

KOSKISEN

20.4.2026 8.20 EET



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Tukevammalta pohjalta seuraavaan noususykliin

Koskinen on siirtymässä viime vuosien erittäin aktiivisesta investointivaiheesta kohti hieman rauhallisempaa kannattavan kasvun jaksoa. Lisäksi Koskisen tulokunnon pitäisi saada vetoapua, kun globaali rakentaminen elpyy jo vuosia valliinneesta heikommasta suhdanteesta aikanaan. Tätä on mielestämme kuitenkin hinnoiteltu osakkeeseen sopivasti, sillä pääosa arvonnäytysten menetelmistä indikoi osakkeen hinnoittelun olevan varsin neutraali. Toistamme Koskisen 9,00 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

Koskisen on puutuote-yhtiö

Koskisen on jakautunut Saha- ja Levyteollisuuteen, joissa yhtiön päätuotteet ovat havusahatavara, sahalasteet, koivuvaneri ja lastulevy. Yhtiön koko tuotanto on Suomessa. Konsernin liikevaihdosta noin 70 % tulee Euroopasta ja molemmat liiketoiminnot (ja etenkin Sahateollisuus) ovat luonteeltaan syklisiä sekä volyyminvetoisia. Koskisen markkinat ovat kansainväliset ja orgaanisesti hitaasti kasvavat, mutta yhtiön kokoon nähden suuret. Laatustrategiallaan Koskisen pyrkii löytämään markkinoilta taskuja, joissa asiakkaat arvostavat pitkälle räätälöityjä ja laadukkaita tuotteita sekä hyväksyvät niille hintapreemion. Mielestämme sahasektorin kilpailun dynamiikka on valtaosin raadollinen ja marginaalit ohuita, kun taas Levyteollisuudessa tuotteiden korkeampien jalostusarvojen myötä segmentin keskimääräinen kannattavuuspotentiaali on mielestämme parempi. Koskisen pääriskejä ovat yleistaloudelle herkkä kysyntä, hintojen vaihtelu, kilpailun kiristyminen sekä Suomen rakenteellisesti kireä puumarkkina.

Koskisen tavoite on kyky tuottaa 500 MEUR liikevaihtoa vuonna 2027 ja keskimäärin 15 %:n EBITDA-%. Yli syklin kasvutavoite edellyttäisi yritysjärjestelyjä myös viime vuonna toteutuneen lisveden Metsän oston jatkoksi rakenteeltaan hajanaisella sahasektorilla. Marginaalin osalta tavoite on mielestämme haastava yhtiön liiketoimintojen rakenteelliset kannattavuustasot huomioiden.

Tuloksessa on selkeää parantumisen varaa

Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat ajurit, kuten ekologisen puurakentamisen suosion kasvu. Syklisesti rakentamisen markkinat ovat olleet viime vuosina alamaissa. Seuraava suhdannekäännös on todennäköisesti myönteinen, mutta Iranin sodan puhkeaminen ja sen ainakin hetkellisesti aiheuttama markkinakorkojen nousu ovat uusia riskejä elpymisen aikataululle. Levyteollisuudessa on yhä päällä Euroopassa tarjontahäiriö, jonka juurisyy on Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa. Lisäksi yhtiön viime vuosina Sahateollisuuteen tekemät investoinnit, lisveden Metsän oston synergiat ja käynnissä oleva Levyteollisuuden investointiohjelma ovat tuoneet vasta osin investoinneilla tavoitelluista hyödyistä. Näin ollen odotamme Koskisen viime vuonna nousuun kääntyneen tulostrendin pysyvän lähivuosina ylämäessä. Olemme kuitenkin laskeneet ennusteitamme hieman Iranin sodasta luultavasti tälle vuodelle aiheutuvien volyymin- ja kulupaineiden takia. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa volyyminvetoisesti noin 8 % vuodessa vuoteen 2028 mennessä, ja oikaistu käyttökate-% kohoaa viimeisen 12 kk:n 8 %:sta asteittain noin 11 %:iin. Marginaaleja rajoittavat molemmissa yksiköissä Suomen kireä puumarkkina ja sen myötä korkeat tukkien hinnat.

Hintalappu on mielestämme oikealla tasolla

Koskisen EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2026 ja 2027 ovat noin 7x ja 6x sekä P/B-kerroin (2026e) on noin 1,3x. Kertoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme pääoman tuoton ja riskiprofiilin huomioivien hyväksymiemme kerroinhaarukoiden sisälle. Myös DCF-arvo on nykyisen kurssitason tienoilla. Siten Koskisen tulokasvusta, kertoimien laskusta (2025 TOT P/E > 20x) ja noin 2 %:n osingosta muodostuva tuotto-odotus jää arviomme mukaan tuottovaatimuksen alapuolelle. Siten jatkamme tarkkailulinjalla yhtiön suhteen, vaikka keskipitkällä sihdillä osakkeessa voisi olla vipua, jos Euroopan rakentamisen ja talouden elpyminen yllättäisi positiivisesti vuosina 2026-2027.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

9,60 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	354,9	395,3	427,5	448,1
kasvu-%	26 %	11 %	8 %	5 %
EBIT oik.	14,5	23,7	29,7	32,9
EBIT-% oik.	4,1 %	6,0 %	7,0 %	7,3 %
Nettotulos	8,6	16,1	21,9	24,9
EPS (oik.)	0,37	0,67	0,91	1,03
P/E (oik.)	24,7	14,4	10,6	9,3
P/B	1,3	1,3	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,1 %	3,1 %	3,9 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	11,6	8,7	7,3
EV/EBITDA	9,5	6,9	5,6	4,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	0,5

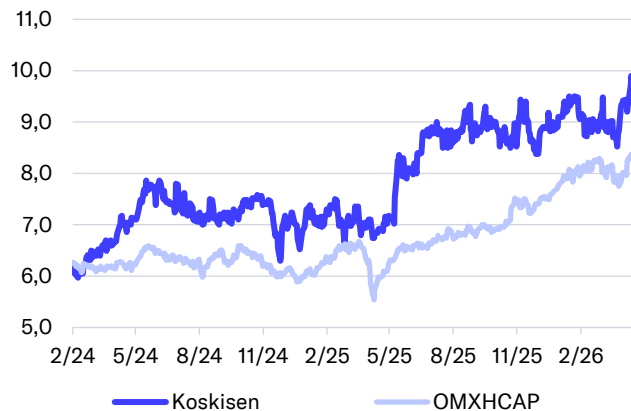
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

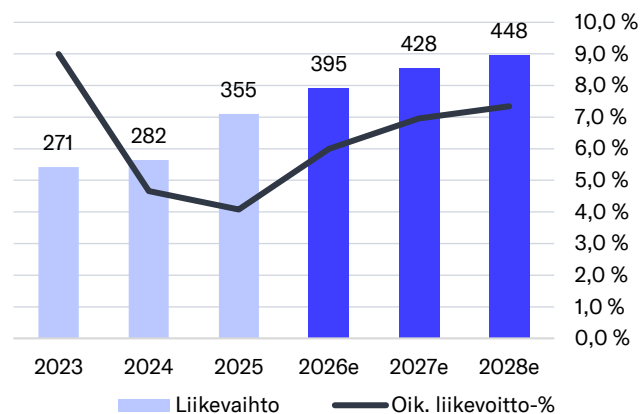
Koskisen-konsernin vuoden 2026 liikevaihdon odotetaan kasvavan vuoden 2025 tasosta. Oikaistun käyttökatemarginaalin odotetaan olevan 8–12 %

Osakekurssi



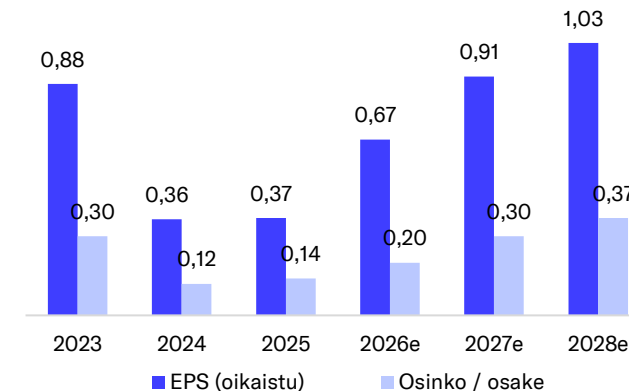
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Terveet pitkän aikavälin kysyntätrendit
- Viennin kasvu ja räätälöintiä arvostavien asiakkaiden löytäminen
- Kannattavuustasossa parannuspotentiaalia
- Liiketoiminta luo arvoa (ROIC>WACC) suotuisassa syklissä
- Sotapohjainen tarjontahäiriö tukee Levyteollisuutta nähtävissä olevan tulevaisuuden

Riskitekijät

- Kysynnän syklisyys ja riippuvuus rakentamisen aktiviteetista
- Sahateollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Levyteollisuuden tarjontahäiriön poistuminen
- Suomen kireä puumarkkina

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,60	9,60	9,60
Osakemäärä, milj. kpl	24,1	24,1	24,1
Markkina-arvo	231	231	231
Yritysarvo (EV)	275	258	242
P/E (oik.)	14,4	10,6	9,3
P/E	14,4	10,6	9,3
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,9	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,6	8,7	7,3
Osinko/tulos (%)	30,0 %	33,1 %	35,8 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,1 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Sahateollisuus	6-15
Levyteollisuus	16-23
Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne	24-28
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	29-31
Ennusteet	32-38
Arvonmääritys ja suositus	39-47
Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi	48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

Koskisen lyhyesti



Koskisen on suomalainen puunjalostusyhtiö, jolla on yli sadan vuoden toimintahistoria puutuotemarkkinoilla. Koskisen toimii kahdella liiketoimintasegmentissä eli Sahateollisuudessa ja Levyteollisuudessa

1909

Perustamisvuosi

2022

Listautuminen Helsingin pörssiin

10 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti 2020–2025

12,5 %

Keskimääräinen oikaistu käyttökate-% 2019–2025

355 MEUR (+26 % vs. 2024)

Liikevaihto vuonna 2025

29 MEUR (8,1 % liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate (EBITDA) vuonna 2025

1909–

- Vanerin ja lastulevyn tuotanto aloitettiin 1960- ja 1970-luvulla
- Maltillista kasvua vuosituhanen vaihteeseen asti. 2000-luvun alussa voimakkaan kasvun vaihe jolloin, investointiin voimakkaasti
- Teknologiakehitys eteni laboratoriosta esiteolliseen mittakaavaan
- Nykyisen toimitusjohtajan aloitettua vuonna 2016 yhtiön liiketoimintarakennetta on yksinkertaistettu ja tasetta putsattu alaskirjauksilla

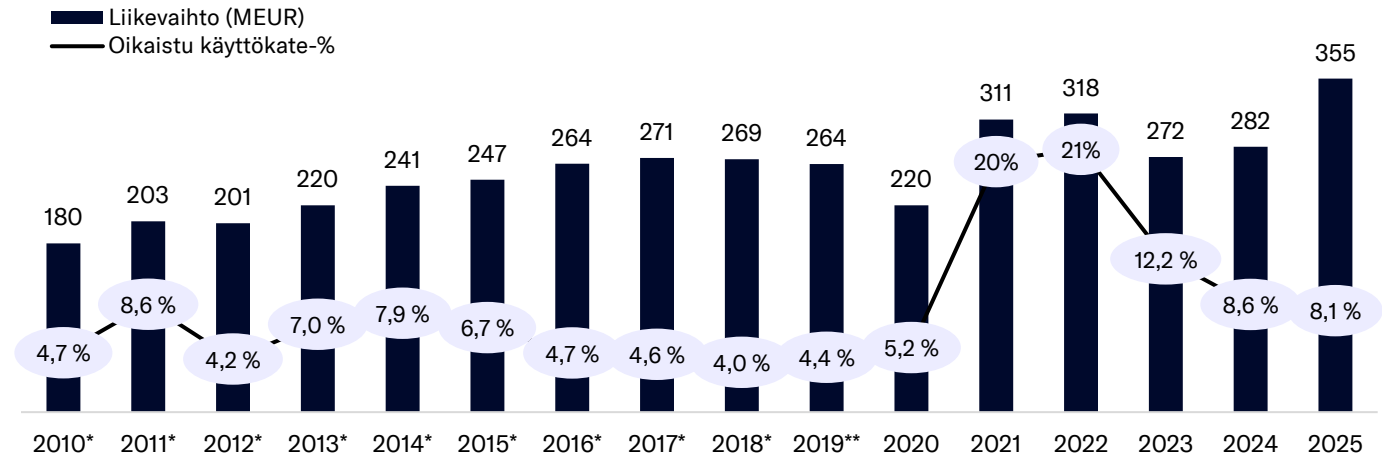
2018–2022

- Yhtiö myi ja lopetti liiketoimintojaan ennen koronakriisiä
- Uudelleenjärjestely rasitti kannattavuutta 2018-2020
- Investointipäätös Järvelän uuden puunjalostusyksikön rakentamisesta (2021)
- Poikkeuksellisen hyvät tulosvuodet 2021-2022 sahatavaran ja/tai vanerien korkeiden hintojen ansiosta
- Listautuminen Nasdaq Helsinki päällyställe (2022)

2022–

- Syklisesti heikko kysyntä ja vaikeampi markkina rakennussektorin sakkauttamisen takia
- Sopeutuminen Suomen vaikeaan puumarkkinatilanteeseen
- Järvelän uuden sahalinjan ylösajo 2023-H1'24 ja hyötyjen ulosmittaus H2'24 alkaen
- Kasvustrategian täsmennys ja toteutuksen jatkaminen nykyisiin liiketoimintoihin keskittyen
- Sahateollisuuden ja puunhankinnan kasvattaminen vuonna 2025 lisäveden Metsän ostolla
- Koren kapasiteetin tuplaaminen Puolassa uudella yksiköllä vuosina 2024-2025

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Koskisen, Inderes
*FAS-lukuja Koskitukki-konsernin tilinpäätöksistä
**FAS

Sahateollisuus 1/6

Sahateollisuudessa myydään sahatavaraa ja jalosteita sekä tuotannon sivuvirtoja

Koskisen Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin **sahatavara** käsittää sekä vakiosahatavaran että mitallistetun ja lujuuslajitellun sahatavaran, jotka on valmistettu kuusesta ja männystä. Tuotteita valmistetaan sekä rakennusteollisuuden käyttäminä vakiokokoisina että räätälöityinä kokoina ja näiden tuotteiden loppukäyttö on tyypillisesti juuri rakennussektorilla. Yhtiö ei ole avannut yksittäisten tuotteidensa liikevaihtoja sitten listautumisesitteen. Arviomme sahatavaran tuoneen yksikön liikevaihdosta viimeisen vuoden aikana vajaat puolet. Osuus on todennäköisesti nousussa kesäkuun 2025 alussa toteutuneen lisveden Metsän oston takia.

Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin **sahajalosteet** käsittävät jatkojalostettua sahatavaraa. Koskisen jatkojalostaa itse tuottamaansa sahatavaraa pääasiassa höyläämällä ja pienemmissä määrin maalaamalla, mikä nostaa tuotteen hintapistettä rajallisella lisäpanostuksella. Jalostuksen todennäköisesti hyvästä tuotos/panos-suhteesta huolimatta jalostusasteen nopea ja merkittävä nostaminen ei kuitenkaan ole mahdollista, sillä monet asiakkaat haluavat ostaa samalta toimittajalta sekä jalosteet että perussahatavaran. Sahajalosteisiin kuuluvat kuusesta ja männystä valmistetut sisä- ja ulkoverhoilut, esikäsitellyt ja maalatut ulkoverhoilut, lattialaudat sekä höylätty ja maalattu puutavara. Sahajalosteiden loppukäyttö on tyypillisesti rakennusten rakentamisessa ja remontoinnissa. Jalosteiden liikevaihdon arviomme olleen viimeisen vuoden aikana noin kolmanneksen % yksikön liikevaihdosta.

