

Kesla

Laaja raportti

23.5.2022 20:05



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Venäläistä kuoppaa täyttäessä

Toistamme Keslan osakkeen vähennä-suosituksen entisellä 4,50 euron tavoitehinnalla. Vaikka vuosien 2023-2024 ennusteemme ovat nousseet ovat myös niihin liittyvät riskit huomattavat, sillä poistuvan Venäjän ja Valko-Venäjän liikevaihdon merkittävä kompensoituminen muilla markkinoilla on vielä epävarmaa. Myönteistä on NOSTE-automaatiohankkeen läheneminen käyttöönottovaihettaan ja tästä odotettu merkittävä kannattavuusparannus yhtiölle. Käyttämämme arvostusmittarit eivät kuitenkaan indikoi merkittävää kurssinousuvaraa.

Markkinan perusvire edelleen positiivinen

Keslan eri kohdemarkkinoiden kasvunopeus vain harvoin ylittää bkt:n kasvuvauhdin, etenkin kehittyneillä markkinoilla. Globaalisti puunkorjuuketjun laitteiden markkinoilla Keslan kasvua tukevat korjuuvolyymien kasvu ja koneellisen puunkorjuun edelleen kasvava osuus hakatuista volyymeistä. Kohdemarkkinoiden koolla painotettu kasvuvauhti yli syklin on reilu 3 % v/v. Koronapandemian vuoksi markkina supistui arviolta 4 % v/v. 2020-21 ja tämän sekä Ukrainan sodan vuoksi ennakoimme markkinan kutistuvan 3 % vielä v. 2022. Odotamme, että tämän jälkeen Keslan koko kohdemarkkinan kasvu kiihtyy väliaikaisesti 8-10 %:iin vuonna 2023 ennen palaamista normaalikasvuun.

Venäjän ja Valko-Venäjän markkinamenetys pitää kompensoida

Ukrainan sodan ja tämän seurauksena Venäjän ja Valko-Venäjän markkinoiden sulkeutumisen vuoksi Keslan liikevaihdosta katosi noin 16 %:n osuus (2021 toteuma). Koska Venäjältä Eurooppaan tuotu puu on korvattava muualla tapahtuvilla hakkuilla, uskomme etenkin Pohjoismaiden, Baltian ja Keski-Euroopan puunkorjuulaitteiden markkinoiden hyvään kasvuun. Kaikkiaan odotamme Keslan liikevaihdon Venäjän ja Valko-Venäjän ulkopuolella kasvavan lähivuosina nopeasti (keskimäärin 12 % p.a. 2022-2023). On kuitenkin selvää, että menetetyt liikevaihdon kompensoinnin nopeuteen ja kannattavuuteen liittyy huomattava epävarmuus.

Selvä tulosparannus mahdollinen 2023:sta eteenpäin

Venäjän-liikevaihdon menetyksen seurauksena Kesla ennakoi vuodelle 2022 vuoden 2021 tasoista liikevaihtoa ja heikkenevää liikeyvoittoa v/v. Ennusteemme ovat linjassa tämän kanssa. Venäjän ja Valko-Venäjän peruuttamisesta huolimatta konsernin tilauskanta on iso ja antaa toiminnalle hyvän pohjan. Ostokomponenttien hintainflaatio ja saatavuushäiriöt ovat edelleen kannattavuusriskejä. Vuodesta 2023 eteenpäin tuloskasvu saa tukea operatiivisesta vivusta liikevaihdon kasvaessa, NOSTE-investointihankkeen tuomasta rakenteellisesta kannattavuusparannuksesta sekä koko toimitusketjun normalisoitumisesta ”Venäjän jälkeiseen aikaan”. Odotamme Kesalta 33 %:n v/v tuloskasvua 2023-2025, mutta lähtötaso on alhainen.

Arvostuskertoimet indikoivat vain pientä nousuvaraa

Keslan osakkeen kokonaistuotto-odotus on noin 5 % v/v jääden alle tuottovaatimuksen. Riskikorjattu tuotto ei siten ole houkutteleva. Suhteessa verrokkien mediaaniin vuoden 2023 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimien diskontto on 4-8 %, mikä osakkeen diskonttoteikijät huomioiden on mielestämme vielä perusteltu taso. Osakkeen nousuvara DCF-mallin indikoimaan arvoon on kohtuullinen 16 %. Kokonaisuutena Keslan osake ei ole ylihintainen, mutta ei myöskään erityisen houkuttelevasti arvostettu.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

4,50 EUR

(aik. 4,50 EUR)

Osakekurssi:

4,33



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	45,5	46,0	47,9	49,4
kasvu-%	15 %	1 %	4 %	3 %
EBIT oik.	1,9	1,4	2,2	2,6
EBIT-% oik.	4,2 %	3,0 %	4,6 %	5,2 %
Nettotulos	1,7	0,7	1,6	1,9
EPS (oik.)	0,43	0,28	0,48	0,57

P/E (oik.)	13,8	15,5	8,9	7,6
P/B	1,4	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	3,4 %	2,8 %	5,3 %	7,2 %
EV/EBIT (oik.)	14,8	17,7	10,3	8,4
EV/EBITDA	8,0	8,6	5,3	4,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5	0,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

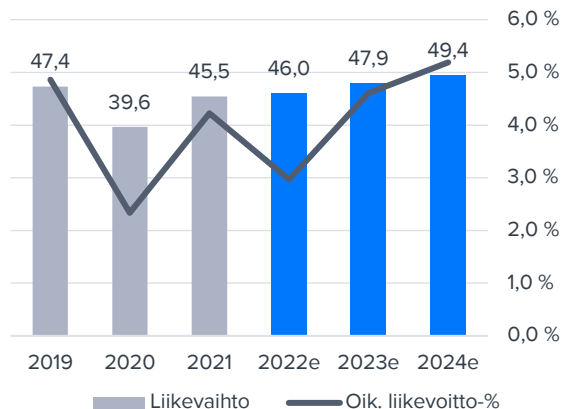
Tilikauden 2022 liikevaihdon arvioidaan pysyvän edellisvuoden tasolla, mutta liikeyvoitto heikkenee edellisvuodesta.

Osakekurssi



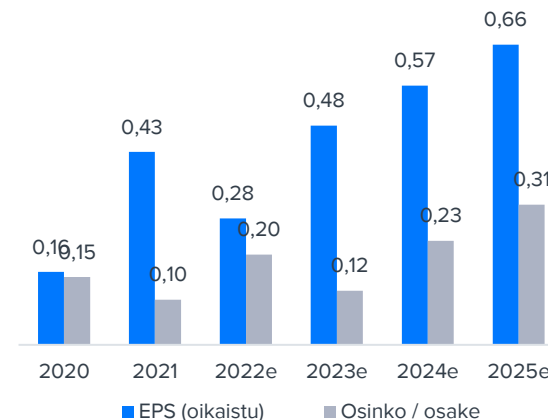
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Fokusoituminen kannattaviin liiketoimintoihin
- Markkinan (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä) tämänhetkinen hyvä vire ja pitkän tähtäimen suotuisat kasvuajurit
- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella
- NOSTE-investointihanke nostaa kannattavuutta selvästi



Riskitekijät

- Metsäkonemarkkinan syklisyys
- Valko-Venäjän ja Venäjän markkinoiden kompensointi muilla alueilla ei onnistu
- Melko alhainen peruskannattavuus; tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,33	4,33	4,33
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	24	23	21
P/E (oik.)	15,5	8,9	7,6
P/E	20,3	8,9	7,6
P/Kassavirta	neg.	7,1	6,9
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,6	5,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	17,7	10,3	8,4
Osinko/tulos (%)	56,2 %	47,5 %	54,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	5,3 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-13
Sijoitusprofiili	s. 15-16
Strategia	s. 17-19
Puunkorjuukoneiden markkinat	s. 20-23
Kilpailutilanne	s. 24-26
Taloudellinen tilanne	s. 27-28
Ennusteet	s. 29-34
Arvonmääritys ja suositus	s. 35-41
Vastuuvapauslauseke	s. 42

Kesla lyhyesti

Kesla on metsäteknologian ja materiaalinkäsittelyn kehittämiseen, valmistukseen ja markkinointiin erikoistunut konepajakonserni, joka tuottaa asiakkaan alustaan integroituvia materiaalinkäsittelyratkaisuja. Liiketoiminta-alueita ovat traktorivarusteet, puunkorjuulaitteet sekä auto- ja teollisuusnosturit. Viennin osuus liikevaihdosta on 65 %.

1960

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

45,5 MEUR (+15 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+5 % 2016-2021

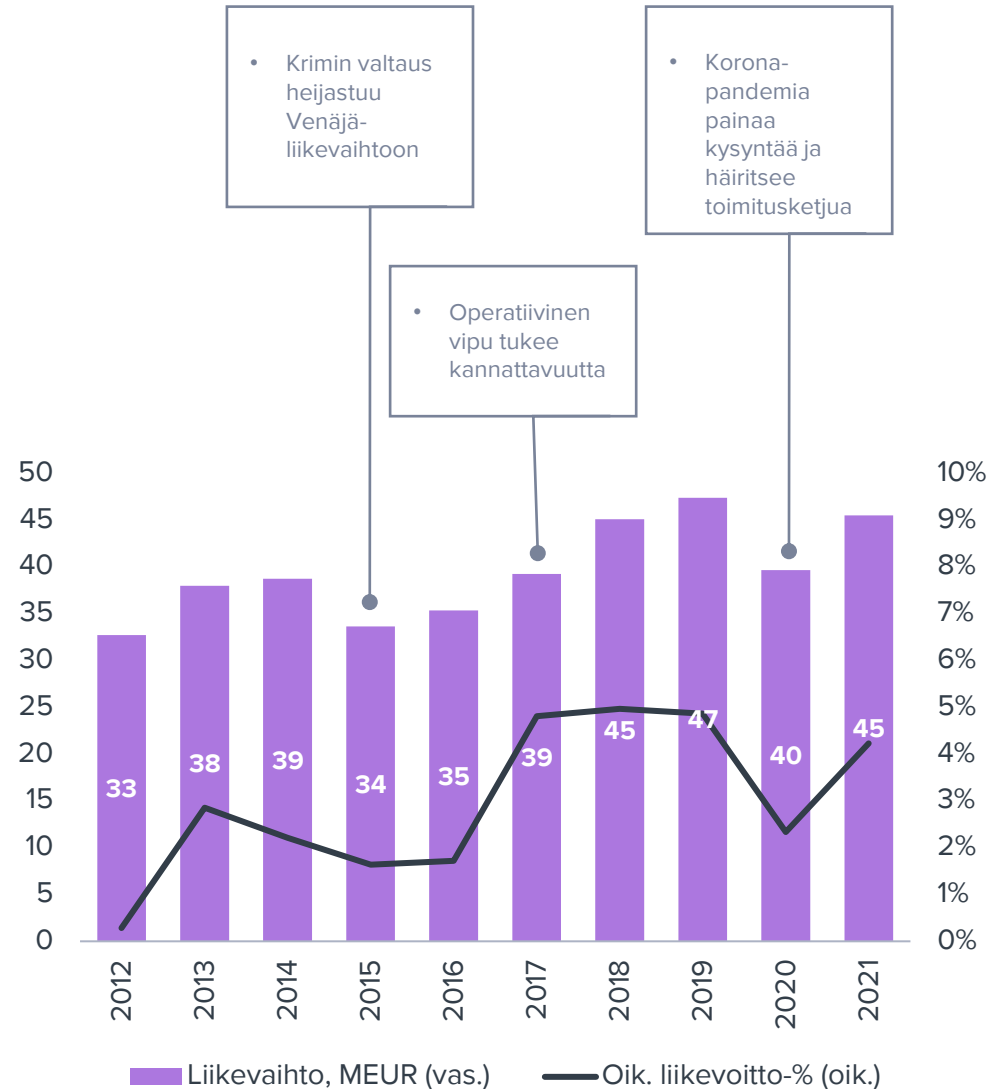
Vertailukelpoisen liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

1,9 MEUR (4,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2021

246

Henkilöstö keskimäärin 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Tuoteporfolio on kattava, mutta fokusoitunut

Keslan tuoteporfolio jakaantuu kolmeen segmenttiin:

- **Puunkorjuulaitteet** (n. 25-30 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat ajokone- ja harvesterinosturit sekä harvestereiden hakkuupäät.
- **Traktorivarusteet** (n. 25-30 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat kuormaimet ja perävaunut sekä traktorikäyttöiset hakkurit.
- **Auto- ja teollisuusnosturit** (n. 45 % liikevaihdosta). Tärkeimmät tuotteet ovat puutavaranoisturit ja kierrätysnosturit.

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

Tuoteryhmien sisällä Kesla laajentaa edelleen tuotevalikoimaa mm. konfiguroitavien lisäominaisuuksien myötä. Uutuutena on palontorjuntaan kehitetty sammutus-perävaunutyyppi. Valikoiman mahdollinen karsinta kohdistuu vain joihinkin edellisen sukupolven

laitteisiin.

Keslan tuoteporfolio on yhtiön oman käsityksen mukaan hyvin ajan tasalla jatkuvien versiopäivitysten ansiosta. Kokonaan uusissa tuotteissa sykli on usein kymmenen vuoden mittainen alustakoneiden uusimistahdin ollessa hidas. Keslan autonosturiportfolio on päivitetty 2010-luvulla ja etenkin eräiden ohjausjärjestelmäominaisuuksien osalta Kesla arvelee olevansa kilpailijoiden edellä. Hakkuupääportfolioa Kesla päivittää suunnilleen yhden kokoluokan vuosittain. Tällä hetkellä näitä kokoluokkia on kahdeksan.

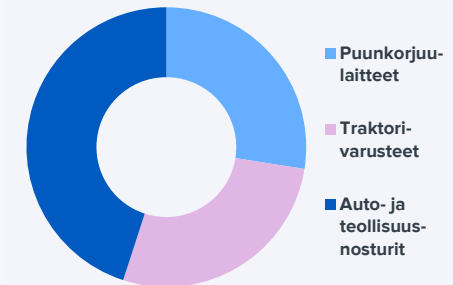
Valmistus kolmessa yksikössä kotimaassa

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



Uuslaitemyynti

Liikevaihdon (n. 37 MEUR) jakauma, 2021



Puunkorjuulaitteet

- Ajokone- ja harvesterinosturit
- Harvestereiden hakkuupäät

Traktorivarusteet

- Kuormaimet
- Perävaunut
- Hakkurit

Auto- ja teollisuusnosturit

- Puutavaranosturit
- Kierrätysnosturit

Keslan päätuotteita

Harvesterikourat ja metsäkonenosturit



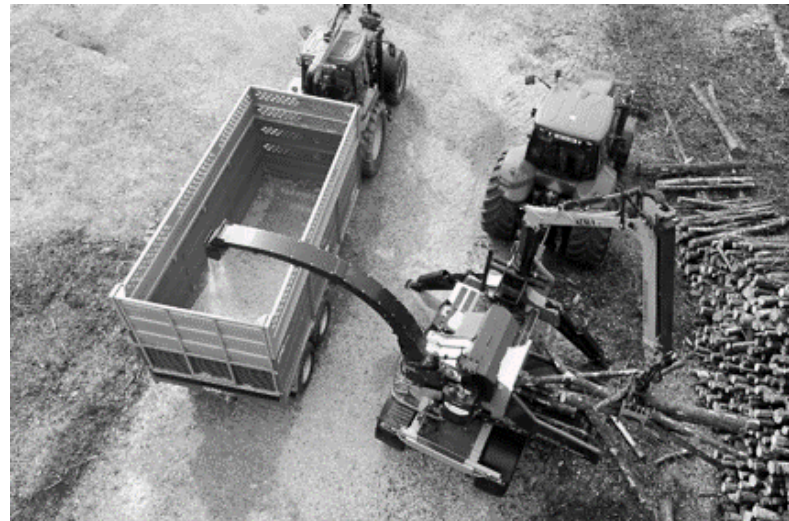
Traktorin metsävarusteet



Auto- ja teollisuusnosturit



Hakkurit



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Keslan omista tehtaissa tapahtuu lastuava työstö, osa komponenttivalmistuksesta, hitsaus, maalaus, loppukokoonpano ja testaus. Tärkeimmät Keslan ulkopuolelta hankkimat raaka-aineet ovat valut, levyt, tangot, putket, esikoneistetut kappaleet ja maalit. Keskeisimmät alihankittavat komponentit taas ovat venttiilit, letkut, autonostureiden hytit, sähkökomponentit, hydraulimoottorit ja kourien mittalaiteteknologia.

Keslalla on noin 75 keskeistä alihankkijaa ja näistä vaihtuu tyypillisesti muutamia vuosittain. Yhtiön käyttämistä komponenteista 80 % tulee kotimaasta ja toisaalta Ilomantsin tehtaasta tuotannosta 75 % päätyy Joensuun tehtaalle. Ulkomaiset komponentit tulevat pääosin Baltiasta, Puolasta, Italiasta ja Turkista. Sen sijaan Kiinan käyttö alihankinnassa on hyvin vähäistä. Arvioimme, että kaikkiaan yli 60 % tuotteiden valmistuskustannuksista syntyy ulkoa ostettavista raaka-aineista ja komponenteista.

Joustavuus tuotannon johtavana periaatteena

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

Toiminnanohjausjärjestelmänä (ERP) Keslalla on ollut vuodesta 2010 käytössä ruotsalainen IFS, johon on liitetty kaikki keskeiset operatiiviset

toiminnot palkanlaskentaa lukuun ottamatta. Kesla on ollut järjestelmään tyytyväinen ja sen avulla tuotteiden myyminen, spesifikaatiot, konfiguraatio ja kokoonpano tapahtuvat ongelmitta.

