijuonto + tienvarsiprosessointi) voidaan tehokkaasti korvata harvesterilla ja b) kehittyvillä markkinoilla kaivuri + harvesteripää -yhdistelmä korvaa metsurityötä yhä enemmän.

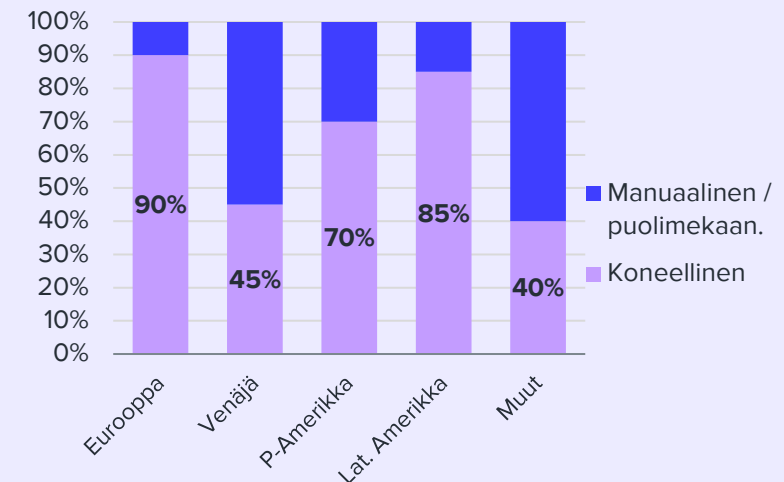
Tavaralajimenetelmällä monia kilpailuetuja

Koska globaalit hakkuuvolyymit kasvavat hitaasti, on Ponssen kannalta tärkeintä koneellistumisen eteneminen ja ennen kaikkea metsäkoneissa käytettävä teknologia. Markkinat on jaettu käytännössä kokonaan kahden teknologian eli kokopuumenetelmän (full-tree method tai tree-length method, FT/TL) ja tavaralajimenetelmän (cut-to-length method, CTL) kesken. Kokopuumenetelmässä puu 1) kaadetaan kaatokoneella; 2) kuljetetaan metsästä juontokoneella; 3) karsitaan karsimakoneella ja tarvittaessa 4) katkotaan kuljetuksiin sopiviin pituuksiin katkomakoneella.

Puunhakkuuvolyymit alueittain 2023 (1,9 mrd m³)



Puunkorjuun koneellistumisaste eri alueilla



Lähde: FAO; eri konsulttilähteet; Ponsse

Metsäkonemarkkinat 2/4

Tavaralajimenetelmässä 1) harvesteri kaataa, karsii, mittaa ja katkoo puun jo metsässä asiakkaan (esim. saha tai paperitehdas) haluamiin mittoihin. Puut kasataan puutavaralajeittain ajouran varteen, josta ne 2) kuljetetaan kuormatraktorilla metsäautotien varteen lajiteltuihin kasoihin.

Markkinatarkastelussa keskitymme kumipyöräisten tavaralajimenetelmän koneiden (rubber-tyre cut-to-length) markkinaan. Maailmanlaajuisesti CTL-hakkuista 80...85 % tapahtuu kumipyöräisillä ja loput tela-alustaisilla koneilla. Myös tela-alustaiset koneet käytännössä aina tarvitsevat kumipyöräisen kuormatraktorin puun lähikuljetukseen, joten kumipyöräisten koneiden osuus kaikista CTL-koneista on arviolta 92...93 %.

CTL:n etuja FT/TL:iin nähden ovat:

- **Vähäisemmät ympäristörasitukset** (karsitut latvukset ja oksat toimivat työskentelyalustana jolloin kone ei rasita maaperää sekä toisaalta harvennuksissa jäljelle jäävien puiden vauriot ovat pienemmät)
- **Hakkuiden korkeampi saanto**
- **Parempi soveltuvuus pehmeään maaperään**
- **Säästöt kuljetuskustannuksissa** (kuormatraktorin kapasiteetti on selvästi juontokonetta isompi)
- **Korkeampi laatu ja puhtaampi lopputulos**, joka johtuu vähemmistä käsittelykerroista ja ”pehmeämmästä” käsittelystä (puut kannetaan eikä niitä raahata)

CTL:n haittoja taas ovat:

- **Korkeammat vaatimukset koneenkäyttäjän osaamiselle**
- Monimutkaisemman teknologian **toimivuusriskit**

- **Harvesteripään heikompi toimivuus** joidenkin puulajien kanssa

Tavaralajimenetelmän markkinaosuus kasvanut

Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä on ainakin viime vuosiin asti kasvattanut tasaisesti suosiotaan kokopuumenetelmän kustannuksella ja on nykyisin arviolta 60 % oltuaan 1990-luvun alussa vain n. 20 %. Taustalla on tavaralajimenetelmän yleistyminen etenkin Manner-Euroopassa, Venäjällä ja Latinalaisessa Amerikassa. Ponsen arvion mukaan CTL-koneiden osuus koneellisista hakkuista oli yhtiön ydinmarkkinoilla Euroopassa ja Amerikoissa lähes 75 % vuonna 2023.

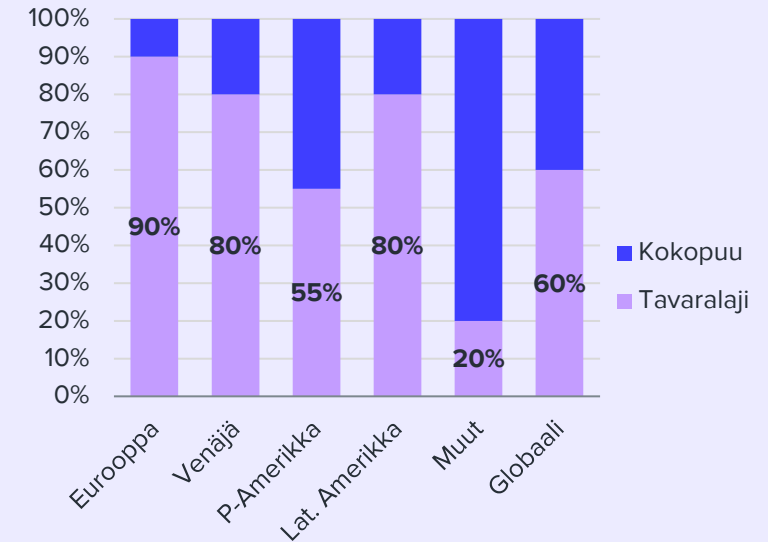
Maantieteelliset erot ovat edelleen isoja

Pohjois-Euroopassa tavaralajimenetelmän osuus koko koneellisesta puunkorjuusta on täydet 100 % ja muuallakin Euroopassa 85...95 %. Näillä alueilla tavaralajimenetelmän osuuden kasvun kautta syntyvä markkinakasvupotentiaali on siten pieni.

Venäjän puunkorjuukoneiden markkina sulkeutui Ukrainan hyökkäyssodan vuoksi vuonna 2022 emmekä odota tilanteen muuttuvan lähivuosina. Tämän vuoksi Venäjän asemaa koneellisessa puunkorjuussa ei käsitellä tässä tarkemmin.

Pohjois-Amerikassa tavaralajimenetelmän osuus (n. 55 %) on pienempi kuin Ponsen muilla avainmarkkinoilla. Syitä tähän ovat: 1) puutavaran näkeminen raaka-aineena jonka käyttöä ei tarvitse optimoida; 2) asiakkaat, joilla puutavaran varastointi, muu logistiikka sekä prosessointi on viritetty käsittelyyn bulkkituotteena sekä 3) tavaralajimenetelmän edellyttämän korkean osaamisen ja kielitaidon puuttuminen metsäalan työvoimalta. Tavaralajimenetelmän osuus Pohjois-Amerikassa

Koneelliset hakkuumenetelmät eri markkinoilla, 2023



Metsäkonemarkkinat 3/4

on kuitenkin ollut nousussa viime vuosina, edeten alueellisesti idästä länteen ja etelävaltioihin.

Latinalaisessa Amerikassa koneellinen puunkorjuu keskittyy pääasiassa istutusplantaaseille, joilla maaperän tasaisuus ja suuret volyymit parantavat tavaralajimenetelmän kuormatraktoreiden toimivuutta. Puut kuitenkin kaadetaan tavallisten harvestereiden sijasta usein tela-alustaisilla kaatokoneilla, joita Ponsse ei valmista. Tavaralajimenetelmän osuus Brasilian koneellisessa puunkorjuussa ylittää 70 %. Toisella tärkeällä markkinalla Chilessä tavaralajimenetelmän osuus ylittää 50 % ja Uruguayn markkina on lähes täysin tavaralajimenetelmän hallitsema.

Aasiassa Kiinan puunkorjuun koneellistuminen tela-alustaisten koneiden ja irtokourien yhdistelmällä on avannut Ponsselle jonkin verran irtokouramarkkinaa. Lisäksi mm. Vietnamin, Koreassa ja Laosissa nähdään kiinnostavia mahdollisuuksia. Aasian muut markkinat ovat joko liian pieniä tai Indonesian tavoin liian riskialttiita.

Markkinan painopiste on Euroopassa

Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkina on edelleen Eurooppa-painotteinen ja Eurooppa kokonaisuutena vastasi vuonna 2023 arviolta 60 %:sta koko markkinasta, jakautuen Suomen ja Ruotsin 38 %:n osuuteen ja muun Euroopan 22 %:n osuuteen. Ruotsi oli käsityksemme mukaan vuonna 2023 maailman suurin CTL-konemarkkina noin 21 %:n osuudella. Pohjois-Amerikka vastasi arviolta 14 %:sta ja Latinalainen Amerikka 10 %:sta markkinaa.

Metsäkonekysyntä on syklistä

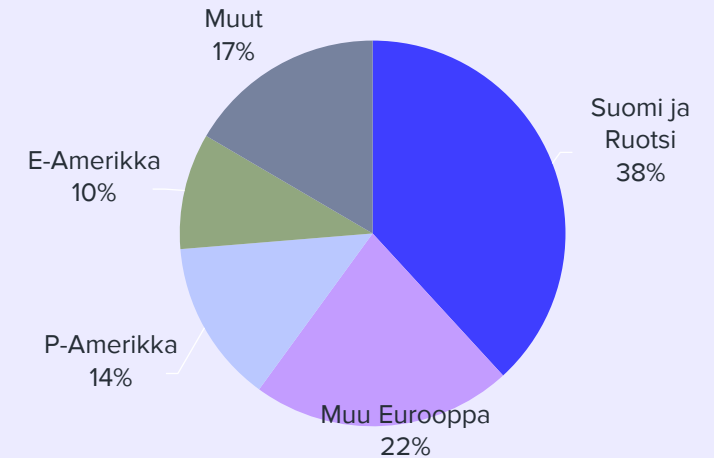
Vaikka kumipyöräisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden kokonaismarkkina on kasvanut selvästi viimeisten 20 vuoden

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 (n. -25 %) ja koronan vuoksi vuonna 2020 (n. -20 %). Viimeisin markkinashokki koettiin vuonna 2022, kun Venäjän hyökkäys Ukrainaan johti länsimaisten metsäkonevalmistajien vetäytymiseen markkinalta, joka vastasi 15 %:sta vuoden 2021 globaaleja volyymeja. Erikokoiset markkinashokit ovat tietysti jatkossakin mahdollisia.

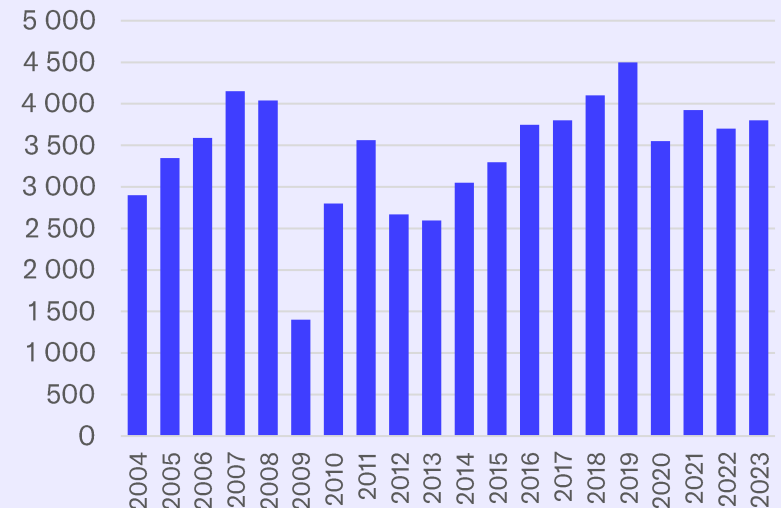
Tavaralajimenetelmän uuslaitemarkkinan koko 1,7-1,8 miljardia euroa v. 2023

Koko metsäkonemarkkinaa koskevaa tutkimusmateriaalia on tarjolla melko vähän. Ponsselle relevanttia markkinaa olisi helpointa arvioida myytävien konemäärien ja tärkeimpien toimijoiden liikevaihdon kautta. Valmistajat eivät kuitenkaan julkista toimitusvolyymejaan eivätkä myöskään pelkästä uuslaitemyynnistä kertynyttä liikevaihtoa. Ponsse on arvioinut, että maailmassa myytiin vuonna 2023 noin 3800 kumipyöräistä CTL-metsäkonetta. Luku ei jakaudu tasan harvestereiden ja kuormatraktoreiden kesken, sillä tela-alustaisetkin hakkuukoneet (joilla tehdään suunnilleen 15 % kaikista konehakkuista) tarvitsevat avukseen kumipyöräisen kuormatraktorin. Arvioimme tämän vuoksi, että myydyistä CTL-koneista 54 % oli kuormatraktoreita ja 46 % harvestereita. Jos lisäksi harvestereiden keskimääräiseksi myyntihinnaksi oletetaan 450 TEUR ja kuormatraktoreiden 350 TEUR, saadaan kumipyöräisten CTL-uuslaitteiden globaalin markkinan kooksi vuonna 2023 noin 1500 MEUR. Koko CTL-laitemarkkinaan tulee lisäksi lisätä maataloustraktoreihin ja tela-alustaisiin koneisiin liitettävien hakkuupäiden markkina, joka on arvioimme mukaan 200...300 MEUR:n kokoinen.