Sahateollisuus-liiketoimintasegmentin sisällä Koskisella on **puunhankintatoiminto**, joka hankkii puuta (koivua, kuusta ja mäntyä) pääasiassa yksityisiltä metsänomistajilta

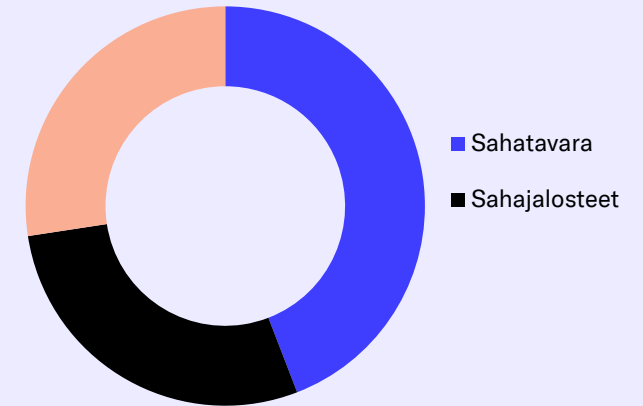
Suomessa ja tarjoaa näille metsänomistajille metsänhoitopalveluita. Näitä tarjotaan avaimet käteen -periaatteella, mukaan lukien metsien hakkuiden jälkeinen hoito. Lisveden Metsä osti laajensi puunhankintatoimintoa maantieteellisesti Etelä-Suomesta Savoan ja kasvatti kokonaisvolyymiä reilut 25 % noin 1,9 miljoonaan kuutiometriin. Koskisen käyttää noin kaksikolmannesta hankkimastaan puusta omassa toiminnassaan (ml. molemmat liiketoiminta-alueet) ja noin yhden kolmanneksen yhtiö myy kolmansille osapuolille käytännössä selluteollisuuteen. Tämä kuvastaa toisaalta myös suomalaista puumarkkinaa, jossa puunostajat eivät käytännössä voi ostaa metsänomistajilta vain tarvitsemaansa puutyyppiä vaan kauppaa käydään kokonaisilla leimikoilla.

Puunhankintaan sisältyy myös tuotannon sivutuotteiden ja jätteiden toimittaminen bioenergiaa tuottaville voimalaitoksille, kuten Loimuan omistamille ja operoimille Koskisen tuotantolaitoksilla sijaitseville voimalaitoksille. Välytystoiminnan kaltainen puunmyynti ja sivutuotevirran hyödyntämiseen sekä yhtiön oman energiatarpeen tyydyttämiseen pohjautuva Bioenergia ovat ydinliiketoimintojen tehokkaan pyörittämisen mahdollistavia tukitoimintoja. Puunhankinnan (sis. bioenergia) liikevaihdon osuus Sahateollisuuden liikevaihdosta on arviomme mukaan ollut noin neljänneksen tasolla viimeisen vuoden aikana.

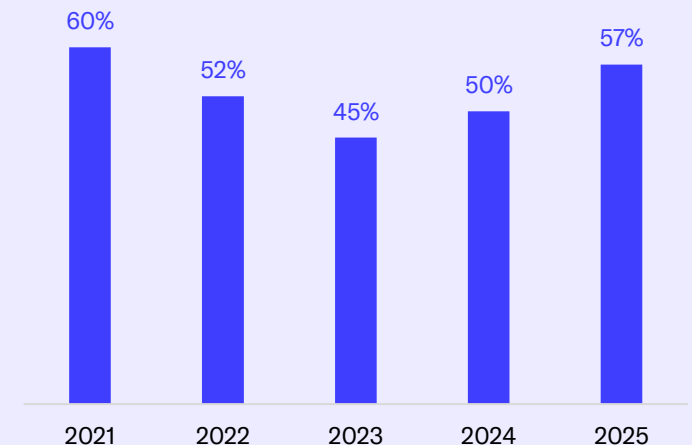
Liiketoiminta on Eurooppa-vetoinen

Koskisen ei ole avannut myyntinsä maantieteellistä jakaumaa liiketoiminta-alueittain. Konserniliiketoiminnan maantieteellisen jakauman sekä sahaliiketoiminnan globaalin luonteen myötä arviomme mukaan

Sahateollisuuden arvioitu* liikevaihtojakauma



Sahateollisuuden osuus liikevaihdosta



Lähde: Inderes, Koskisen
*Inderes arvio

Sahateollisuus 2/6

Sahateollisuuden päämarkkina-alueita ovat kuitenkin Suomi, muu Eurooppa ja Japani. Jälkimmäisen markkinan strategisesta (ml. tyypillisesti korkeat laatuvaatimukset) luonteesta huolimatta liiketoiminta on silti vielä hyvin pitkälti Euroopan rakennussyklin ajamaa, sillä Japanin osuus Sahateollisuuden myynnistä on reilut 15 % (levytuotteita Japaniin ei juuri toimiteta). Japanissa yhtiön kasvupotentiaalin pitäisi olla hyvä paikallisen markkinan dynamiikan takia. Iisveden Metsä osto lisäsi arviomme mukaan Sahateollisuuden Eurooppa-painoa edelleen, mutta oston myötä yhtiön vienti laajeni merkittävästi Etelä-Eurooppaan ja etenkin Italiaan.

Kaukomarkkinoiden viennin takia Sahateollisuuteen liittyy tiettyä valuuttariskiä etenkin USA:n dollariin liittyen. Kokonaisuutena Sahateollisuuden ja etenkin konsernin valuuttariskit ovat etenkin suojausten jälkeen näkemyksemme mukaan melko vähäisiä.

Sahateollisuuden tuotantoa dominoi Järvelän uusi saha

Koskisen Sahateollisuuden suurin tuotantoyksikkö on Järvelässä, jossa vuonna 2023 käyttöön otetun uuden sahalinjan kapasiteetti on nyt 400 000 kuutiometriä sahatavaraa vuodessa ja 2026 kanavakuivaamoinvestointien jälkeen 450 000 kuutiometriä vuodessa. Arviomme mukaan alan edistyneimmintä teknologiaa sisältävän sahalinjan olevan tuotantotehokkuudelta erittäin kilpailukykyinen. Iisveden Metsä oston myötä Koskiselle tuli viime vuonna myös toinen Suomenjoella sijaitseva oma tuotantolaitos, jonka kapasiteetti noin 140 000 kuutiometriä. Suomenjoen laitos on arviomme mukaan tekniseltä iältään ja tehokkuudeltaan selvästi Järvelän sahaa heikempi. Lisäksi Koskisella on ollut vuokrattua (kukurakenne täysin muuttuva)

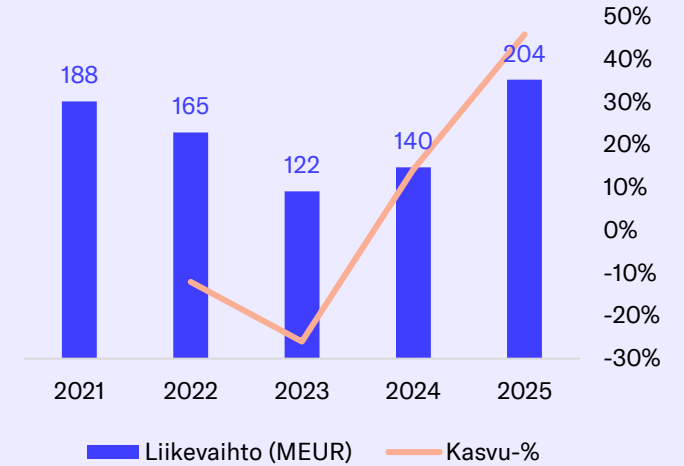
tuotantokapasiteettia käytössä Kouvolassa. Iisveden Metsän oston jälkeen Sahateollisuuteen ei liity enää yhden tehtaan binääristä riskiä, vaikka Järvelän yksikön merkitys konsernille onkin huomattava.

Sahateollisuus on syklistä

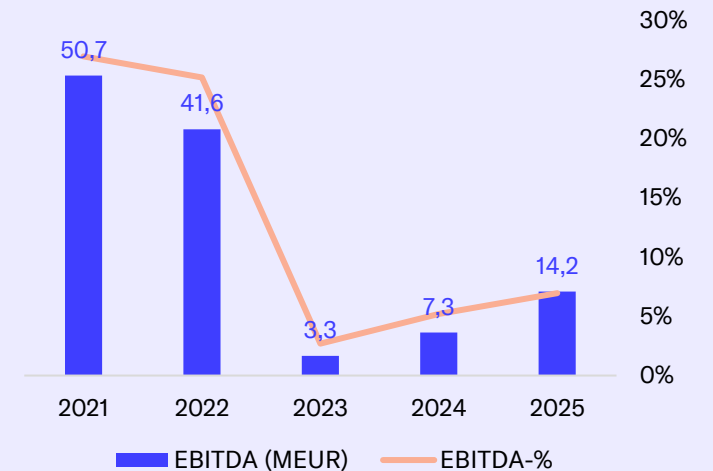
Sahateollisuus on luonteeltaan syklistä, sillä etenkin tärkeimmän loppukäytön eli rakentamisen aktiviteetti ja sitä kautta sahatavaran ja -jalosteiden myyntivolyymit tyypillisesti vaihtelevat taloudellisista olosuhteista, poliittisista ympäristöistä, rahoitusmarkkinoiden muutoksista ja jopa valuuttakursseista johtuen. Arviolta 60 % Sahateollisuuden suorista asiakkaista (ja lisäksi iso osa epäsuorista) operoi rakennussektorilla. Pieni osa asiakkaista tulee pakkaus- ja huonekaluteollisuudesta sekä muilta sektoreilta, mutta taloudellisen aktiviteetin vaihtelut vaikuttavat myös näiden asiakasryhmien kysyntään. Yleisellä tasolla liiketoimintaa ajava rakentaminen on jälkisyklistä, koska rakennusyhtiöiden tilauskirjat ovat usein pitkiä. Näin ollen nousu- ja laskusykli vaikuttavat arviomme mukaan myös Koskiseen viiveellä suhteessa talouskasvun muutoksiin, mutta varastosyklisen eriaikaisuus voi heiluttaa välillä tätä kokonaiskuvaa.

Rakentamisen aktiviteetin muutokset vaikuttavat tyypillisesti sahatavaran pohjakysyntään (ts. kulutukseen) ja sahatavaravarojen määrään arvoketjussa. Näistä komponenteista aiheutuva kokonaiskysynnän muutos on historiallisesti heiluttanut voimakkaasti etenkin sahatavaran myyntihintoja, sillä tyypillisesti tarjonta sopeutuu melko hitaasti toimintaympäristön muutoksiin. Tätä vielä osaltaan korostaa etenkin hintojen volatilitteetistä elävien tukkureiden merkittävä rooli globaalissa arvoketjussa tuottajien ja loppukäyttäjien välissä. Siten etenkin hintojen

Sahateollisuuden liikevaihto ja kasvu



Sahateollisuuden EBITDA ja EBITDA-%



Sahateollisuus 3/6

ja volyymien muutokset ovat heiluttaneet Koskisen Sahateollisuuden kannattavuutta voimakkaasti.

Liiketoiminnassa on myös kausivaihtelua

Sahateollisuuden liikevaihdon ja sitä kautta tuloksen kotiuttamisen kausivaihteluun liittyvät vahvasti rakentamisen sesongit ja yhtiön tuotantoseisokit. Yleensä tuotantoseisokit ovat kesäloma-aikaan Q2:n lopulla ja/tai Q3:n alkupuolella sekä joulun tienoilla loppuvuodesta. Kesä on pirteämpää myynnin kannalta, koska pohjoisen pallonpuoliskon rakentamisesonki on tällöin täydessä käynnissä. Arviomme mukaan Sahateollisuudelle Q2 ja Q3 ovat tyypillisesti (normaalioloissa) parhaimmat kysynnän osalta, vaikka Q3:lle ajoittuvatkin tuotannon seisokit. Kysynnällisesti Q4 on tyypillisesti kohtuullinen ja Q1 vuoden heikoin, joskin yksittäisinä vuosina tilanne voi vaihdella.

Myyntikanavat ovat suoria ja väliportaaseen kohdistuvia

Arviomme mukaan Koskisella ei ole konsernitasolla huomattavan suuria yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä, mutta isoimmat asiakkuudet voivat käsityksemme mukaan muodostaa korkean yksinumeroisen osuuden Sahateollisuuden liikevaihdosta lisveden Metsä oston jälkeen. Näin ollen liiketoiminta-alueen sisällä on vain varsin siedettävää keskittymisriskiä. Koskisen myy tuotteitaan suuremmaksi osaksi suoramyynnin kautta, joka arviomme mukaan käsittää yli puolet Koskisen sahatavaran myynnistä. Loput tuotteista myydään tukkukauppiaille ja jakelijoille.

Myynti pienemmille asiakkaille hoidetaan jakelijoiden ja tukkukauppioiden kautta, kun taas isoimpia asiakkaita palvellaan suoramyynnillä. Suoramyyntiin pyrkiminen on käsityksemme mukaan strateginen valinta, sillä

suoramyyntillä yhtiö kykenee saamaan korkeammat katteet, kun jakelijan/tukkurin välistä ottama kate jää yhtiölle. Lisäksi suoramyynnin avulla Koskisen on suorassa vuorovaikutuksessa asiakkaan kanssa. Sitä kautta voi saada nopeammin ja paremman käsityksen asiakkaan tulevaisuuden tarpeista ja sitä kautta kykenee ohjaamaan omaa tuotantoaan, räätälöimään tuotteita tai esimerkiksi optimoimaan käyttöpääomaansa tehokkaammin.

Käytännössä Koskisen siis pyrkii olemaan ketterä toimija, joka suoramyynnin avulla löytää itselleen kannattavuuden ja asiakaspidon kannalta oikeat asiakkaat ja vahvasti asiakkaiden liiketoiminnoissa kiinni olevien myyntihenkilöiden avulla kykenee myymään tuotteita asiakkaille tuotannon lainalaisuudet (ml. raaka-aineen saatavuus, tuotannon suunnittelu ja ohjaus) järkevästi huomioiden. Etenkin tuotannonohjauksen rooli on kasvanut lisveden Metsän oston jälkeen, sillä nyt yhtiö voi periaatteessa optimoida ainakin osaa tilauksista myös kahden tuotantolaitoksen välillä. Lisäksi Koskisen pyrkii asiakkaiden silmissä erottamaan itsensä kilpailijoistaan luotettavana, pitkäaikaisena kumppanina tarjoamalla vastuullisesti hoidetuista suomalaisista metsistä peräisin olevasta lujasta puusta valmistettuja tuotteita korkeaa laatua arvostaville asiakkailleen maailmanlaajuisesti.

Sahateollisuuden päämarkkinoiden (ts. Suomi, Japani ja isoimmat Euroopan maat) myynnin yhtiö hoitaa pääosin Suomessa sijaitsevien omien myyntihenkilöiden toimesta, kun muutoin käytetään myyntiagentteja. Myyntiagenttien palkitseminen toimii komissipohjaisesti, ja nämä komissioiden on sidottu tyypillisesti myyntivolyymeihin. Agenttiverkoston hyödyntäminen antaa tiettyä joustovaraa kulurakenteeseen ja toisaalta helpottaa myynnin ohjaamista.

Agenttiverkostosta huolimatta suoramyynti asettaa myyntiorganisaation kaupallisen kyvykkyyden kriittiseksi toiminnoksi. Tämä strateginen valinta on vaatinut investointeja myyntiorganisaatioon, joka näkyy myös kulurakenteessa väliporrasvetoisempaa mallia korkeampana kiinteänä kulumassana. Lisäksi yhtiön täytyy onnistua myös myynnin ohjaamisessa, jotta agentit tuovat volyymien lisäksi myös tavoitekatetta yhtiölle. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen suoramyynti ja agenttiverkosto kykenee myös kauppaamaan selvästi nykyistä korkeamman myyntivolyymin, joten kasvun ei lähtökohtaisesti pitäisi aiheuttaa merkittäviä kiinteitä lisäkustannuksia myyntiin.

Sahateollisuus operoi laatustrategialla

Ketteryys ja ylläkuvatun laatuun nojaavan asiakasarvolupauksen toteuttaminen on mielestämme tärkeää, sillä sahaliiketoiminnassa volyymi ja edullisen raaka-aineen saatavuus ovat yleisellä tasolla keskeisimpiä kilpailutekijöitä. Toimialan mittakaavassa Koskisen on pieni peluri. Myös puumarkkina Suomessa on etenkin Venäjän puun tuonnin loppumisen jäljiltä kireä, kun kuitupuolen puupula läikkyy integroitujen toimijoiden ostokäytäntöjen takia myös tukkukauppaan. Siten yhtiöllä ei ole Järvelän uuden sahalinjan tehokkaasta tuotannosta huolimatta kestäviä kustannusetuja ainakaan kansainvälisesti. Siten kilpailukykyä täytyy hakea tehokkuudesta, korkeasta laadusta sekä joustavuudesta. Emme kuitenkaan ole vielä täysin vakuuttuneita, että nämä olisivat kokonaisuuden kannalta Sahateollisuudelle kestäviä ja rakenteellisia kilpailuedun lähteitä globaalissa vertailussa, vaikka yhtiö vaikuttaa saaneen kohtuullisen laatu-preemion myyntihintoihinsa sekä saavuttanut monia pohjoismaisia

Sahateollisuus 4/6

verrokkeja paremman kannattavuuden viime vuosina.