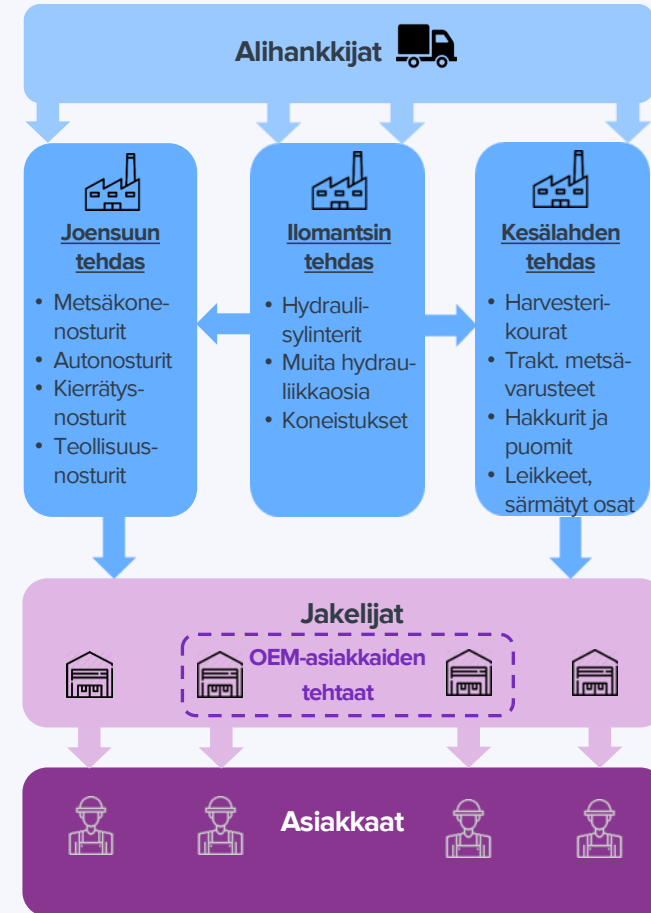
Koska valmistusketjusta iso osa on Keslan omista käsissä, se voi optimoida komponenttivirtoja ja välttää eksoottisempia komponenttivalintoja. Komponenttivirtoja ja varastonhallintaa on kehitetty myös yhteistyössä toimittajien kanssa, mikä on merkinnyt joustavuuden lisääntymistä. Joustavuutta on kasvatettu myös antamalla tarvittaessa suurempia kokonaisuuksia alihankkijoiden valmistettaviksi. Lisäksi pienempiä, esimerkiksi dokumentointiin liittyviä tuotekehitystehtäviä on annettu alihankkijoille.

Pääosin toimitaan kahdessa vuorossa

Keslan Ilomantsin tehdas toimii kahdessa vuorossa ja myös Joensuun tehtaalla siirryttiin syksyllä 2021 yhdestä kahteen vuoroon. Kesälahden tehtaalla toimitaan joustavasti 1-2 vuorossa. Kesla hakee myös henkilöstökuluihinsa joustoa käyttämällä vuokratyövoimaa. Paikallisen työvoiman lisäksi vuokratyöläisiä on hankittu jonkin verran myös Baltiasta.

Normaalitilanteessakin vuorojärjestelyt tarjoavat Keslan mukaan kapasiteetin käytön osalta joustovaraa ja tuotantoa voitaisiin esimerkiksi Joensuun tehtaalla kasvattaa 20 %:lla nykyisen kapasiteetin puitteissa.

Valmistuksen organisointi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tuotekehityksen teemoina yhteensopivuus ja valmistettavuus

Keslan tuotekehityksen johtoajatuksena on puunkorjuuketjun laitteiden kehittäminen yhteensopiviksi useisiin eikä vain yhteen alustakoneytyppiin (esim. traktorit, kaivurit ja kuorma-autot). Toinen johtava teema on tuotteiden valmistettavuuden sekä koko tilaus-toimitusprosessin kehittäminen. Viime aikojen keskeisin kehityskohde on ollut nostureiden ohjausjärjestelmät.

Tuotekehityksessä on tällä hetkellä 13 henkilöä ja luku on pysynyt melko stabiilina. Vuoden 2021 tuotekehityskulut olivat 1,3 MEUR ja luvun uskotaan olevan samaa luokkaa myös 2022. Tuotekehityskulujen osuus liikevaihdosta on viime vuosina ollut lähellä 3 %. Osuus on tyypillinen pienemmille kotimaisille listatuille konepajoille.

Investointien painopiste NOSTE-hankkeessa

Kesla käynnisti vuonna 2018 NOSTE-investointi-hankkeen, jolla tähdätään valmistuksen automaatiotason ja laadun kohottamiseen sekä lyhyempiin läpimenoaikoihin. Investointikohteita ovat (olleet) etenkin hitsausautomaatio (noin 1,5 MEUR), laserleikkuri (1,3 MEUR) sekä hydrauliliikkasylintereiden valmistus (yht. 1,4 MEUR). Kesla on NOSTE-hankkeen myötä kasvattanut vaativien sylintereiden oman valmistuksen osuutta lähes 100 %:iin. NOSTE-hankkeen loppuvaiheisiin kuuluu vielä laserleikkurin ylösajo kuluvana keväänä. Osa hankkeeseen liittyvistä poistoista on jo käynnissä ja loputkin tulevat mukaan vuoden 2022 elokuussa.

Kaikkiaan NOSTE-hankkeen laiteinvestoinnit vuosina 2019-2022 ovat noin 5,5 MEUR, painottuen vuoteen 2021. Kesla sai NOSTE-hankkeeseen ELY-keskukselta 1,5 MEUR:n hankeavustuspäätöksen. Avustus tulee Keslan käyttöön jälkikäteisesti eli investointien jo tapahduttua. Kirjanpidollisesti avustus pienentää Keslan investointeja (ja kasvattaa kassaa) eikä sillä ole suoria tuloslaskelmavaikutuksia. Toistaiseksi avustusta on saatu 450 TEUR joulukuussa 2021. NOSTE-hankkeella saavutetaan merkittäviä kustannussäästöjä, joihin palaamme raportin ennusteosiossa.

Logistiikkakulujen osuus vähäinen

Kesla myy valmiit laitteet tehdashinnalla sekä jakelijoille että OEM-loppuasiakkaille, jotka pääsääntöisesti maksavat rahat. Keslan omat logistiikkakulut ovat vähäisiä.

Globaalisti 120 jakelijaa ja 253 jakelupistettä

Keslan tuotteiden jakelijat ovat monentyyppisiä: useimmiten ne ovat traktorimyyjiä, kaivinkoneiden myyjiä, maatalouskoneiden myyjiä, kuorma-automyyjiä tai päällirakenteiden myyjiä mainittuihin koneisiin. Näiden ryhmien sisällä on jälleenmyyjiä, jotka ovat tietyn alustakoneen kuten traktorin osalta keskittyneet vain Keslaan ja tarjoavat asiakkaille esimerkiksi metsävarusteita ja hakkureita. Metsäkonenostureissa asiakkaat ovat valtaosin OEM-konevalmistajia. Harvesterikourissa, autonostureissa ja traktorivarusteissa toimitaan jälleenmyyjien kautta. Osa harvesterikourista menee OEM-asiakkaille nostureiden kera. Useimmilla jälleenmyyjillä Keslan tuotteen myynti

on sidoksissa liittyvän tuotteen (kuorma-auto, traktori, kaivinkone) myyntiin, mutta esimerkiksi Japanissa on käytännössä pelkästään Keslan tuotteisiin keskittyviä jälleenmyyjiä.

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

Jälleenmyyjien insentiivit myydä Keslan laitteita ovat monipuoliset: 1) itse laitekaupan kate; 2) asennuksen, koulutuksen ja jälkimarkkinan (varaosat ja huolto) kate sekä 3) laitekaupan rahoituksen kate. Keslan tavoitteena ovat kumppanuudet, joilla mahdollisimman suuri osa loppuasiakkaan prosessia saadaan katettua kumppanin jakelu-/palveluverkoston kautta.

Keslan nettisivujen perusteella yhtiön jakeluverkko kattaa 47 maata, 120 jakelijaa ja 253 jakelupistettä eli jo tällä perusteella verkko on hyvin kattava. Lisäksi monilla Keslan jakelijoilla on allaan diilereitä ja toimipisteitä, jotka eivät välttämättä käy ilmi em. lukumääristä. Listasta myös osittain puuttuvat OEM-kumppaneiden omat myyntiverkostot. Keslan jakeluverkko on kuitenkin melko polarisoitunut, sillä ilmoitetuista jakelupisteistä 148 kpl eli 58 % sijaitsee Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Suomen 47 toimipisteestä 38 on Valtra/AGCO:n myyntipisteitä. Ruotsissa Keslan traktorivarusteiden jakelusta vastaa maan johtava maataloustarvikkeiden kauppias Lantmännen, jolla on maassa 57 omaa toimipistettä ja joka hoitaa siellä myös Valtran jakelun.

Keslan tuoteryhmät, asiakkaat ja markkina-alueet 2021



**Puunkorjuulaitteet
(25-30 %)**



**Traktorivarusteet
(25-30 %)**



**Auto- ja teollisuus-
nosturit (45 %)**

Loppuasiakkaat (3 %)
- *kulutus- ja varaosat*

Teolliset asiakkaat (14 %)
- *laitevalmistajat*



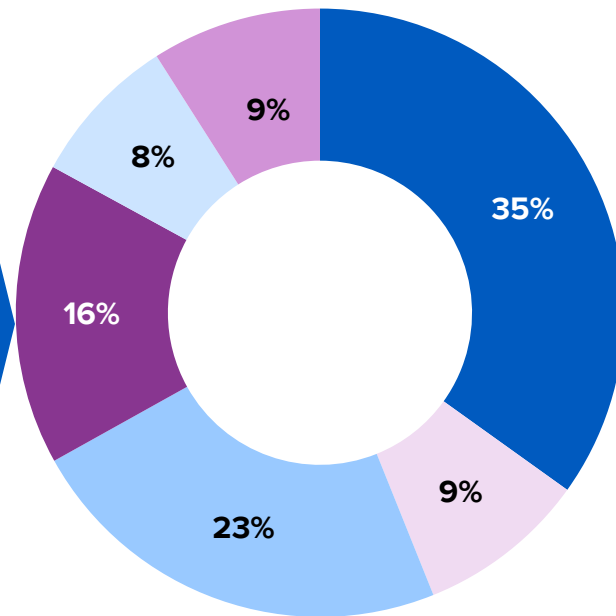
Sumitomo



Jakelijat (86 %)
- *120 yhtiötä, 47 maata*



TECHMAT
Groupe DALBY



■ Suomi
■ Muu EU
■ Amerikka

■ Muut pohjoismaat
■ Venäjä ja Valko-Venäjä
■ Aasia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Asiakkaissa kolme isoa ja paljon pieniä

Keslan asiakkaat ovat joko suoria loppuasiakkaita tai jälleenmyyjiä. Kaikkiaan Keslalla on noin 1200 asiakasta, mutta merkittäviä eli yli 100 TEUR liikevaihtoa tuovia on noin 50. Asiakkaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Suorat teolliset asiakkaat** (14 % liikevaihdosta). Nämä ovat laitevalmistajia, joiden tuotteiden osaksi Keslan laitteet päätyvät. Näitä ovat etenkin Valtra/AGCO (traktorivarusteet), Sumitomo (harvesteripäät) ja Amkodor (nosturit ja harvesteripäät). Vuonna 2022 Amkodor on kuitenkin tullut EU:n pakotesäännösten piiriin ja toimitukset asiakkaalle on keskeytetty.
- **Suorat loppuasiakkaat** (3 % liikevaihdosta). Näitä ovat etenkin kotimaiset kulutus- ja varaosa-asiakkaat.
- **Jälleenmyyjät** (86 % liikevaihdosta). Nämä muodostuvat noin 120 yhtiöstä ja 250 toimipisteestä 47 eri maassa.

Teollisista asiakkaista tärkein on AGCO-konserniin kuuluva Valtra, joka on selvä traktoreiden markkinajohtaja Suomessa ja vahva myös mm. Ruotsissa (#2 v. 2020), Norjassa (#1), Ranskassa (#7) ja Brasiliassa. Valtra-yhteistyö on Keslalle hyvin tärkeää, sillä AGCO Suomen myyntipisteet markkinoivat Keslan koko traktorivaruste-tuotevalikoimaa. Vuonna 2016 alkaneeseen yhteistyöhön kuuluu myös tuotekehitysyhteistyötä sekä mahdollisuus laajentua AGCO:n jälleenmyyjäverkostoon.

Keslan suurimmat asiakasriippuvuudet ovat suoria

teollisia asiakkaita. AGCO jakelijoiheen vastaa arviomme mukaan noin 10 %:sta Keslan liikevaihtoa muiden teollisten asiakkaiden jäädessä selvästi tämän alle. Kaikkiaan Keslan asiakasriski on kohtuullisen hyvin rajattu.

Palvelujen fokus kulutus- ja varaosissa

Keslan strategiassa palvelut ovat lisäarvotoiminto, jota kutsutaan elinkaaripalveluiksi. Kesla ei julkista koko palveluliiketoiminnan määrää, mutta varaosamyynä oli 7,8 MEUR vuonna 2021 ja vastaava liikevaihto-osuus 17 %. Kulutus- ja varaosien rinnalla muu palveluliiketoiminta on vähäistä, koostuen pääasiassa koulutus- ja käyttöönottopalveluista. Kesla ei ole mukana vaihtokoneeliiketoiminnassa vaan on jättänyt sen jakeluverkoston hoidettavaksi.

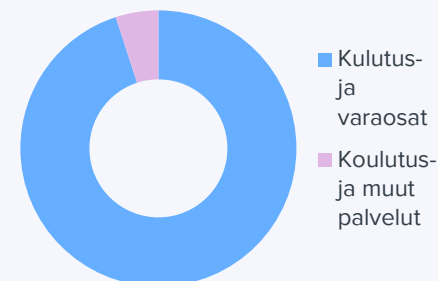
Palvelujen kehitysprojekteista Keslan oman sähköisen varaosakaupan edellytykset alkavat olla dokumentoinnin osalta kunnossa, mutta lanseerauksesta ei ole vielä päätöksiä. Haasteena on loppuasiakkaiden tavoittaminen sekä toiminnasta saatavien kustannussäästöjen määrä verrattuna vaadittuihin investointeihin.

Toinen kehityskohde on laitteista saatavan informaation (käyttö- ja tilatiedot) keruu, jalostaminen ja siirto ja tästä rakentuvan ennakoivan huollon liiketoimintamallin hiominen. Etävalvonta on mielekäästä kalliimmille tuotteille eli harvesteripäille, vakaudenhallintajärjestelmällä varustetuille kierrätysnostureille sekä hakkureille. Näistä kaikkiin asennetaan antureita, joilla voidaan kerätä tietoa koneesta ja sen tilasta. Edullisemmissa



Palvelut

Liikevaihdon (n. 8 MEUR) jakauma, 2021



Huollon tehtävänjako

- Kesla: Kulutus- ja varaosatarjonta, huollon koulutus
- Jakelijat / kumppanit: Määräaikaishuollot yhdessä alustakoneen kanssa
- Asiakas: Päivittäinen huoltotyö

Kasvupotentiaali

- Laitekannan kasvu
- Etävalvonta / ennakoiva huolto
- Sähköinen varaosakauppa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

laitteissa etävalvonta ei ole asiakkaiden mielestä oleellista tai siitä ei olla valmiita maksamaan.

Keslalla ei ole omaa huoltoverkostoa

Toimialalla asiakas itse hoitaa koneiden päivittäisen huollon (rasvaukset, ketjunvaihdot, terähuollot) ja Keslan jälleenmyyjät hoitavat operatiivisen huollon. Keslan mukaan oman orgaanisen huoltoverkoston rakentaminen olisi kallista ja muutoinkin haastavaa. Asiakkailla olevien Keslan laitteiden määräaikaishuollot tapahtuvat tavanomaisesti alustakoneen (harvesteri, traktori, kuorma-auto) huoltorytmin mukaisesti.

Keslan tehtävänä on tukea huollosta vastaavaa jälleenmyyjää sen huoltokyvyn ylläpidossa ja parantamisessa. Keslan kussakin liiketoimintayksikössä on huoltokysymyksiin erikoistunutta henkilöstöä, joka vastaa jälleenmyyjien kouluttamisesta ja yhteydenpidosta näiden kanssa huoltoasioissa.

Käytössä oleva laitekanta on iso

Monilla jälleenmyyjillä on Keslan tuotteet kattavia huoltosopimuksia, mutta näiden piirissä olevan laitekannan kokoa Kesla ei julkista. Koko käytössä oleva Keslan laitekanta ja siten huoltopotentiaali on kuitenkin mittava. Käytössä oleva hakkureiden määrä on Keslan mukaan noin 350 kpl, harvesterikourien määrä yli 2000 kpl, auto- ja metsäkoneenostureiden määrä noin 5000 kpl ja traktorikuormaimien ja -vaunujen määrä yli 10000 kpl. Kaikissa päätuoteryhmissä laitekanta on tuhansia laitteita, mikä tarjoaa huollolle sekä

kulutus- ja varaosille merkittävän markkinan.