CTL-metsäkonemarkkina maantieteellisesti, 2023



CTL-metsäkonemarkkina 2004-2023, kpl



Lähde: Ponsse / inderes

Metsäkonemarkkinat 4/4

Metsäkonemarkkinan ennusteet 2024-2027

Teollisen puutavaran tärkeimmistä kysyntäajureista rakentamisen kasvuennusteet vuosille 2025-2027 ovat pääosin vaisuja. Euroconstruct odottaa Euroopan rakentamisen vuosien 2025-2027 volyymikasvuksi +1,2 % p.a. Yhdysvalloissa rakentamisen volyymimuutokseksi vuosina 2025-2026 ennustetaan +2,9 % p.a. (lähde: edzarenski.com). Sellumarkkinan volyymikasvuennuste vuosille 2023-2030 on jo aiemmin mainittu +1,8 % p.a.

Teollisen puutavaran loppukysynnän vuosikasvun ollessa edellä sanotun perusteella lähivuosina +2,0 %:n luokkaa, on CTL-metsäkonemarkkinan tätä nopeampi volyymikasvu mahdollista koneellisen puunkorjuun yleistymisen ja / tai CTL:n markkinaosuuden kasvun kautta. Edellä mainitut tekijät ovat erikseen vaikutukseltaan melko pieniä, mutta antavat yhdessä kohtuulliset kasvuedellytykset.

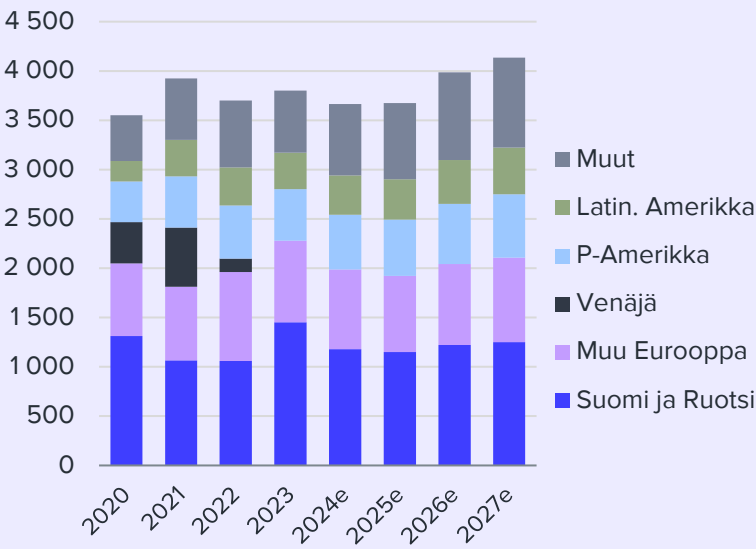
Vuoden 2024 metsäkoneiden markkinakehityksen indikaattorit ovat lievästi negatiivisia. Ponssen tilauskertymä laski Q1...Q3'24:llä -3 % v/v ja yhtiö järjesti marraskuussa muutosneuvottelut sopeutustoimista heikentyneeseen markkinatilanteeseen. Myös pääkilpailija Deere Forestry kävi samassa kuussa ja samasta syystä muutosneuvottelut. Deere oli jo aiemmin arvioinut, että yhtiön 2024-tilikauden (marraskuu 2023...lokakuu 2024) metsäkonemarkkina supistuu -10 % v/v. Tämä arvio sisältää myös kokopuumenetelmän koneet. Toistaiseksi ainoa vuoden 2025 volyymikehitystä koskeva tuoreempi ennuste on Deeren arvio oman 2025-tilikautensa (marraskuu 2024...lokakuu 2025) metsäkonemarkkinan 0...-5 %:n v/v volyymimuutoksesta. Myös tähän arvioon sisältyvät kokopuumenetelmän koneet, joten sitä ei voi suoraan soveltaa Ponssen markkinaan.

Omat arviomme vuosien 2024 ja 2025 CTL-metsäkone-markkinan volyymikehityksestä ovat vastaavasti -4 % v/v ja ±0 % v/v. Uskomme markkinan alkavan tämän jälkeen piristyä mm. rakentamisen kasvun kiihtyessä ja vuosien 2026 ja 2027 kasvuennusteemme ovat vastaavasti +8 % v/v ja +4 % v/v. Vuosien 2024-2027 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on +2 % v/v, mikä on linjassa edellä esitetyn teollisen puutavaran loppukysynnän kasvuennusteen kanssa.

CTL-laitemarkkinan osat 2023, MEUR

	Harvesterit	800
	Kuormatraktorit	700
	Hakkuupäät	200-300
Yhteensä		1700-1800

CTL-metsäkonemarkkina alueittain 2020-2027e, kpl



Lähde: Ponsse / inderes

Kilpailutilanne 1/3

Markkina kolmen pelurin dominoima

Kumipyöräisten tavaralajimenetelmän metsäkoneiden 3800 kappaleen (2023) globaali markkina jakautui valtaosin eli arviolta 80 %:sesti kolmen toimijan kesken. Nämä ovat Ponsse, Deere Forestry Yhdysvalloista sekä japanilainen Komatsu Forest. Näistä ainoastaan Ponsse keskittyy pelkästään tavaralajimenetelmään, kun taas Deere Forestry ja Komatsu Forest valmistavat Yhdysvalloissa myös kokopuumenetelmän koneita. Kaikki Deeren tavaralajimenetelmän koneet valmistetaan Joensuussa ja Komatsun tavaralajimenetelmän metsäkoneet puolestaan Uumajassa Ruotsissa.

Vertailukelpoisia kilpailijoita on vain vähän

Kolmen suuren valmistajan markkinaosuuksien arviointia hankaloittaa tiedon vähäisyys. Olemme kiertäneet ongelmaa vertailemalla vain tavaralajimenetelmän metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden lukuja. Sekä Deeren että Komatsun tilikaudet poikkeavat kalenterivuodesta. Parantaaksemme vertailukelpoisuutta Ponsseen olemme lisänneet John Deere Forestry Oy:n liikevaihtolukuihin hakkuupäitä valmistavan tytäryhtiö Waratah OM Oy:n liikevaihdon. Oheisessa graafissa on koottu Ponssen Oyj:n, John Deere Forestry Oy:n ja Komatsu Forest AB:n lähinnä vertailukelpoiset liikevaihtotiedot vuosilta 2019-2023. Lukujen perusteella Ponsse Oyj on kuvatulla jaksolla kasvanut mukavasti (CAGR = +7 %) ja sekä John Deere Forestry Oy että Komatsu Forest AB hieman hitaammin (CAGR = +3...4 %). Graafin tulkintaan yhtiöiden eroista tulee kuitenkin suhtautua varauksin, sillä poikkeavien tilikausien lisäksi eroja aiheuttavat

- 1) Poikkeamat konsernin sisäisissä siirtohinnoissa ja katteissa;
- 2) Erilainen myyntimix eli vaihtokoneliiketoiminnan ja

jälkimarkkinaliiketoiminnan osuus liikevaihdosta;

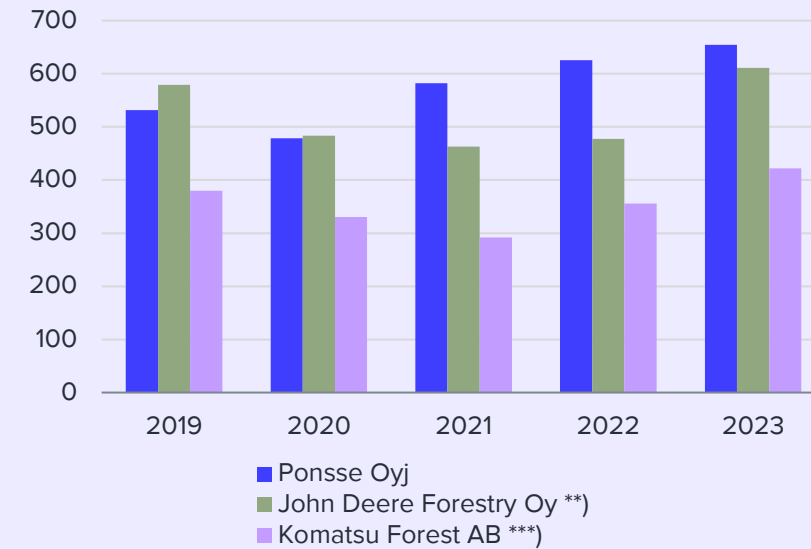
- 3) Venäjän ja Aasian yhteenlasketun osuuden Ponsse Oyj:n liikevaihdosta nousu ensin 18 %:sta (2019) 23 %:iin (2021) ja lasku sitten Venäjän Ukraina-hyökkäyksen jälkeen 2 %:iin (2023). Arvioimme, että Venäjä ja Aasia pois lukien Ponsse Oyj:n liikevaihdon kasvu (CAGR) oli +12 % p.a. vuosina 2019-2023. Muiden tarkasteltujen yhtiöiden Venäjä-liikevaihdosta ei ole käytettävissä tietoja;
- 4) John Deere Forestry Oy:n tehtaan laajennusinvestoinnin toteutus painoi yhtiön tuotantomääriä vuosina 2019-2021. Samaten Komatsu Forest AB:n täysin uuden tehtaan rakentaminen Uumajaan vuosina 2019-2021 ja tähän liittyvä tuotannon siirto ja haasteellinen ylösajo rasittivat yhtiön tuotantomääriä merkittävästi vuosina 2021-2022.

Valmistajakohtaisia volyymitietoja on saatavilla ainoastaan Suomen ja Ruotsin markkinoilta. Näiden sekä muita keskeisiä markkinoita koskevien arvioidemme perusteella Ponssen globaali markkinaosuus kumipyöräisissä CTL-koneissa oli 32 % vuonna 2023, John Deere Forestryn 31 % ja Komatsu Forestin 22 %. Näin ollen pienempien valmistajien yhteenlaskettu osuus oli vain 15 %.

Ponssen mallisto on edelleen ajan tasalla

Ponssen globaalin markkinaosuuden vakiintuminen yli 30 %:iin kertoo asiakasuskollisuuden lisäksi myös myös edelleen modernista tuotemallistosta. Ponssen malliston uudempaa päätä edustavat vuonna 2024 esitellyt uudistetut Wisent- ja Elk-kuormatraktorit sekä vuonna 2022 esitellyt Scorpion Giant –harvesteri ja Mammoth-kuormatraktori. Kokonaan uusia malleja ei ole lähiaikoina odotettavissa ja lanseerausten painopiste on ollut ja tulee olemaan harvesteripäissä (esim. H7), kuormaimen hallintajärjestelmissä (Active Crane) sekä

Metsäkoneliiketoiminnan emoyhtiöiden liikevaihto, MEUR *)



*) yhtiöiden tilikaudet poikkeavat toisistaan

**) Lisättynä Waratah OM Oy:n (hakkuupäät) luvuilla

***) Lisättynä Log Max AB:n (hakkuupäät) luvuilla

Lähde: Yhtiöt, inderezin arviot

Kilpailutilanne 2/3

palvelualueen ja hallintajärjestelmän yhdistävässä Ponsse Manager 2.0:ssa. Elokuussa 2022 esitelty täysin sähköiseen voimansiirtoon perustuva EV1-kuormatraktorikonsepti luo kuitenkin kilpailijoille painetta vastaavien ratkaisujen esittelyyn.

Pääkilpailijoista Deere on pitkän tauon jälkeen uudistanut / uudistamassa mallistoaan. Vanhan G-mallisarjan tilalle tulee keväällä ja kesällä 2024 esitelty H-mallisarja, jonka tähän mennessä esitellyt laitteet ovat raskaamman päään 1270H ja 1470H-harvesterit sekä 2010H- ja 2510H-kuormatraktorit. Viime mainittua voidaan 25 tonnin kantavuudellaan pitää suoraan Ponsse Mammothin kilpailijana. H-sarjan myötä myös Deeren laitehinnat ovat selvässä nousussa. Komatsun tuorein merkittävämpi lanseeraus oli 2023 esitelty malliston järein 951XC-harvesteri, mutta muutoin viime vuosina on ollut kyse enemmän tuotepäivityksistä. Ponsse on aiemmin arvioinut, että malleihin tehtävillä pienillä, esimerkiksi kuormaan ja hallintaan liittyvillä parannuksilla yleensä säilytetään kilpailukykyä, mutta harvoin voitetaan markkinaosuutta.