Hinnoittelumalli on toimialalle tavanomainen

Koskisen asiakassopimukset ovat tyypillisesti tilauskohtaisia, tuotteiden hinnat asetetaan

markkinastandardien mukaisesti ja ne neuvotellaan asiakaskohtaisesti. Hinnoittelu on kvartaalikohtaista eli edellisen kvartaalin aikana tunnustellaan seuraavan kvartaalin kysyntää ja hintatasoja. Hinnoittelumallin runko pohjautuu näkemyksemme mukaan kustannuksiin ja tavoitevolyyymiin ja -katteeseen mieluummin kuin asiakkaan tuotteesta saamaan arvoon. Tämä on tyypillistä perinteisessä valmistavassa teollisuudessa emmekä usko, että logiikka voi suuresti muuttua.

Käsityksemme mukaan sahatavaran osalta määritellään jokaiselle puutavaralajille yksikköhinta erikseen ennen kaupan solmimista. Lopullinen kauppahinta määräytyy toteutuneiden puutavaralajikohtaisten puumäärien ja aiemmin sovittujen yksikköhintojen mukaisesti. Joihinkin sopimukseen Koskisen on saanut sisällytettyä ehtoja, jotka sallivat yhtiön siirtää tiettyjä kuluja (esim. rahti) asiakkaille.

Toimialan hajanainen rakenne ja Koskisen pieni koko huomioiden Sahateollisuus on markkinoilla isossa kuvassa hinnanottaja. Sahateollisuuden hinnoittelumalli onkin alisteinen maailmanmarkkinahinnoille, vaikka markkinat toki jakautuvat hinta- ja laatuveitoisiin markkinoihin ja asiakkaisiin. Maantieteellisesti esimerkki laatuveitosta markkinasta on Japani, kun taas yleisesti suomalaiselle sahatateollisuudelle tärkeässä Pohjois-Afrikassa hinta on keskimäärin pääosassa.

Kokonaisuutena yhtiön hinnoittelumallit ovat sykleiltään lyhyitä ja käsityksemme mukaan iso osa kaupasta on

kertaluonteista kauppaa, vaikka asiakassuhteet kestävätkin parhaimmillaan kymmeniä vuosia. Tämä toisaalta johtaa arviomme mukaan siihen, että myynnin näkyvyys voi jäädä lyhyeksi, mutta yhtiöllä on joustoa tilanteessa, jossa uudelleenhinnoittelutarve olisi akuutti. Pidemmässä myyntisopimuksissa olisi vaarana tehdä kannattamatonta kauppaa, mikäli raakapuun hinta nousisi äkillisesti. Emme usko, että Koskisen hinnoittelumallin runko poikkeaa oleellisesti kilpailijoista tai toimialan yleisistä käytännöistä, mutta tietyn hintapreemion saavuttaminen on toki yksikön kannattavuuden näkökulmasta kriittistä.

Metsäenergiajakeiden hinnat asetetaan yleensä kausipohjaisesti eli seuraavan lämmityskauden (Q4 ja Q1) hinnat lukitaan sitä edeltävän ensimmäisen ja toisen kvartaalin aikana, kun taas volyyymi vaihtelee lämmitystarpeen mukaan. Näin ollen edelliseltä kaudelta jäljelle jääneellä hakevarastolla on vaikutusta hinnoitteluun. Yhtiön vuonna 2025 toteuttaman pelletti-investoinnin ansiosta arviomme kuitenkin energialiiketoiminnan myynnin tasoittuvan hieman suhteessa aiempaan (vrt. pelletti-investoinnin ja kaukolämpöputkilinjan yhteenlaskettu käyttökateparannustavoite on yhtiön mukaan 1,5 MEUR). Puun välitystoimintojen osalta hinnoittelu seurailee Suomen kuitu- ja energiapuumarkkinoiden hintakehitystä.

Tuotekehitys

Tuotekehitys Sahateollisuuden puolella on pientä ja kehitystoiminta painottuukin näkemyksemme mukaan enemmän prosessikehitykseen ja erinäisten laatusertifikaattien hankkimiseen. Odotamme tämän kypsälle liiketoiminnalle tavanomaisen tilanteen jatkuvan myös tulevaisuudessa ja kehityspanoksien pysyvän rahallisesti vähäisinä.

Sahatavaramarkkina on suuri

Sahatavaratuotteita liikutellaan valtamerien yli maanosasta toiseen, joten luonteeltaan sahatavaramarkkina on globaali. Globaalin havusahatavaramarkkinan arvon arvioitiin olevan 155 miljardia euroa vuosikymmenen alkupuolella. Sen jälkeen hinta- ja volyyymi laskivat selvästi globaalin rakentamisen taannuttua korkojen nousun takia eikä markkina luultavasti kasvanut oleellisesti vuosina 2024-2025. Näin ollen tämä markkinan kokoluokka on näkemyksemme mukaan edelleen relevantissa pallokentässä.

Koko sahatavaramarkkinasta Koskiselle osoitettavissa olevana markkinana on arvioitu olevan vuoden 2021 listautumisesitteessä noin 22 % eli absoluuttisesti noin 35 miljardia euroa. Uskomme myös tämän osuuden olevan edelleen oikealla pallokentällä tai korkeintaan kasvaneen hieman lisveden Metsän oston ansiosta. Tähän peilaten kasvutilaa Koskisella siis riittää eikä markkinakoko sinällään aseta yhtiölle rajoja. Markkinaosuuden kasvattaminen sahasegmentin kaltaisilla hyvin kypsillä hitaan kasvun markkinoilla on kuitenkin vaikeaa, joten suuresta markkinakoosta ei pelkästään kannata innostua. Lisäksi edellä mainittu lukema tulee käsittää mielestämme indikaatiivisena arviona, etenkin kun suurempi osa Sahateollisuuden liikevaihdosta muodostuu Euroopasta ja iso osa vielä Suomesta.

Trendejä ovat kaupungistuminen ja ympäristötietoisuus

Rakentamisen ja siten sahatavaramarkkinan isoista trendeistä kaupungistuminen on kysyntää tukeva trendi niin Suomessa kuin muualla maailmassa. Maakohtaisesti tähän olennaisesti vaikuttavat kuitenkin maan väestön ja aluerakenteen muutokset. Tyypillisesti uudisrakentaminen

Sahateollisuus 5/6

painottuu hyvin voimakkaasti kasvukeskuksiin. Uudisrakentaminen on myös kaikilla alueilla korkoherkkää. Rakennuskannan ikääntyminen puolestaan lisää tarvetta korjausrakentamiselle. Toinen keskeinen megatrendi, joka vaikuttaa Koskisen molempien segmenttien markkinoiden kasvuun on ympäristötietoisuus. Esimerkiksi lisääntyvä sääntely päästöjen vähentämiseksi tukee hiiltä sitovien puutuotteiden käyttöä. Vastuullisuusteemojen yleistymisen pitäisi tukea myös puun kasvavaa käyttöä huonekaluissa vastuullisempana ja kestävämpänä vaihtoehtona.

Rakentaminen on yksi resurssi-intensiivisimmistä teollisuudenaloista ja sen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä. Siten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla materiaalivalintojen muutoksilla on ilmastonmuutosasioiden kokonaisuuteenkin merkitystä. Tähän liittyen Suomessa ja EU:ssa on asetettu merkittäviä tavoitteita ja myös sääntelyä, jotka tukevat parhaimmillaan hiilinegatiivista puurakentamista ja siten myös Sahateollisuuden kysyntänäkymiä. Trendin eteneminen viime vuosina on kuitenkin ollut näkemyksemme mukaan varsin hidasta, kun akuutit talousongelmat ovat riivanneet useita maita ja vetäneet huomiota itseensä pidemmän ajan ilmastoasioiden sijaan.

Markkina kasvaa ajan yli hitaasti

Maailmanlaajuisen havusahatavaramarkkinan kysynnän määrän (ts. volyymin) odotetaan kasvavan vuoden 2021 tasosta keskimäärin noin 2 % vuodessa vuoteen 2030 asti globaalisti. Rakennussyklin vaihe vaikuttaa kuitenkin vauhtiin selvästi ja eikä kasvu ole arviomme mukaan toteutunut vuosina 2022-2025. Havusahatavaramarkkinan odotetaan kasvavan erityisesti rakennusvolyymin kasvun ja ympäristöhyötyjen ajamina. AFRY:n markkinatutkimuksen

mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 1,3 %, hinnat 2,8 % eli yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,1 % vuositasolla. Arviomme mukaan hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi ajan yli. Yksittäisinä vuosina markkinakasvu voi kuitenkin erota selvästi pitkän ajan odotusarvosta.

Viime vuodet ovat olleet markkinoilla tuulia

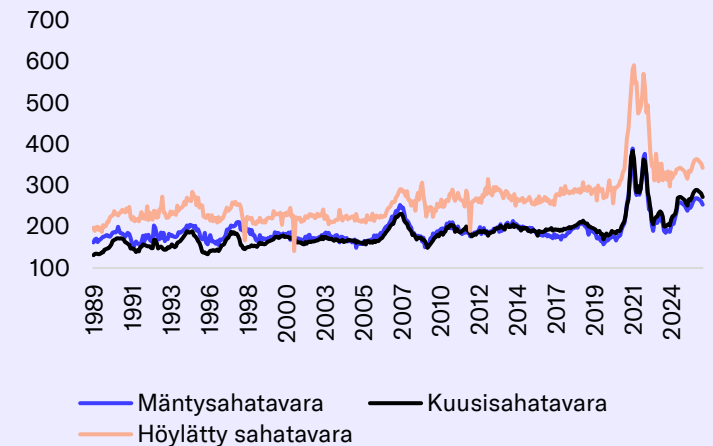
Koronapandemian seuraukset (mm. korkojen lasku ja kuluttajien remontti-into) ja pandemian akuutin vaiheen jälkeen puhjennut inflaatio (ml. Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan) ovat heiluttaneet sahatavaran maailmanmarkkinahintoja historiallisen rajusti viime vuosina. Havusahatavaran hinta kohosi vuosien 2021-2022 aikana täysin poikkeuksellisille tasoille 400 €/kuutiometri ennen putoamistaan useilla kymmenillä prosentilla H2'22:n ja vuoden 2023 aikana. Hintojen pudotukseen vaikutti luonnollisesti etenkin heikentynyt pohjakysyntä ja korkeat varastot.

Viimeisimmän Metsäteollisuus Ry:n tiedon mukaan kuusisahatavaran keskimääräinen vientihinta oli 250 euroa kuutiometriltä. Taso on edelleen pitkän aikavälin keskiarvoa (reilut 200 € / kuutiometri) korkeampi, mutta toki myös tuottajien viime vuosien inflaatiossa kohonnut kulutaso (etenkin puu) ylittää merkittävästi pitkän aikavälin keskimääräisen tason useissa maissa. Näin ollen monien sahayhtiöiden vuosien 2021-2022 häikäisevän hyvät ennätystulokset vaihtuivat nopeasti jo käyttökatetasolla tappiollisiin tuloksiin vuoden 2023 aikana. Vuodet 2024-2025 ovat sahatavaramarkkinoilla menneet vaisun

Havusahatavaran globaali kysynnän määrä (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m3)*



Sahatavaran hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



Sahateollisuus 6/6

kysynnän, alhaisten keskihintojen, korkean kulutason ja kannattavuusongelmien värityksessä markkinatilanteessa. Suomessa lopputuote- ja raaka-ainemarkkinoiden syklien eritahtisuus on vielä korostunut ja rokottanut sahurien kannattavuutta pahanpäiväisesti.

Kilpailudynamiikka

Sahateollisuuden useiden eri tuoteryhmien, globaalin luonteen sekä pääomavaltaisuuden takia yksikön kohtaama kilpailu markkinoilla on pirstaloitunutta. Kilpailuympäristö vaihtelee tuoteryhmittäin kansainvälisten toimijoiden ja paikallisilla markkinoilla toimivien ulkomaisten kilpailijoiden sekä paikallisten kotimaisten kilpailijoiden kesken. Näin ollen Koskisen Sahateollisuudella on lintuperspektiivistä katsottuna satoja kilpailijoita, mutta yksittäisillä markkinoilla ja yksittäisissä asiakkuuksissa kilpailijoiden määrä on toki oleellisesti pienempi.

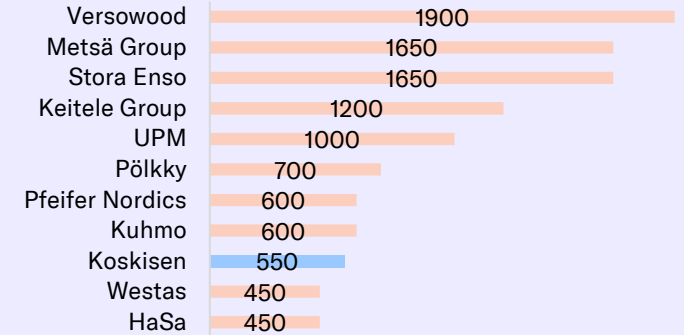
Keskeisimpiä kilpailutekijöitä toimialalla ovat arviomme mukaan volyyymi, hintakilpailukyky, laatu ja oikeiden kohdemarkkinoiden löytäminen, toimitusvarmuus sekä myynnin ja asiakassuhteiden hallinta. Lisäksi paikalliset raaka-aineen saatavuuden ja hintojen muutokset ja valuuttakurssit voivat väliaikaisesti tai pysyvästi muuttaa eri toimijoiden suhteellisia asemia. Myös energian ja logistiikan kustannuksilla ja vallitsevilla vero- ja tukipolitiikoilla on ollut merkitystä sektorin toimijoiden suhteellisiin kilpailukykyihin. Teknologiaalla alalla on mielestämme vaikea saavuttaa pitkäaikaista etumatkaa, sillä alan modernein teknologia on vakiintunutta ja IPR:t ovat laitetoimittajien hallussa. Kilpailukyvyn ylläpitäminen vaatii kuitenkin ajoittaisia investointeja riittävän moderniin teknologiaan. Koskiselle keskeisiä kilpailijoita löytyy Suomen lisäksi esimerkiksi

Ruotsista, Keski-Euroopasta (ml. Saksa, Tšekki, Itävalta) ja Kanadasta. Siten etenkin paikallisiin raakapuumarkkinoihin ja valuuttoihin liittyviä muutoksia ei ole syytä aliarvioida kilpailukyvyn muodostumisen näkökulmasta, kun taas lopputuotemarkkina on kaikille pääosin samankaltainen. Myös Venäjä oli merkittävä kilpailija ennen maan aloittamaa hyökkäyssotaa Euroopassa, mutta nyt maa on ulkona Koskiselle relevanteilta markkinoilta Euroopassa pakotteiden vuotoa lukuun ottamatta. Kaukomarkkinoilla venäläistä sahatavaraa on toki kilpailemassa Koskisenkin kanssa.

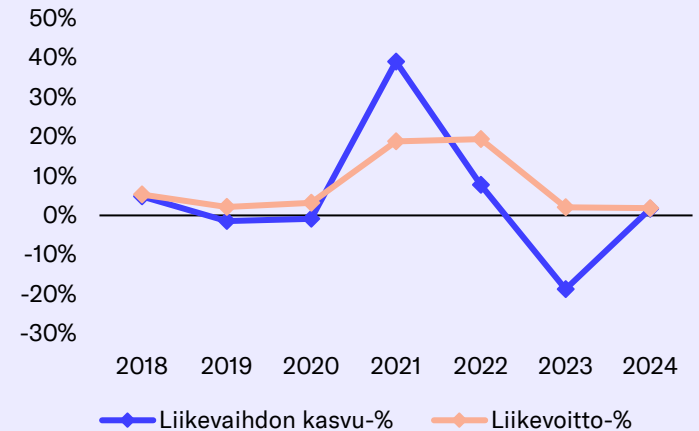
Lopputuotemarkkinoiden osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että yksittäisen yhtiön ydinmarkkinoiden ulkopuolellakin tapahtuvat muutokset voivat aiheuttaa sivuheijasteita. Koskisen ei esimerkiksi myy sahatavaraa Pohjois-Amerikkaan, koska kilpaillulla ja tukkurivetoisella markkinalla yhtiön olisi vaikea päästä kiinni oikeisiin laatu-tietoisiiin asiakkaisiin. Suuren USA:n markkinan kysyntämuutokset tai esimerkiksi tullit voivat vaikuttaa globaaleihin tavaravirtoihin ja siten epäsuorasti Koskisen ydinmarkkinoiden kysyntä/tarjonta-dynamiikkaan.