Palvelujen kasvua laitekannan myötä

Tulevan kulutus- ja varaosien tarpeen arviointia vaikeuttaa Keslan laitteiden keskimäärin pitkä käyttöikä. Hakkureissa, harvesterikourissa ja metsäkoneenostureissa 7 vuoden ikäiset laitteet ovat pääsääntöisesti edelleen käytössä. Traktori-varusteiden elinkaari on vielä selvästi pidempi ja traktorinostimen sekä perävaunun käyttöikä voi ulottua useamman traktorisukupolven yli. Virstanpylväät muodostuvat isommista määräaikaistarkastuksista ja niihin liittyvistä peruskunnostuksista, jotka nostureissa tapahtuvat yleensä 10 vuoden jälkeen ja harvesterikourissa noin 5 vuoden jälkeen. Näihin seikkoihin pohjautuva huollon volyymikehityksen mallintaminen on kuitenkin hyvin haastavaa. Tärkein ajuri kulutus- ja varaosien myynnin sekä huoltotyön kasvulle on joka tapauksessa koko ajan kasvava laitekanta. Keslan mukaan markkinoilla näkyy jonkin verran piraattiosia, mutta niiden rooli on jäänyt pieneksi.

Liiketoiminnan kulu- ja pääomarakenteet

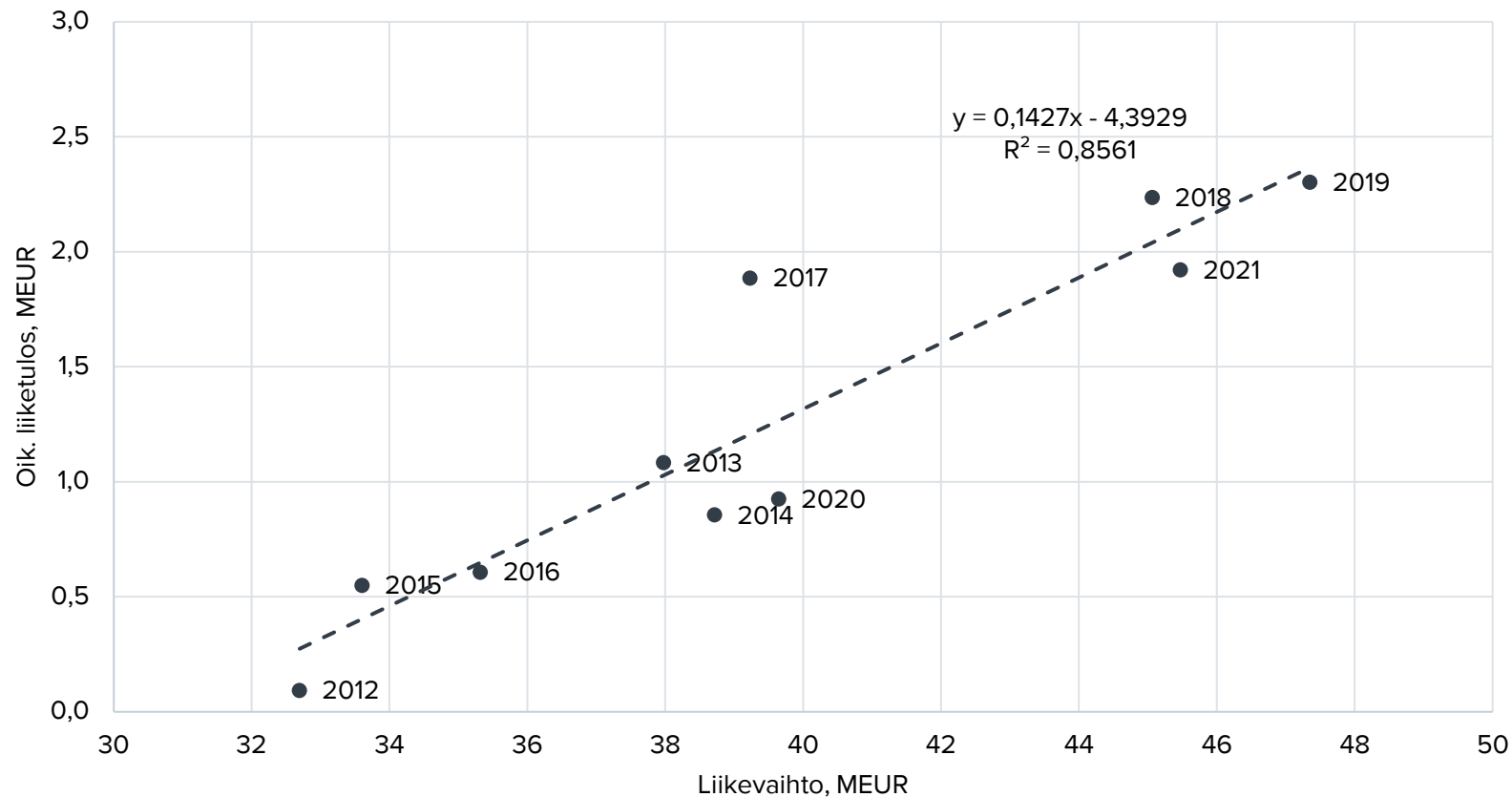
Keslan tuloslaskelmassa aine- ja tarvikekäytön osuus liikevaihdosta on suurin (54-56 %) ja tätä seuraavat henkilöstökulut (26-27 %), liiketoiminnan muut kulut (10-13 %) sekä poistot (3 %). Jos operatiivisista kulueristä kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, tuotannon muut muuttuvat kulut sekä myynti- ja mainoskulut tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista (36-38 %) lähellä verrokki-yhtiöiden vastaavia lukuja. Keslan kulurakenne on

konepajayhtiölle tyypillinen eli operatiivinen vipu on varsin voimakas. Vastaavasti toiminnan volyymien muutoksilla on suuri vaikutus kannattavuuteen. Keslan taserakenne ei kiinteän käyttöomaisuuden osalta poikkea oleellisesti verrokki-konepajoista. Yhtiön nettokäyttöpäoman suhde liikevaihtoon on kuitenkin korkea (29 % v. 2021), mikä johtuu pääasiassa hitaasti kiertävästä vaihto-omaisuudesta ja painaa samalla sijoitetun pääoman tuottoa (9 % v. 2021).

Liiketoimintamallin arvio

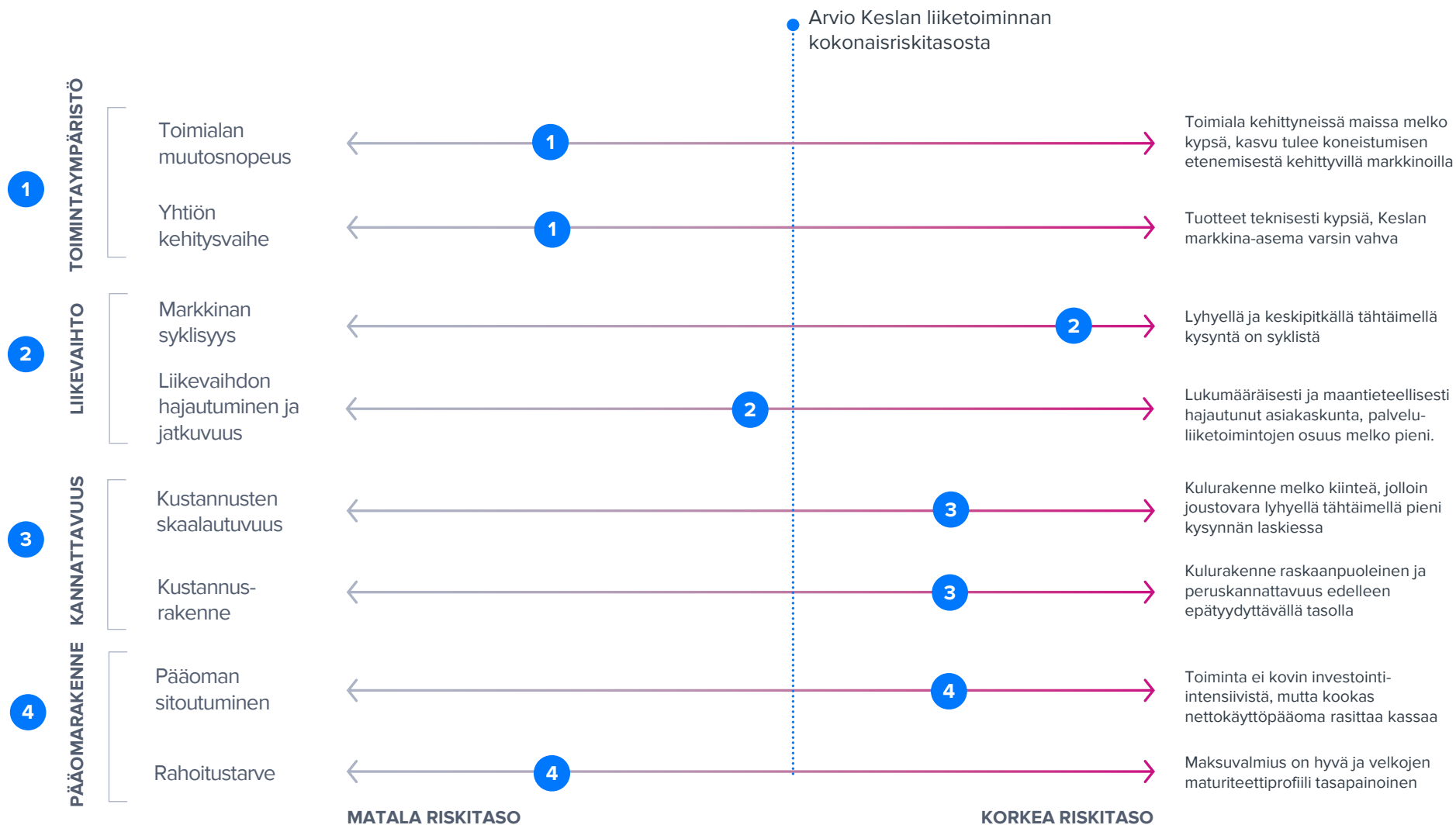
Toimialariski on varsin korkea, vaikka jotkin asiakassegmentit voivatkin olla eri vaiheessa sykliä. Tuotelajitelma on Keslan kokoon nähden laaja, mutta tarjoaa hyvin synergiaa valmistusprosessin alkupäässä, brändäämisessä ja asiakasrajapinnassa. Valmistuksen kulurakenne on CTO-valmistustavasta huolimatta lyhyellä aikavälillä melko joustamaton, minkä vuoksi äkilliset markkinashokit ovat riski. Valtra/AGCO-yhteistyö on selvä vahvuus. Jakelun ulkoistaminen yhteistyökumppaneille pitää omat kiinteät kustannukset kurissa, mutta vähentää tai ainakin viivästyttää tuotteiden loppukäyttäjiltä saatavaa palautetta. Palveluliiketoiminnassa Keslan keskittyminen pelkästään kulutus- ja varaosien kauppaan ja itse huoltotyössä vain jälleenmyyjien tukemiseen on järkevää kun huomioidaan Keslan koko sekä kattavan huoltoverkoston rakentamis- ja ylläpitokulut.

Keslan liikevaihto ja oikaistu liikevoitto 2010-2021



Keslan liiketoimintaa leimaa iso tulosvipu eli liiketuloksen suuri suhteellinen muutos verrattuna liikevaihdon suhteelliseen muutokseen. Vuosien 2010-2021 regressiossa ja relevantilla 40-50 MEUR:n liikevaihtoalueella tulosvipu vaihtelee välillä 2,8x-5,3x. Taustalla on kiinteiden kulujen suuri osuus (36-38 %) ja siten melko jäykkä kulurakenne. Regression 86 %:n selitysaste on korkea.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Profiilia kirkastamalla matkalla arvoyhtiöksi

Kesla on perinteikäs konepajateollisuusyhtiö, jolla on pitkä historia, vakiintunut asema ja asiakaskunta sekä kohtuullinen kannattavuus. Asemaa sijoittajien silmissä ovat kuitenkin rasittaneet syklisyys, melko alhainen peruskannattavuus ja aiemmin myös velkainen tase. Keslan viime vuosien toimenpiteet, nykyinen eli vuosille 2019-2023 ajoitettu strategia ja käynnissä olevat toimenpiteet sen toteuttamiseksi heijastavat pyrkimystä profiloitua fokusoituneeksi, hyvin markkinoihinsa ja asiakaskenttäänsä integroituneeksi ja joustavan kulurakenteen omaavaksi konepajayhtiöksi, joka pystyy ylläpitämään kohtuullisen kannattavuuden suhdanteen kaikissa vaiheissa. Strategian toimeenpanoa ovat kuitenkin vaikeuttaneet ja hidastaneet ensin koronapandemia 2020-2021 ja sen seuraukset. Tämän vuoksi sijoitusprofiilin kirkastamisprosessi on yhä kesken. Onnistuessaan yhtiöllä on kuitenkin mielestämme hyvät mahdollisuudet profiloitua kohtuullisen riskin ja pitkällä aikavälillä myös hyvän osingonmaksukyvyyn omaavana arvoyhtiönä.

Positiiviset arvoajurit

Maantieteelliselle laajentumiselle paljon tilaa: Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia ja merkitykseltään koko ajan kasvavia alueita.

Kasvu kumppaneiden kanssa: Keslan jakelukumppaneista erityisesti Valtra/AGCO voi

edelleen edesauttaa viennin laajentamista uusille markkina-alueille.

Jälkimarkkinaliiketoiminnan kasvu: Keslan toimittama ja edelleen käytössä oleva laitekanta on iso ja koko ajan kasvava, mikä merkitsee myös merkittävää jälkimarkkinapalvelujen kasvupotentiaalia.

Kasvu yritysostoilla: Kesla kartoittaa joko tuotetai alueelliselta profiililtaan sopivia ostokohteita. Merkki Keslan aktivoitumisesta tällä alueella on CapManin senior partner Petri Saavalaisen nimitys hallitukseen.

Mahdollisuus kannattavuushyppäykseen: Keslan NOSTE-projekti merkitsee tavoitteiden täyttyessä peruskannattavuudelle selvää tasonnostoa.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Markkinan syklisyys: Monien Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Syklit voivat kuitenkin joiltakin osin tasata toisiaan.

Aiemman Venäjä-liiketoiminnan kompensointi: Valko-Venäjä ja Venäjä vastasivat yhteensä arviolta 17 %:sta Keslan liikevaihtoa ja 43 %:sta tilauskantaa v. 2021. Maihin kohdistuvat pakotteet johtivat ko. tilauskannan peruuttamiseen Q1'22:lla. Keslan intressissä on tämän liiketoiminnan mahdollisimman laajamittainen korvaaminen muilla maantieteellisillä alueilla, mutta onnistuminen on epävarmaa sekä volyymin että ajoituksen suhteen.

Alhainen peruskannattavuus: Historiallisesti Keslan peruskannattavuus on ollut alhainen (oikaistun EBIT-marginaalin mediaani oli 4,8 % v. 2017-2021), minkä vuoksi tulos painuu herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti.

Osakkeen likviditeetti on melko ohut: Touko-kuusta 2021 huhtikuuhun 2022 osakkeen likviditeetti oli 36 %. Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostaminen ja myyminen on haasteellista.

Sijoitusprofiili

1.

Vakiintunut asema asiakkaiden keskuudessa

2.

Vahvat jakelukumppanit

3.

Kannattavuuden parannuspotentiaali NOSTE-hankkeen myötä

4.

Markkinat ovat sykliset

5.

Peruskannattavuus on matala

Potentiaali



- Hyvä kasvupotentiaali partnereiden avulla sekä jakeluverkoston laajentamisella
- Kasvu yritysostoilla
- Peruskannattavuuden tasonnosto NOSTE-automaatioprojektin myötä

Riskit



- Markkinan syklisyys
- Venäjä-riippuvuus
- Vielä melko alhainen peruskannattavuus, jolloin tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Osakkeen likviditeetti on melko ohut, mikä karsii institutionaalisia sijoittajia

Keslan strategia 1/2

Visio keskittyy asiakkaaseen

Keslan visioksi on kiteytetty ”your lifetime match”. Iskulauseessa ”your” viittaa Keslan asiakaskeskeisyyteen, ”lifetime” kestävyYTEEN, elinkaarikustannuskilpailukykyyn ja pitkiin asiakassuhteisiin ja ”match” Keslan laitteiden integroitavuuteen eri alustoille ja syviin liiketoimintakumppanuuksiin. Vision kanssa yhdenmukaisesti Keslan toiminta-ajatuksena on määritelty ”asiakkaan alustaan integroituvien, parasta käyttökokemusta tarjoavien ja asiakkaan liiketoimintaa edistävien laadukkaiden materiaalinkäsittelyratkaisujen tuottaminen”.

Vuosien 2019-2023 strategian toimeenpanossa ulkoisia hidasteita

Kesla määritteli vuosien 2019-2023 visionsa, strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa stksyllä 2019. Strategiaprosessissa vuodet 2019-2020 määriteltiin peruskuntokaudeksi, jonka aikana perusasiat laitetaan kuntoon kasvu- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamiseksi vuosina 2021-2023. On selvää, että koronapandemia etenkin vuosina 2020-2021 ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan helmikuussa 2022 seurauksineen ovat hidastaneet strategian toimeenpanoa ja siirtäneet johdon fokuksa operatiivisiin haasteisiin. Strategian tavoitteita tai aikataulua ei ole kuitenkaan ainakaan toistaiseksi päivitetty.