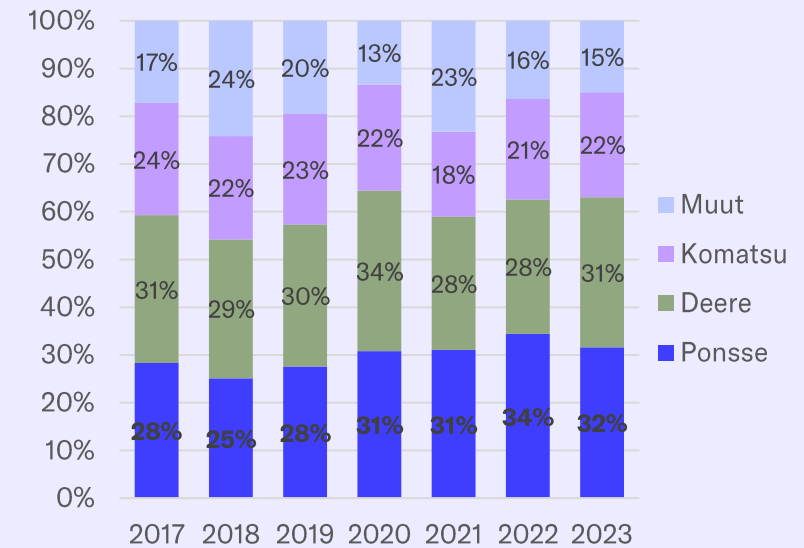
Ponssen tuotemallisto on harvestereissa kilpailijoita laajempi, sillä eri tuotealustoja on viisi kun sekä Deerellä että Komatsulla niitä on neljä. Kuormatraktoreissa tarjonnan leveydessä ei ole juuri eroja valmistajien välillä. Harvestereiden ja kuormatraktoreiden keskeisillä teho-, vetovoima-, nostomomentti- ja kuormatilamittareilla erot valmistajien tarjoomien välillä ovat muutoin vähäisiä, mutta kuormatraktoreissa Ponssen ja Deeren tarjonta ulottuu selvästi raskaampaan kalustoon kuin Komatsulla.

Pääkilpailijoiden profiilit ja niiden 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 tulosyksiköitä, kun Ponsse on itsenäinen toimija. Tämä saattaa kahden ensin mainitun osalta johtaa lyhempään tarkastelujaksoon metsäkoneliiketoiminnan menestystä arvioitaessa ja ongelmien mahdollisesti pitkittyessä liiketoiminnan myymiseen tai rankkaan saneeraamiseen.
- Konsernin tuki.** Deere Forestryn osa maatalous- ja muita ulkokäyttöisiä työkoneita valmistavassa Deeressä on strategisesti luontevaa. Deere Forestry Oy:n 10/2023 päättyneen tilikauden tutkimus- ja kehityskulut olivat -18 % pienemmät kuin Ponssella, mutta Deere Forestry pystyy hyödyntämään Deere-konsernin isoja (2,0 mrd euroa v. 2023) tuotekehityspanostuksia. Ponssen mukaan isommat panostukset näkyvät esim. digitalisaatio- ja automaatio-osaamisena, jossa Deere voi olla jonkin verran Ponsea edellä.
- Komatsu-konsernin hajautunut tuote- ja asiakaskunta ei sinällään puolla merkittävämpää panostamista niche-alueeksi luettavaan metsäkoneliiketoimintaan. Metsäkoneiden lisäksi Komatsu valmistaa maansiirto- ja rakennuskoneita sekä metalli- ja kaivosteollisuuden koneita ja laitteita. Komatsu Forestin tutkimus- ja kehityskulut ovat myös vain 45 % Ponssen vastaavista. Komatsun uusi metsäkonetehdas Uumajassa kuitenkin kertoo varsin vahvasta sitoutumisesta liiketoimintaan.
- Hinnoittelu.** Ponssen ja Deere Forestryn vertailukelpoiset koneet ovat suurin piirtein samanhintaisia, mutta Deeren uusi H-mallisarja saattaa luoda Deerelle melko selvänkin hintapreemion. Ponsse myös korostaa haluavansa pitää tuotteidensa koko elinkaaren kustannukset Deereä

Valmistajien indikatiiviset globaalit markkinaosuudet CTL-koneissa



Lähde: Yhtiöt, inderezin arviot

Kilpailutilanne 3/3

alempana. Komatsu Forestin koneet ovat keskimäärin olleet -5...-15 % halvempia kuin pääkilpailijoilla ja yhtiö myös tunnetaan aggressiivisena hinnoittelijana. Käsityksemme mukaan hintakilpailua on viime aikoina kiristänyt myös Deeren halu tyhjentää jakeluketjunsä poistuvan G-mallisarjan tuotteista.

- **Digitalisaatio.** Asiakkaiden liiketoiminnan tietotarpeiden sekä kaluston kunnossapidon tukemisessa digitalisaatio on keskiössä. 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. Kaikilla isoilla valmistajilla on omat pilvipohjaiset fleet management -ratkaisunsa (Ponsse Manager 2.0, Komatsu Smart Forestry, Deere TimberManager), joihin kehitetään koko ajan uusia ominaisuuksia ja joihin ominaisuuksien lisääminen on teknisesti vaivatonta. Ohjelmistojen perusominaisuuksia ovat nykyisin edellä mainittujen lisäksi reaaliaikainen raportointi, etätuki ja päivitykset, karttapalvelut ja ajouraseuranta sekä tarkkuuspaikannus. Ponsse näkee kilpailuetuinaan tällä hetkellä muita kehittyneemmän koneiden siirtojen hallintajärjestelmän sekä merkkiriippumattoman kaluston hallintajärjestelmän. Viime mainittu on tosin toistaiseksi saatavilla vain Etelä-Amerikassa.

Kapasiteetin käyttöasteen nostotarve voi kiristää hintakilpailua lähiaikoina

Metsäkonemarkkinan viime vuosien vauhti kasvu yhdistettynä samaan aikaan tai hieman sitä ennen tapahtuneeseen kapasiteetin merkittävään kasvuun on johtanut kapasiteetin normaalia alempaan käyttöasteeseen kaikilla isoilla

valmistajilla. Sekä Ponsse että Deere Forestry ovat läpikäyneet myös tuotantohenkilöstöä koskevia muutosneuvotteluja syksyn 2024 aikana ja niissä on sovittu enintään 90 päivän lomautuksista. Komatsu Forestin mahdollisista sopeutustoimista ei ole tietoa eikä Ruotsissa ole vastaavaa lomautusmenettelyä. Uskomme kaikkien isojen valmistajien kapasiteetin käyttöasteiden olevan tällä hetkellä 75...85 %:n luokassa eli selvästi alle optimaalisen. Näemme hintakilpailun kiristyneen lyhyellä tähtämellä, etenkin kun huomioidaan Komatsun heikommät edellytykset henkilöstökulujen sopeutukseen sekä Deeren paine sekä tyhjentää jakeluketjunsä poistuvasta G-mallistosta että saada vahva lähtölaukaus nyt lanseerattavalle H-sarjalle.

Pienet valmistajat pysyvät pieninä

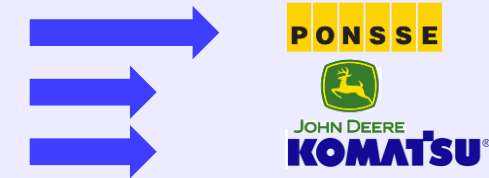
Metsäkonemarkkinoilla pienet valmistajat kuten ruotsalaiset Rottne ja Eco Log sekä suomalainen Logset pitivät yhdessä hallussaan vain 9 %:n osuutta kotimarkkinoillaan Suomessa ja Ruotsissa vuonna 2023 kun osuus oli 13 % vielä vuonna 2019. Emme myöskään usko niiden markkinaosuuden nousuun muualla ja mahdollisesti käykin päinvastoin. Arviomme mukaan pieniltä yhtiöiltä puuttuu kriittinen massa kilpailukykyiseen tuotekehitykseen ja ennen kaikkea riittävän kattavan huoltoverkoston rakentamiseen.

Top-3 valmistajien keskinäinen asema

Markkinaosuus



T&k-panostukset



Konsernin tukiresurssit



Hinnoittelu



Lähde: Yhtiöt, inderešin arviot

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdon kasvu on ollut nopeaa

Vaikka Ponssen toimiala on perusluonteeltaan syklinen, on yhtiön kasvutarina pitkällä aikavälillä vankka. Selvin viime vuosien takaisku oli kun Ponsse joutui Ukrainan-sodan seurauksena luopumaan Venäjän-liiketoiminnasta ja myymään tytäryhtiönsä maassa kesäkuussa 2022. Vuosina 2017-2021 Venäjä vastasi 17 %:sta Ponssen liikevaihtoa eikä paluuta markkinoille ole näköpiirissä. Viimeisten 10 vuoden aikana yhtiön vertailukelpoinen eli Venäjästä puhdistettu liikevaihto on kuitenkin laskenut vuosivertailussa vain kahdesti (2020 sekä Q4'23...Q3'24). Ensin mainittu pudotus johtui koronapandemiasta, mutta jälkimmäinen yleisestä suhdannetilanteesta. Vuosina 2014-2023 liikevaihdon vertailukelpoinen keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli nopeaa eli +12 %. Huoltoliiketoiminnan raportoitu kasvu oli samalla jaksolla lähes yhtä vahvaa eli +10 % p.a. Ponssen pitkän aikavälin kasvutarinan taustalla on pääosin hyvin vetäneen markkinan lisäksi ajanmukaisena pidetty tuotemallisto. Kasvu on ollut orgaanista ja tapahtunut pääosin palveluverkoston laajentamisella.

Kiinteiden kulujen osuus suhteellisen pieni

Vuosina 2014-2021 Ponssen kannattavuus oli sykliseksi yhtiöksi varsin stabiili. Liikevoittoprosentti (EBIT-marginaali) oli alimmillaan 8,2 % (2021, pro forma) ja korkeimmillaan 12,1 % (2015). Verrattuna aiempaan kehitykseen on Ponssen kannattavuutta jaksolla 2022...Q3'24 rasittanut paitsi hyväkatteisen Venäjä-liiketoiminnan poistuminen myös etenkin Ponsse Latin America Ltda:n yksittäinen huonokatteinen full service –sopimus. Tätä sopimusta olemme käsitelleet jo aiemmin. Ilman ko. sopimukseen liittyviä ylimääräisiä kulukirjauksia ja –varauksia olisi Ponssen EBIT-marginaali ollut 6,7...7,4 % jaksolla 2022...Q3'24 eli lähellä

hyväksyttävää tasoa. Emme ole kuitenkaan oikaisseet mainittuja kulukirjauksia Ponsse-mallissamme, vaan pidämme niitä normaaliin liiketoimintaan kuuluvan riskin toteutumisenä.

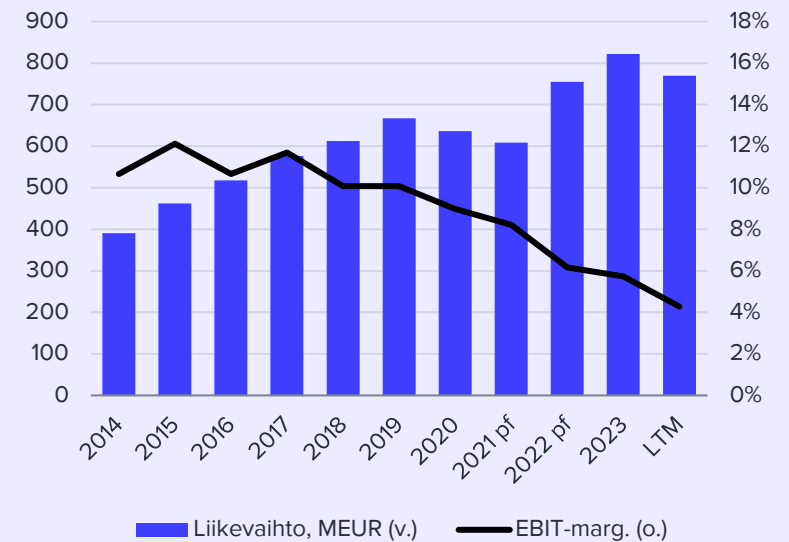
Ponssen kulurakenteessa korostuvat materiaalit ja palvelut (n. 65 % liikevaihdosta) sekä henkilöstökulut (n. 14 %). Liiketoiminnan muiden kulujen (mm. käyttö ja ylläpito, rahat, vuokrat, markkinointi sekä hallinto) osuus on noin 8...9 % ja poistojen 3...4 %. Tällä kulurakenteella Ponssen tulisi mielestämme normaalissa markkinatilanteessa kyetä johdonmukaisesti vähintään 9 %:n liikevoittomarginaaliin.

Ponssen kulurakenteessa huomio kiinnittyy kiinteiden kulujen konepajaksi alhaiseen osuuteen liikevaihdosta (23...24 % v. 2021-2023). Olemme laskeneet kiinteiksi kuluiksi henkilöstökulut, poistot sekä liiketoiminnan muut kulut oikaistuna rahti- ja huolinta- sekä markkinointi- ja matkakuluilla. Muilla konepajoilla osuus on tyypillisesti 35...40 %. Ero selittyy suurimmaksi osaksi vertai-luyhtiöiden omien huolto- ja palveluorganisaatioiden henkilöstö- ja muilla ylläpitokuluilla. Ponsella huollon osuus liikevaihdosta on verrokkeihin nähden pieni (22 %) ja tästäkin liikevaihdosta 90 % muodostuu kulutus- ja varaosapalveluista, jotka eivät ole erityisen henkilötyöntensiivisiä.