USA:lla on ollut pitkään voimassa tulleja kanadalaiselle sahatavaralle ja tullit nousivat edelleen presidentti Trumpin kiristettyä kauppapolitiikkaa vuoden 2025 aikana. Euroopan tuonnille on tällä hetkellä voimassa 10 %:n tulli, joten eurooppalaisten suhteellinen asema on parantunut USA:n markkinoilla suhteessa kanadalaisiin. Sen sijaan Euroopan tai Japanin markkinoille USA:n tulleilla ei toistaiseksi ole vallitsevassa vaiheessa kysyntäympäristössä ollut radikaaleja vaikutuksia. Liiketoiminnan globaalin luonteen takia kaupan esteiden vaikutukset voivat olla arvaamattomia, joten tilanne voi muuttua nopeastikin.

Sahakapasiteetti Suomessa



Suomalaisten yksityisten kilpailijoiden¹ kasvu ja kannattavuus



Lähde: Inderes, Koskisen listautumisesite, AFRY:n markkinatutkimus
¹Koskisen tuotantokapasiteetti Järvelän uuden yksikön valmistumisen ja lisäkapasiteetin jälkeen

Sahateollisuus 4/6

Arviomme mukaan kiristynyt puumarkkinatilanne on heikentänyt Suomen suhteellista kilpailukykyä Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen, kun taas ruotsalaiset ovat hyötäneet heikosta kruunusta. Keski-Euroopassa vastaavasti oli 2010-luvulla merkittäviä tuholaisongelmia, minkä myötä kasvanut raaka-aineen tarjonta on parantanut lyhyen sihdin kilpailukykyä viime vuosina. Tämä loi vastaavasti pidemmän ajan riskejä Keski-Euroopan tuotanto- ja kilpailukyvyille, mitkä ovat alkaneet pintaautua ja tilanne voisi pahentua, jos rakentamisen suhdanne alkaisi toipua vauhdikkaasti. Vastaavasti kanadalaiset ovat riippuvaisia USA:n viennistä ja myös Kanadassa on ollut raaka-ainehaasteita. Monilla alueilla (ml. Suomi) sahayhtiöt ovat myös investoineet vuosien 2021-2022 huikeita voittojaan kapasiteettiensa kehittämiseen, millä on arviomme mukaan kilpailua lisääviä (uudet laitokset) ja toisaalta pitkässä juoksussa myös karsivia vaikutuksia (investoinnit väliin jättäneiden pelurien heikentynyt asema).

Kuumasta kylmään

Sahateollisuus on hitaan kasvun, vähäisten tuotteella erottautumisen mahdollisuuksien, tarjonnan hajanaisen rakenteen takia keskimäärin matalan katteen liiketoimintaa. Vuosien välillä kannattavuuden vaihtelu voi olla syklisyyden takia huomattavaa. Koskisen Sahateollisuuden kannalta keskeisimmän mittatikun eli Suomen sahayhteisyyden (sis. myös Koskisen tuottamaan kuusisahatavaraa edullisempi mäntysahatavara) kiinni olevien yhtiöiden (n=28) liikevoitto-% on ollut 2017-2023 noin 4 % mediaanitasolla, kun vastaavasti vuonna 2024 luku oli 2 % (ks. seuraava sivu). Vuonna 2025 koko teollisuuden alan kehitys Suomessa on jatkunut heikkona.

Isojen metsäkonsernien sahayksiköiden kannattavuuksista ei ole tietoa saatavilla, sillä ne raportoidaan joko osana selluliiketoimintoja ja/tai niissä on mukana muita puutuotteita. Myös kansainvälisestä kilpailijakentästä selkeästi vertailukelpoisten mittatikkujen hakeminen on vaikeaa. Sahaliiketoiminnan keskimäärin matala peruskannattavuus koskettaa arviomme mukaan kuitenkin myös alan suurempia ja ulkomaalaisia yhtiöitä.

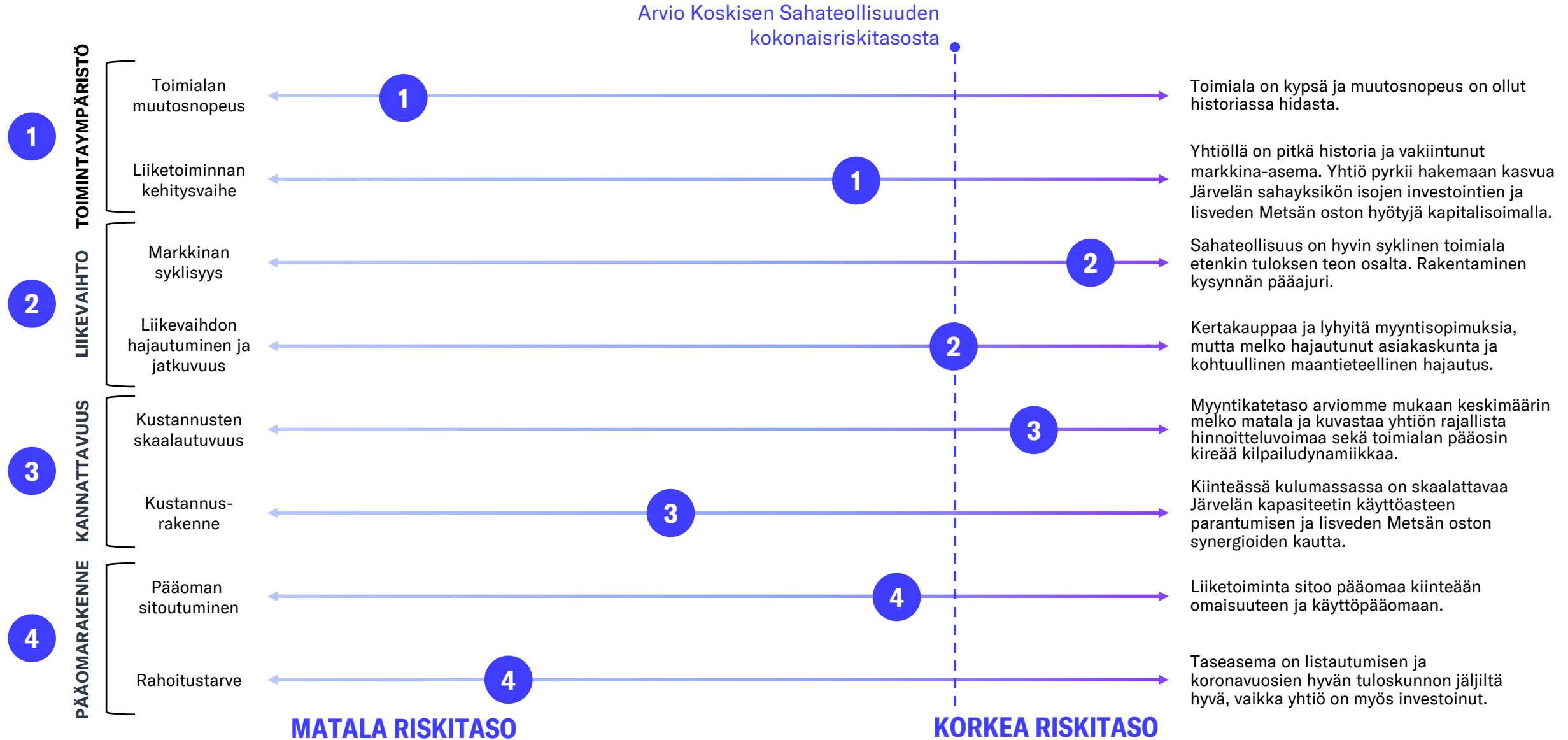
Mielestämme historia antaa indikaation myös alan tulevasta kannattavuudesta

Mielestämme toimialan pitkän aikavälin dynamiikassa ei ole tapahtunut suomalaisen sahayhteisyyden kannalta merkittäviä rakenteellisia muutoksia kannattavuuksien hintavetoisesti hurjasta heilunnasta huolimatta, sillä kysynnän kasvun vastapainoksi myös tarjonta on lisääntynyt ja tehostunut, kun monet sahayhtiöt ovat investoineet viime vuosien voittojaan takaisin liiketoimintoihin. Myös kulutaso on noussut. Siten on mielestämme todennäköistä, että suomalaisten sahayhtiöiden kannattavuustasot heijastelevat jokseenkin pidemmän ajan potentiaalia myös tulevaisuudessa ainakin ajan yli tarkasteltuna. Yhtiökohtaiset erot voivat kuitenkin olla isojakin ja lyhyellä aikavälillä esimerkiksi makrotaloudellisen tilanteen muutokset tullien aiheuttamat kauppavirtojen muutokset, Ukrainan sodan loppuminen, Ukrainan mahdollinen jälleenrakentaminen voisivat muuttaa dynamiikkaa pidemmäksikin aikaa. Jälkimmäisten tekijöiden aiheuttamat kokonaisvaikutukset voivat olla myös arvaamattomia.

Suomen sahateollisuuden toimijoiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys vuosina 2017–2024

Liikevaihdon kasvu-%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Liikevoitto-%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pienet ja keskikokoiset kilpailijat									Pienet ja keskikokoiset kilpailijat								
FMTimber Oy	-3,7 %	18,4 %	-3,5 %	85,4 %	-4,1 %	-48,0 %	44,7 %		FMTimber Oy	1,3 %	7,4 %	3,1 %	2,8 %	20,2 %	13,8 %	-7,7 %	-1,0 %
Haka-Wood Oy	11,6 %	3,8 %	3,2 %	31,7 %	36,3 %	-8,5 %	-10,1 %		Haka-Wood Oy	3,9 %	9,6 %	9,8 %	4,1 %	10,7 %	31,4 %	16,9 %	6,4 %
Iisveden metsä Oy	3,7 %	-3,2 %	3,3 %	66,5 %	8,2 %	-16,5 %	0,4 %		Iisveden metsä Oy	2,4 %	3,1 %	2,8 %	2,0 %	22,1 %	12,3 %	-1,9 %	10,3 %
Isojoen saha Oy	14,4 %	-6,7 %	-3,6 %	61,1 %	5,5 %	-15,2 %	2,4 %		Isojoen saha Oy	3,2 %	9,3 %	3,4 %	4,0 %	25,0 %	22,2 %	3,8 %	-0,7 %
Jet-puu Oy	0,0 %	4,9 %	-0,9 %	33,2 %	-7,2 %	-52,6 %	33,3 %		Jet-puu Oy	4,6 %	3,6 %	2,0 %	3,6 %	14,5 %	15,5 %	-9,8 %	4,9 %
JPJ-Wood Oy	4,1 %	-28,7 %	22,1 %	77,3 %	-0,1 %	-12,1 %	-8,2 %		JPJ-Wood Oy	5,0 %	4,3 %	-4,8 %	9,8 %	24,8 %	24,8 %	4,7 %	-2,8 %
Junnikkala Oy	0,8 %	4,8 %	3,0 %	49,1 %	2,4 %	-18,3 %	39,8 %		Junnikkala Oy	1,8 %	6,1 %	1,7 %	3,2 %	25,5 %	22,1 %	2,8 %	-1,6 %
Kinnaskoski Oy	5,3 %	-1,5 %	1,1 %	36,8 %	14,5 %	-20,9 %	0,9 %		Kinnaskoski Oy	3,0 %	6,2 %	5,5 %	4,4 %	18,8 %	21,3 %	5,5 %	-1,3 %
Kouvolan saha Oy	-13,4 %	-14,4 %	-63,8 %	91,2 %	13,4 %	-43,8 %	-1,1 %		Kouvolan saha Oy	-3,3 %	2,7 %	-12,6 %	-15,9 %	20,3 %	29,0 %	-0,1 %	4,4 %
Lapuan saha oy	10,8 %	3,4 %	8,6 %	24,5 %	4,6 %	-52,1 %	17,5 %		Lapuan saha oy	-3,3 %	2,9 %	0,8 %	2,3 %	24,3 %	19,3 %	5,3 %	4,0 %
Luopajarven Saha Oy	19,8 %	-13,6 %	-13,1 %	38,0 %	21,3 %	-30,3 %	-5,7 %		Luopajarven Saha Oy	-0,4 %	2,6 %	2,1 %	-4,8 %	16,8 %	19,3 %	2,9 %	2,0 %
Luvian Saha Oy	-0,3 %	-3,0 %	-8,5 %	54,7 %	1,9 %	-18,1 %	2,8 %		Luvian Saha Oy	3,3 %	8,0 %	4,6 %	6,3 %	27,7 %	21,7 %	5,1 %	0,2 %
Mäntsälän Saha Oy	9,7 %	9,5 %	27,3 %	19,3 %	44,2 %	-36,4 %	7,1 %		Mäntsälän Saha Oy	3,9 %	6,0 %	6,1 %	4,9 %	5,3 %	5,2 %	3,9 %	3,2 %
Misawa Homes of Finland	-0,1 %	-11,3 %	-12,8 %	39,0 %	0,0 %	3,1 %	-12,0 %		Misawa Homes of Finland	2,2 %	1,2 %	2,1 %	1,4 %	0,9 %	0,9 %	2,0 %	-2,0 %
Multian Saha Oy	5,6 %	4,3 %	-2,8 %	11,3 %	36,2 %	-20,8 %	-7,7 %		Multian Saha Oy	3,0 %	2,4 %	2,6 %	-1,5 %	10,5 %	24,8 %	-1,0 %	7,5 %
Orasko Oy	63,1 %	9,9 %	20,6 %	14,8 %	-19,1 %	-0,4 %	27,7 %		Orasko Oy	1,9 %	1,4 %	1,8 %	2,5 %	2,0 %	3,7 %	2,6 %	6,3 %
Sahakuutio Oy	-10,6 %	23,0 %	-4,3 %	50,5 %	17,4 %	-17,2 %	-34,6 %		Sahakuutio Oy	3,4 %	3,3 %	0,3 %	3,0 %	15,9 %	17,2 %	-0,2 %	0,9 %
Södra Wood Finland Oy	12,8 %	-13,0 %	4,7 %	57,5 %	2,8 %	-21,6 %	-11,6 %		Södra Wood Finland Oy	7,1 %	9,7 %	-3,3 %	7,4 %	40,5 %	24,7 %	1,9 %	-2,6 %
Veljekset Vaara Oy	7,2 %	-9,8 %	24,4 %	28,4 %	3,2 %	-16,3 %	-5,8 %		Veljekset Vaara Oy	5,0 %	6,6 %	5,5 %	5,4 %	17,6 %	12,5 %	-2,1 %	3,2 %
Vuokila Wood		19,8 %	5,3 %	85,4 %	31,6 %	-48,8 %	7,4 %		Vuokila Wood		5,3 %	7,8 %	8,9 %	14,1 %	12,7 %	11,8 %	-7,5 %
Ålands Skogsindustrier Ab	-1,0 %	48,8 %	-12,9 %	-4,2 %	7,8 %	-	-		Ålands Skogsindustrier Ab	2,9 %	8,0 %	1,4 %	5,0 %	9,2 %	10,4 %	4,1 %	4,2 %
Isommat kilpailijat									Isommat kilpailijat								
Kuhmo Oy	5,2 %	-1,4 %	-7,4 %	44,5 %	-0,5 %	-19,1 %	23,2 %		Kuhmo Oy	1,5 %	8,2 %	2,6 %	1,6 %	26,0 %	19,8 %	-3,0 %	0,2 %
Westas Group Oy	4,4 %	-0,2 %	-6,7 %	26,9 %	17,4 %	14,3 %	13,7 %		Westas Group Oy	0,8 %	0,6 %	0,9 %	-0,5 %	-1,2 %	0,3 %	1,5 %	1,8 %
Haapajarven Ha-Sa Oy	15,7 %	-8,7 %	-2,6 %	60,4 %	8,4 %	-24,1 %	17,0 %		Haapajarven Ha-Sa Oy	2,8 %	10,8 %	2,8 %	3,3 %	27,0 %	21,6 %	1,8 %	3,3 %
Keitele Timber Oy	15,4 %	-0,3 %	4,0 %	32,0 %	31,3 %	-35,7 %	7,7 %		Keitele Timber Oy	4,2 %	7,5 %	3,6 %	0,6 %	18,6 %	40,2 %	3,4 %	4,4 %
Versowood	3,8 %	-9,9 %	31,5 %	41,1 %	-22,7 %	-4,8 %	0,0 %		Versowood	5,5 %	4,8 %	0,4 %	8,5 %	28,8 %	8,2 %	1,9 %	1,8 %
Pölkky Oy	4,1 %	-7,0 %	-3,5 %	-4,5 %	48,9 %	-14,7 %	-11,9 %		Pölkky Oy	1,8 %	5,3 %	0,3 %	-0,4 %	21,2 %	17,7 %	-21,1 %	-7,5 %
Mediaani (yhteensä)	4,8 %	-1,4 %	-0,9 %	39,0 %	7,8 %	-18,7 %	1,7 %		Mediaani (yhteensä)	3,0 %	5,3 %	2,1 %	3,2 %	18,8 %	19,3 %	2,0 %	1,8 %
Keskiarvo (yhteensä)	7,2 %	0,7 %	0,5 %	42,7 %	11,2 %	-22,3 %	5,3 %		Keskiarvo (yhteensä)	2,6 %	5,5 %	2,0 %	2,7 %	18,0 %	17,5 %	1,3 %	1,6 %