Strategian kulmakivet

Strategian toimeenpanossa Kesla nojautuu seuraaviin ydinperiaatteisiin ja -alueisiin:

- 1. Fokusoituminen ydinosaan**, mikä tarkoittaa keskittymistä puunkorjuuteknologiaan sekä valikoituihin kierrätyksen ja erikoisovellusten segmentteihin.
- 2. Käyttäjäkokeemuksesta kilpailuetu.** Kesla korostaa tuotekehityksessä laitteiden ja järjestelmien käytettävyyttä sekä mahdollisuuksia elinkaaren pidentämiseen mm. etävalvontamahdollisuuksia kehittämällä. Tavoitetta tukee Keslan vuonna 2016 hankkima tuotekehityssimulaattori, jolla nopeutetaan kehitysprosessin läpimenoaikaa sekä tuetaan tuotteiden älykkäiden ominaisuuksien ja ohjausjärjestelmien kehittämistä. Tuotteiden massaräätälöinti CTO-mallilla (configure to order) mahdollistaa sen, että asiakas saa juuri omien toiveidensa mukaisen lopputuotteen.
- 3. Partneroituminen kaikkialla, missä se on mielekästä.** Tämä tarkoittaa tiiviin yhteistyömallin luomista alustakonevalmistajien ja merkittävien jakelijoiden kanssa tilanteissa, joissa Keslan tuotteet täydentävät partnerin tarjontaa. Alustakonevalmistajien (kuten Valtra) kanssa kyse on pitkälle viedystä yhteistyöstä sekä tuotekehityksessä että jakelussa ja jakelupartnerin kanssa sen valikoiman täydentämisestä ja verkon hyödyntämisestä sekä myynnissä että jälkimarkkinoinnissa (esim. Lantmännen). Kesla kartoittaa jatkuvasti uusia partnereita.
- 4. Maantieteellinen laajentuminen.** Tämä tapahtuu linjassa alustakonevalmistajien kasvustrategioiden kanssa ja Keslan keihäänkärkenä ovat puunkorjuulaitteet. Fokuksessa ovat Latinalainen Amerikka (eukalyptusplantaasit) sekä Kaakkois-Aasian ne markkinat, joilla puunkorjuun koneellistuminen on vielä alkuvaiheissa. Traktorivarustemyynnin kasvattamisessa keskeistä on Valtran Pohjoismaiden ulkopuolella olevan jakeluverkoston hyödyntäminen.
- 5. Kasvu palveluissa.** Palveluissa Kesla keskittyy jatkossakin kulutus- ja varaosiin. Kasvua edesauttaa yhteistyön tiivistäminen oman toimittajaverkoston kanssa. Käytössä olevan laitekannan kasvu globaalisti tukee kulutus- ja varaosamyyniä ja etävalvonta tulee parantamaan asiakaspalvelun laatua ja nostamaan tehokkuutta.
- 6. Operatiivinen tehostaminen.** Tähän liittyy osta vai valmista -päättökenteko, jossa muuttujina ovat alihankinnan laatu, hinta ja toimituskyky ja toisaalta oman valmistuksen vaatimat investoinnit, rekrytoinnit ja menetetty kustannusjousto. Esimerkki on laserleikkeiden valmistuksen siirto itselle osana NOSTE-hanketta. Tämä parantaa osavalmistuksen tarkkuutta, nostaa automaatiotasoa, karsii jatkotyöstövaiheita ja nopeuttaa läpimenoaikoja.

Keslan liiketoiminnot ja niiden asemointi

Liiketoiminta	 Traktorivarusteet	 Puunkorjuulaitteet	 Autonosturit	 Elinkaaripalvelut
Johtoajatus	Valtra-kumppanuus	”Joustavasti eri konealustoille”	”Fiksut välineet kovaan käyttöön”	--
Asiakaslupaus	Tuotteiden, ohjausjärjestelmien ja toimintatapojen integroinnilla ainutlaatuista lisäarvoa asiakkaille ja yhteistyökumppaneille.	Eri konealustoille integroitujen ja laajasti eri olosuhteisiin soveltuvien laitteiden avulla tuottavuutta mekaaniseen puunkorjuuseen.	Vaatiivin olosuhteisiin soveltuvilla älykkäillä, kestävillä ja tehokkailla nostureilla tuottavuutta koko ajoneuvo-investoinnin elinkaarelle.	Helppoutta, turvallisuutta ja huolettomuutta tuotteen hankinnan, käytön, ylläpidon, huollon ja jälkimarkkinoiden tukipalveluilla.
Markkinapositioni ja kasvu	Suurin traktoreiden metsävarusteiden high end -segmentissä. Laajentuu Valtran kanavistossa ja avainasiakassegmenteissä.	Suurin konemerkkiriippumaton toimija. Kasvaa Venäjällä, plantaaseilla, mekanisointia käynnistävissä maissa ja kaivinkonesovelluksissa.	Puutavara-autonostureiden kolmanneksi suurin. Kasvaa Pohjois-Euroopassa, CIS-maissa sekä kierrätys- ja erikoissovelluksissa.	Kasvaa toimitetun konekannan kasvun myötä sekä palvelutuotevalikoimaa ja -kanavia laajentamalla.

Keslan strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Keslan taloudelliset tavoitteet arvioidaan suhdannekierron yli eikä niitä voi pitää minkään vuoden markkinaohjeistuksena. Ne ovat seuraavat:

- Liikevaihdon kasvu markkinoiden keskimääräistä kasvua nopeammin;
- Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) >15 %;
- Omavaraisuusaste >40 % ja nettovelkaantumisaste <50 %
- Osinkosuhde n. 40 %

Tavoitteiden toteutumisen arviointia vaikeuttaa se, että 1) itse markkinaa, jota vastaan Keslan kasvuvauhtia tulisi verrata ei ole kovinkaan tarkasti määritelty ja 2) suhdanne on ulkoisista syistä ollut viime aikoina epäsuotuisa.

Etenkin sijoitetun pääoman 15 %:n tuottotavoite (ROI) on vaativa, sillä vuosina 2017-2021 ROI oli 3-10 %. Toisaalta Kesla on tehnyt viime vuosina paljon rakenteensa ja strategiansa selkeyttämiseksi sekä operatiivisen toimintansa tehostamiseksi (mm. konepajajärjestelmien myynti, partneroituminen, varastonhallinnan parantaminen) ja lisää on luvassa NOSTE-hankkeen myötä.

Omavaraisuusaste- ja nettovelkaantumis-tavoitteet ovat keskipitkällä aikavälillä uskottavia. Nettovelkaantumisaste on parantunut mukavasti (Q4'21: 60 %) kahden vuoden takaisesta (Q4'19: 89 %).

Strategian arviointi

Keslan strategian julkistaminen vuonna 2019 oli monelta osin jo omaksuttujen tavoitteiden ja toimintatapojen julkilausuma. Jo aiempina vuosina yhtiö oli fokusoitunut divestointien myötä ja on myös viime vuosina aktiivisesti partneroitunut sekä teollisten että jakelukumppanien kanssa. Tämä on merkinnyt vahvaa tukea tuotekehitykselle ja myynnille sekä samalla maantieteellisen läsnäolon laajentumista.

Strategian kulmakivistä sekä fokusoituminen että partneroituminen ovat mielestämme hyvin perusteltuja. Fokusoitumisella Kesla varmistaa rajallisten resurssien tehokkaan käytön. Partneroitumisella yhtiö taas tavoittaa laajan asiakaskentän ja saavuttaa läsnäolon ja jakeluvoiman markkinoilla, joille levittäytymiseen sen omat voimavarat eivät riittäisi. Samalla Kesla pystyy hyödyntämään leveältä rintamalta kerättyä asiakaspalautetta omassa tuotekehityksessään ja pitämään omat kiinteät kustannuksensa kurissa.

Käyttäjäkokemuksen arvioinnista kilpailuetuna on vielä melko vähän näyttöä. Pidämme kuitenkin positiivisena merkinä sitä, että Keslan tuotteiden ostajien ensivaikutelman perusteella ilmoittama suositusalttius (NPS) nousi viime vuonna 62 %:iin vuoden 2020 43 %:sta. NOSTE-hankkeen vaikutuksesta ei vielä ole ehtinyt kertyä näyttöjä juuri lainkaan, mutta käsityksemme hankkeen potentiaalista on positiivinen.

Strategian kulmakivet



- Fokusoituminen ydinosaan



- Käyttäjäkokemuksesta kilpailuetu



- Partneroituminen



- Maantieteellinen laajentuminen



- Kasvu palveluissa



- Operatiivinen tehostaminen



Puunkorjuukoneiden markkinat 1/2

Teollisen raakapuun maailmanmarkkinat 2,0 miljardia kuutiota

Puunkorjuukoneiden globaalien markkinoiden kokoon vaikuttavat etenkin teollisen raakapuun hakkuuvolyymit, jotka ovat noin 2,0 miljardia m³ vuodessa, sekä hakkuiden koneellistumisaste. Teollisen raakapuun (kuitupuu, tukkipuu) suurimmat loppukäyttämärkinat ovat rakentaminen (sahatavara), pakkaus-, huonekalu-, sisustus- ja muu puutuoteollisuus sekä sellu- ja massateollisuus. Toimiala on globaalisti kypsä ja tiettyjen lopputuotteiden (mm. kartonki ja muut pakkausmateriaalit) kysynnän kasvu osin neutraloituu eräiden muiden tuotteiden kuten paperin kysynnän vähittäisellä laskulla.

Globaalit hakkuuvolyymit ovat vuosina 2011-2020 kasvaneet keskimäärin vain 1,4 % vuosittain. Nopeinta kasvu on ollut Venäjällä (2,3 %), Euroopassa (1,8 %) ja Latinalaisessa Amerikassa (1,6 %) kun taas kasvu on ollut hidasta Pohjois-Amerikassa (0,5 %). Uskomme globaalien hakkuuvolyymien kasvun säilyvän jatkossakin reilussa 1 %:ssa vuosittain kasvun ollessa nopeinta Latinalaisessa Amerikassa ja kohtuullisen ripeää myös Aasiassa.

Hakkuiden koneellistuminen etenee 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 ajokoneen yhdistelmällä on merkinnyt erittäin huomattavaa hakkuiden

tehostumista sekä korjuun laadun ja turvallisuuden paranemista verrattuna perinteiseen moottorisaha ja hevonen/maataloustraktori -yhdistelmään. Suomessa puunkorjuun koneellistuminen eteni nopeasti vuoden 1985 noin 20 %:sta vuoden 2005 lähes 100 %:iin. Globaalisti koneellistumisaste kohoaa tasaisesti ja on eri arvioiden mukaan noussut volyymipainotettuna lähes 60 %:iin. Koska koneistumisen hyödyt ovat ilmiselvät, odotamme sen jatkuvan suunnilleen entistä tahtia (globaalin koneistumisasteen nousu noin 1 %-yksikön vuosivauhtia) tai hieman hidastuvana. Yksikköhinnaltaan kalliimpien koneiden (kuten harvesterit) osalta koneellistumisen etenemistä hidastavat rajalliset taloudelliset edellytykset investointien tekemiseen alueilla, joilla koneellistumisaste on edelleen alhainen (esimerkiksi Aasia). Tämä seikka kuitenkin koskee vain osaa Keslan monipuolisesta tuotevalikoimasta ja Keslan tavoitteena onkin omilla tuotteillaan toimia näillä markkinoilla ensiaskelena koneelliseen puunkorjuuseen.

Tavaralajimenetelmän markkinaosuuden nousu kenties pysähtynyt

Hakkuumäärien ja koneellistumisen kasvun ohella kolmas keskeinen ajuri Keslan tuotteille on tavaralajimenetelmän (cut-to-length, CTL) osuuden kehitys metsäkoneiden markkinoilla, sillä Kesla toimittaa harvesterikouria ja nostureita vain tavaralajimenetelmän koneisiin. Koneellisessa puunkorjuussa tavaralajimenetelmä kasvatti suosiotaan 1990-luvun alun noin 20 %:sta 2010-luvun lopun noin 50 %:iin. Arviot vaihtelevat 40-55 %:n välillä riippuen mm. siitä, mitataanko

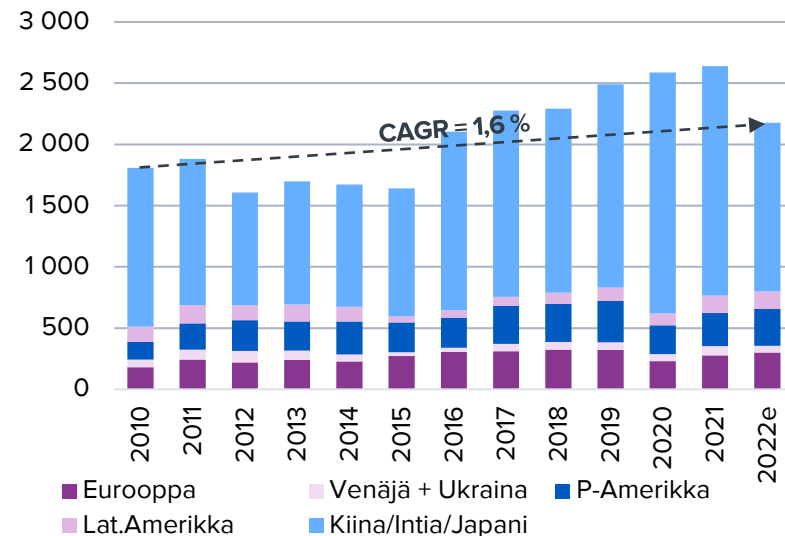
menetelmällä hakatun puun volyymejä vai vuosittain myytäviä konemääriä. Keslan eri lähteistä saamien indikaatioiden perusteella näyttäisi kuitenkin siltä, että tavaralajimenetelmän markkinaosuuden nousu on viime vuosina voimakkaasti hidastunut. Tällä perusteella yksi Keslan aiemmista kasvuajureista olisi poistumassa. Toisaalta Keslan liiketoiminta-alueista vain Puunkorjuulaitteet-segmentin tuotteita (25-30 % konsernin liikevaihdosta) asennetaan nimenomaan tavaralajimenetelmän metsäkoneisiin.

Painopiste Euroopassa, kasvupotentiaali Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa

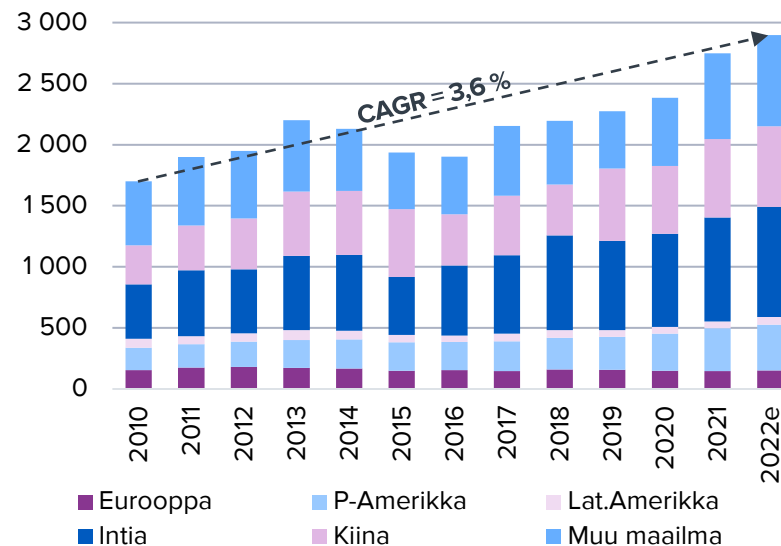
Maantieteellisesti Keslan kohdemarkkinaa pitää tarkastella tuoteryhmittäin, mutta ainakin toistaiseksi se on Eurooppa-keskeinen, painopisteen ollessa Keski- ja Pohjois-Euroopassa. Esimerkiksi tavaralajimenetelmän metsäkoneissa Euroopan ja Venäjän markkina vastasi ennen Ukrainan sotaa 75-80 %:sta kokonaisuutta. Hakkurimarkkina keskittyy isoihin metsäteollisuus-maihin ja traktorin metsävarusteet ovat valtaosin pohjoiseurooppalainen markkina. Kierrätys-nostureita taas käytetään eniten kehittyneissä länsimaissa (Eurooppa, Pohjois-Amerikka). Monille Keslan tuotteista Latinalainen Amerikka sekä Kaakkois-Aasia ovat hyvin potentiaalisia, mutta vielä melko pienimerkityksisiä alueita. Kesla kuitenkin panostaa molempiin ja on solminut niissä yhteistyösopimuksia. Keslan teknologia tarjoaa monilla markkinoilla ensi askeleen

Alustakoneiden markkinat

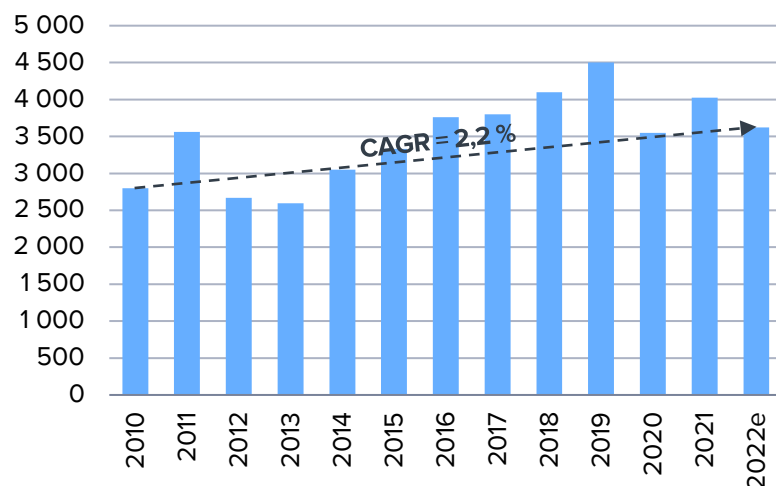
Raskaiden kuorma-autojen päämarkkinat, 1000 kpl



Maataloustraktoreiden päämarkkinat, 1000 kpl



Tavaralajimenetelmän metsäkonemarkkinat, kpl



Lähde: Volvo Trucks, AGCO, Ponsse, Inderesin arviot

Puunkorjuukoneiden markkinat 2/2

mekaaniseen puunkorjuuseen ja sen tuotteiden käytön ja huollon opettelu on monille traktorin- tai kaivinkoneenkuljettajille helpompaa kuin harvesterin käytön ja hallinnan oppiminen.