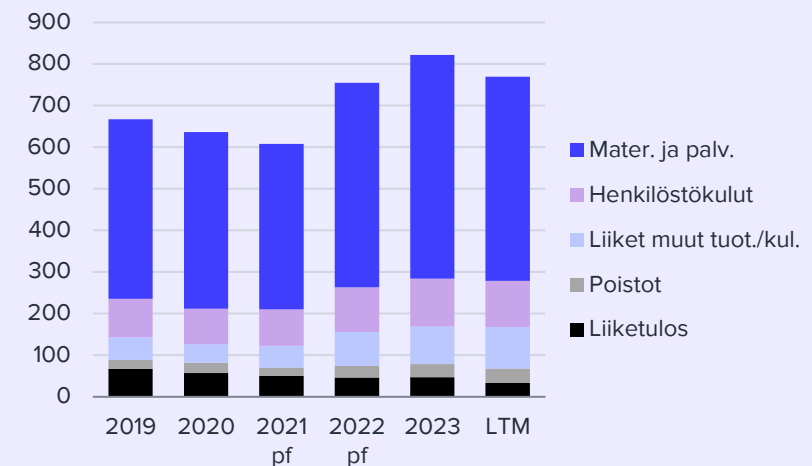
Myös kiinteät kulut joustavat tarvittaessa

Jako muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin on yksinkertaistava ja mielekkyys riippuu tarkastelujaksosta. Kun Ponssen liikevaihto laski koronapandemian vuoksi -5 %:lla vuonna 2020, laskivat yhtiön henkilöstökulut -8 %:lla. Henkilöstökulujen leikkaamisessa Ponsse hyödynsi lomautuksia. Tuoreempi esimerkki henkilöstökulujen joustosta on kun Ponssen liikevaihto laski -4 % v/v jaksolla Q4'23...Q3'24. Samaan aikaan henkilöstökulut alenivat -3 % v/v, jälleen erityisesti lomautusten ansiosta.

Liikevaihto ja EBIT-marginaali



Kulurakenne 2019-Q3'24, MEUR



Lähde: Ponsse

Taloudellinen tilanne 2/2

Rahavirta on ollut pääosin mukavasti plussalla

Ponsse on vuotta 2022 lukuun ottamatta raportoinut joka vuosi vuoden 2012 jälkeen positiivisen operatiivisen rahavirran. Vuoden 2022 negatiivinen rahavirta (-18 MEUR) johtui nettokäyttöpääoman jyrkästä kasvusta, joka liittyi Venäjän-liiketoiminnan päättymiseen. Muina vuosina rahavirta on vaihdellut +13 MEUR:n (2013) ja +102 MEUR:n (2021) välillä. Vahva rahavirta on ollut paitsi hyvän kannattavuuden myös valtaosin hyvin onnistuneen nettokäyttöpääoman hallinnan ansiota. Vaihtokoneoliiketoiminta kasvattaa Ponssien varastoja, ja tältä osin kehitys on ollut kahden viime vuoden aikana negatiivista vaihtokonevaraston kiertonopeuden alennuttua. Koska Ponsse myy koneensa valtaosin käteisellä, on koko myyntisaatavakannan kierto nopeaa eli viime vuosina n. 30 päivää.. Ostovelkojen kiertoaika taas on selvästi pidempi eli 60...70 päivää. Ponssien nettokäyttöpääoma / liikevaihto – tunnusluku nousi varaston hidastuneen kierron vuoksi vuosina 2022-2023 noin 24 %:iin oltuaan 12 %...16 % vuosina 2017-2021. Vuonna 2024 osuus on kuitenkin ollut loivassa laskussa.

Rahoituksen tunnusluvut ovat kunnossa

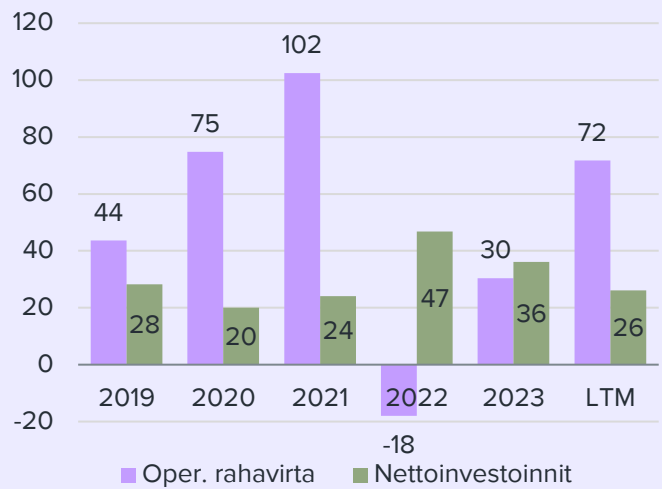
Kokonaisuutena hyvä rahavirta on pitänyt myös Ponssien rahoituksen tunnusluvut vahvoina, vaikka vuoden 2021 nettovelattomuus onkin vaihtunut vuosien 2023-2024 kohtuulliseen 40...70 MEUR:n nettovelkamäärään. Q3'24:n lopussa Ponssien nettovelkaantumistaso oli 14 %. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat / käyttökate -tunnusluku oli sekin edelleen erinomainen 0,6x. Kaikkiaan Ponssien rahoitusriski on pieni. Vuonna 2024 yhtiön velkakirjaluotoistaan maksama keskiporko on noin 4 %, jossa kiinteäkorkoisen osan korkotaso on noin 2 %. Korkojen yleisen laskun myötä Ponssien luottojen korkotason tulisi kuitenkin alentua. Rahoituksesta ei ole asetettu reaaliavakuuksia eikä siihen kohdistu finanssikovenantteja.

Organisaatiomuutoksella haetaan tehokkuutta ja säästöjä

Kesäkuun 2024 alussa voimaan tulleessa toimintamallissa Ponsse siirtyi globaaliin organisaatorakenteeseen ja raportointilinjoihin. Keskeisintä on tytäryhtiöiden roolin ja toimintatavan muutos: kun aiemmin kullakin tytäryhtiöllä oli funktipohjainen organisaationsa (henkilöstöhallinto, IT, talous jne.) ja raportointi tapahtui tytäryhtiön toimitusjohtajalle, ovat tukitoiminnot nyt globaaleja ja alueorganisaatiot (Pohjoismaat ja Baltia; Keski- ja Etelä-Eurooppa; Etelä-Amerikka; Pohjois-Amerikka sekä Aasia, Oseania ja Afrikka) ovat tulostavuuksellisia. Alueorganisaatiot saavat mm. päättää, missä määrin ne myyvät itse ja kuinka paljon käyttävät jakelijoita. Syntynyttä matriisiorganisaatiota kuvaa oheinen graafi.

Ponssien mukaan suurimmat hyödyt toimintamallin uudistuksesta syntyvät roolien selkeytymisestä ja järjestelmäympäristön yhdenmukaistumisesta. Tehostamisen myötä aiemmin ulkoa ostettu toiminto tai palvelu voidaan tehdä itse. Esimerkiksi tuotekehitys, digitaaliset palvelut ja IT ovat aiemmin olleet 60...70 %:sesti ulkoa hankittuja ja jatkossa tämän osuuden arvioidaan putoavan noin 30 %:iin. Ponsse arvioi, että noin 80 % yhtiön toimintamallin muutoksella tavoittelemista 10 MEUR:n säästöistä 2026:sta alkaen syntyy mainitun toimintojen ja palvelujen kotiuttamisen kautta. Toimintamallin muutos on sen verran tuore, että sen vaikutuksia ei juuri näy vielä vuoden 2024 tuloslaskelmassa. Säästöt kertyvät takapainotteisesti ja palaamme niihin raportin ennusteosiossa.

Operatiivinen rahavirta ja nettoinvestoinnit, MEUR



Ponssien uusi toimintamalli 1.6.24-



Lähde: Ponsse; muokannut Inderes

Ennusteet 1/4

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustamme Ponssen liikevaihdon kehitystä arvioimamme uusien metsäkoneiden myyntivolyymien ja tähän liittyvän vaihtokoneliiketoiminnan sekä toimitettuun konekantaan perustuvan huoltoliiketoiminnan kasvun yhdistelmänä. Ennusteemme pohjaa aiemmin esittämäämme oletukseen tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinan +2 % p.a. km. vuosikasvusta 2024-2027.

Oheisessa taulukossa on arviomme markkinavolyymien lisäksi Ponssen volyymikehityksestä ja markkinaosuudesta vuosina 2023-2027. Ennustamamme markkinaosuuden lasku vuonna 2024 johtuu Komatsun oletettavasta aggressiivisuudesta hinnoittelussa sen pyrkiessä nostamaan kapasiteetin käyttöastetta uudessa tehtaassaan. Ponssen markkinaosuus jää ennusteessamme alle tavanomaisen 30 %:n myös vuonna 2025 Deeren uuden H-sarjan oletettavasti syödessä jonkin verran markkinaosuutta kilpailijoilta. Tämän jälkeen odotamme Ponssen markkinaosuuden alkavan kohota kohti normaalimpaa 30 %:n tasoa, kun hintakilpailu alkaa paranevan markkinan myötä helpottaa samalla kun pienten toimijoiden markkinaosuus jatkaa laskuaan.

Kaikkiaan odotuksemme Ponssen uusien koneiden myynnin liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on +3 % p.a. Odotamme Ponssen volyymikasvun (+1 % p.a.) olevan ko. periodilla markkinoita (+2 % p.a.) hitaampaa kun yhtiön markkinaosuus vuonna 2027 jää edelleen hieman alle vuoden 2023 lähtötason. Kasvusta loput +2 % p.a. muodostuu hinnoista, joiden korotukset näkyvät Ponssen liikevaihdossa ja kannattavuudessa keskimäärin vain 3-4 kuukauden viiveellä eli tilauskannan kiertoajan mukaisesti. Metsäkonekaupan rinnalla Ponsse myy hakkuupäitä (irtokouria) joiden vuoden 2024

liikevaihdoksi arvioimme noin 19 MEUR ja kasvuvauhdiksi tämän jälkeen noin +6 % p.a. lähtötason ollessa alhainen.

Uusien koneiden markkinakasvun ollessa melko vaisua heijastuu tämä myös vaihtokonekauppaan. Samalla vaihtokonevaraston kiertonopeus säilyy epätyydyttävänä. Odotamme vaihtokonekaupalta keskimäärin -1 %:n p.a. muutosta vuosina 2024-2027, mutta markkina alkaa toipua ja vuosien 2025-2027 keskimääräinen kasvu on +3 % p.a.

Huoltoliiketoiminnan kasvuodotuksemme vuosille 2024-2027 on +4 % p.a. Kasvu perustuu edellä huollon liiketoimintamallin kuvauksessa mainittuihin ajureihin sekä digitaalisuuden mahdollistaman ennakoivan huollon yleistymiseen. Kulutus- ja varaosien hinnankorotukset vastaavat ennusteessamme uusia laitteita ja ovat noin +2 % p.a.

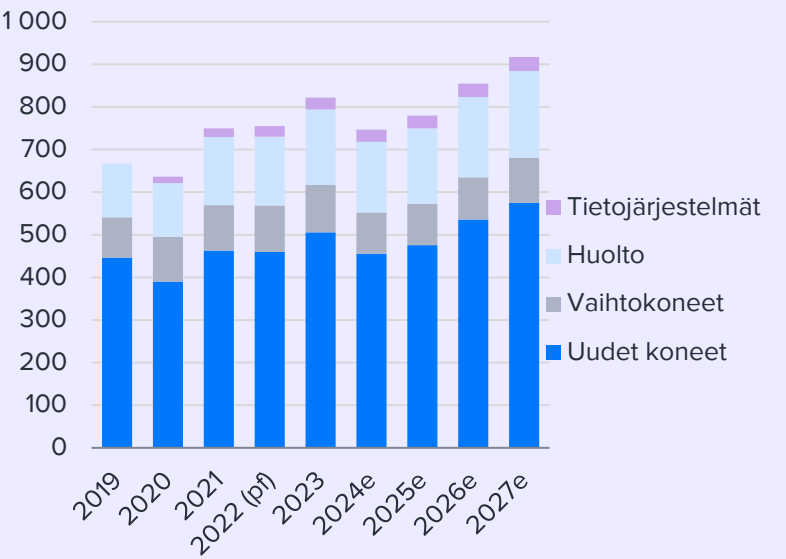
Ennusteemme tietojärjestelmiä toimittavan tytäryhtiö Epecin konsernin ulkopuolisen liikevaihdon kasvuksi on noin +4 % p.a. vuosina 2024-2027 (2023: n. 28 MEUR; 2027e: n. 33 MEUR). Arvio on varovainen ja perustuu vain tiedossa olevien ulkopuolisten asiakkaiden odotettuun orgaaniseen kasvutahtiin.

Em. segmenttien yhdistelmänä odotuksemme Ponsse-konsernin raportoiduksi liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on +3 % p.a. Vaisun vuoden 2024 jälkeen odotamme vuosien 2025-2027 kasvun kiihtyvän selvästi (+7 % p.a.).