Koskisen Sahateollisuuden riskiprofiili



Iisveden Metsän yritysosto

Iisveden Metsän yritysoston sulautuminen Koskisen liiketoimintamalliin

Puunhankinnan laajentaminen

Iisveden Metsän puunhankinnan integrointi Koskiseen kasvatti yhtiön puunhankinnan volyyymiä reilut 25 % ja laajensi maantieteellistä aluetta Savoan

Sahatuotannon optimointi

Kaksi tuotantolaitosta mahdollistavat tuoteluokkien ja -erien optimoinnin ja sitä kautta paremman kannattavuuden

Myynnin maantieteellisen peiton parantaminen

Iisveden Metsän osto vahvisti Koskisen markkina-asemaa etenkin Italian ja Japanin markkinoilla

Liikevaihdon ja käyttökatteen kasvu ja kohtuullinen valuuaatio

Koskisen oma hyväksyttävä arvostustaso on maltillinen, mikä rajaa yhtiön mahdollisuuksia maksaa yritysostokohteista korkeita kertoimia luodakseen järjestelyillä arvoa

Inderesin kommentit yrityskaupasta

- Puunhankintaa Pohjois-Savoan laajentamalla Koskisen pystyy hankkimaan aiempaa enemmän koivutukkia, mikä taas mahdollisti Levyteollisuuden kapasiteetin kasvattamisen 3-vuotisella investointiohjelmalla.
- Yhtiö voi saavuttaa puunhankinnassa skaalahyötyjä volyymikasvun ansiosta.
- Kohtuuhintaisen raaka-aineen saatavuus on yksi tärkeimmistä kilpailutekijöistä molemmissa liiketoiminnoissa, joten puunhankinnan rooli liiketoimintojen selkärankana on merkittävä
- Sahateollisuudessa pitkät tuotantoerät samantyyppisiä tuotteiden tukevat yleensä suhteellista kannattavuutta ja kahden sahan tuotantokokonaisuus mahdollistaa tuotantoerien allokoimisen tuotantolinjoille aiempaa joustavammin tuotantolinjojen ominaisuudet ja raaka-aineiden saatavuus huomioiden
- Kaksi omaa sahalinjaa tuo Koskiselle toimitusvarmuutta, vaikka Järvelän selvästi Suomenjoen sahaa suurempi tuotantoyksikkö on kuitenkin pääroolissa divisioonan kokonaisuuden kannalta
- Iisveden Metsän tuotannossa voi olla myös optimoitavaa yksikön sisällä, mikä mahdollistaisi Suomenjoen yksikön volyymin kasvattamisen nykyisen kiinteän kulumassan päälle
- Iisveden Metsälle esimerkiksi Italia on ollut perinteisesti vahva vientimaa, kun taas Koskisen on keskittynyt enemmän Keski-Euroopan alueelle Euroopassa
- Etelä-Euroopan hieman erilainen kausiluonne voi myös tasoittaa pidemmällä sihdillä hieman liiketoiminnan kausiluonteisuutta
- Molemmat yhtiöt ovat olleet aktiivisia Japanin markkinalla, mutta emme usko niillä olleen samoja asiakkaita maassa ainakaan merkittävässä mittakaavassa-
- Mielestämme Japanin painon lievä nousu Koskisen pääosin Eurooppa-vetoisessa portfolioissa on positiivista Sahateollisuuden riskiprofiiliin vinkkelistä.
- Iisveden Metsä kasvatti Koskisen liikevaihtoa, mutta käyttökatetta kauppa ei heikon suhdanteen takia ole vielä nostanut
- Kauppahinta (EV) oli 22,5 MEUR (ei sis. saamiset ja ostovelat) ja lisäksi Koskisen voi maksaa tiettyjen sahatavaran hintaan liittyvien ehtojen täytyessä 4 MEUR:n lisäkauppahinnan vuonna 2028
- Kauppahinta vastasi Iisveden Metsän vuoden 2024 numeroista laskettuna noin EV/S-kerrointa 0,5x ja EV/EBITDA-kerrointa 15x sekä Iisveden Metsän omaisuudesta 0,9x P/NAV-kerrointa
- Mielestämme kauppahinta oli kohtuullinen, mutta kaupan arvonluonti edellyttää 1) synergioita sahatuotannosta ja puunhankinnasta 2) Levyteollisuuden kasvua

Levyteollisuus 1/7

Levyteollisuudessa päätuote on koivuvaneri

Levyteollisuus-liiketoimintasegmentissä Koskisen valmistaa **koivuvaneria** eli räätälöityjä koivuvanerilevyjä ja lattiatuotteita suurta lujuutta ja/tai korkeaa laatua vaativiin sovelluksiin, kuten rakentamiseen, kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin, pakkauksiin, sisustukseen, kalusteisiin ja puusepänteollisuuteen. Vaneri valmistetaan ohuista puuviiluista liimaamalla yleensä säänkestävällä fenolihartsiliimalla. Vanerilevyjä voidaan päällystää erityyppisillä pinnoitteilla teknisen suorituskyvyn ja ominaisuuksien, kuten kulutus-, iskun-, sään- ja kemikaalinkestävyyden sekä kitkaominaisuuksien parantamiseksi. Päällystys nostaa myös tuotteen jalostusarvoa. Vaneriprosessissa on useita osaprosesseja, joista osassa tarvitaan automaatiosta huolimatta myös tuntuvaa määrää henkilöstöä.

Koskisen ainoa koivuvaneritehdas sijaitsee sahayksikön tavoin Järvelässä. Sijainti on kuitenkin eri tehdasalueella kuin Sahateollisuuden tuotantolaitos. Koskisen vanerituotteiden suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat logistiikka-, hyötyajoneuvo- ja rakennusteollisuus. Yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Iso-Britanniaan, joten Levyteollisuuden päämarkkina-alueena toimii Keski-Eurooppa. Vaneriliiketoimintaan liittyy arviomme mukaan vain pieniä valuuttariskejä. Koivuvanerin osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviomme mukaan noin kaksi kolmasosaa viimeisen vuoden aikana.

Muita tuotesegmenttejä ovat lastulevy, ohutvaneri, koivuviilu ja Kore-tuotteet

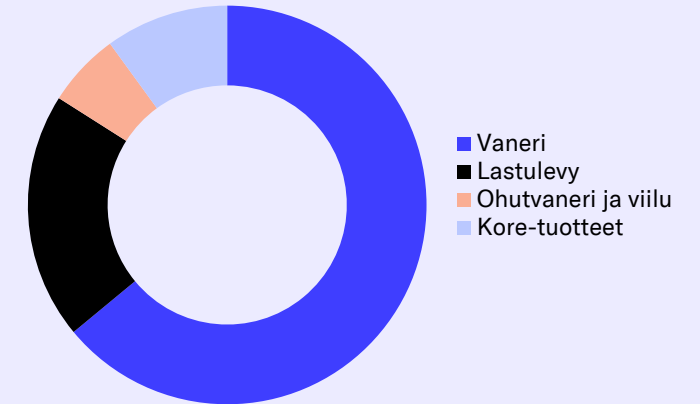
Vanerin lisäksi Koskisen valmistaa **lastulevyä** tuotannossa sivutuotteena syntyvästä sahanpurusta ja puuhakkeesta Järvelän tuotantolaitoksella samalla tehdasalueella

koivuvaneritehtaan kanssa. Yksikkö on Suomen ainoa lastulevytehdas. Lastulevyä valmistetaan räätälöidyillä mitoituksilla ja suurimpia loppukäyttäjäsegmenttejä ovat huonekalu- ja rakennusteollisuus. Arviomme mukaan noin 75 % Koskisen tuottamasta lastulevystä myydään Suomessa ja loput 25 % menee vientiin Eurooppaan. Lastulevyn osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta on ollut arviolta vajaat 20 % viimeisen vuoden aikana. Arviomme mukaan Koskisen Järvelän koivuvaneri- ja lastulevykapasiteetti kattaa valtaosan koko yksikön 175 000 kuutiometrin kapasiteetista

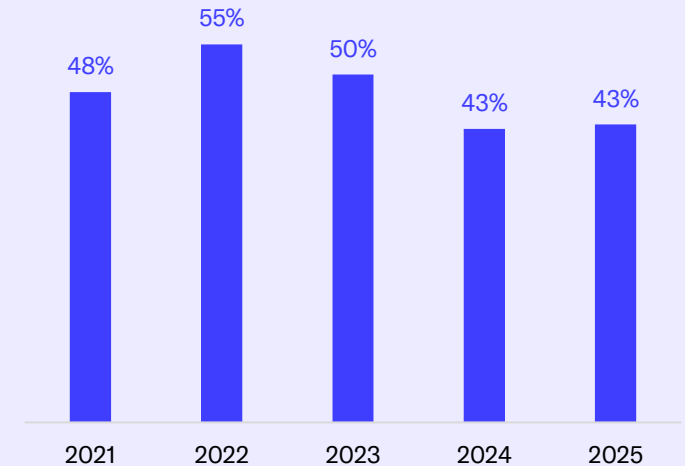
Lisäksi Levyteollisuus valmistaa Hirvensalmella kestäväää ja taipuisaa **ohutvaneria** ja **koivuviilua**, jotka sopivat laserleikkaukseen, muotopuristeisiin, designtuotteisiin, sisutuselementteihin, valaisimiin, teknisiin levyihin ja CNC-työstöön. Koskisen ohutvanerin ja viilun suurimpia loppukäyttäjiä ovat huonekalu- ja puusepänteollisuudet. Ohutvanerin ja viilun osuus Levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviolta reilut 5 % viimeisen vuoden aikana.

Levyteollisuuden viimeisenä tuotesegmenttinä Koskisen valmistaa Puolan Toporowissa ja Skwiezycznassa Kore-brändin alla sisustusratkaisuja kevyisiin ja raskaisiin hyötyajoneuvoihin. Ratkaisut käsittävät lattia- ja vuorauskomponentit, pyöräkotelot ja lisävarusteet. Kore on Koskiselle jalostava ja pääomakevyt kasvuliiketoiminta, jonka laajentamiseen yhtiö investoi noin 3 MEUR Toporowissa vuoden 2024 aikana. Vuonna 2025 investointia ajettiin ylös ja uskomme Kore-liiketoiminnan kasvaneen vuoden aikana selvästi. Koren osuus levyteollisuuden liikevaihdosta oli arviolta noin 10 % viimeisen vuoden aikana. Myös ohutvaneri, koivuviilu ja Kore-tuotteet myydään valtaosin Eurooppaan. Kore-liiketoiminnan pienen koon takia Koskisen Puolan zlotyyn liittyvät valuuttariskit ovat pieniä.

Levyteollisuuden arvioitu* liikevaihtojakauma



Levyteollisuuden osuus liikevaihdosta



Levyteollisuus 2/7

Levyteollisuus on lähtökohtaisesti Sahateollisuutta vakaampaa liiketoimintaa

Levyteollisuuden asiakkaista noin puolet muodostuu logistiikkasektorista (ml. kevyet ja raskaat hyötyajoneuvot) ja kolmannes rakennussektorista. Siten Levyteollisuus on Sahateollisuutta vähemmän riippuvainen rakentamisesta ja osaltaan tästä syystä se on vähemmän syklinen toimialana. Levyteollisuuteen yleinen talouskehitys vaikuttaa etenkin logistiikkasektorin investointisykliä kautta ja sitä kautta tulokuntoon heijastuu myös tiettyä syklisyyttä. Lisäksi arvoketjun varastojen muutokset voivat luoda liiketoimintaan heiluntaa pitkälläkin viiveillä (ts. koko arvoketju on pitkä).

Liikevaihdon kertymisen kausiluonteisuuteen vaikuttavat rakentamisen sesongit ja liiketoiminnan omat tuotantoseisokit. Kysynnän arvioimme olevan hieman Sahateollisuutta alkuvuosipainotteisempaa, kun taas etenkin Q3 on omien tuotantoseisokkien ja elokuuhun osuvan Keski-Euroopan lomakauden takia hyvin hiljainen Koskiselle. Kokonaisuutena Levyteollisuudessa logistiikkasektorin kysyntä on kuitenkin Sahateollisuutta tasaisempaa, mikä luonnollisesti tasoittaa myös konsernitason liikevaihdon kehitystä.

Suoramyynti sitoo käsipareja myyntiorganisaatioon

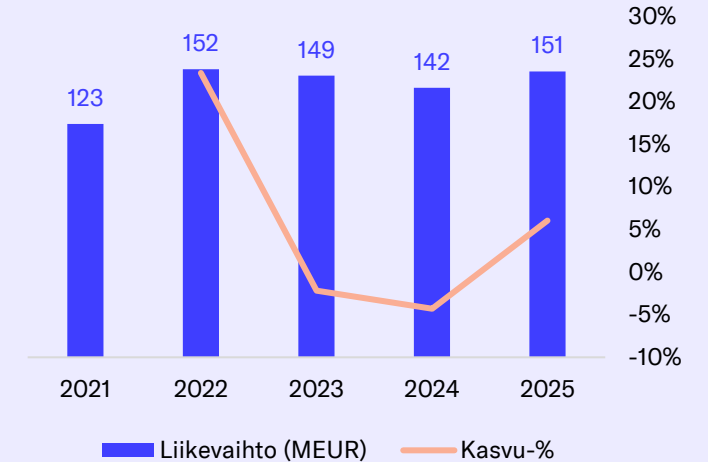
Arviomme mukaan Levyteollisuuden suurimmat asiakkaat voivat muodostaa karkeasti kaksinumeroisen prosenttiosuuden liiketoiminta-alueen liikevaihdosta, mutta lukumääräisesti asiakkaita on paljon ja myyntiä on myös pienille asiakkaille. Koskisen myy myös levytuotteitaan suuremmaksi osaksi suoramyyntin kautta. Vanerin ja lastulevyn myynnistä 70-80 % on arviomme mukaan suoramyyntiä asiakkaille. Tämän lisäksi pienempi lohko

(Inderes arvio 20-30 %) tuotteista myydään tukkukauppiaille ja jakelijoille. Yhtiön mukaan myynti pienemmille asiakkaille hoidetaan jakelijoiden ja tukkukauppioiden kautta, kun taas isoimpia asiakkaita palvellaan suoramyyntillä.

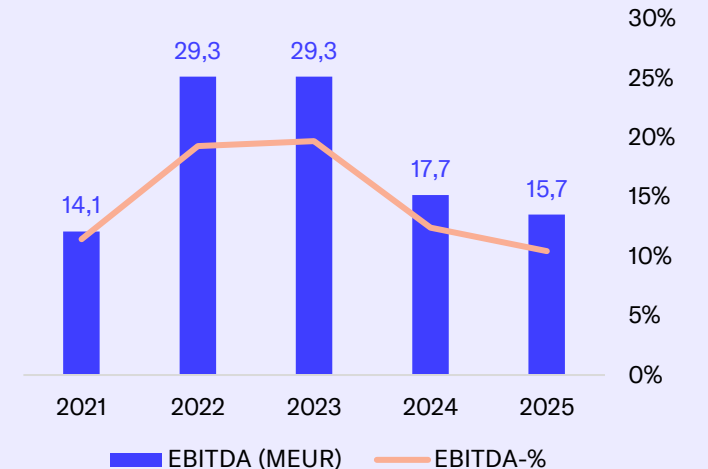
Levyteollisuudessa suoramyynti on strateginen valinta, sillä suoramyyntillä yhtiö kykenee saamaan korkeammat katteet (jakelijan/tukkurin välistä ottama kate jää yhtiölle) verrattuna myyntiin tukkukauppiaille ja jakelijoille. Lisäksi suoramyynti mahdollistaa asiakkaiden tarpeiden syvemmän ymmärtämisen ja niihin sekä tarpeiden muutoksiin reagoimisen räätälöidyn (esim. pinnoitteet) tuotevalikoiman pohjalta. Levyteollisuuden asiakkaista hyötyajoneuvosektori tarvitsee pääosin räätälöityjä tuotteita ja on laatu tietoinen. Oma myyntiverkosto voi muodostaa tietynasteisen alalle tulokynnyksen ainakin korkeimman lisäarvon segmentissä (vrt. ilman omaa myyntiä jo ennen sotaa operoivien venäläisten keskittyminen keski- ja alasegmenttiin).