Keslan kohdemarkkina arviolta 0,8 mrd euroa

Keslan kohdemarkkinan koon arviointi on hankalaa, mutta on suuruusluokkatasolla arvioitavissa perustuen Keslan käsitykseen vuosittain myytävien koneiden ja laitteiden kappalemäärästä eri segmenteissä sekä osin muihin lähteisiin kuten Hiabin arvioihin. Keskeiset lukuarvot on esitetty seuraavan sivun taulukossa.

Pelkästään eri tuoteryhmissä globaalisti myytävien tuotteiden lukumäärän arvioiminen tarkasti on hyvin vaikeaa, puhumattakaan myytyjen tuotteiden keskihinnosta. Taulukon tietoihin tulee suhtautua vain hyvin karkeana arviona Keslan kohdemarkkinan koosta. Termi OEM viittaa niihin metsäkonevalmistajiin (esim. Ponsse) jotka valmistavat itse koneidensa harvesterikourat sekä nosturit. Ns. vapaan markkinan osuus metsäkoneiden harvesterikourista ja nostureista on tuotteesta riippuen 30 %:n (nosturit) ja 60 %:n (harvesterikourat) välillä.

Kysyntä on syklistä, mutta markkinat voivat tasata toisiaan

Keslan tuotteiden keskeisten alustakoneiden (metsäkoneet, traktorit, kuorma-autot, kaivinkoneet) kysyntä on investointitavaroille luontaisesti syklistä. Rankimmin tämä tuntui vuonna 2009, jolloin globaali kuorma-automarkkina laski 27 % ja tavaralajimenetelmän

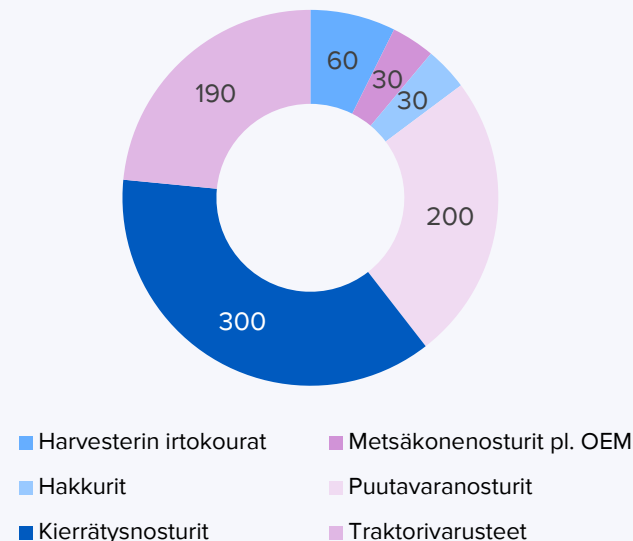
metsäkoneiden markkina peräti 65 %. Sen jälkeen markkina on etenkin länsimaissa käyttäytynyt rauhallisemmin ja esim. vuosina 2012-2013 globaalit traktorimarkkinat ja CTL-metsäkone-markkinat kulkivat vastakkaisiin suuntiin. Vielä käynnissä olevan koronapandemian sekä Ukrainan sodan vaikutukset ovat tietenkin negatiivisia kaikkialla.

Kohdemarkkinan kasvu yli syklin n. 3 % vuodessa

Keslan eri kohdemarkkinoiden kasvunopeus vain harvoin ylittää bkt:n kasvuvauhdin, etenkin kehittyneillä markkinoilla. Näillä markkinoilla puunkorjuu on pitkälle koneistunutta ja myös mm. paperin, kartongin, lasin, muovin ja metallin kierrätys on edistynyt. Markkinalla käytettävien koneiden ja laitteiden kysyntä kasvaa yleensä alle 5 %:n tahtia.

Seuraavan sivun taulukossa on arviomme Keslan eri tuotealueiden tyypilliseksi kasvuvauhdiksi yli suhdanteen. Puunkorjuulaitteiden sekä kierrätysnostureiden 4-5 %:n v/v keskimääräisessä kasvunopeudessa on huomioitu ao. markkinoiden nopeampi kasvu kehittyvillä markkinoilla. Kohdemarkkinoiden koolla painotettu kasvuvauhti on reilu 3 % v/v. Koronapandemian vuoksi markkina supistui arviolta 4 % v/v. 2020-21 ja tämän sekä Ukrainan sodan vuoksi ennakoimme markkinan kutistuvan 3 % vielä v. 2022. Ennustamme, että tämän jälkeen Keslan koko kohdemarkkinan kasvu kiihtyy väliaikaisesti 8-10 %:iin vuonna 2023 ennen palaamista normaalikasvuun.

Keslan kohdemarkkinat 2021, MEUR



Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Keslan kohdemarkkinat 2021

Tuotealue	Harvesterin irtokourat	Metsäkone-nosturit	Hakkurit	Puutavara-nosturit	Kierrätys-nosturit	Traktori-varusteet
Keslan segmentti	Puunkorjuu-laitteet	Puunkorjuu-laitteet	Auto- ja teollisuusnosturit	Auto- ja teollisuusnosturit	Auto- ja teollisuusnosturit	Traktori-varusteet
Markkina, kpl	1300	1100	300	4000	3750	7500
Keskihinta, 1000 EUR	45	25-30	100	50	80	25
Markkina, MEUR	60	30	30	200	300	190
Kasvuvauhti (v/v) yli syklin, arvio	4-5 %	4 %	2 %	2 %	5 %	2 %

Kohdemarkkina yhteensä

800+ MEUR

> 3 % kasvuvauhti p.a.

Kilpailutilanne 1/2

Markkina on fragmentoitunut

Keslan kohdemarkkinoilla kilpailu on hyvin fragmentoitunutta ja yhtiön kilpailuasemaa tuleekin tarkastella tuoteryhmittäin. Kukaan Keslan kilpailijayhtiöistä ei ole läsnä useammalla kuin kolmella Keslan kuudesta päätuotealueesta. Markkinan pirstaloituneisuutta kuvastaa se, että Keslan mukaan pelkästään EU:n alueella on yli 50 eri valmistajaa, jotka toimittavat traktoreihin asennettavia kuormaimia.

Keslan koko tuotesortimenttia sekä kilpailulle vapaata markkinaa ajatellen kilpailukentässä erottuu kaksi globaalia yhtiötä eli Cargotec-konserniin kuuluva Hiab (2021 liikevaihto 1251 MEUR) sekä itävaltalainen Palfinger (vertailukelpoinen vuoden 2021 liikevaihto arviolta 1600 MEUR). Osa muista kilpailijoista ei ole vielä julkistanut vuoden 2021 lukujaan, mutta tyypillisesti kilpailijoiden liikevaihto on 5-50 MEUR:n luokassa eli ne ovat Keslan kanssa samaa kokoluokkaa tai sitä pienempiä.

Keslalla pääosin vahva markkina-asema

Oheisessa taulukossa on lueteltu Keslan pääkilpailijat eri tuotesegmenteissä ja arvioimamme Keslan markkina-asemaa kuvaava sijaluku. Koko noin 800 MEUR:n suuruisella kohde-markkinalla Keslan markkinaosuus on noin 5 % ja kierrätysnostureiden markkina poisluettuna noin 7 %. Näin laskettu Keslan markkinaosuus on ollut hyvin stabiili. Vastaavalla tuotetarjonnalla toimivien kilpailijoiden puuttuessa näille luvuille ei kuitenkaan ole mielekäästä tulkintaa.

Kilpailijoiden liikevaihtotietojen perusteella arvioimme Keslan aseman suhteellisesti vahvimaksi harvesterikourien ja metsäkone-nostureiden vapaalla markkinalla, joissa arvioimme sen markkinaosuudeksi 11-13 %. Hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranoistureissa arvioimme Keslan markkinaosuudeksi tuoterhymästä riippuen 5-10 %. Tälläkin markkina- osuudella Kesla on johtavien yritysten joukossa markkinan pirstaloituneisuudesta johtuen.

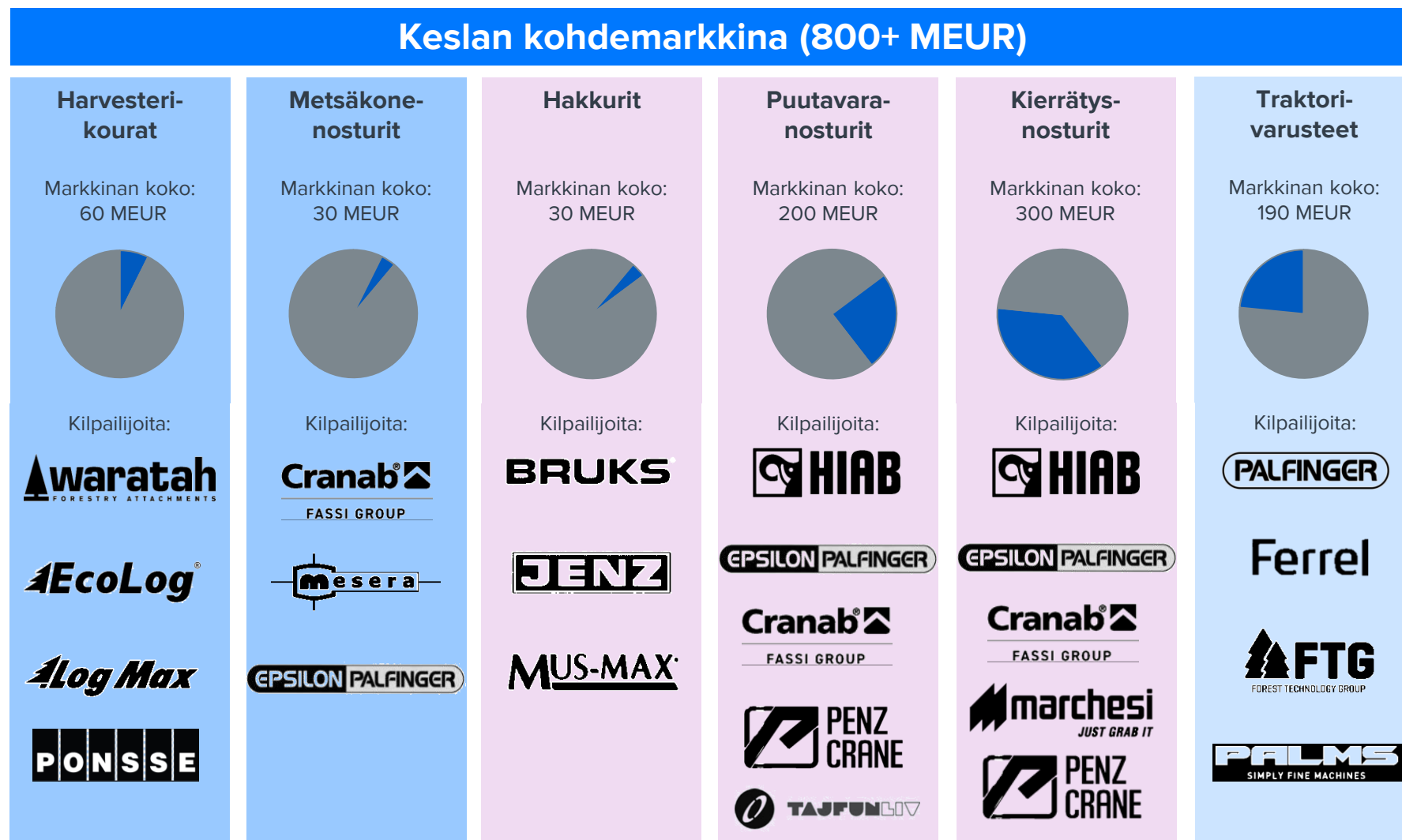
- **Harvesterikourien** koko markkinalla kaikki Keslaa suuremmat valmistajat ovat sidoksissa metsäkonevalmistajiin. Ponsse myy jonkin verran omia kouria, John Deere omistaa Waratahin ja Komatsu ruotsalaisen Log Maxin.
- **Hakkureiden ja traktorivarusteiden** markkinat ovat Keslan markkinoista kaikkein pirstaleisimmat. Hakkureissa kyse on markkinan rajaamisesta laitteen koon ja käyttötarkoituksen mukaan.
- **Puutavaranoistureissa** markkina on keskittyneempi. Palfingerin (Epsilon) ja Hiabin yhteenlaskettu markkinaosuus on arviolta 80 %:n luokkaa.
- **Kierrätysnostureiden** markkinalla Kesla on pieni tekijä ja sen markkinaosuus on arvioimme mukaan alle 1 %. Keslan jakeluyhteistyö ranskalaisen Dalby-TechMatin kanssa on kuitenkin jälleen tiivistymässä ja avaa hyviä kasvumahdollisuuksia 2022-2023:lle.



Keslan kilpailijat

Tuotealue	Pääkilpailijat	Keslan asema
Harvesterikourat	Ponsse Kone-Ketonen Komatsu (Log Max) Eco Log Deere (Waratah)	#3...#4
Metsäkone-nosturit pl. OEM	Cranab Mesera Palfinger	#2...#3
Hakkurit	Bruks Jenz Musmax	#5...#10
Puutavara-nosturit	Fassi/Cranab Hiab Tajfun-LIV Palfinger Penz	#3...#5
Kierrätys-nosturit	Hiab Fassi/Cranab Marchesi Palfinger Penz	---
Traktori-varusteet	Farma Ferrel FTG Cranes Kronos Palmse Steindl-Palfinger BMF	#3...#5

Keslan kilpailijakenttä on hajanainen



Lähde: Kesla, Hiab, Inderesin arviot

Kilpailutilanne 2/2

Hintakilpailun kiristymisen uhka rajallinen

Keslan kilpailijoiden keskimääräinen kannattavuus ei oleellisesti poikkea Keslan omasta. Mediaanitasolla yhtiön kilpailijoiden liikevoittomarginaali vuosina 2017-2020 oli 3,9 % kun Keslan vastaava (oikaistu) luku oli 3,4 %. Tällä perusteella vain harvoilla kilpailijoilla on resursseja ryhtyä selvästi nykyistä aggressiivisempaan hinnoitteluun isompien markkinaosuuksien toivossa.

Keslan vahvuudet kilpailussa

Seuraavat seikat ovat mielestämme Keslan kilpailullisia vahvuuksia:

- **Vahva toimialaosaaminen.** Keslan osaaminen kattaa puunkorjuun koko tuotantoketjun, jolloin sillä on paremmat edellytykset aitoon kumppanuuteen asiakkaan kanssa ja myös asiakassuhteen vahvistamiseen tämän laajentaessa omaa arvoketjuaan.
- **Tuotevalikoiman kattavuus yhdistettynä fokukseen.** Vaikka Keslan tuotetarjonta kattaa puunkorjuun kaikki keskeiset vaiheet, on tuotetarjonta yksittäisissä segmenteissä fokuksitunut. Keslan tuotetarjonta räätälöidään segmenttien sisältä valittuihin alasegmentteihin.
- **Etumatka tuoteominaisuuksissa.** Keslan mukaan sen ohjausjärjestelmäintegraatio laiteyhdistelmissä (hakkuri + nosturi, vaunu + kuormain + traktori) on edellä kilpailijoita. Keslan alustakoneriippumattomuus puunkorjuulaitteissa (harvesterikourat ja

nosturit) taas laajentaa selvästi asiakaskuntaa moniin kilpailijoihin verrattuna.

- **Maine kestävien, kovaan käyttöön tarkoitettujen laitteiden toimittajana.** Esimerkiksi puutavaranoistureissa kilpailija Palfinger profiloituu Keski-Euroopan tarpeisiin parhaiten soveltuvien kevyiden nostureiden valmistajana kun taas Kesla fokuksituu kestäviin, nopeisiin ja suorituskykyisiin puutavaranoistureihin. Kestävyysmaine tukee Keslan tuotteiden kysyntää myös hyvän jälleenmyyntiarvon muodossa.
- **Vahvat asiakasreferenssit ja jakelukumppanit.** Teollisissa asiakkaissa tärkeimmät referenssit ovat Sumitomo Construction Machinery (liikevaihto 2,0 mrd euroa vuonna 2020), jolle Kesla toimittaa harvesteripäitä kaivinkoneisiin sekä AGCO:n omistama Valtra (5-6 %:n osuus Euroopan traktorimarkkinoista), jolle Kesla toimittaa metsävarusteita. Keslan mukaan suhteet mainittuihin päämiehiin eivät ole perinteisiä alihankkijasuhteita, vaan yhdessä kehittämistä. Jakelussa Keslan vahvimmat kumppanit ovat Suomen traktorimarkkinoiden selvä johtaja Valtra/AGCO sekä 19000 ruotsalaisen maanviljelijän omistama Lantmännen, joka on Pohjoismaiden johtava toimija maatalouskoneissa. Keslan 47 maata ja 120 yhtiötä käsittävä jakeluverkosto on yhtiön kokoluokassa selvä kilpailuetu.