CTL-metsäkonemarkkinan ja Ponssen volyymikehitys 2020-2024e (koneet kpl)

CTL-metsäkoneet, kpl	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Koko markkina	3 800	3 665	3 675	3 985	4 135
- <i>muutos</i>	-16 %	-4 %	0 %	8 %	4 %
Ponsse	1 159	1 045	1 066	1 172	1 228
- <i>muutos</i>	-12 %	-10 %	2 %	10 %	5 %
Markkinaosuus	30,5 %	28,5 %	29,0 %	29,4 %	29,7 %

Liikevaihtoennusteen komponentit, MEUR



Lähde: Ponsse, Inderes

Ennusteet 2/4

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennusteamme Ponssen vuosien 2024-2027 kannattavuuskehitykseksi perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Myyntimixin muutokset ovat melko marginaalisia. Ennusteessamme uusien koneiden liikevaihto-osuus pysyy vuodesta 2023 vuoteen 2027 ennallaan 62 %:ssa, vaihtokoneiden liikevaihto-osuus laskee vuoden 2023 14 %:sta vuoden 2027 11 %:iin, huollon osuus kasvaa vuoden 2023 22 %:sta vuoden 2027 23 %:iin ja tietojärjestelmien osuus kohoaa vuoden 2023 3 %:sta vuoden 2027 4 %:iin. Ennustettu muutos on kokonaisuutena lievästi marginaaliposiitivinen vaihtokoneiden osuuden alentuessa.
- Odotamme vuosien 2024-2027 tuloslaskelmassa materiaali- ja palvelukulujen osuuden liikevaihdosta olevan 64,2...64,5 % (2022-2023 tot. 65,1...65,5 %). Osuuden säilymistä stabiilina tasapainottaa Ponssen melko nopea uudelleenhinnoittelurytmi tilauskannan ollessa selvästi takavuosia lyhempi.
- Arvioimme, että Ponsse tavoittelee toimintamallinsa uudistamisen 10 MEUR:n kokonaissäästöillä noin +7...+8 MEUR: n positiivista EBIT-vaikutusta. Arvioimme myös, että EBIT-vaikutus syntyy noin 75 %:sesti liiketoiminnan muissa kuluissa ja 25 %:sesti henkilöstökuluissa. Oletamme toimintamallin muutoksen tuoman EBIT-parannuksen etenevän ja toteutuvan ennustekaudella seuraavasti: 5 % (+0,4 MEUR) v. 2024; 25 % (+1,9 MEUR) v. 2025; 70 % (+5,3 MEUR) v. 2026 ja 80 % (+6,0 MEUR) v. 2027. Tämän jälkeen emme odota toimintamallin muutoksesta lisää tulosvaikutteisia säästöjä.
- Henkilöstön kasvu on ennustekaudella melko nopeaa (+3,0 % p.a. 2025-2027). Samaan aikaan liikevaihto / henkilö

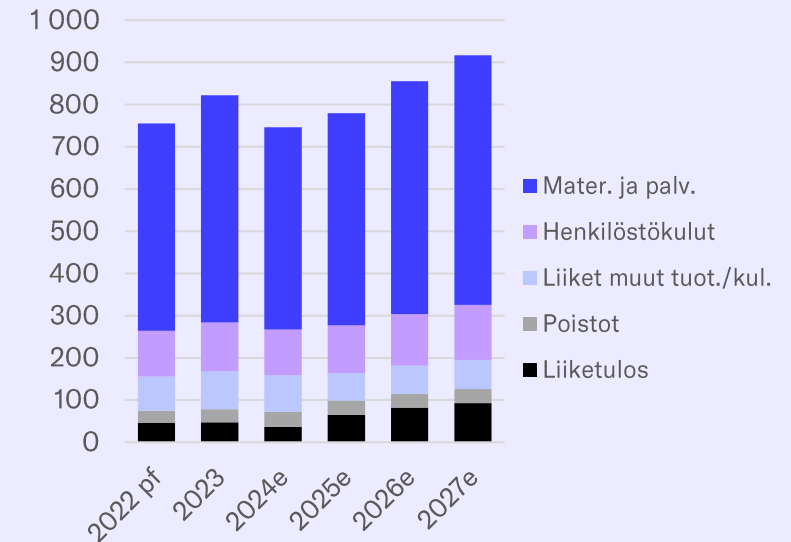
kasvaa kuitenkin vain hieman hitaammin kuin henkilöstökulut / henkilö (+4,0 % p.a. vs. +3,5 % p.a.). Kun lisäksi huomioidaan edellä esitetyt toimintamallin uudistamisesta saatavat säästöt, laskee henkilöstökulujen liikevaihto-osuus hienokseltaan vuoden 2024 14,6 %:sta vuoden 2027 14,2 %:iin.

- Aiemmin käsiteltyyn Ponsse Latin America Ltda:n huoltosopimukseen liittyvä kulukirjaukset ovat kasvattaneet liiketoiminnan kuden kulujen osuutta liikevaihdosta 0,9...2,1 %-yksiköllä vuosina 2022-2024. Tämän vaiheen ollessa nyt oletettavasti takana, normalisoituu liiketoiminnan muiden kulujen osuus Ponssen liikevaihdosta tasolle 9,3 %...8,7 % (2025...2027). Kun lisäksi huomioidaan edellä kuvatut toimintamallin uudistuksen tuomat säästöt, laskee liiketoiminnan muiden kulujen liikevaihto-osuus ennusteessamme 9,1 %:sta (2025e) 8,2 %:iin (2027e).
- Melko pienten investointien vuoksi Ponssen poistot ovat aivan lähivuosina laskussa. Niiden liikevaihto-osuus alenee ennusteessamme vuoden 2025 hieman ylisuuresta 4,8 %:sta vuoden 2027 3,7 %:iin.
- Ponssen lainoistaan maksama korko laskee vuoden 2024 4,1 %:sta vuoden 2027 3,8 %:iin eli ennusteamme korkojen laskusta on hyvin maltillinen.
- Konserniveroaste vuonna 2024 on 25 %, mutta normalisoituu 22 %:iin vuosina 2025-2027.

Rahavirta ja taseasema

Ponsse on indikoinut, että vuosien 2024-2026 investointibudjetti on tiukka ja tämä näkyy ennusteessamme. Odotamme investoin-tien jäävän alle poistojen vuosina 2025-2026 ja ylittävän poistot ainoastaan +7 %:lla vielä vuonna

Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen 2022 pf...2027, MEUR



Lähde: Ponsse, Inderes

Ennusteet 3/4

2027. Koska myös kannattavuus on selvästi paranevalla uralla emmekä odota epänormaaleja muutoksia nettokäyttöpääomassa, on Ponssen rahavirta myös investointien jälkeen selvästi positiivinen. Samalla tase vahvistuu selvästi. Konsernin nettovelkaantumisaste on jo lähtötelineissä (2024) alhainen eli 3 %, mutta painuu tämän jälkeen negatiiviseksi ollen vuonna 2027 -13 %. Tällöin Ponssen vaihtoehtoiksi ylivahvan taseen purkamiseksi jäävät panostukset orgaaniseen kasvuun, yritysosto(t) tai avokätinen osinkopolitiikka. Kyseessä on tietenkin positiivinen ongelma, mutta metsäkonetoimialan syklisyys sekä Ponssen omat viimeaikaiset kokemukset varmistanevat sen, että isoja strategisia riskejä ei oteta ja että taseeseen jätetään kunnolliset riskipuskurit.

Kuten jo aiemmin on todettu, Ponssella ei ole täsmällistä osinkopolitiikkaa. Edellä kuvatun kehityksen toteutuminen jättää yhtiölle mukavasti eväitä osingonmaksuun ja odotamme jakosuhteen olevan hieman epänormaalin vuoden 2024 (77 %) jälkeen noin 50 % vuosina 2025-2027.

Vuoden 2024 ennuste

Ponssen tilauskertymä osoitti Q1-Q3’24:llä stabiloitumisen merkkejä ja supistui ”enää” -3 % v/v. Jakson aikana tilausvirta oli vahvinta Pohjoismaissa. Q1-Q3:n liikevaihtokehitys (-9 % v/v) oli heikkoa. Laskuun vaikuttivat Vieremän tehtaan toiminta vajaalla kapasiteetilla sekä huollon ja etenkin vaihtokoneiden liikevaihdon pudotus. Q1-Q3’24:n EBIT-marginaalia (3,6 %) painoivat alhaiset volyymit ja varsinkin Ponsse Latin America Ltda:n full service -sopimukseen liittyvät, nettona -16,0 MEUR:n kuluerät ja varaukset. Ilman näitä kirjauksia Q1-Q3:n EBIT-marginaali olisi ollut siedettävä 6,7 %.

Ponsse totesi Q3’24-raporttinsa markkinanäkymäkommenteissa, että asiakkaiden hyvästä työtilanteesta huolimatta investointikysyntä on vähentynyt sekä uusissa laitteissa että vaihtokoneissa. Ponsse sopikin jo marraskuussa enintään 90 päivän lomautuksista vuodelle 2025. Q3-raportin yhteydessä Ponsse myös toisti ohjeistuksensa vuoden 2024 euromääräisen liikevoiton jäämisestä merkittävästi heikommaksi kuin vuonna 2023. Tämä oli perusteltua, vaikka

Q3’24:n kannattavuus oli hyvä.

Ennusteeemme vuodelle 2024 ovat lähes ennallaan. Odotamme koko vuoden tilauskertymään -7 %:n v/v (Q4’24e: -17 % v/v) pudotusta ja liikevaihtoon -9 %:n v/v (Q4’24e: -10 % v/v) laskua. Mainitut Brazilian-tytäryhtiön ongelmat painavat koko vuoden EBIT-marginaalin ennusteessamme 4,9 %:iin. Näiden ongelmien ei enää pitäisi vaivata Q4’24e:n kannattavuutta (EBIT-marg. 7,9 %), mutta alhainen kapasiteetin käyttöaste on edelleen painolasti. Q4-kannattavuusennusteemme on joka tapauksessa varovainen. Vastaavalla liikevaihdolla Ponsse teki Q4’22:lla 9,0 %:n EBIT-marginaalin jos Ponsse Latin America Ltda:n ylimääräiset kulukirjaukset eliminoidaan.

Ennusteperusteemme vuoden 2024 tuloslaskelman liikevoiton alapuolisiksi eriksi on läpikäyty jo aiemmin (nettorahoituskulut -12,5 MEUR; konserniveroaste 25 %). Raportoitu EPS on ennusteessamme 0,65 euroa, missä on -40 % laskua vuodesta 2023. Osinkoennusteemme on 0,50 (2023: 0,55) euroa merkiten 77 %:n (2023: 51 %) osinkosuhdetta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e Vanha	2024e Uusi	Muutos %	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	739	747	1 %	784	780	0 %	869	855	-2 %
Käyttökate	72,2	72,1	0 %	94,3	99,1	5 %	112	115	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	36,6	36,5	0 %	59,6	64,4	8 %	77,7	81,9	5 %
Liikevoitto	36,6	36,5	0 %	59,6	64,4	8 %	77,7	81,9	5 %
Tulos ennen veroja	24,3	24,2	-1 %	58,4	61,2	5 %	75,5	79,4	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,65	4 %	1,63	1,71	5 %	2,10	2,21	5 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,50	0 %	0,80	0,85	6 %	1,05	1,10	5 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Vuosien 2025-2027 ennusteet

Perustuen Ponssen metsäkoneiden myyntivolyymiennusteisiin (s. 27) sekä +2,5 %:n p.a. keskihinnan korotuksiin odotamme uuslaitemyynnin liikevaihdon kasvavan +5 % v/v vuonna 2025, +13 % v/v vuonna 2026 ja +7 % v/v vuonna 2027. Odotuksemme vaihtokonekaupasta ovat maltilliset ja ennustamme siihen vielä -1 %:n v/v laskua vuonna 2025 ennen kuin markkina kääntyy +3 %:n v/v nousuun vuonna 2026 ja odotamme kasvun kiihtyvän +7 %:iin v/v vuonna 2027 kiertonopeuden normalisoituessa ja ylimääräisten varastojen purkautuessa.

Venäjän huoltomarkkinan poistumisen (2022) ja kyseisen noin 3000 Ponsse-koneen kannan eliminoimisen jälkeen arvioimme huollon piirissä olevan alle 15 vuoden ikäisen konekannan kasvavan 11500 koneesta (2024e) 13000 koneeseen (2027e) ja huoltoliikevaihdon / kone nousevan vuoden 2024 alhaisesta 14400 eurosta vuoden 2027 15700 euroon. Huollon liikevaihdon kasvuodotuksemme ovat +7 % v/v (2025e), +7 % v/v (2026e) ja +8 % v/v (2027e). Odotamme kokonaisuuden kannalta melko pienimerkityksisen, konsernin ulkopuolelle tapahtuvan tietojärjestelmämyynnin kasvavan +5 %:n p.a. vauhtia vuosina 2025-2027. Liiketoimintojen yhdistelmänä liikevaihdon kasvuennustemme koko Ponsse-konsernille ovat +4 % v/v (2025e), +10 % v/v (2026e) ja +7 % v/v (2027e).

Tulosennustemme vuosille 2025-2027 perustuvat aiemmin esittämiimme oletuksiin kulurakenteesta. Volyymikasvu, hinnankorotukset, Brasilian-tytäryhtiön tappiokirjausten päättyminen sekä toimintamallin uudistuksen tuomat säästöt tukevat vuosien 2025-2027 liikevoittomarginaalin nousua (2025e: 8,3 %; 2026e: 9,6 % ja 2027e: 10,1 %) vuoden 2024 alhaisen 4,9 %:n tason jälkeen. Silti vuoden 2027 marginaali jää edelleen melko kauas Ponssen 12 %:n tavoitteesta.

2025-26:n kannattavuusennusteita nostettu

Edellisen sivun taulukosta ilmenee, että olemme nostaneet vuosien 2025-2026 liikevoittoennusteitamme +5...+8 %:lla liikevaihtoennusteiden ollessa lähes ennallaan. Merkittävin ajuri on ollut toimintamallin muutoksen vaikutusten tarkempi mallintaminen ja huomioiminen kannattavuudessa.