Levyteollisuudessa Koskinen hoitaa myyntinsä täysin suoraan ilman agentteja. Keskeisillä markkinoilla Euroopassa yhtiöllä on myyntiorganisaatio ja myyntiä avustavat toiminnot sekä Kotimaan myyntiorganisaatio on Suomessa. Myös Levyteollisuudessa Koskisen pyrkii asiakkaiden silmissä erottamaan itsensä kilpailijoistaan luotettavana, pitkäaikaisena kumppanina tarjoamalla vastuullisesti hoidetuista suomalaisista metsistä peräisin olevasta lujasta puusta valmistettuja tuotteita laatua arvostaville asiakkaille etenkin Euroopassa. Tämä asiakasarvolupaus sekä laatuun keskittyminen ovat mielestämme järkeviä valintoja, sillä myöskään Levyteollisuudessa Koskisella ei mielestämme ole kansainvälisessä vertailussa kestäväää kustannusetua vaan pikemminkin kuluhaitta Suomen koivutukkimarkkinan kireän tilanteen ja melko korkeiden palkkatasojen takia.

Levyteollisuuden liikevaihto ja kasvu



Levyteollisuuden EBITDA ja EBITDA-%



Levyteollisuus 3/7

Hinnoittelumallit

Koskisen Levyteollisuudessa asiakassopimukset ovat tyypillisesti tilauskohtaisia. Tuotteiden hinnat asetetaan markkinastandardien mukaisesti ja ne neuvotellaan asiakaskohtaisesti. Yhtiö on panostanut arvopohjaiseen myyntiin, sillä sen joustavat tuotelinjat mahdollistavat tuotekehityksen sekä räätälöidyt tuotteet ja siten asiakaskohtaiset ratkaisut. Asiakaskohtaisten tuotarpeiden takia vanerille ei olekaan ohjaavia globaaleja tai alueellisia markkinahintoja.

Hinnoittelua tehdään kvartaalikohtaisesti eli edellisen kvartaalin aikana tunnustellaan seuraavan kvartaalin kysyntää ja hintatasoja. Levyteollisuuden hinnoittelusykli ovat olleet historiassa pidempiä, mutta nykyisin myös tässä segmentissä hinnoittelu on kvartaalipohjaista. Arviomme mukaan Koskisen pyrkii välttämään pidempiä volyymisitoumuksia myyntisopimuksissa etenkin kun Venäjän tarjonta on pois Euroopan levymarkkinoilta. Tässä turbulenssissa lopputuote- ja raaka-ainemarkkinoiden liikkeet voivat olla voimakkaitakin, mikä ei puolla pitkäaikaisia taloudellisia sitoumuksia.

Levyteollisuuden kertaluonteisesta kaupasta ja lyhyestä hinnoittelusyklistä huolimatta Koskisen asiakassuhteet ovatkin parhaimmillaan kymmeniä vuosia. Myynnin varma näkyvyys on siten lyhyt, vaikka toisaalta pitkäaikaiset asiakkuudet luovat kysyntään tiettyä jatkuvuutta ja ennustettavia kehityspolkuja.

Tuotekehitys painottuu Levyteollisuuteen

Koskisen pyrkii kehittämään uusia ratkaisuja pysyäkseen puutuoteollisuuden kehityksen mukana sekä ylläpitääkseen ja vahvistaakseen asiakassuhteita

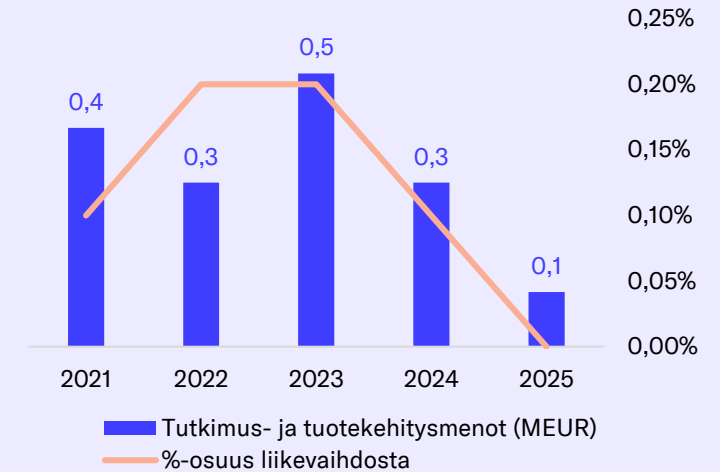
tarjoamalla asiakkaille uusia yksilöllisesti valmistettuja tuotteita. Koska sahatavaran tuoteominaisuudet ovat pitkälti standardoituja tuoteominaisuuksien osalta, tuotekehitys keskittyy pitkälti Levyteollisuuteen. Levyteollisuudenkin kypsän luonteen takia suorien tuotekehityspanostusten määrä on kuitenkin absoluuttisesti ja suhteellisesti vähäinen: viime vuosina Koskisen on käyttänyt konsernina alle 0,5 MEUR/v tai 0,1 % vuosittaisesta liikevaihdosta tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Tämän lisäksi yhtiöllä on toki jatkuvaa kehitys- ja testaustoimintaa yhteistyössä asiakkaiden kanssa, mutta näihin liittyvät kulut kirjataan palkkoihin ja muihin liiketoiminnan kuluihin.

Levyteollisuuden tuotekehityksessä Koskisen pyrkii keskittymään asiakkaille räätälöityihin ratkaisuihin. Viimeisimpänä esimerkkinä toimii Koskisen lanseeraama Zero rakennuslevy, joka on puhtaasti luonnonmukainen ja biopohjaisista raaka-aineista (valmistusprosessien sivuvirroista) valmistettu ratkaisu rakennusteollisuuden tarpeisiin. Joitakin vuosia sitten Koskinen lanseerasi vastaavan Zero-levyn kalustesegmenttiin. Zero-tuotteet voidaan valmistaa räätälöityihin mittoihin Koskisen nykyisillä tuotantokoneilla. Innovaatio on mielestämme kiinnostava, mutta myynnin osalta se ovat vielä todella alkutelineissä ja siksi näiden suurempaa läpilyönnin todennäköisyyttä ja voimaa on erittäin vaikea arvioida. Vallitseva heikko taloustilanne on myös lyönyt kapuloita uusien preemiohintaisten tuotteiden kaupallistamiseen viime vuosien aikana.

Koivuvanerimarkkina on pienempi ja paikallisempi

Suurin osa koivuvanerimarkkinoista sijaitsee Euroopassa, sillä alueella on ollut perinteenä käyttää koivuvaneria muiden levyvaihtoehtojen sijasta. Markkina on historiassa

Konsernin tuotekehityskulut



Levyteollisuus 4/7

kasvanut vakaasti kuljetus- ja rakennussektorien kasvun vetämänä. Näin ollen kyseessä on selvästi suurta ja globaalia sahatavaramarkkinaa pienempi ja paikallisempi markkina. Koivuvanerin jalostusarvo on myös merkittävästi sahatavaraa korkeampi, minkä takia raaka-aine ei dominoi samaan tapaan kulurakennetta kuin sahapuolella vaan myös muiden raaka-aineiden ja henkilöstötehokkuuden (ts. tuotannon automatisaatioasteen) rooli on merkittävä. Tuotteella erottautuminen ja laadulla kilpailu on Levyteollisuudessa Sahateollisuutta helpompaa, mutta isossa kuvassa profiloimme myös vaneriliiketoiminnan volyymivetoiseksi liiketoiminnaksi.

AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan globaalin koivuvanerimarkkinan arvioitiin olevan vuonna 2021 3,1 miljardia euroa, josta 66 % eli yli 2 miljardia euroa pidetään Koskisen osoitettavissa olevana markkinana (vrt. Koskisen ei ole mukana esimerkiksi suuressa LNG-segmentissä, jossa on hankala operoida ilman useampia tehtaita). Arviomme mukaan markkina on sittemmin kasvanut etenkin hintojen nousun ajamana, mutta toisaalta puutteellinen tarjonta on pakottanut asiakkaita hakemaan korvaavia ratkaisuja ja supistanut kysyntää heikon taloustilanteen lisäksi ainakin EU-maissa. Koivuvanerimarkkinan kasvuajureiden odotetaan olevan historian tapaan logistiikka- ja rakennussektoreiden kasvu.

Markkina on hitaasti kasvava

AFRY:n markkinatutkimuksen mukaan koivuvanerimarkkinan kysynnän odotetaan kasvavan 2,3 %:n vuosivauhtia vuosina 2022-2030. Markkinatutkimuksen mukaan vuosina 2021-2026 kasvu jakautuisi siten, että volyymit kasvaisivat 2,5 %, hinnat 1,7 % ja yhteenvetona arvon kasvu olisi noin 4,2 % vuositasolla. Arviomme mukaan

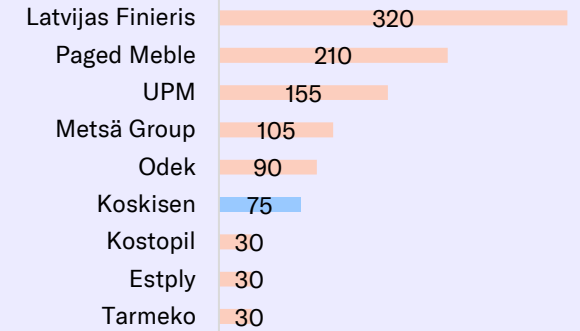
hintakomponentin realisoituminen riippuu kuitenkin kilpailutilanteesta ja toimialan kustannustasosta, kun taas volyymien osalta noin historiallista tasoa vastaava arvio on luotettavampi, vaikka emme uskokaan volyymien kasvaneen vuosina 2021-2025 ennustettua tahtia vaan mieluummin supistuneen tarjontarajoitteisella markkinalla. Isossa kuvassa koivuvanerimarkkina on kuitenkin hitaasti kasvava ajan yli.

Huomionarvoista on kuitenkin se, että yli 90 % Koskisen tuottamasta vanerista viedään EU-maihin ja Isoon-Britanniaan. Siksi kyseisen segmentin kilpailudynamiikka sijoittuu ennemminkin Eurooppaan, mutta pääkilpailijat tulevat etenkin Itä-Euroopasta ja Suomesta (Ruotsi ei ole vanerin tuottajamaa). Itä-eurooppalaisten vahvuutena ovat länsimaita alemmat henkilöstökustannukset, kun taas Baltiassa kärsitään Suomen tavoin kireästä puumarkkinasta. Teknologista etua myöskään vaneriteollisuudessa ei ole helppo saavuttaa, sillä modernia tuotantoteknologiaa on hyvin saatavilla investointikykyisille toimijoille.

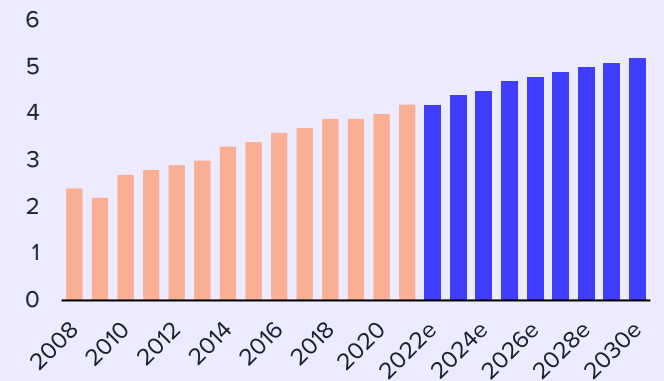
Koivuvanerimarkkinassa UPM:n vaneriliiketoiminta on suurin aktiivinen tuottaja Suomessa ja Koskisen sijoittuu mittelössä vasta kolmanneksi suomalaisista Metsä Groupin (Metsä Wood) jälkeen. UPM Vaneri ja Metsä Wood tekevät toki myös rakennussektorin ajamaa havuvaneria. Siten kokoluokan tuomalla mittakaavaedulla Koskisen ei pääse pullistelemaan, vaan yhtiö on markkinan mittakaavassa melko pieni peluri.

Koskisen Levyteollisuus on kyennyt tekemään vuosina 2021-2025 LTM 10-20 % oikaistua käyttökatemarginaalia, kun UPM Vaneri on kyennyt tekemään samalla jaksolla 2015-2025 LTM 12-25 %:n käyttökatemarginaalia. Tämän

Koivuvanerikapasiteetti Euroopassa



Koivuvanerin globaali kysynnän määrä (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m³)*



Levyteollisuus 5/7

UPM on kuitenkin tehnyt karkeasti kymmenkertaisella tuotantokapasiteetilla ja sitä kautta merkittävästi isommissa volyymeilla ja sitä kautta tulevilla skaalaeduilla. Lisäksi tuntuva osa on ollut alhaisemman kulutason maissa Virossa ja vuoteen 2022 asti myös Venäjällä, jossa kannattavuus on luultavasti ollut merkittävästi UPM:n muita vaneritehtaita korkeampi. Metsä Wood puolestaan on kyennyt tekemään keskimäärin noin 9 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2016-2024. Ulkomaisista toimijoista Levyteollisuuden verrokkiyritys latvialainen

Latvijas Finieris AS on kyennyt tekemään 6-20 %:n käyttökatemarginaalia vuosina 2013-2024. Huomautamme, että Metsä Wood, UPM Plywood ja Latvijas Finieris ei ole täysin vertailukelpoisia Koskisen kanssa. Myöskään Koskisen Levyteollisuuden kannattavuudesta ei ole erityisen pitkää aikasarjaa, joten Levyteollisuuden pidemmän aikavälin suhteellista kilpailukykyä tässä segmentissä ei ole täysin suoraviivaista arvioida.

Koivuvanerien hinnat

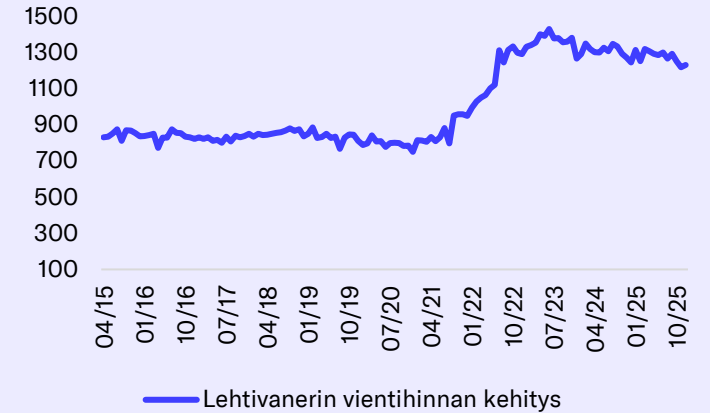
Vanerien hinnat ovat olleet historiassa sahatavarahintoja vakaampia erityisesti viimeiset 10 vuotta ennen vuotta 2022. Tämä johtuu arviomme mukaan vanerien sahatavaraa selvästi korkeammasta jalostusarvosta. Vanerin hinnatkin ovat nousseet viimeisen 1-2 vuoden aikana ennätystasolle, joka on antanut osaltaan myös voimakasta tukea Levyteollisuuden tulokselle etenkin vuosina 2022-2023. Levyteollisuuden myyntihinnat ja kannattavuus alkoi kvartaalitasolla nousta heti sodan puhkeamisen jälkeen Q2'22:lta alkaen ja kannattavuuskehitys oli pääosin hyvää aina Q3'23:lle asti, jonka jälkeen koivutukin noussut hinta, lievästi laskeneet lopputuotteiden hinnat ja lastulevysegmentin heikkous ovat puraisseet kannattavuutta.