Kilpailuaseman haasteet

Arvioimme seuraavien seikkojen olevan Keslan merkittävimpiä haasteita kilpailutilanteessa:

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

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdossa hyvä pitkän aikavälin kasvutarina

Keslan toimiala on perusluonteeltaan syklinen, mutta siitä huolimatta yhtiön vertailukelpoinen historiallinen kasvu yli syklien on ollut varsin hyvää. Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu vuosina 2013-2021 oli 3,8 %. Koronapandemia hidasti kasvua selvästi, sillä vuosien 2013-2019 keskimääräinen vuosikasvu oli 5,5 %. Kasvu on ollut käytännössä kokonaan orgaanista ja tapahtunut pääasiassa jakeluverkoston laajentamisen kautta. Viimeisten 9 vuoden aikana vertailukelpoinen liikevaihto on laskenut kahtena vuotena (2015 ja 2020). Vuoden 2015 lasku (-13 %) johtui Krimin kriisiä (2014) seuranneesta Venäjän markkinan pudotuksesta ja vuoden 2020 notkahdus (-16 %) koronapandemiasta.

Matalahko kannattavuustaso ja voimakas tulosheilahtelu

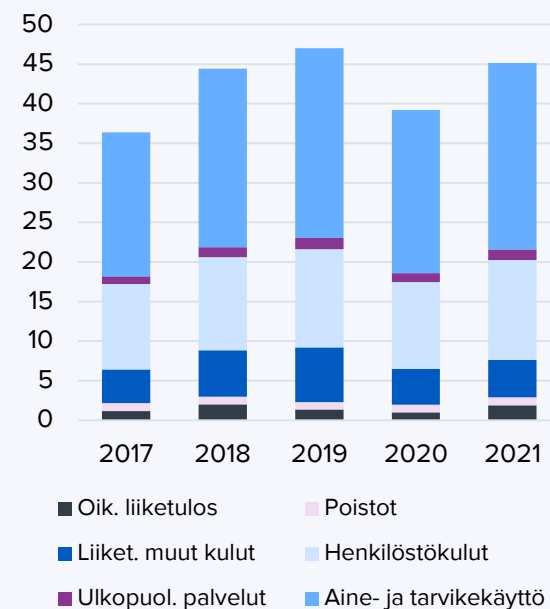
Keslan nykyiselle liiketoiminnalle on ollut luonteenomaista konepajaliiketoiminnaksikin varsin matala liikevoittomarginaali. Vuosien 2014-2021 oikaistun liikevoittomarginaalin mediaani on 3,3 %. Lisäksi saman ajanjakson kertaeristä puhdistettu liikevoitto on heilahtellut melko voimakkaasti (variaatiokerroin 99 %, kun se pienemmillä kotimaisilla listatuilla konepajoilla on pääsääntöisesti 30-50 %).

Kulurakenne lyhyellä tähtäimellä melko jäykkä

Kuten aiemmin on todettu, Keslan kulurakenne on melko jäykkä. Jos operatiivisista kuluista kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, tuotannon muut

muuttuvat kulut sekä myynti- ja mainoskulut tulkitaan lyhyellä aikavälillä kiinteiksi, on Keslan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista korkeahko eli 36-38 %. Tämä yhdessä rakenteellisesti varsin alhaisen kannattavuustason kanssa merkitsee yhtiön liike tuloksen painumista herkästi tappiolliseksi liikevaihdon laskiessa selvästi. Esimerkki tästä saatiin vuonna 2015, jolloin liikevaihdon lasku edellisestä vuodesta 11 %:lla johti raportoidun liikevoittomarginaalin laskuun oikaistusta 1,5 %:sta -3,1 %:iin. Em. vuonna Kesla kykeni sopeuttamaan henkilöstökulujaan suunnilleen liikevaihdon tahdissa (-9 %), mutta liiketoiminnan muut kulut alenivat selvästi vähemmän (-5 %).

Emoyhtiön liikevaihdon jako kuluihin 2017-2021, MEUR



Taloudellinen tilanne 2/2

Iso nettokäyttöpääoman rahoitustarve

Vuosina 2013-2021 Keslan yhteenlaskettu operatiivinen rahavirta on ollut 19,2 MEUR positiivinen ja rahavirta on ollut negatiivinen vain yhtenä vuonna (-0,02 MEUR vuonna 2014). Keslan liiketoimintamallista ja pitkästä omasta arvoketjusta (huom. oma komponenttivalmistus) johtuen nettokäyttöpääoman ja etenkin varaston rahoitustarve on kuitenkin melko suuri. Viime vuosina Keslan nettokäyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on laskenut vuosien 2015-2019 35 %:n mediaanitasosta vuoden 2020 32 %:iin ja edelleen vuoden 2021 29 %:iin. Luku on liiketoimintamallista johtuen selvästi suurempi kuin kotimaisilla listatuilla konepajayhtiöillä keskimäärin (tyypillisesti 10-20 %). Kesla on kuitenkin onnistunut lyhentämään saatavien ja pidentämään ostovelkojen kiertoaikoja, joten iso nettokäyttöpääoma ei ole erityisesti rasittanut Keslan rahavirtaa.

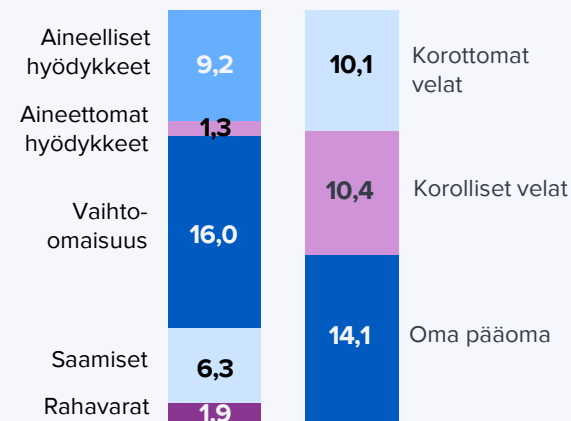
Tase kunnossa, mutta parantamisen varaa on edelleen

Keslan taseessa ei mielestämme ole erityisiä riskierä. Aineettomien hyödykkeiden määrä on pieni (1,1 MEUR) ja tästä puolet on aktivoituja tuotekehityskuluja. Vuoden 2021 lopun 41 %:n omavaraisuusaste on konsernin taloudellisten tavoitteiden (>40 %) mukainen eikä nettovelkaantumistavoitekaan (50 %) ole enää erityisen kaukana (31.12.2021 toteuma 60 %).

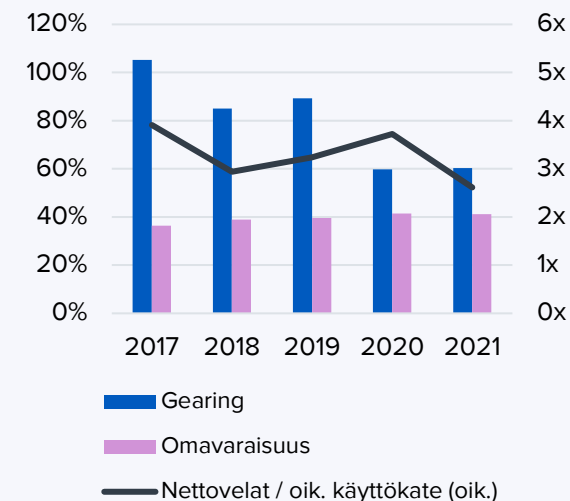
Velanhoitokyvyn mittaamisessa tärkeä nettovelat / oikaistu käyttökate -tunnusluku on parantunut vuoden 2020 lopun 3,7x:stä vuoden 2021 lopun

2,6x:een. Kokonaisuutena taseen tunnusluvut ovat mielestämme kunnossa, mutta toisaalta Keslan lisävelanottopotentiaali on edelleen varsin vaatimaton. Vuoden 2021 luvuilla vain vajaan 1,5 MEUR:n lisävelka nostaisi nettovelat/käyttökate-luvun jälleen yli 3x:n, mitä luottoluokituksessa yleisesti pidetään riskirajana.

Taserakenne 31.12.2021, MEUR



Velkamittarit 2017-2021



Ennusteet 1/4

Liikevaihdon ennustemalli on selväpiirteinen

Liikevaihto- ja kannattavuusennusteidemme keskeiset komponentit ja taustaoletukset ovat seuraavat:

- Liikevaihto** seuraa pitkällä tähtäimellä allaolevan markkinan muutoksia eli emme odota muutoksia Keslan markkinaosuuteen (harvesterikourien ja metsäkonenostureiden vapaalla markkinalla 11-13 %, hakkureissa, traktorivarusteissa ja puutavaranoistureissa tuoteryhmästä riippuen 5-10 %).
- Venäjän ja Valko-Venäjän markkinoiden oletetaan pysyvän sulkeutuneina. Koska Venäjältä Eurooppaan tuotu puu on korvattava muualla tapahtuvilla hakkuilla, uskomme etenkin Pohjoismaiden, Baltian ja Keski-Euroopan puunkorjuulaitteiden markkinoiden hyvään kasvuun. Kaikkiaan odotamme Venäjän ja Valko-Venäjän ulkopuolisen liikevaihdon kasvavan lähivuosina nopeasti (keskimäärin 12 % p.a. 2022-2023 ja 8 % p.a. 2022-2025).
- Liikevaihtomix** ei muutu. Kulutus- ja varaosien liikevaihto-osuus säilyy 17-18 %:ssa.

Liiketuloksen ennustemallissa korostuu NOSTE-hankkeen rooli

Keslassa käynnissä olevan NOSTE-automaatio-investoinnin vaikutukset pois lukien pidämme yhtiön kulurakennetta melko stabiilina:

- Aine- ja tarvikekäytön** osalta tämä edellyttää, että materiaali hinnat normalisoituvat vuoden 2022 jälkeen ja/tai Kesla pystyy

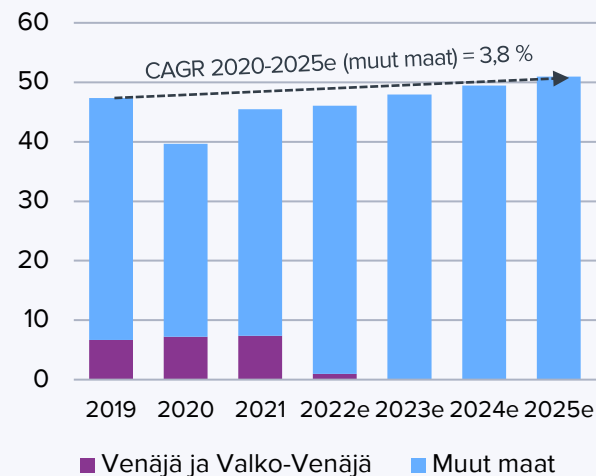
kompensoimaan materiaalien hinnannousun omia hinnankorotuksillaan.

- Keslan voimakas operatiivinen vipu (s. 27) merkitsee, että sekä **henkilöstökulujen** että **liiketoiminnan muiden kulujen** osuus liikevaihdosta alenee liikevaihdon kasvaessa. Keslan henkilöstöstä yli 30 % on toimihenkilöitä, joiden määrä ei kasva liikevaihdon suhteessa. Muissa liiketoiminnan kuluissa on taas paljon luonteeltaan kiinteitä kulueriä, suurimpina näistä konttori- ja hallintokulut sekä osa käyttö- ja ylläpitokuluista.

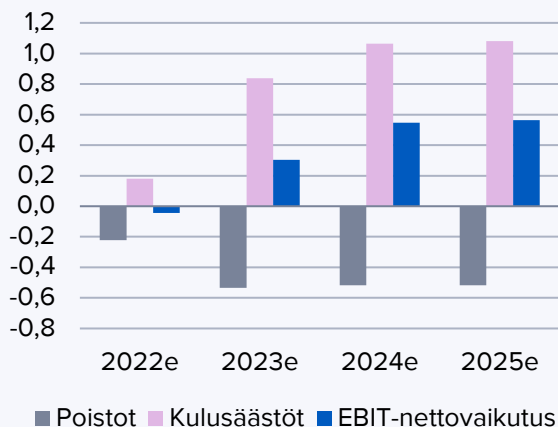
Aiemmin sivulla 9 käsitellyllä NOSTE-hankeella tulee onnistuneesti toteutettuna olemaan merkittävä positiivinen vaikutus Keslan kannattavuuteen. Hankkeen keskeiset parametrit ja oletukset ovat seuraavat:

- Merkittävimmät säästöt (noin 70 % kaikista) syntyvät hitsauksessa, jossa automatisointi kasvattaa kapasiteetin noin kolminkertaiseksi;
- Loput 30 % säästöistä syntyvät alihankinnan, hukkatyön ja hylkyjen vähenemisestä kun plasmaleikkauksesta siirrytään laserleikkaukseen.
- Bruttona säästöt ovat 1,0-1,1 MEUR vuodessa 2024:stä eteenpäin. Määrä on luonnollisesti volyymiriippuvainen. Olemme jakaneet säästöt tuloslaskelman eri kuluerille siten, että 25 % kohdistuu aine- ja tarvikekäyttöön, 65 % henkilöstökuluihin ja loput 10 % liiketoiminnan muihin kuluihin.

Liikevaihto maantieteellisesti, MEUR



NOSTE-hankkeen tulosvaikutus 2022e-2025e, MEUR



Lähde: Kesla, Inderesin arviot

Ennusteet 2/4

- Säästöt kertyvät vaiheittain ja run-ratena niiden kertymistahdiksi arvioidaan 35 % v. 2022 (elokuusta alkaen); 80 % v. 2023 ja 100 % v. 2024.
- Investoinnin seurauksena myös poistot kasvavat 0,5 MEUR:lla vuodessa eli varsinaisesti tulospaannukseksi tulee 0,3-0,6 MEUR vuodessa 2023:sta eteenpäin. Tämä merkitsee 16-27 %:n paannusta liiketulokseen vuosina 2023-2025

Muut ennusteparametrit

- Vuosina 2023-2025 operatiivinen vipu eli liiketuloksen suhteellinen kasvu /liikevaihdon suhteellinen kasvu on 2,5x-3,0x, mikä on linjassa yhtiön historiallisen toteuman kanssa.
- Vuosien 2021-2022 isojen investointien (2,7-3,0 MEUR) jälkeen investoinnit ovat vuosina 2023-2025 noin 1,3-1,7 MEUR eli poistoja (2,1 MEUR) pienemmät. On huomattava, että ennusteessamme Keslan saama ELY-avustus pienentää vielä vuosien 2022 -2023 nettoinvestointeja yhteensä noin 1,1 MEUR:lla.
- Keslan lainoistaan maksama keskikorko on vuonna 2022 noin 1,6 % ennen kääntymistään hitaaseen nousuun yleisen korkotason myötä.
- Veroaste säilyy ennustejakson 20 %:ssa.

Vuoden 2022 ennuste

Q1'22 sujui liikevaihdon ja tuloksen osalta melko heikosti Venäjä-liiketoiminnan äkkipysähdyksen vuoksi. Numeroissa näkyivät tuotantosunnitelmiin uusimisen ja tästä johtuvan alihankintojen

uudelleenjärjestelyn vaikutukset samoin kuin joihinkin ostomateriaaleihin liittyvät saatavuushäiriöt. Myönteistä oli, että Kesla onnistui omilla hinnankorotuksilla (n. +5 %...+12 %) pitämään tuotekaupan myyntikatteet varsin stabiileina. Alihankintasuunnitelma alkaa nyt olla kunnossa ja Venäjän-toimituksista vapautuneet tuotantoajankohdat on allokoitu uudelleen, joten toukokuusta eteenpäin tuotannon pitäisi jo olla varsin normaalia. Toimitusketjussa on edelleen jonkin verran pullonkauloja, mutta näin olisi käynyt myös ilman Venäjä-ongelmiakin.

Kesla ennakoii koko vuodelle 2022 vuoden 2021 tasoista liikevaihtoa ja heikkenevää liikeyvoittoa v/v. Liikevaihto-odotuksemme (+1 % v/v) on linjassa ohjeistuksen kanssa. Konsernin tilauskanta oli Venäjän ja Valko-Venäjän peruuttamisesta huolimatta 134 % korkeammalla kuin vuotta aiemmin, mikä antaa toiminnalle hyvän pohjan. Lisämahdollisuuksia syntyy jo tänä vuonna Venäjän ja Valko-Venäjän ulkopuolisten puunkorjuulaitemarkkinoiden kasvusta.

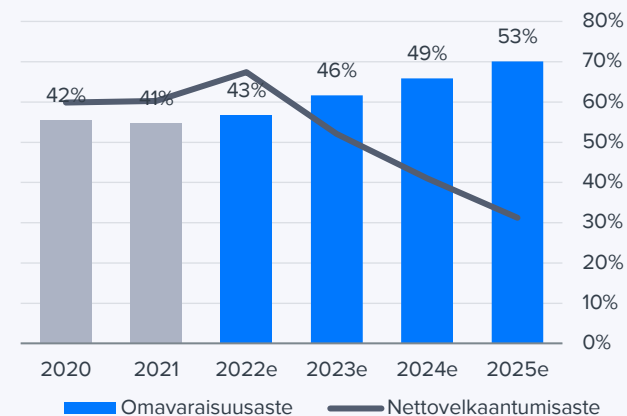
Kannattavuuden osalta riskejä ovat edelleen ostokomponenttien hintainflaatio ja saatavuushäiriöt sekä Ukrainan sodan eskalaatio, mutta Kesla on ryhtynyt kontrolloimaan hintariskiä omilla kuukausittaisilla hinnantarkistuksilla. Ennusteemme 2022:n oikaistuksi EBIT-marginaaliksi on 3,0 % (2021 tot. 4,2 %). NOSTE-hanke ei vielä juuri vaikuta vuoden 2022 tulosennusteisiimme.