Nopea tulokasvu ja taseen vahvistumista edessä

Vuosien 2024-2027 odotettu osakekohtainen tulokasvu on vahva +25 % p.a., mihin vaikuttavat etenkin Brasilian-tytäryhtiön isot tappiokirjaukset vuosina 2022-2024. Silti tämän jälkeenkin eli vuosina 2026-2027 EPS:n kasvu on nopeaa (+21 % p.a.). Vuosien 2024-2027 tulokasvusta 82 % syntyy marginaali-parannuksesta ja vain 18 % liikevaihdon kasvusta.

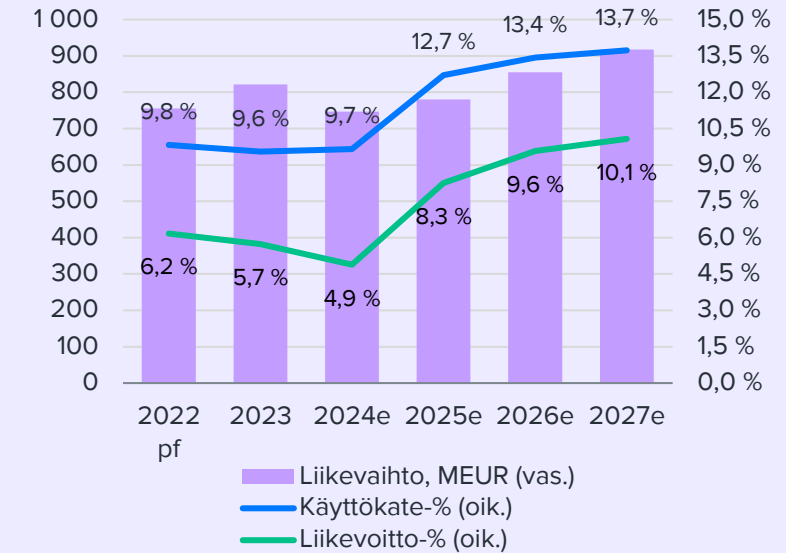
Paraneva kannattavuus sekä vahva tase ja rahavirta johtavat kasvaviin osinkoihin. Osinkoennustemme ovat 0,85 euroa (2025e), 1,10 euroa (2026e) ja 1,30 euroa (2027e), merkiten 50...52 %:n osinkosuhdetta.

Ennustemme operatiiviseksi rahavirraksi vuosina 2024-2027 ovat vahvoja (+78...+94 MEUR) ja näillä tulevat investoinnit voidaan kattaa helposti. Ennustamamme nettovelka on negatiivinen jo vuonna 2025. Vuonna 2027 Ponsse on arviomme mukaan 56 MEUR nettovarallinen ja gearing on -13 %.

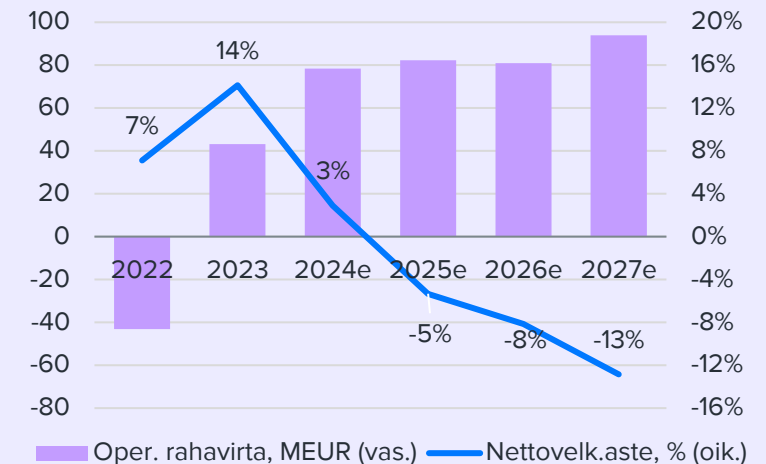
Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Ponsselta keskimäärin +4 %:n p.a. kasvua terminaalikasvun ollessa +2,5 % p.a. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 9,0...9,9 %:ssa. Terminaalin 9,0 %:n marginaalioletus on alempi kuin vuosien 2014-2023 mediaani (10,1 %). Emme odota nousua lähelle tavoiteltua 12 %:n tasoa, sillä tulospaineet ovat yhä aiempaa suurempia hyväkatteisen Venäjä-liiketoiminnan päätyttyä.

Liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



Tase vahvistuu vauhdilla



Lähde: Ponsse, Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	755	822	170	188	169	220	747	780	855	917
Käyttökate	74,2	78,5	10,0	8,3	27,5	26,3	72,1	99,1	115	126
Poistot ja arvonalennukset	-27,7	-31,3	-8,7	-9,0	-9,0	-9,0	-35,6	-34,7	-33,1	-33,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	55,1	47,2	1,2	-0,6	18,5	17,3	36,5	64,4	81,9	92,4
Liikevoitto	46,6	47,2	1,2	-0,6	18,5	17,3	36,5	64,4	81,9	92,4
Nettorahoituskulut	-3,5	-4,5	-3,8	-4,6	-2,7	-1,3	-12,5	-3,2	-2,5	-2,1
Tulos ennen veroja	43,2	42,9	-2,4	-5,2	15,8	16,0	24,2	61,2	79,4	90,3
Verot	-9,0	-12,9	-1,0	-3,1	-3,7	1,8	-6,0	-13,5	-17,5	-19,9
Nettotulos	34,2	30,0	-3,4	-8,3	12,0	17,8	18,1	47,8	61,9	70,4
EPS (oikaistu)	1,65	1,04	-0,12	-0,30	0,43	0,64	0,65	1,71	2,21	2,51
EPS (raportoitu)	1,22	1,07	-0,12	-0,30	0,43	0,64	0,65	1,71	2,21	2,51

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	24,1 %	8,8 %	-15,9 %	-9,7 %	0,0 %	-9,6 %	-9,2 %	4,5 %	9,7 %	7,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	10,2 %	-14,4 %	-92,5 %	-106,3 %	183,9 %	25,7 %	-22,6 %	76,6 %	27,1 %	12,9 %
Käyttökate-%	9,8 %	9,6 %	5,9 %	4,4 %	16,2 %	12,0 %	9,7 %	12,7 %	13,4 %	13,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,3 %	5,7 %	0,7 %	-0,3 %	10,9 %	7,9 %	4,9 %	8,3 %	9,6 %	10,1 %
Nettotulos-%	4,5 %	3,7 %	-2,0 %	-4,4 %	7,1 %	8,1 %	2,4 %	6,1 %	7,2 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	176	192	181	177	179
Liikearvo	5,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Aineettomat hyödykkeet	49,6	52,7	49,5	50,0	51,3
Käyttöomaisuus	115	119	115	110	111
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	3,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	4,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Vaihtuvat vastaavat	413	414	377	397	428
Vaihto-omaisuus	230	241	220	226	248
Muut lyhytaikaiset varat	21,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	88,1	99,6	89,6	92,0	99,2
Likvidit varat	73,5	74,0	67,2	79,3	80,6
Taseen loppusumma	589	606	558	574	607

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	322	322	328	362	400
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	299	296	299	333	371
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	12,7	15,7	18,9	18,9	18,9
Muu oma pääoma	3,2	3,0	3,4	3,4	3,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	54,2	88,7	84,0	67,0	50,7
Laskennalliset verovelat	0,9	1,1	-0,9	-0,9	-0,9
Varaukset	10,6	14,7	18,7	11,7	5,4
Korolliset velat	42,5	66,6	60,0	50,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	6,3	6,2	6,2	6,2
Lyhytaikaiset velat	213	195	146	145	156
Korolliset velat	53,8	52,8	16,8	10,0	8,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	158	143	130	135	148
Muut lyhytaikaiset velat	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	589	606	558	574	607

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Ponssen osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tulospohjaisten arvostuskertoimien (P/E ja EV/EBIT) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään ja osakkeen historiallisiin kertoiimiin sekä 3) DCF- eli kassavirtamallin kautta. Pyrimme muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysemme.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Näkemysemme mukaan Ponssen hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- + **Tiukka fokus** kumipyöräisiin tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin
- + **Vankka markkina-asema** maailman toiseksi suurimpana toimijana omassa segmentissään
- + **Vahva pitkän aikavälin kasvutarina** kun Venäjä eliminoidaan tarkastelusta
- + **Konepajaksi joustava kulurakenne**, mikä helpottaa suhdannevaihteluissa
- + **Edelleen vahva tase**

Ponssen arvostustasoa alentavia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Brasiliasta tullut mainekolhu.** Ponssen tulosta merkittävästi rasittanut huoltosopimus oli seurausta epäonnistuneesta riskiarviosta tai valvonnan pettämisestä. Yhtiöllä on vielä töitä sijoittajien vakuuttamisessa siitä, että vastaavia ei jatkossa

tapahdu.

- **Keskivertoverrokkia pienempi koko.** Ponssen tapaisten keskiuurten yhtiöiden (joita ei markkinoilla pidetä kasvuyhtiöinä) osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta suhteessa markkina-arvoltaan keskimäärin 6...8 kertaa suurempiin verrokkeihin.
- **Jatkuvan liiketoiminnan melko pieni osuus.** Jatkuvan liiketoiminnan (joka on yleensä huoltotoimintaa) melko pieni osuus liikevaihdosta kohottaa riskiprofilia ja laskee siksi arvostustasoa suhteessa moniin verrokkeihin. Ponssen liikevaihdosta 22 % oli huoltoa vuonna 2023, kun sama osuus esimerkiksi Cargotecin liikevaihdosta oli 32 %, Komatsun liikevaihdosta 47 % ja Caterpillarin liikevaihdosta 34 %.
- **Osakkeen ohut likviditeetti.** Ponssen osakekannasta 64 % on perustajasuvun hallinnassa, joten vapaan kaupankäynnin kohteena oleva osuus (free float) on varsin pieni. Tämän vuoksi koko osakekannan likviditeetti on ohut: vuonna 2024 vaihtunut osuus koko osakekannasta oli vain 3 % ja free floatistakin vain 8 %. Esimerkiksi Valmetissa free floatista vaihtui samaan aikaan 66 %, Glastonissa 29 % ja Rautessa 25 %. Osakkeen alhainen likviditeetti karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.
- **Ostokohdepotentialin poissaolo.** Ponssen omistusrakenne ja myös toiminnan perusteet tekevät siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoivat sen vuoksi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiolisan.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	22,7	22,7	22,7
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	636	636	636
Yritysarvo (EV)	645	616	603
P/E (oik.)	35,1	13,3	10,3
P/E	35,1	13,3	10,3
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,9	6,2	5,2
EV/EBIT (oik.)	17,7	9,6	7,4
Osinko/tulos (%)	77,2 %	49,9 %	49,8 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Verrokkiryhmä ja sen arvostus

Suorien verrokkien vähäisyyden vuoksi Ponssen vertailuryhmä on melko epäyhtenäinen ja muodostuu suurelta osin Ponssea selvästi kookkaammista yhtiöistä kuten kotimaiset Cargotec ja Valmet sekä kansainväliset konglomeraatit kuten Deere & Company ja AGCO. Olemme korostaneet verrokkiryhmää kootessamme yhtiöiden fokusoitumista joko metsäteollisuuteen, nostolaitteisiin tai rakennuskoneisiin laajasti ymmärrettynä. Näemme näillä sektoreilla olevan Ponssen kanssa samansuuntaiset loppukysyntä- ja myös kannattavuusajurit. Painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2025.

Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2025 on 18x. Ponssen vastaava kerroin omilla ennusteillamme on 13x. Vuoden 2025 EV/EBIT-kerroin on verrokkiryhmälle 13x ja Ponsselle 10x. Ponssen diskontot verrokkien mediaanilukuihin ovat vastaavasti -24 % ja -27 %. Koska Ponssen nettovelkaantumistaso on selvästi verrokkien mediaanitasoa alempi, pidämme EV/EBIT-kerrointa soveliaampana arvostusvertailuun kuin P/E-kerrointa.

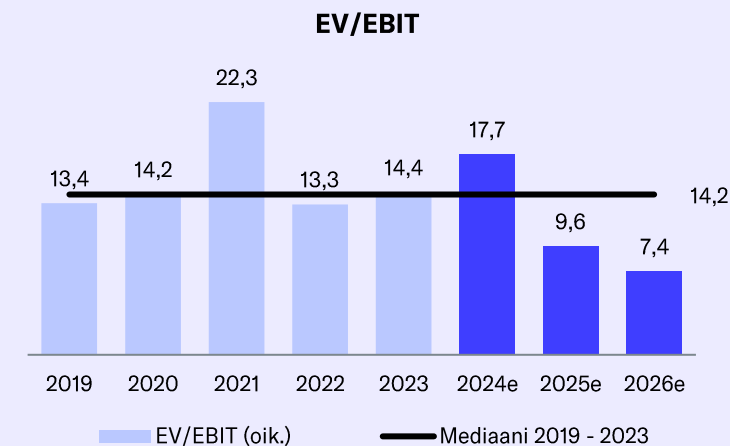
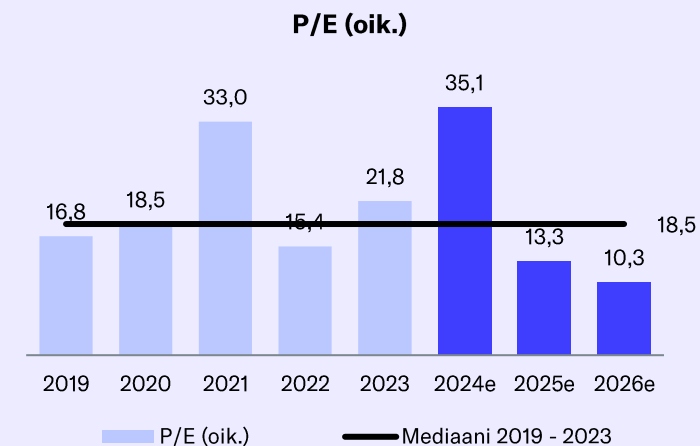
Verrokkien vuoden 2025 mediaanikertoimet ovat melko korkeita suhteessa Ponsseen. Taustalla on verrokeilta mediaanitasolla odotettu EBIT:n ja EPS:n -9 % v/v pudotus (omilla ennusteillamme Ponssen EBIT +77 % v/v ja EPS +163 % v/v). Muilla mittareilla (EV/EBITDA ja P/S) Ponssen osake on -36...-42 % diskontolla suhteessa verrokkeihin. Kokonaisuutena Ponssen vuoden 2025 kerroinarvostuskäytännö on edullinen. Arviomme perustuu aiemmin esitettyihin tuloskasvuajureihin, joista tärkeimmät ovat Brasilian-tytäryhtiön tappiokirjausten päättyminen sekä toimintamallin uudistuksen tuomat säästöt.