Euroopan markkinoilla on vuoden 2022 alusta lähtien ilmennyt suurta tarjontavajetta Venäjältä tuontiin kohdistuvien pakotteiden johdosta, vaikka eurooppalaiset toimijat ovat pyrkineet tätä aukkoa parhaansa mukaan paikkaamaan. Venäjä oli aikaisemmin suurin koivuvanerin viejä Eurooppaan, joka vastasi parhaimmillaan jopa 60 %:sta Euroopan koivuvaneritarjonnasta. Käytännössä Venäjän koivuvanerin tuonti Eurooppaan on nyt kielletty, Pakotteet ovat toki vuotaneet kolmansien maiden kautta, mitä EU on pyrkinyt kuitenkin vuosina 2024-2025 tulppaamaan useammassa eri otteessa. Arvioimme Euroopan kuitenkin sopeutuneet vallitsevaan tilanteeseen, sillä kesän 2024 jälkeen markkinassa ei ole volyyymi- ja hintadatan perusteella ole koettu enää pulaa. Logistiikkasektorin kysynnän (ts. talouden) piristyessä pula voisi toki palata, minkä pitäisi nostaa koivuvanerin hintoja.

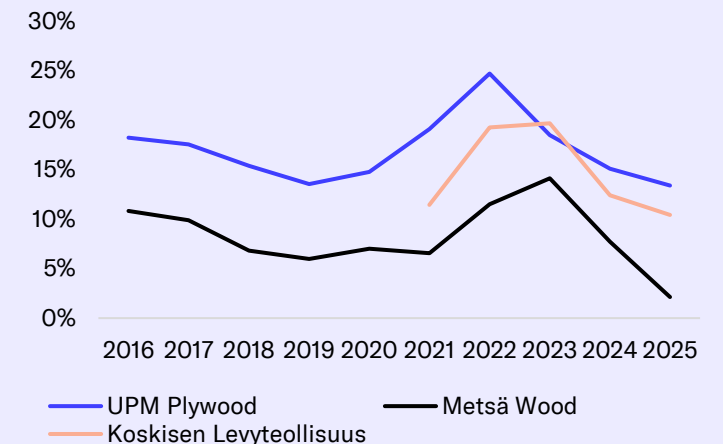
Raaka-ainemarkkinan kiristyminen tuntuu myös Levyteollisuudessa

Venäjältä tuotiin koivutukkeja Suomeen ennen Venäjän Ukrainassa vuonna aloittamaa hyökkäyssotaa. Tuonnin poistuminen on aiheuttanut ongelmia koivupuun saatavuudessa, vaikka Koskisen onkin välttänyt suoranaisen raaka-ainepulan aktiivisen ostotoiminnan ja sahausvolyymien mukana nousseiden puuostojen ansiosta (ts. koivua on saatu sivussa enemmän). Myös lisveden Metsän oston myötä määrällisesti kasvanut ja Savon hyville koivun saatavuutta kesästä 2025 alkaen. Yhtiö on myös pyrkinyt käyttämään pienempiä tukkikokoja, höllentämällä lajittelua ja optimoimalla sorvien automaatiikkaa materiaalisääntöä parantaen. Käsityksemme mukaan Venäjältä tehtaalle asti tuotu koivutukki ei kustannuksiltaan ole ollut poikkeuksellisen edullista ainakaan sotaa

Koivuvanerin hintakehitys, vienti, euroa/kuutio



EBITDA-% 2016-2025



Levyteollisuus 6/7

edeltäneisiin tukkihintoihin verrattuna. Suomessa sodan puhkeamisen jälkeen koivutukin hinnat ovat kuitenkin merkittävästi nousseet ennen loppuvuoden 2025 kyykyä, joten osa markkinan kiristymisen hyödyistä on valunut metsänomistajille. Tämä on näkynyt yhdessä heikon suhdanteen kanssa negatiivisesti myös Levyteollisuuden kannattavuuskehityksessä vuosina 2024-2025.

Investointien painopiste on siirtynyt Levyteollisuuteen

Koskisen ilmoitti joulukuussa 2024 aloittavansa kolmivuotisen investointiohjelman Levyteollisuudessa. Investointiohjelma ulottuu Koskisen strategiakauden eli vuoden 2027 loppuun asti. Investointiohjelman ensimmäinen vaihe toteutettiin vuoden 2025 aikana, ja siihen liittyvien investointien (sis. yksittäisiä laitteita tuotantoprosessiin) kokonaisarvo on noin 12 MEUR. Koko ohjelma kasvattaa Koskisen vanerin tuotannon kapasiteettia Järvelässä noin 30 % 85 000 m³:iin. Investointiohjelmalla mahdollistetaan Levyteollisuuden volyymikasvua, suoraviivaistetaan tuotantoa sekä helpotetaan siihen liittyvää sisälogistiikkaa. Toteutettaviin investointeihin sisältyy myös tuotantovaiheiden automatisointia. Koko ohjelman investointisummaa ei avattu vielä tässä vaiheessa, mutta arvioimme sen olevan noin 25-30 MEUR:n haarukassa kumulatiivisesti.

Painopisteen siirtäminen Levyteollisuuteen oli odotettu liike

Koskisen investoinnit ovat painottuneet viime vuosina voimakkaasti Sahateollisuuteen. Levyteollisuudessa markkina on vallitsevasta heikosta suhdanteesta huolimatta voimakkaasti tarjontarajoitteinen koivuvanerin päämarkkinalla Euroopassa, kun jopa 60 % tarjonnasta kattanut Venäjän tuotanto on toistaiseksi valtaosin (ts.

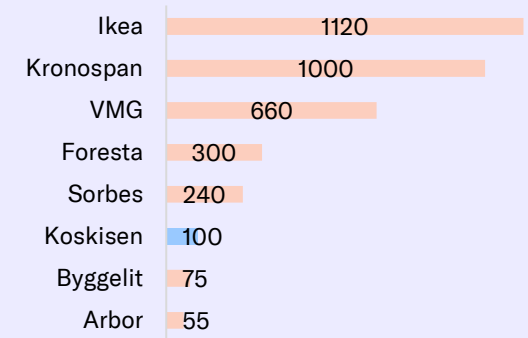
pakotteiden vuoto) pois pelistä. Mielestämme paras arvio toistaiseksi myös on, että tarjontarajoite tulee jatkumaan nähtävissä olevan tulevaisuuden, vaikka Ukrainassa saavutettaisiinkin rauhansopimus lähivuosina. Huomautamme silti, että Euroopan ja Venäjän kaupan palautumisella voisi olla tuntuva vaikutus koivuvanerimarkkinaan, sillä Koskisenkin asiakkaat voisivat käyttää Venäjän tarjonnan palautumista neuvottelukorttina, vaikka Koskisen yläsegmentin räätälöity tarjonta kilpailisikin harvemmin suoraan laadultaan alempiin loppukäyttösegmentteihin keskittyneen venäläisen vanerin kanssa.

Tämä tilannekuva ja lisveden Metsän oston sekä Järvelän nousseiden puunostovolyymien myötä tehostunut koivutukin hankinta puoltavat mielestämme koivuvanerikapasiteetin kasvattamista. Myös jatkuva laatupyramidin yläosaan pyrkiminen on keskeinen osa Koskisen kilpailukykyä, mihin myös investointiohjelma tähtää. Lisäksi vaneriteollisuus on edelleen työvoimavaltaista etenkin tiettyjen osaprosessien osalta, joten automaatioinvestoinneilla on edellytyksiä alentaa kustannuksia. Näin ollen näemme investointiohjelman loogisena jatkumona Koskisen kasvustrategian toteuttamisessa. Arviomme mukaan Koskisen pystyy rahoittamaan koko investointiohjelman nykyisten kassavarojensa ja liiketoiminnan generoiman rahavirran turvin, vaikka kokonaisuutena ohjelma lienee vuodelle 2025 kohdistuvaa osuutta selvästi suurempi.

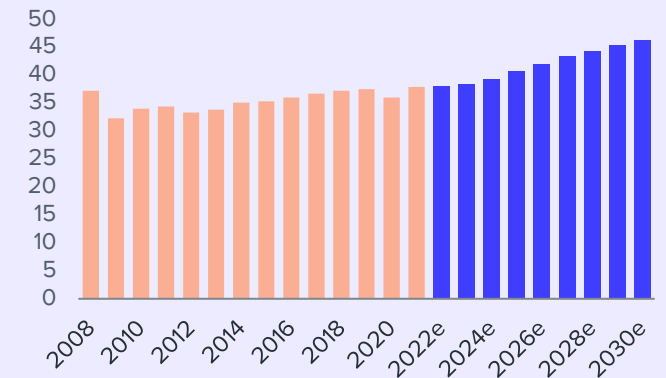
Lastulevysegmentissä kilpailua tulee Suomen ulkopuolelta

Koskisella on erittäin vahva asema kotimaassa

Lastulevykapasiteetti Skandinaviassa ja Baltiassa



Lastulevyn kysynnän määrä Euroopassa (pl. Venäjä ja Valko-Venäjä, miljoonaa m³)*



Levyteollisuus 7/7

lastulevysegmentissä, sillä yhtiön mukaan sen markkinaosuus Suomessa on ainoana paikallisena lastulevytoimittajana noin 50 %. Koskisen pystynee myymään lastulevyään hintapreemiolla, sillä tuote on kestävästi valmistettu ja toimitusaika Suomeen on nopea. Lisäksi korkea markkinaosuus auttaa Levyteollisuutta lastulevyn hintatason ylläpitämisessä Suomessa, sillä yhtiö pystyy kontrolloimaan paikallista kysyntä/tarjontadynamiikkaa tuotantoa säätämällä.

Rakennusprosessin heikon vaiheen takia Koskisen on myös rajoittanut vuoden 2023 loppupuolelta lähtien lastulevyn tuotantoaan ja arviomme mukaan liiketoiminnan tämän hetkinen kannattavuustaso on vaatimaton. Yhtiö on pyrkinyt lisäämään lastulevyn osalta vientiponnisteluja, mutta tilaa vievänä ja edullisena tuotteena lastulevy ei juuri jaksa kantaa logistiikkakustannuksia tiettyjä korkealaatuisimpia segmenttejä (mm. Zero) lukuun ottamatta. Tämä ja liiketoiminnan korkea Suomi-paino huomioiden segmentin liikevaihdon elpyminen ja tyydyttävän tulostason elpyminen vaatisi arviomme mukaan etenkin Suomen rakennusmarkkinan piristymistä, vaikka heikosta nykytasosta vientiponnisteluiden onnistuminen voisikin tukea yksikön tulostulokonttribuutiota.

Vaikka lastulevysegmentissä nykytilanne on syklisesti heikko Suomen rakentamisen kyntäessä, pidemmällä aikavälillä lastulevyn kysynnän odotetaan kasvavan Euroopassa noin 2,2 %:n kasvuvauhtia seuraavan 10 vuoden aikana huonekalutuotannon ja rakennusteollisuuden vetämänä. Arviomme tämän ennusteen peilaavan myös Suomen markkinan kasvua ajan yli. Kokonaisuudessaan Euroopan lastulevymarkkinan arvioitiin olevan vuonna 2021 11 miljardia euroa. Tästä noin

5 % voidaan pitää Koskiselle relevanttina markkinana, sillä valtaosa markkinasta on alhaisen laatuluokan halpaa lastulevyä.

Lastulevymarkkinasegmentissä Koskisen kohtaa kilpailua ainoastaan ulkomailta. Maantieteellisesti kilpailijat tulevat etenkin Keski-Euroopasta. Lisäksi IKEA on suuri lastulevytuottaja, mutta se ei kilpaile suoraan Koskisen kanssa, koska se käyttää suurimman osan tuotannostaan sisäisesti. Arviomme mukaan lastulevyn tuotanto on Koskiselle kuitenkin rakenteellisesti kannattavuudeltaan koivuvanerisegmenttiä alhaisempaa lopputuotteen matalamman lisäarvon sekä hinnoittelua kurissa pitävän kilpailun takia.

Koren kilpailijat ovat pieniä yhtiöitä

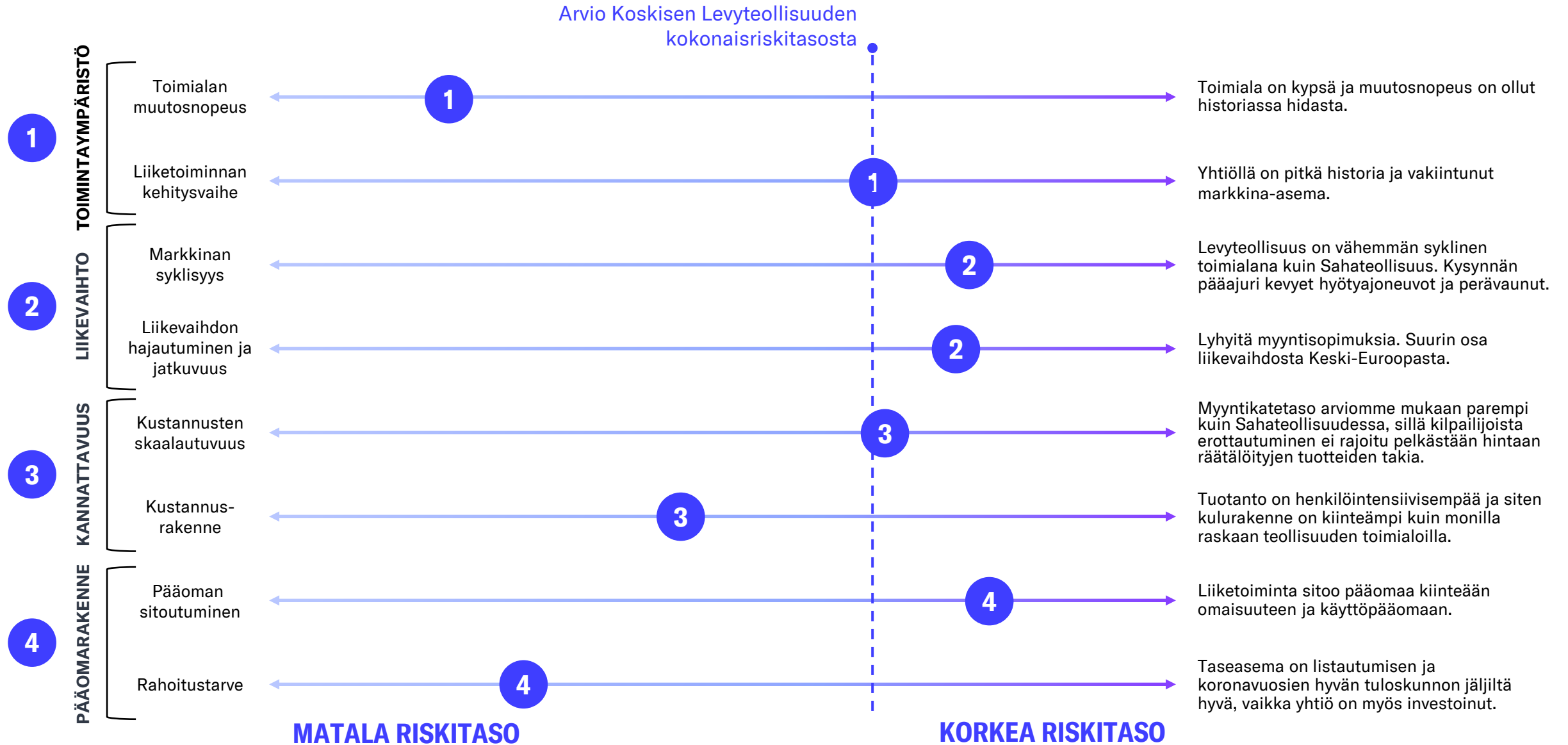
Koskisen Kore-liiketoiminnan pääkilpailijat ovat käsityksemme mukaan pieniä keski- ja itäeurooppalaisia yhtiöitä ajoneuvoratkaisuolosuhteissa. Suurimmalla osalla kilpailijoista ei ole omaa levytuotantoa toisin kuin Koskisella vaan ne kattavat arvoketjusta Koskista lyhyemmän pätkän. Oman tuotannon sijaan kilpailijat ostavat levyjä suuremmilta tuottajilta ja jalostavat ne lopputuotteiksi.