Vuoden 2022 nettorahoituskulut (-0,19 MEUR) ja konserniveroaste (20 %) ovat tavanomaisia.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 3/4

Vuosien 2023-2025 ennusteet

Tuore PTT:n ennuste odottaa kotimaan metsäteollisuuden puunkäytön kasvavan 7 % v/v ja markkinahakkuiden 3 % v/v vuonna 2023. Vaikka kotimaa vastaakin vain 35 %:sta Keslan liikevaihtoa, uskomme samojen ajureiden ajavan ainakin eurooppalaista ja osin myös globaalia kysyntää. EU-alueella Venäjältä ja Valko-Venäjältä päättyvä puuntuonti tulee korvata ja keinoja ovat 1) EU-maiden omien puunkorjuumäärien kasvu; 2) tuonnin lisääntyminen muista maista ja 3) viennin vähentyminen EU:n ulkopuolelle. Todennäköisesti kaikkia näitä ilmiöitä tullaan näkemään. Uskomme Keslan hyötyvän uudesta tilanteesta ja kykenevän osittain korvaamaan menetettyä Venäjän ja Valko-Venäjän markkinaa. Odotuksemme vuoden 2023 liikevaihdon vertailukelpoiseksi kasvuksi on +6 % v/v ja raportoiduksi kasvuksi +4 % v/v. Vuosina 2024-2025 odotamme yhtiön kasvun olevan trendikasvun mukaista eli reilu +3 % v/v.

Vuosien 2023-2025 tulokasvu saa tukea kolmesta elementistä eli 1) operativisesta vivusta liikevaihdon kasvaessa; 2) NOSTE-hankkeesta sekä 3) muista säästö- ja tehostamistoimista, joille markkinan, materiaalihintojen sekä koko toimitusketjun normalisoituminen ”Venäjän jälkeiseen aikaan” luo pohjan. Lisäksi vuoden 2022 vertailukohta on alhainen.

Mainituilla tulospaannustoimilla ennustamme Keslan EBIT-marginaalin kohoavan vuoden 2022 3,0 %:sta vuoden 2023 4,6 %:iin, vuoden 2024 5,2 %:iin ja edelleen vuoden 2025 5,7 %:iin. Operatiivi-

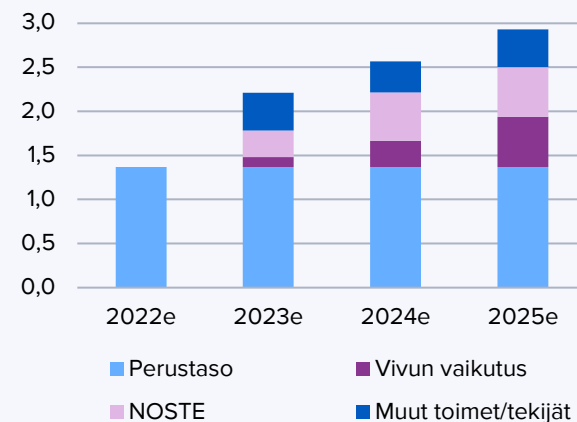
sen vivun osuus eri vuosien tulospaannuksesta ko. kaudella on 13-37 %, NOSTE-hankkeen 36-46 % ja muiden toimien ja tekijöiden 27-51 %. Ennustetta havainnollistava kuva on ohessa.

Olemme edellisen päivityksemme jälkeen tarkistaneet näkemystämme materiaalikulujen, liiketoiminnan muiden kulujen, poistojen ja rahoituskulujen kertymistahdista, minkä vuoksi vuosien 2023-2025 liikelosennusteemme ovat kohonneet 4-7 %:lla ja ennusteemme tulokseksi ennen veroja 10-12 %:lla. Jälkimmäisenkin osalta on muistettava absoluuttisen muutoksen pienuus (+0,19...+0,30 MEUR).

Em. ennusteita vastaavat EPS-ennusteemme ovat 0,28 euroa (2022), 0,48 euroa (2023), 0,57 euroa (2024) ja 0,66 euroa (2025). Kokonaisuutena ennustamamme tuloksen vuosikasvu (CAGR) vuosina 2023-2025 on hyvin nopea (33 %) lähtötason ollessa alhainen. Vaikka yhtiön tavoitteena oleva <50 %:n nettovelkaantumisaste saavutetaan vasta vuonna 2024, odotamme Keslan osinkopolitiikan olevan melko avokätistä ja jakosuhteen olevan 48-54 % vuosina 2023-2025.

Tavanomaista alhaisempi kannattavuus ja NOSTE-investointi painavat Keslan vapaan rahavirran hieman negatiiviseksi (-0,2 MEUR) vuonna 2022, mutta tämän jälkeen paraneva tulostaso ja normalisoituvat investoinnit kääntävät rahavirran positiiviseksi. Ennusteissamme Keslan nettovelkaantumisaste kohoaa ensin 67 %:iin (2022) ja laskee tämän jälkeen 52 %:iin (2023) ja edelleen alle 50 %:n tavoitetason 41 %:iin (2024).

Liikelosparannuksen komponentit (MEUR)



Ennusteet 4/4

Omavaraisuusaste pysyy koko ennustejakson paranevalla uralla ja kohoaa 53 %:iin vuonna 2025 eli marginaali 40 %:n minimitaloitetasoon on selvä. Sitä vastoin tavoiteltu 15 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoite ei täyty ennustejaksolla ja odotuksemme vuosille 2023-2025 on 9-12 %.

Pitkän aikavälin ennusteet

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Keslalta keskimäärin 2,7 %:n liikevaihdon vuosikasvua 2026-2031 terminaalikasvun ollessa 2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin säilyvän 4,8-5,6 %:ssa terminaalmarginaalin ollessa 4,8 %. Luku on hieman korkeampi kuin Metsäkoneet-liiketoiminnan vuosien 2015-2021 oikaistujen liikevoittomarginaalien mediaani (4,2 %), mutta pyrkii huomioimaan strategian mukaiset kannattavuuden parannustoimet ja etenkin NOSTE-hankkeen vaikutuksen.

Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	39,6	45,5	9,5	11,7	10,5	14,4	46,0	47,9	49,4	51,0
Kesla	39,6	45,5	9,5	11,7	10,5	14,4	46,0	47,9	49,4	51,0
Käyttökate	1,7	3,6	-0,2	0,7	1,0	1,4	2,8	4,3	4,6	5,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,7	-2,1	-2,1	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,9	1,9	-0,3	0,3	0,5	0,9	1,4	2,2	2,6	2,9
Liikevoitto	0,6	2,2	-0,6	0,3	0,5	0,9	1,1	2,2	2,6	2,9
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	0,4	2,1	-0,7	0,2	0,5	0,8	0,9	2,0	2,4	2,8
Verot	-0,1	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,3	1,7	-0,5	0,2	0,4	0,7	0,7	1,6	1,9	2,2
EPS (oikaistu)	0,16	0,43	-0,09	0,05	0,11	0,20	0,28	0,48	0,57	0,66
EPS (raportoitu)	0,09	0,50	-0,16	0,05	0,11	0,20	0,21	0,48	0,57	0,66

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,3 %	14,7 %	5,0 %	-2,3 %	6,3 %	-1,6 %	1,3 %	4,1 %	3,2 %	3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-59,8 %	107,8 %	189,9 %	-50,6 %	-10,6 %	-1,0 %	-28,9 %	61,5 %	16,2 %	14,2 %
Käyttökate-%	4,3 %	7,8 %	-2,4 %	5,6 %	9,5 %	9,7 %	6,1 %	8,9 %	9,4 %	9,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,3 %	4,2 %	-3,3 %	2,3 %	5,0 %	6,2 %	3,0 %	4,6 %	5,2 %	5,7 %
Nettotulos-%	0,8 %	3,7 %	-5,6 %	1,6 %	3,7 %	4,7 %	1,6 %	3,4 %	3,9 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	8,8	10,5	11,5	10,7	10,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5
Käyttöomaisuus	7,6	9,2	9,9	9,0	8,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	22,2	24,1	22,0	22,9	23,6
Vaihto-omaisuus	13,1	16,0	15,2	15,8	16,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,9	6,3	6,4	6,6	6,9
Likvidit varat	3,2	1,9	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	31,0	34,6	33,5	33,5	33,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	12,8	14,1	14,2	15,4	16,6
Osakepääoma	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kertyneet voittovarot	10,9	12,2	12,2	13,5	14,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,2	9,9	8,2	7,1	6,2
Laskennalliset verovelat	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	9,2	8,7	7,0	5,9	5,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,0	10,6	11,2	11,0	10,9
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	1,7	3,0	2,6	2,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,3	8,9	8,1	8,4	8,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,0	34,6	33,5	33,5	33,8

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmääritysmalli

Keslan osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle ja sen suhteeseen osakkeen riskiin. Muut käyttämämme menetelmät ovat arvostuskerroinvertailu verrokkiryhmään sekä Keslan omiin historiallisiin kertoiimiin ja tämän lisäksi kassavirtamalli (DCF).

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Keslan hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- **Kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvu.** Kasvua tukevat puunkorjuuvolyymien pitkän aikavälin kasvu mm. rakentamisen ja pakkaustarviketeollisuuden kasvun myötä sekä edelleen etenevä puunkorjuun koneellistuminen.
- **Hyvä markkina-asema valituilla segmenteillä.** Pienestä koostaan huolimatta Kesla on valituilla tuotealueillaan pääsääntöisesti viiden suurimman toimijan joukossa.
- **Partnerivetoisen kasvun tarjoama potentiaali.** Keslalla on hyvät mahdollisuudet kasvaa maantieteellisesti ja kohtuullisen pienellä riskillä yhteistyössä etenkin Valtra/AGCO:n, mutta myös Sumitomon ja Dalby TechMatin kanssa.

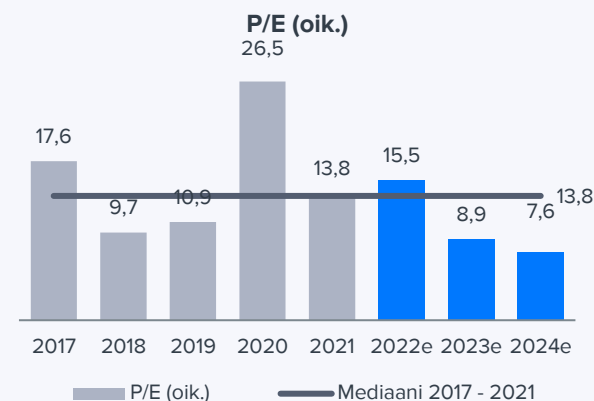
- **NOSTE-hanke parantaa peruskannattavuutta.** Viimeistelyvaiheessa oleva automatisointihanke NOSTE tulee kohottamaan selvästi Keslan kannattavuustasoa mikäli hankkeelle asetetut tavoitteet pääosin saavutetaan.

Keslan osakkeen arvostusta etenkin suhteessa mediaaniverrokkiin rasittavat seuraavat tekijät:

- **Pieni koko.** Keslan verrokkiryhmän yhtiöiden ennustettu mediaaniliikevaihto v. 2022 on 75-kertainen Keslaan verrattuna ja sitä ei myöskään markkinoilla pidetä ns. kasvuyhtiönä. Keslan osakkeiden arvostus kärsii näkyvyyden ja tunnettuuden puutteesta.
- **Venäjä-liikevaihdon menetykseen liittyvät avoimet kysymykset.** Venäjän ja Valko-Venäjän yhteensä 16 %:n osuuden poistuminen Keslan liikevaihdosta luo lyhyellä tähtämellä epävarmuutta siitä, miten nopeasti ja kannattavasti tämä aukko voidaan täyttää.
- **Tuloksen volatiliteetti.** Olemme aiemmin käsitelleet Keslan tuloksen historiallisesti suurta ja verrokkiryhmää voimakkaampaa tulosheilahtelua, mihin liittyvä korkeampi riskipreemio painaa osakkeen arvostusta.
- **Ostokohdepotentiaalın poissaolo.** Keslan omistusrakenne tekee siitä epätodennäköisen yritysostokohteen ja eliminoi osakkeen hinnoittelussa mahdollisen spekulatiolisan.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,33	4,33	4,33
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	15	15	15
Yritysarvo (EV)	24	23	21
P/E (oik.)	15,5	8,9	7,6
P/E	20,3	8,9	7,6
P/Kassavirta	neg.	7,1	6,9
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,6	5,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	17,7	10,3	8,4
Osinko/tulos (%)	56,2 %	47,5 %	54,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	5,3 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Mainitut tekijät huomioiden Keslan osake tulisi mielestämme arvostaa EV/EBITDA-kertoimella 5x-7x ja P/E-kertoimella 8x-11x vuosien 2022-2023 ennusteilla. EV/EBITDA-haarukan keskikohta on 9 % verrokkien mediaanin alapuolella ja 15 % alle yhtiön oman historiallisen kerroinhaarukan alalaidan. Korkotason ollessa kohoamassa pidämme perusteltuna EV/EBITDA-kertoimen alennusta suhteessa yhtiön omiin historiallisiin tasoihin. P/E-haarukan keskikohta on puolestaan 7 % alle verrokkien mediaanin ja samalla 2 % alle yhtiön oman historiallisen kerroinhaarukan alalaidan. Kaikkiaan Keslalle esittämämme arvostushaarukat ovat alhaalla, mutta kun huomioidaan osakemarkkinoihin ja talousnäkyymiin liittyvät negatiiviset riskit sekä yhtiön omat haasteet poistuvan Venäjän-liiketoiminnan kompensoimisessa, on varovaisuus mielestämme perusteltua. Painotamme kerroinpohjaisessa arvostuksessa vuoden 2023 ennusteita Keslalle tärkeän Venäjän ja Valko-Venäjän liiketoiminnan poistumisen aiheuttaessa merkittävän paineen vuoden 2022 liikevaihtoon ja kannattavuuteen.

Kokonaistuotto ei yllä vaaditulle tasolle

Keslan osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tulospotentialin ja odotettuun arvostus-kertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousu-potentiaali lisättyä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan noin 5 %. Luku muodostuu noin 1 %:n kurssipotentiaalista sekä noin 4 %:n osinkotuotosta.

Tulevan tulostuoton keskeisiä ajureita ovat 1) Venäjän ja Valko-Venäjän menetetyt

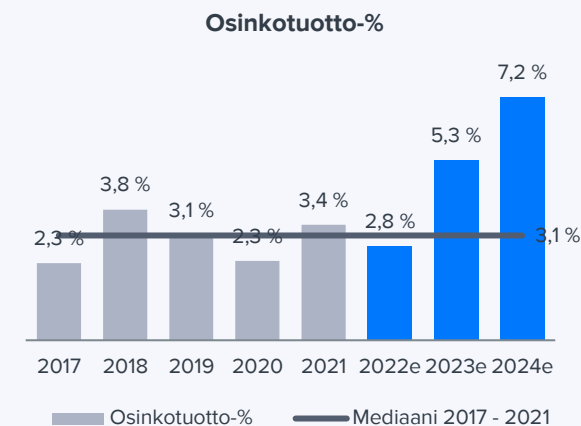
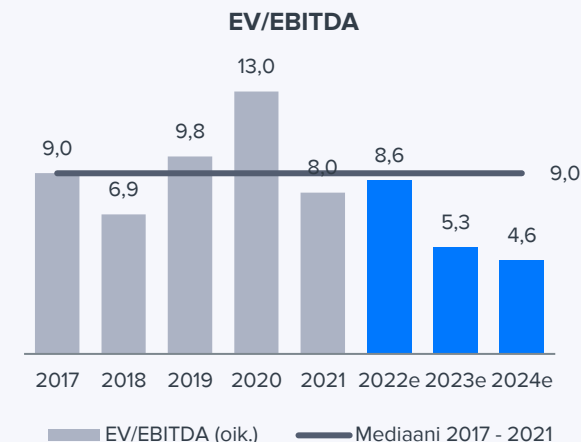
liikevaihdon kompensoituminen muilla markkinoilla; 2) yhtiön ison operatiivisen vivun marginaaleja nostava vaikutus liikevaihdon kasvaessa sekä 3) NOSTE-hankkeen saaminen päätökseen ja tästä seuraava peruskannattavuuden tasonnosto. Odotettu tuloskasvu Q2'21-Q1'22:sta 2023:en on hyvää (+13 % p.a.). Kurssinousupotentiaalia kuitenkin leikkaa P/E-luvun alentuminen Q2'21-Q1'22:n 11x:stä. Olemme arvioineet vuoden 2023 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 9x, joka on linjassa verrokkiryhmän mediaanin kanssa.

Vaikka Keslan osinkotuotto viime vuosina on ollut kohtuullinen 2-4 %, ei yhtiö ole varsinaisesti profiloitunut osinkoyhtiönä. Osinkotuotto voi kasvaa kunhan Keslan tuloskehitys on odottamaamme luokkaa ja nettovelkaan-tuneisuus laskee tavoiteltuun <50 %:iin v. 2024.