Ponssen hyväksyttävät arvostuskertoimet

Aiemmin esitetyt Ponssen osakkeen arvostustasoa alentavat tekijät oikeuttavat mielestämme nyt hieman tavanomaista korkeamman eli -15 %:n kerroinpohjaisen diskonton suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Ponssen pitkä kasvutarina ja omassa segmentissään vahva markkina-asema puhuisivat tätä pienemmän diskonton puolesta, mutta pidämme edellä esitettyjen diskonttotekijöiden painoarvoa vielä tässä vaiheessa merkittävämpänä. Vuoden 2025 osalta -15 %:n diskontto merkitsisi 11,2x:n EV/EBIT-kerrointa Ponsselle. Tämä tarkoittaisi noin -21 %:n diskonttoa suhteessa Ponssen historialliseen EV/EBIT-kertoimeen. Vastaavasti P/E-kertoimen -15 %:n diskontto suhteessa verrokkien mediaaniin merkitsisi vuoden 2025 luvuilla 15,0x:n P/E-lukua ja -19 %:n diskonttoa suhteessa Ponssen historialliseen kertoimeen.

Kokonaistuottomallin tulos on houkutteleva

Ponssen osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun vuoden 2025 arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättynä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan noin +13...+16 % p.a. Tuotto muodostuu +10...+13 %:n p.a. kurssipotentiaalin sekä noin +3 %:n p.a. osinkotuoton summana. Lukua nostaa oikaistun liikevoiton nopea kasvu Q4'23-Q3'24:n 33 MEUR:sta vuoden 2025 64 MEUR:on. Olemme arvioineet vuoden 2025 hyväksyttäväksi EV/EBIT-kertoimeksi edellä mainitun 11x, jossa on -15 % diskonttoa suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää selvästi oman pääoman noin 10 %:n tuottovaatimuksen, minkä vuoksi riskikorjattu tuotto-odotus on houkutteleva.



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kassavirtamalli indikoi kohtuullista potentiaalia

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena on herkkyys terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksille, minkä vuoksi tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Ponssen DCF-mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta (55 %) on melko neutraali.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 9,3 % ja oman pääoman kustannus 9,7 %. Näillä oletuksilla Ponssen osakkeen DCF-arvo on noin 28...29 euroa, mikä indikoi suunnilleen +26 %:n nousuvaraa. Mallin riskit huomioiden potentiaali on kohtuullinen.

Sijoitusnäkemys

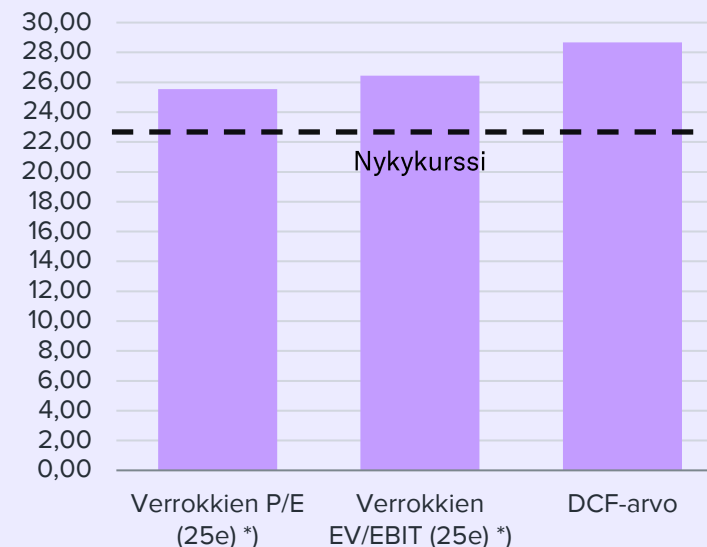
Nostamme Ponssen osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä), sillä näemme yhtiöllä edellytykset merkittävään tulospaannukseen jo vuonna 2025 parantuvan markkinan tarjotessa tukeaan myöhemmin. Puhtaan arvostustason perusteella vieläkin positiivisempi näkemys voisi olla perusteltu, mutta Ponssen tulospaannunopeuden arviointiin liittyy edelleen riskejä. Asetamme uudeksi tavoitehinnaksi 24,00 (23,00) euroa, jolloin muutos on linjassa ennustenostojemme kanssa. Tavoitehinnalla Ponssen vuoden 2025 EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat edelleen noin -20 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin eli enemmän kuin hyväksyttävänä pitämämme -15 %. Varovaisuutemme perustuu edellä mainittuun tulospaannuvauhdin ennusteriskeihin.

Keskeiset perusteet myönteiseksi kääntyneelle sijoitusnäkemysellemme ovat seuraavat: 1) CTL-metsäkonemarkkinan kääntyminen kasvuun vuoden 2025 jälkeen ja tämän heijastuminen osakekurssiin jo vuoden 2025 aikana;

2) volyymin kasvu, hinnankorotukset, Brasilian-tytäryhtiön tappiokirjausten päätyminen sekä toimintamallin uudistuksen tuomat säästöt tukevat liikevoittomarginaalin merkittävää nousua vuosina 2025-2027 ja 3) Ponssen nykyinen arvostusdiskontto sallii myös pienet tulospettymykset pitäen arvostuksen silti houkuttelevana.

Positiivisen sijoitusnäkemyskeskeisimmät riskit ovat seuraavat: 1) Brasilian-tytäryhtiön tappiollisesta sopimuksesta koituu uusia ennakoinnattomia kulurasitteita; 2) metsäkoneiden keskeinen kysyntäajuri eli rakentaminen ei pääse kunnolla liikkeelle edes vuonna 2026 ja 3) haastava markkinatilanne johtaa edelleen tiukentuvaan hintakilpailuun keskeisten metsäkonevalmistajien välillä. Pidämme kuitenkin tällä hetkellä näiden riskien realisoitumista melko epätodennäköisenä.

Eräiden arvonmääritysmenetelmien tulos, € /osake

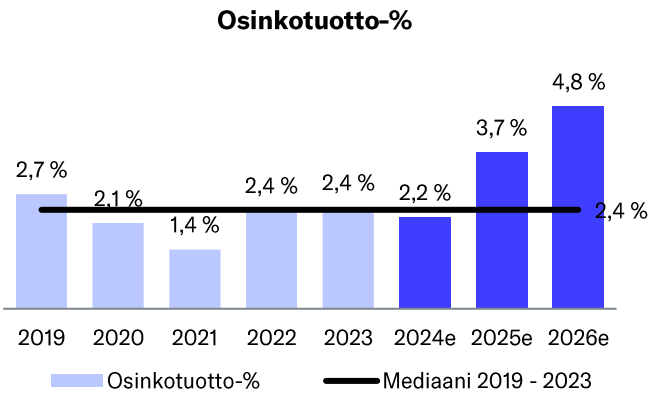
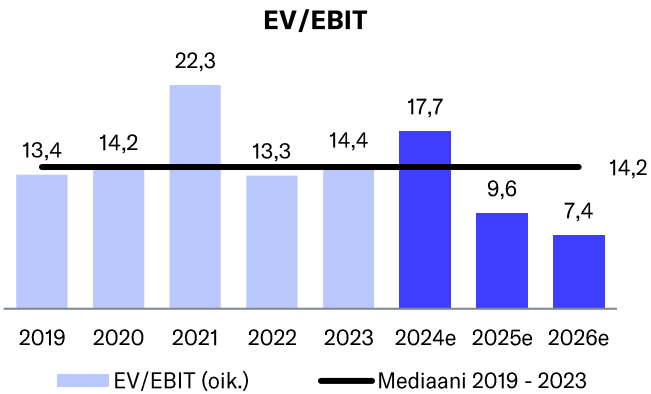
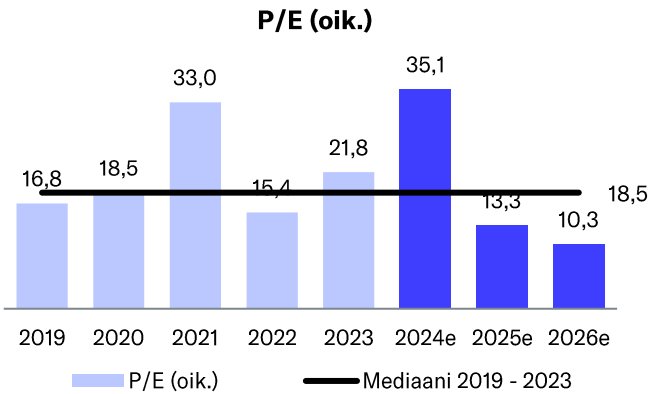


*) mukaan lukien -15 %:n diskontto suhteessa verrokkeihin

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	31,00	29,20	42,20	25,30	22,60	22,70	22,70	22,70	22,70
Osakemäärä, milj. kpl	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Markkina-arvo	868	818	1182	709	633	636	636	636	636
Yritysarvo (EV)	901	809	1116	731	678	645	616	603	579
P/E (oik.)	16,8	18,5	33,0	15,4	21,8	35,1	13,3	10,3	9,0
P/E	16,7	25,3	33,6	20,7	21,1	35,1	13,3	10,3	9,0
P/B	3,7	3,2	4,0	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6	1,4
P/S	1,3	1,3	1,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,8	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,2	9,9	15,9	9,9	8,6	8,9	6,2	5,2	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,4	14,2	22,3	13,3	14,4	17,7	9,6	7,4	6,3
Osinko/tulos (%)	45,8 %	52,1 %	47,8 %	49,2 %	51,3 %	77,2 %	49,9 %	49,8 %	51,7 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,1 %	1,4 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	3,7 %	4,8 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2024e
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Cargotec Corp	3127	3053	11,5	12,8	9,6	10,8	1,3	1,7	16,1	17,6	3,5	2,8	2,6
Valmet Oyj	4910	5942	12,6	10,5	8,5	7,9	1,1	1,1	15,0	12,4	5,2	5,2	2,0
Palfinger AG	863	1626	9,2	10,0	6,0	6,3	0,7	0,7	8,6	9,8	3,6	3,4	1,1
Deere & Co	124080	180259	21,8	28,0	17,0	23,4	4,1	4,8	18,9	24,3	1,2	1,3	6,2
Komatsu Ltd	27902	35027	13,2	13,2	7,3	7,3	1,5	1,4	11,2	11,1	3,5	3,8	1,5
AGCO Corp	7049	9312	9,5	14,6	7,3	9,8	0,8	1,0	13,1	22,8	3,5	2,5	1,7
Terex Corp	2870	4999	8,8	8,9	7,9	7,6	1,0	1,0	7,6	9,4	1,6	1,5	1,5
Caterpillar Inc	169993	200551	15,2	17,0	13,1	14,5	3,2	3,3	16,6	18,2	1,5	1,6	9,1
Escorts Ltd	4026	3668	25,6	26,8	26,9	24,0	3,6	2,9	35,2	31,0	0,4	0,5	4,1
Ponsse (Inderes)	636	645	17,7	9,6	8,9	6,2	0,9	0,8	35,1	13,3	2,2	3,7	1,9
Keskiarvo			14,1	15,7	11,5	12,4	1,9	2,0	15,8	17,4	2,7	2,5	3,3
Mediaani			12,6	13,2	8,5	9,8	1,3	1,4	15,0	17,6	3,5	2,5	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			40 %	-27 %	6 %	-36 %	-33 %	-42 %	134 %	-24 %	-37 %	52 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