Melko korkeasta riskiprofilista johtuen yhtiön oman pääoman tuottovaatimus on korkeahko 10-11 %. Arvioimamme 5 %:n kokonaistuotto jää selvästi tämän alle eikä osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus ole sen vuoksi houkutteleva.

Kerroinpohjainen arvostus indikoi vain vähäistä nousuvaraa

Aiemmin esittämistämme arvostuskerroin-haarukoista vuoden 2023 ennusteisiin soveltuvat P/E-kertoimet ovat 8x-10x ja EV/EBITDA-kertoimet 5x-6x. Näiden haarukoiden keskikohdilla Keslan osakkeen arvot ovat vastaavasti 4,36 euroa ja 4,61 euroa. Ensin mainittu indikoi 1 %:n ja jälkimmäinen 7 %:n nousuvaraa.



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Keslan osakkeen arvostusvertailussa ongelmia aiheuttavat sekä toimiala että yhtiön koko. Aiemmin esitelty kilpailijat ovat joko listaamattomia yrityksiä tai osia suuremmista pörssinoteeratuista konserneista. Lisäksi edes lähellä samaa suuruusluokkaa olevia listattuja verrokkiyhtiöitä, joilla olisi samantyyppiset liiketoiminta-ajurit ja myös mielekkäät konsensusennusteet on hyvin vähän. Tämän vuoksi vertailuryhmän ydin koostuu Keslaa selvästi kookkaammista yhtiöistä, joista osalla liiketoiminnan ja arvostuksen ajurit poikkeavat merkittävästikin Keslan vastaavista. Keslan arvostuskertoimien suhteuttaminen tässä käytettyihin verrokkeihin on siten enemmän indikatiivista kuin tiukasti tulkittavaa tietoa.

Keslan tämänhetkiset vuoden 2023 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet (9x ja 5x) ovat 4-8 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin. Diskontto on samaa luokkaa tai hieman pienempi kuin olemme pitäneet perusteltuna Keslalle kun huomioidaan aiemmin esitetyt diskonttoteikijät. Tällä perusteella osaketta ei voida pitää aliarvostettuna. Toisaalta koko verrokkiryhmän arvostus on varsin alhainen, sillä vuosien 2022-2023 mediaani-P/E:t ovat 22-31 % alempana kuin Helsingin pörssin mediaanitasot. Kerroinvertailussa nousupotentiaalin syntyminen edellyttäisi kuitenkin Keslan ennusteiden selvää nousua ja/tai verrokkiryhmän arvostustasojen kohoamista.

DCF-malli viestii kohtuullista potentiaalia

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena

on herkkyys terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusoletuksille, minkä vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta (56 %) on lähellä neutraalia.

Käyttämämme koko pääoman kustannus (WACC) eli diskonttokorko on 8,2 % ja oman pääoman kustannus 10,6 %. Näillä oletuksilla Keslan osakkeen DCF-arvo on noin 5,0 euroa, mikä indikoi 16 %:n nousuvaraa. Potentiaali on kohtuullinen, mutta mallin riskit huomioiden merkittävästä nousuvarasta ei kuitenkaan voida puhua.

Suositus säilyy vähennä-tasolla

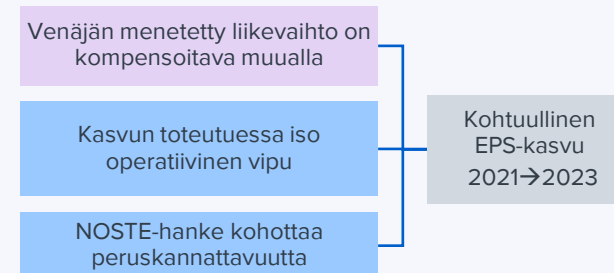
Käyttämillämme arvostusmenetelmillä Keslan osake ei ole ylihintainen, mutta ei myöskään erityisen houkuttelevalla tasolla. Odotettu kokonaistuotto jää alle tuottovaatimuksen ja nousuvara verrokkien mediaanikertoimiin ei ole riittävä kompensoidakseen osakkeen diskonttoteikijät. Potentiaali DCF-arvoon on kohtuullinen, mutta sen realisoituminen vaatii markkina- ja tuloskasvua sekä näyttöjä NOSTE-hankkeen onnistuneesta ylösajosta.

Tuloskehityksen riskitekijöiden ja osakkeen melko vähäisen perustellun nousuvaran vuoksi pitäydymme osakkeessa toistaiseksi varovaisella kannalla ja uusimme vähennä-suosituksemme. Ennusteidemme noususta huolimatta säilytämme tavoitehinnan 4,50 eurossa.

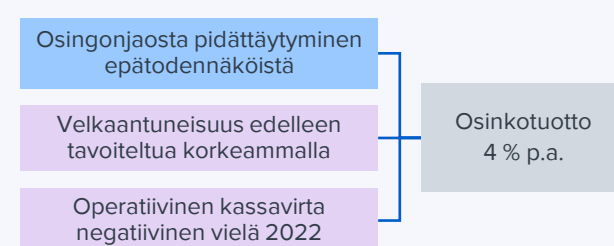
Osaketuoton ajurit 2021-2023e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

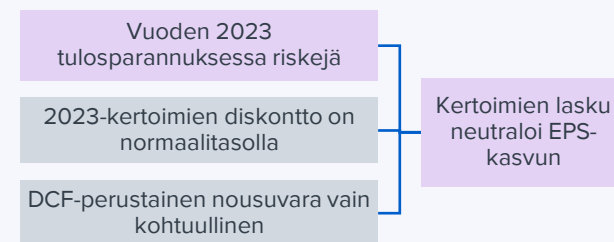
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

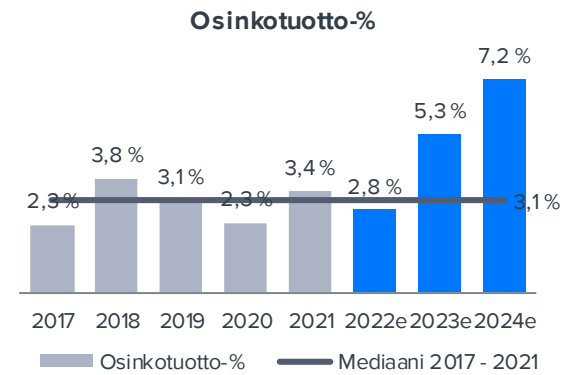
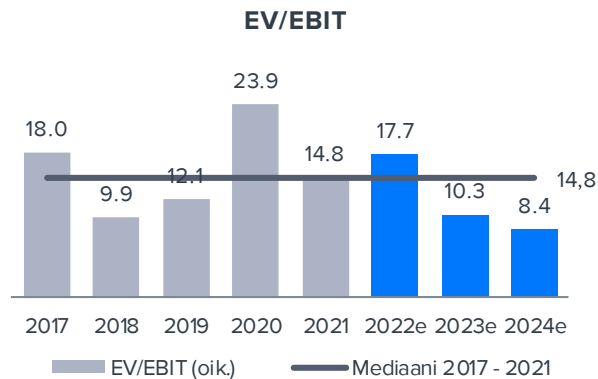
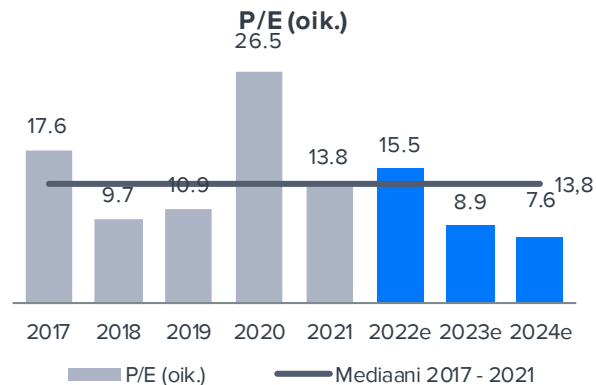


Osakkeen kokonaistuotto-odotus alittaa tuottovaatimuksen

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,40	3,90	4,86	4,27	5,88	4,33	4,33	4,33	4,33
Osakemäärä, milj. kpl	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
Markkina-arvo	15	13	16	14	20	15	15	15	15
Yritysarvo (EV)	26	24	28	22	28	24	23	21	20
P/E (oik.)	17,6	9,7	10,9	26,5	13,8	15,5	8,9	7,6	6,5
P/E	17,6	11,0	17,3	47,7	11,8	20,3	8,9	7,6	6,5
P/Kassavirta	7,4	8,4	neg.	3,3	neg.	neg.	7,1	6,9	6,1
P/B	1,3	1,1	1,3	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	9,0	6,9	9,8	13,0	8,0	8,6	5,3	4,6	4,0
EV/EBIT (oik.)	18,0	9,9	12,1	23,9	14,8	17,7	10,3	8,4	6,9
Osinko/tulos (%)	40,0 %	42,2 %	53,4 %	111,7 %	40,3 %	56,2 %	47,5 %	54,1 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,8 %	3,1 %	2,3 %	3,4 %	2,8 %	5,3 %	7,2 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Ponsse Oyj	26,90	741	708	12,5	10,5	8,4	7,6	1,0	0,9	16,6	14,2	2,7	3,2	2,3
Cargotec Oyj	33,10	1803	2390	7,9	6,4	5,7	4,9	0,6	0,6	10,1	8,0	3,9	4,5	1,3
Konecranes Abp	28,09	2178	2727	9,1	7,5	6,8	5,8	0,8	0,7	10,9	8,7	4,7	5,3	1,5
Raute Oyj	12,20	40	34		7,5	11,3	4,0	0,2	0,2		13,7	3,9	4,9	1,7
Robit Plc	2,58	53	85	56,7	15,5	11,3	7,7	0,8	0,7	125,3	15,7	0,8	2,0	1,1
CNH Industrial NV	13,50	17799	35255	15,7	14,1	15,1	13,8	1,8	1,7	10,4	9,3	2,3	2,2	2,6
Palfinger AG	23,65	901	1442	12,4	9,0	7,3	5,8	0,8	0,7	14,2	9,6	2,5	3,4	1,5
Wacker Neuson SE	ord could not be	1375	1490	8,2	6,8	5,3	4,6	0,7	0,7	11,3	9,2	4,3	4,6	1,0
Haulotte Group SA	3,86	121	307	13,4	10,9	6,5	5,6	0,5	0,5	11,3	6,9	5,0	5,4	0,5
Deere & Co	333,37	91021	131592	15,7	13,7	12,9	10,8	2,9	2,7	13,5	12,0	1,3	1,4	5,1
AGCO Corp	119,18	7915	9183	7,9	7,2	6,4	5,9	0,8	0,7	9,4	8,6	4,6	0,8	2,1
Terex Corp	33,38	2080	2574	7,1	5,7	6,3	5,2	0,6	0,6	8,3	6,6	1,5	1,7	1,7
Caterpillar Inc	204,69	99917	129358	16,9	14,1	13,6	11,7	2,4	2,2	15,9	13,7	2,3	2,5	6,2
Kesla (Inderes)	4,33	15	24	17,7	10,3	8,6	5,3	0,5	0,5	15,5	8,9	2,8	5,3	1,0
Keskiarvo				15,3	9,9	9,0	7,2	1,1	1,0	21,4	10,5	3,1	3,2	2,2
Mediaani				12,4	9,0	7,3	5,8	0,8	0,7	11,3	9,3	2,7	3,2	1,7
Erutus-% vrt. mediaani				42 %	14 %	19 %	-8 %	-32 %	-33 %	38 %	-4 %	3 %	67 %	-38 %

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

DCF-laskelma

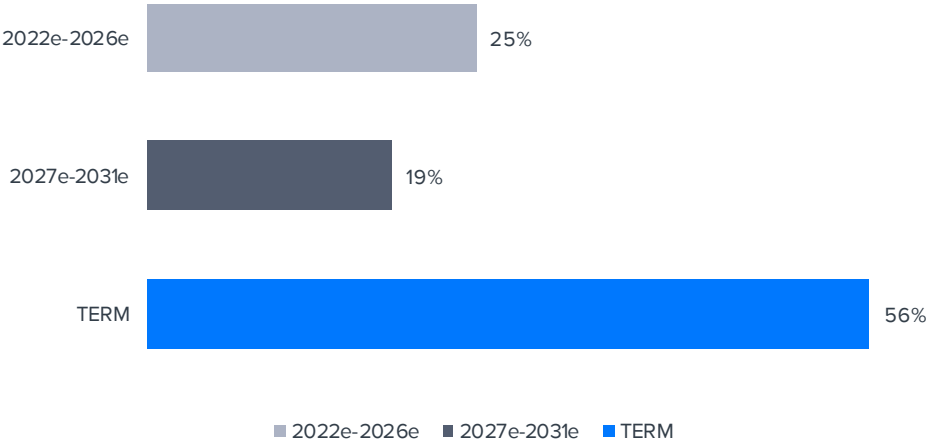
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	2,2	1,1	2,2	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,9	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,7	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	2,6	2,5	3,3	3,7	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,8	
- Bruttoninvestoinnit	-3,0	-2,7	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,4	-0,2	2,1	2,1	2,4	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,4	-0,2	2,1	2,1	2,4	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	31,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,2	1,8	1,7	1,8	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	14,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		26,2	26,4	24,5	22,8	21,0	19,5	18,3	17,2	16,3	15,4	14,6
Velaton arvo DCF		26,2										
- Korolliset velat		-10,4										
+ Rahavarat		1,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
Oman pääoman arvo DCF		17,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen beta	1,50
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	47,4	39,6	45,5	46,0	47,9	EPS (raportoitu)	0,28	0,09	0,50	0,21	0,48
Käyttökate	2,9	1,7	3,6	2,8	4,3	EPS (oikaistu)	0,45	0,16	0,43	0,28	0,48
Liikevoitto	1,6	0,6	2,2	1,1	2,2	Operat. kassavirta / osake	0,22	1,66	0,77	0,73	0,99
Voitto ennen veroja	1,3	0,4	2,1	0,9	2,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,10	1,28	-0,12	-0,07	0,61
Nettovoitto	1,0	0,3	1,7	0,7	1,6	Omapääoma / osake	3,81	3,78	4,18	4,19	4,56
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,4	0,3	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,15	0,10	0,20	0,12	0,23
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	32,8	31,0	34,6	33,5	33,5	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	-16 %	15 %	1 %	4 %
Oma pääoma	12,9	12,8	14,1	14,2	15,4	Käyttökateen kasvu-%	-17 %	-40 %	109 %	-21 %	52 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-4 %	-60 %	108 %	-29 %	62 %
Nettovelat	11,5	7,7	8,5	9,6	8,0	EPS oik. kasvu-%	11 %	-64 %	164 %	-34 %	73 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	6,0 %	4,3 %	7,8 %	6,1 %	8,9 %
Käyttökate	2,9	1,7	3,6	2,8	4,3	Oik. Liikevoitto-%	4,9 %	2,3 %	4,2 %	3,0 %	4,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	4,2	-0,7	-0,1	-0,5	Liikevoitto-%	3,4 %	1,4 %	4,9 %	2,4 %	4,6 %
Operatiivinen kassavirta	0,7	5,6	2,6	2,5	3,3	ROE-%	7,5 %	2,4 %	12,5 %	5,1 %	11,1 %
Investoinnit	-1,2	-0,8	-3,0	-2,7	-1,3	ROI-%	6,7 %	2,4 %	9,3 %	4,4 %	9,2 %
Vapaa kassavirta	-0,3	4,3	-0,4	-0,2	2,1	Omavaraisuusaste	39,5 %	41,5 %	41,0 %	42,6 %	46,3 %
						Nettovelkaantumisaste	89,4 %	59,9 %	60,3 %	67,4 %	52,0 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	9,8	13,0	8,0	8,6	5,3						
EV/EBIT (oik.)	12,1	23,9	14,8	17,7	10,3						
P/E (oik.)	10,9	26,5	13,8	15,5	8,9						
P/B	1,3	1,1	1,4	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	3,1 %	2,3 %	3,4 %	2,8 %	5,3 %						

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.5.2018	Vähennä	4,40 €	4,60 €
8.8.2018	Lisää	5,20 €	4,74 €
18.9.2018	Lisää	5,20 €	4,58 €
7.1.2019	Vähennä	4,20 €	4,26 €
8.2.2019	Vähennä	4,40 €	4,30 €
24.4.2019	Vähennä	4,50 €	4,62 €
9.8.2019	Vähennä	4,60 €	4,40 €
19.9.2019	Vähennä	4,80 €	5,15 €
23.10.2019	Vähennä	5,20 €	5,30 €
12.11.2019	Vähennä	5,00 €	5,05 €
21.1.2020	Vähennä	4,90 €	4,84 €
7.2.2020	Vähennä	4,50 €	4,62 €
21.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,78 €
24.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,42 €
10.7.2020	Vähennä	3,50 €	3,88 €
5.8.2020	Vähennä	4,00 €	4,17 €
27.10.2020	Lisää	4,60 €	3,99 €
8.1.2021	Vähennä	4,20 €	4,11 €
5.2.2021	Lisää	4,80 €	4,41 €
23.4.2021	Lisää	5,30 €	4,88 €
4.8.2021	Vähennä	6,20 €	6,36 €
30.9.2021	Lisää	6,20 €	5,50 €
22.10.2021	Lisää	6,50 €	6,00 €
9.2.2022	Vähennä	6,00 €	5,78 €
3.3.2022	Vähennä	4,20 €	4,24 €
26.4.2022	Vähennä	4,50 €	4,35 €
24.5.2022	Vähennä	4,50 €	4,33 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**