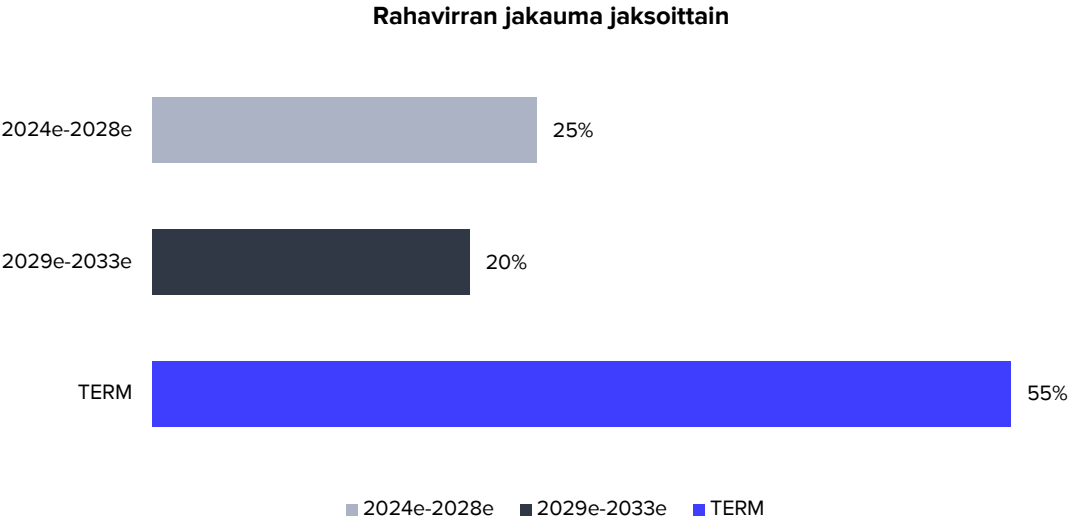
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	8,8 %	-9,2 %	4,5 %	9,7 %	7,2 %	6,3 %	5,3 %	4,4 %	3,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	5,7 %	4,9 %	8,3 %	9,6 %	10,1 %	9,9 %	9,6 %	9,4 %	9,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	47,2	36,5	64,4	81,9	92,4	96,1	99,0	101	102	102	105	
+ Kokonaispoistot	31,3	35,6	34,7	33,1	33,5	34,3	35,9	37,4	38,5	39,5	40,1	
- Maksetut verot	-16,8	-8,1	-13,5	-17,5	-19,9	-20,7	-21,4	-21,8	-22,0	-21,9	-22,4	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-3,4	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-17,2	17,6	-2,6	-16,0	-11,6	-13,2	-11,9	-10,3	-8,5	-6,4	-6,5	
Operatiivinen kassavirta	43,2	78,4	82,3	80,9	94,0	96,0	101	106	109,8	112,9	115,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	10,2	4,0	-7,0	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-42,9	-25,5	-30,0	-35,5	-37,6	-41,8	-42,8	-43,3	-43,5	-43,2	-45,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,5	56,9	45,3	39,0	56,4	54,3	58,5	62,5	66,3	69,7	70,3	
+/- Muut	-11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	56,9	45,3	39,0	56,4	54,3	58,5	62,5	66,3	69,7	70,3	1057
Diskontattu vapaa kassavirta		57,5	41,9	33,0	43,6	38,4	37,8	37,0	35,9	34,5	31,9	479
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		870	813	771	738	694	656	618	581	545	511	479
Velaton arvo DCF		870										
- Korolliset velat		-119,5										
+ Rahavarat		74,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-15,4										
Oman pääoman arvo DCF		809										
Oman pääoman arvo DCF per osake		28,9										

Pääoman kustannus (WACC)

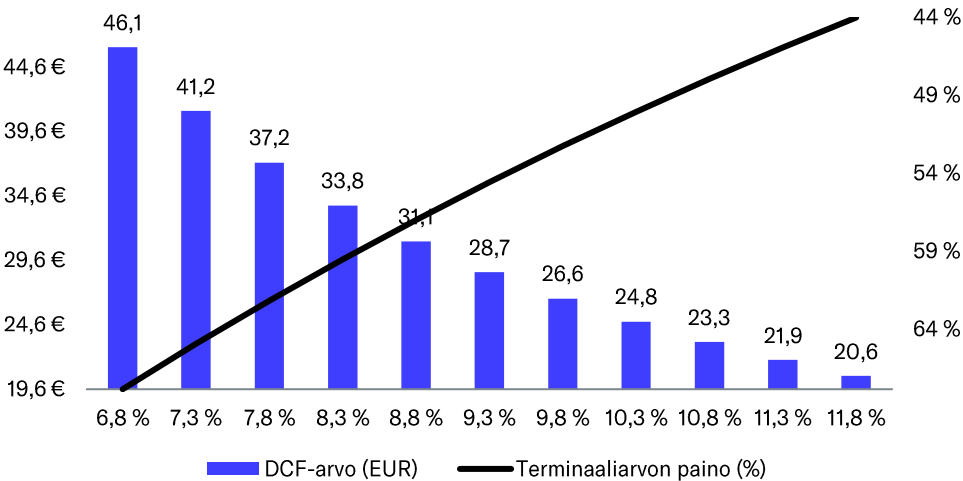
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes

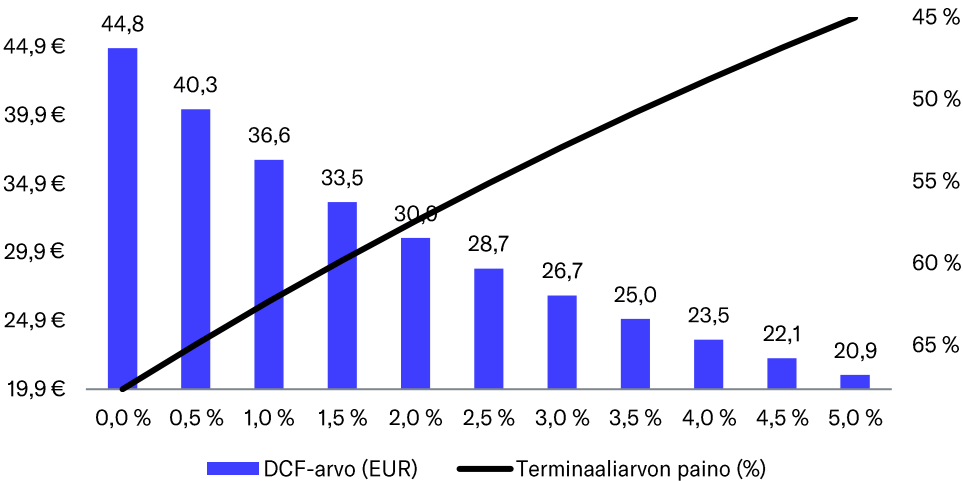


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

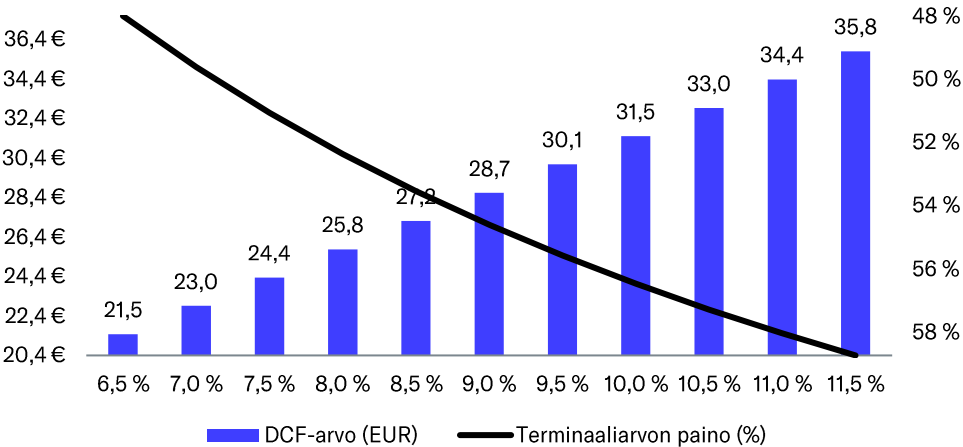
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



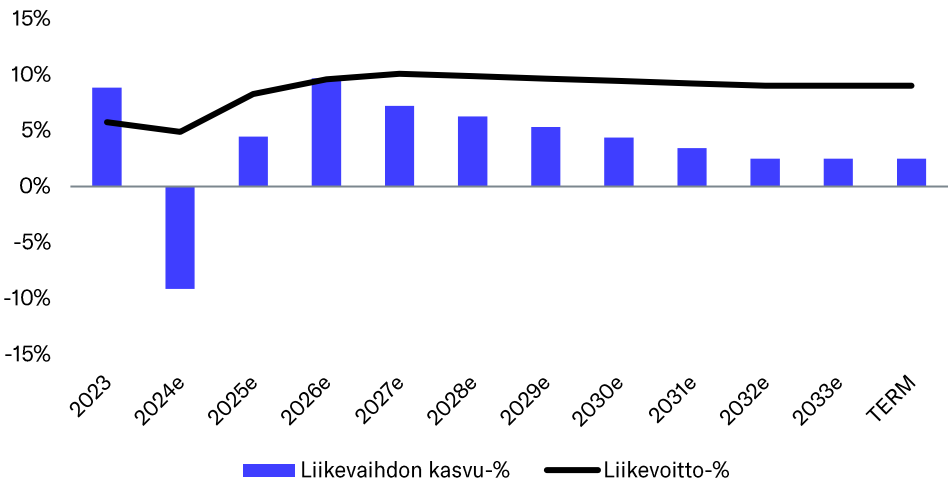
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	608,3	755,1	821,8	746,5	779,8	EPS (raportoitu)	1,26	1,22	1,07	0,65	1,71
Käyttökate	70,1	74,2	78,5	72,1	99,1	EPS (oikaistu)	1,28	1,65	1,04	0,65	1,71
Liikevoitto	50,0	46,6	47,2	36,5	64,4	Operat. kassavirta / osake	2,73	-1,54	1,54	2,80	2,94
Voitto ennen veroja	48,1	43,2	42,9	24,2	61,2	Vapaa kassavirta / osake	2,54	-2,63	-0,02	2,03	1,62
Nettovoitto	55,1	37,1	18,9	18,1	47,8	Omapääoma / osake	10,61	11,49	11,49	11,71	12,92
Kertaluontoiset erät	0,0	-8,5	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,60	0,60	0,55	0,50	0,85
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	512,6	588,6	606,0	558,4	574,2	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	24 %	9 %	-9 %	4 %
Oma pääoma	297,3	321,8	321,8	328,1	361,8	Käyttökatteen kasvu-%	-14 %	6 %	6 %	-8 %	37 %
Liikearvo	3,8	5,7	6,7	6,7	6,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-13 %	10 %	-14 %	-23 %	77 %
Nettovelat	-66,1	22,8	45,5	9,5	-19,3	EPS oik. kasvu-%	-19 %	29 %	-37 %	-38 %	163 %
						Käyttökate-%	11,5 %	9,8 %	9,6 %	9,7 %	12,7 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Oik. Liikevoitto-%	8,2 %	7,3 %	5,7 %	4,9 %	8,3 %
Käyttökate	70,1	74,2	78,5	72,1	99,1	Liikevoitto-%	8,2 %	6,2 %	5,7 %	4,9 %	8,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	20,2	-106,5	-17,2	17,6	-2,6	ROE-%	12,7 %	11,0 %	9,3 %	5,6 %	13,8 %
Operatiivinen kassavirta	76,5	-43,1	43,2	78,4	82,3	ROI-%	13,8 %	11,9 %	11,3 %	7,1 %	15,8 %
Investoinnit	-24,8	-39,6	-42,9	-25,5	-30,0	Omavaraisuusaste	60,7 %	55,0 %	53,3 %	59,0 %	63,2 %
Vapaa kassavirta	71,2	-73,7	-0,7	56,9	45,3	Nettovelkaantumisaste	-22,2 %	7,1 %	14,1 %	2,9 %	-5,3 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,8	1,0	0,8	0,9	0,8						
EV/EBITDA	15,9	9,9	8,6	8,9	6,2						
EV/EBIT (oik.)	22,3	13,3	14,4	17,7	9,6						
P/E (oik.)	33,0	15,4	21,8	35,1	13,3						
P/B	4,0	2,2	2,0	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	3,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2019	Vähennä	27,00 €	29,30 €
4.12.2019	Lisää	29,50 €	28,10 €
17.2.2020	Vähennä	31,00 €	32,90 €
19.2.2020	Vähennä	29,50 €	29,85 €
18.3.2020	Vähennä	20,00 €	21,00 €
22.4.2020	Vähennä	20,00 €	22,95 €
12.8.2020	Vähennä	25,00 €	25,50 €
21.10.2020	Lisää	29,00 €	26,05 €
26.11.2020	Vähennä	31,00 €	29,85 €
17.2.2021	Vähennä	33,00 €	33,20 €
16.4.2021	Lisää	42,00 €	37,70 €
21.4.2021	Lisää	46,50 €	42,85 €
17.5.2021	Vähennä	45,50 €	43,00 €
11.8.2021	Vähennä	45,50 €	44,00 €
13.10.2021	Lisää	45,50 €	39,70 €
27.10.2021	Vähennä	45,50 €	46,30 €
23.2.2022	Vähennä	36,00 €	34,25 €
3.3.2022	Myy	30,00 €	28,00 €
27.4.2022	Vähennä	30,00 €	28,35 €
4.8.2022	Vähennä	30,00 €	24,70 €
10.8.2022	Vähennä	29,00 €	27,25 €
11.9.2022	Vähennä	27,50 €	26,25 €
26.10.2022	Vähennä	26,50 €	25,00 €
22.2.2023	Vähennä	26,50 €	27,10 €
26.4.2023	Vähennä	27,50 €	28,00 €
16.8.2023	Myy	27,50 €	30,60 €
16.10.2023	Vähennä	27,50 €	25,85 €
25.10.2023	Vähennä	25,00 €	23,40 €
20.2.2024	Vähennä	24,00 €	23,10 €
24.4.2024	Vähennä	24,00 €	23,20 €
13.8.2024	Vähennä	24,00 €	23,10 €
23.10.2024	Vähennä	23,00 €	23,30 €
11.2.2025	Lisää	24,00 €	22,70 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**