Kore-tuotteiden taustalla oleva ajuri on käytännössä kevyiden ajoneuvojen sekä perävaunujen tuotannon määrä. Lisäksi yhtiö pyrkii laajentamaan kasvaneen kapasiteettinsa myyntiä myös junasegmenttiin. Hyötyajoneuvomarkkinalla keskeinen trendi on arviomme mukaan sähköistyminen. Koskisen ratkaisuja tarvitaan hyötyajoneuvoissa käyttövoimasta riippumatta, mutta Koren koivuvaneripohjaiset ratkaisut ovat monia kilpailevia vaihtoehtoja kevyempiä. Tämän pitäisi olla jonkinasteinen etu markkinaosuutta aikanaan voittavissa sähköisissä

hyötyajoneuvoissa. Vastaavasti EU:n käyttövoimiin liittyvän regulaation epäselvyys ja poukkoilevuus voi haitata myös Koskista lyhyellä aikavälillä, sillä lyhyen aikavälin kysyntä on riippuvaista keveiden hyötyajoneuvojen tuotannon määrästä.

Lähtökohtaisesti Koren kaltaisen niche-segmentin Koskiselle relevantti markkina on absoluuttisesti pieni, mutta arvioimme myös sen olevan Koskisen Kore-liiketoiminnan kokoluokkaan peilattuna merkittävä. Vastaavasti pienen niche-markkinan kasvuvauhti lienee kypsiä markkinoita korkeampi. Vastaavasti marginaalipotentialiaali jalostavassa pääomakevyessä liiketoiminnassa on luultavasti koko Levyteollisuutta alhaisempi, mutta toisaalta pääomaakin liiketoimintaan sitoutuu kevyen konekannan takia maltillisesti. Koskisen mittakaavassa Koren kasvun vaikutus konsernin kokonaislukuun on kuitenkin melko pitkään rajallinen, vaikka pidämmekin pääomakevyteen jalostavaan ja hyvän pääoman tuottopotentialin tarjoavaan segmenttiin panostamista järkevänä, kun huomioidaan yhtiön portfoliota dominoivien saha- ja vaneriliiketoimintojen jossain määrin pääomavaltainen luonne.

Koskisen Levyteollisuuden riskiprofiili



Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/5

Puunhankintatoiminto ja puutukkien hinnanmuodostus

Raaka-aineiden ostot ovat merkittävin kuluerä Koskisen tuloslaskelmassa. Arviomme mukaan raaka-aineostot vastaavat karkeasti 40 % Koskisen liikevaihdosta. Suurimman osan raaka-ainekuluista muodostavat raakapuun ostot. Puun hintaan ja sitä kautta puuostoihin vaikuttaa ensisijaisesti kysynnän ja tarjonnan tasapaino Suomen paikallisilla puumarkkinoilla. Puun kysyntäpuolella Koskisen on kilpailtava sekä suomalaisten suurten metsäyhtiöiden keskitettyjen puunhankintaorganisaatioiden että itsenäisten sahayritysten kanssa. Puun tarjontapuoli taas muodostuu Suomessa yksityisten metsänomistajien, valtion sekä kuntien ja muiden julkisyhteisöjen luomasta tarjonnasta sekä tuonnista. Kysynnän ja tarjonnan tasapainoa on hetkauttanut muun muassa se, että Venäjältä ja Valko-Venäjältä kaiken puun tuonti on kielletty vastauksena Venäjän Ukrainassa aloittamaan sotaan.

Puun tehdashinnan muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä ovat kysynnän ja tarjonnan lisäksi esimerkiksi puun korjaamisen ja kuljettamisen kulut, energian hinta sekä tukki- ja kuitupuun hintaerot. Lisäksi sääntelyn puolelta hinnan muodostumiseen voivat vaikuttaa suojelu, pakotteet ja vientirajoitukset. Tilapäistä vaikutusta hintoihin voivat myös aiheuttaa muutokset puun korjuuolosuhteissa, jotka voivat johtaa tilapäiseen puupulaan paikallisilla markkinoilla esimerkiksi kelirikon tai metsäpaloriskien takia tai kasvaneeseen tarjontaan myrsky- tai tuholaisuhojen takia. Korjuukulut ovat lähtökohtaisesti talviaikaan hieman korkeammat, mutta tyypillisesti puun kantohinnat Suomessa ovat kausiluonteisesti korkeimmillaan keväällä ja alkukesästä kysyntäpohjaisista syistä.

Koskisen ostaa puuta Etelä- ja Itä-Suomesta

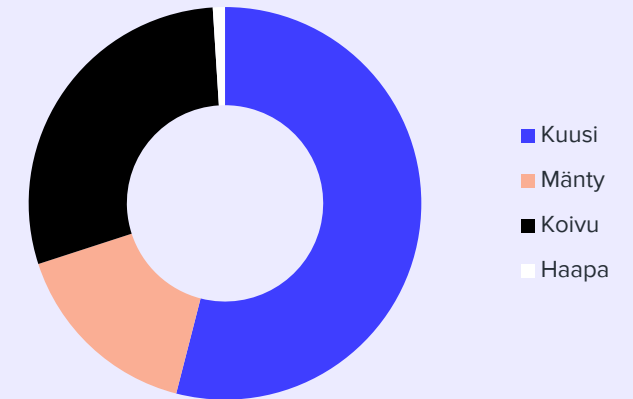
lisveden Metsä oston jälkeen Koskisen vuotuinen puun hankintakapasiteetti on noin 1,9 miljoonaa kuutiometriä. Tästä arviomme mukaan noin puolet oli kuusta, viidesosa mäntyä ja noin neljännes koivua. Karkeana nyrkkisääntönä yhtä sahatavarakuutiometriä kohden tarvitaan kaksi kuutiometriä tukkipuuta. Vanerissa saanto vaihtelee huomattavasti tuoteominaisuuksien mukaan. Koskisen hankkii suurimman osan puustaan tuhansilta metsänomistajilta Etelä- ja Itä-Suomesta.

Luonnonvarakeskuksen tilastojen mukaan Etelä-Suomessa mänty-, kuusi-, ja koivutukkihinnat ovat olleet keskimäärin noin 0-5 % korkeammalla kuin koko maan tilastoissa. Vastaavasti Kymi-Savon (Itä-Suomi) tilastojen mukaan puunhinta on mukailut samoja tasoja kuin hinnat koko Suomessa keskimäärin. Näin ollen puun hankinnan osalta Koskisen maantieteellinen altistuminen ei ole optimaalinen, mutta Etelä-Suomen korkeampien ostojen vastineeksi keskimääräiset kuljetusmatkat tehtaalle ovat arviomme mukaan pääosin kilpailukykyisessä alle 150 kilometrin haarukassa. Lisäksi Järvelään painottuva tuotanto on lopputuotelogistiikan kannalta etu, sillä rakentaminen painottuu Etelä-Suomeen ja keskeiset vientisatamat ovat etelärannikolla. Tämä paikkaa ainakin osin yhtiön Suomen keskiarvoa luultavasti korkeampaa puun keskiostohintaa.

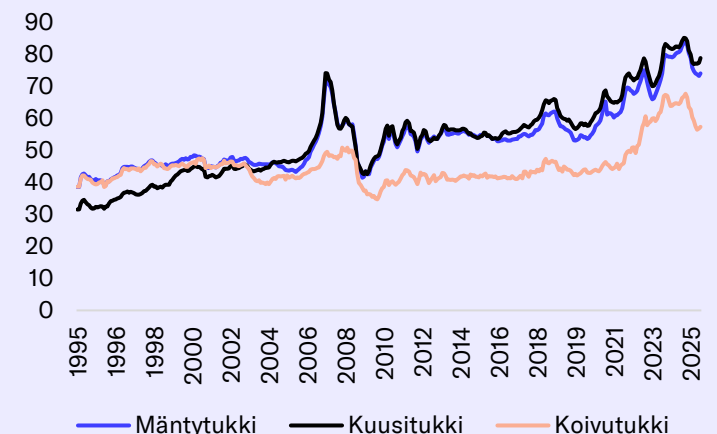
Metsäjätien operointi puumarkkinalla aiheuttaa puutuoteyhtiöille haasteita

Suomessa puuostoja dominoivien isojen metsäyhtiöiden osin strategisella raakapuun ostamisella on merkittävä rooli puumarkkinan kysynnän ja siten hinnan muodostumisen kannalta. Tätä dynamiikkaa korostaa se, että suurten metsäyhtiöiden liiketoimintamallit ja puun hankinta on

Koskisen hankkiman puun arvioitu jakautuminen puulajeittain



Puun kantohinnat kuukausittain Suomessa (koko maa)



Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/5

optimoitu kemiallisen metsäteollisuuden näkökulmista, minkä takia isoille yhtiöille on tärkeää saada konsernitulosten muodostumisen kannalta tärkeemmän kuitupuun hinnat pidettyä kurissa. Tämä myös onnistui melko hyvin aina Venäjän aloittamaan hyökkäyssotaan asti.

Käytännössä isot metsäyhtiöt saattavatkin olla valmiita maksamaan tukista (ja aiemmin Venäjän tuontipuusta) suhteessa enemmän ja jopa ”ylihintaa”. Metsänomistajan puun myynnin tulo muodostuu etenkin arvokkaammasta tukista, vaikka myydystä volyyministä pääosa on kuitupuuta. Nämä tekijät hankaloittavat puumarkkinan dynamiikkaa pelkästään puutuotteisiin keskittyneiden yhtiöiden, kuten Koskisen, näkökulmasta. Tämän dynamiikan emme oleleta murtuvan, vaikka puutuoteteollisuus onkin pyrkinyt haastamaan metsäjättien tapaa toimia puumarkkinoilla jo pitkään. Venäjän hyökkäyssodan jälkeen tukkipuun ja kuitupuun hintaero on kuitenkin pääsääntöisesti hieman supistunut, mikä on lähtökohtaisesti positiivinen asia Koskiselle.

Koskisella on tyypilliseen kotimaiseen sahayhtiöön verrattuna laajempi puunhankintaverkosto, sillä yhtiö tarvitsee vanerin tuotantoon myös koivua. Tämä toisaalta vaatii suhteellisesti enemmän käsipareja puunhankinnassa ja tuo sitä kautta kiinteää kulumassaa. Korjuu- ja kuljetustoiminnan yhtiön on ulkoistanut alihankkijoille (erä noin 12 % liikevaihdosta). Toisaalta vastapainoksi yhtiö hyötyy raaka-ainehuollon paremmasta hallinnasta. Tästä on ollut myös konkreettisesti havaittavia hyötyjä, sillä Koskisen on onnistunut erittäin kireästä koivutukin saatavuustilanteesta huolimatta hankkimaan koivutukkaa tarpeeksi tuotantonsa pyörittämiseksi vuosina 2022-2025 sekä mahdollistamaan vanerituotannon kasvattamisen

vuodesta 2025 alkaen. Puun hankintaan liittyen Koskisen tarjoaa metsänomistajille myös säännöllisen kumppanin etuja sekä tiettyjä palveluita, mikä on vastuullisuuden ja kireän raaka-ainekilpailun takia mielestämme tarpeellista.

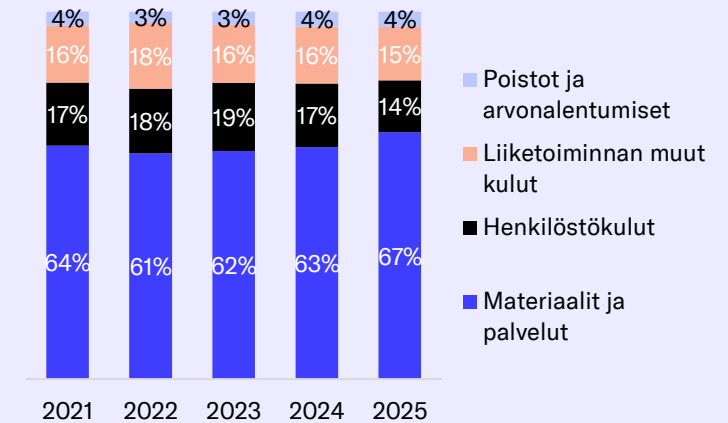
Liiketoiminnan suurin kuluerä on materiaalit- ja palvelut

Koskisen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on ansaintalogiikkaa mukaillen materiaali- ja palvelukulut, jotka ovat vuosina 2021–2025 vastannut noin 53–66 % liikevaihdosta. Kuten todettua, suurin osa yhtiön materiaalikuluista muodostuu etenkin puun ostoista (ml. eteenpäin myytävä kuitupuun), sahalajosteiden ja vanerin valmistukseen liittyvistä pinnoitteista ja liimoista sekä muista tuotantomateriaaleista. Lisäksi erään kuuluu ulkopuolisia palveluita, jotka käsittävät puunkorjukseen, kuljetuksiin ja koneiden korjauksiin liittyvät palvelut.

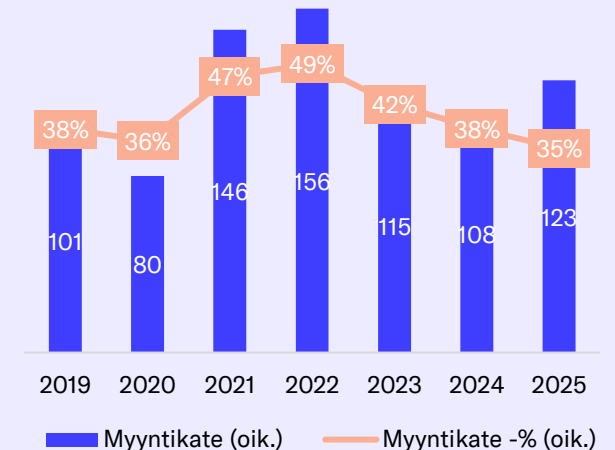
Materiaalikulut korostuvat arviomme mukaan etenkin raaka-aineintensiivisessä Sahateollisuudessa, mutta myös korkeamman jalostusasteen Levyteollisuudessa puuostot ovat suurin yksittäinen kuluerä. Tukkipuun hinnat eli tukin tehdashinta voidaan jakaa seuraaviin komponentteihin: pystyssä olevan puun kantohinta, korjuukustannukset, kuljetuskustannukset sekä yleiskustannukset. Näistä kantohinta on suurin kustannuserä, mutta tukin tehdashinta on silti selvästi kantohintaa korkeampi. Kokonaisuudessaan Koskisen materiaali- ja palvelukulut ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia kuluja.

Vuosina 2021-2025 Koskisen vuositason myyntikateprosentti on liikkunut 37–49 %:n haarakassa. Myyntikate-%:iin vaikuttaa luonnollisesti myös liikevaihtotaso ja sen osakomponenttina etenkin myyntihinnat jopa enemmän kuin muuttuvien kulujen taso.

Kulurakenne
%-osuus kokonaiskuluista



Myyntikatteen kehitys



Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 3/5

Tarkastelujakso on ollut myyntikatteen ja sitä kautta koko yhtiön kannattavuuden muodostumisen kannalta varsin hyvä, sillä vuosina 2021-2022 sahatavaran hinnat ja vuosina 2022-2023 koivuvanerien hinnat olivat erittäin korkealla. Markkinatilanteen muutosten ja Sahateollisuuden suhteellisen osuuden kasvun takia myyntikatemarginaalin suunta on ollut viime vuosina pääosin laskeva. Koskisen ei ole avannut segmenttikohtaisia myyntikatteitaan, joten lukujen täsmällinen arviointi on hankalaa. Arvioimme kuitenkin myyntikateprofiilin olevan matalampi Sahateollisuudessa, kun taas Levyteollisuudessa kateprofiili on parempi sen lopputuotteiden ollessa jalostusasteeltaan ja sitä kautta arvoltaan korkeampia. Vastaavasti Levyteollisuus on selvästi Sahateollisuutta henkilöstöintensiivisempää. Etenkin Sahateollisuuden toimialalla myyntikatteet ovat suhteellisen matalia, ja toimijakohtaisesti tähän vaikuttavat kunkin toimijan hinnoittelustrategia sekä suoramyynnin osuus, vaikka kysyntä/tarjonta-tilanne sekä raaka-ainehinnat sanelevat kuitenkin lopulta katteiden muodostumista pääasiallisesti.

Tuotanto vaatii käsipareja

Koskisen toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut. Niiden osuus liikevaihdosta on ollut vuosina 2021-2025 14-17 %. Vaikka tuotannon automaatioaste on parantunut ja paranee uuden Järvelän yksikön myötä Sahateollisuudessa, on liiketoiminta silti melko henkilöintensiivistä etenkin useita tuotannon osaprosesseja sisältävässä ja keskimäärin vanhemmalla kapasiteetilla (ts. alemmalla automaatioasteella) operoivassa Levyteollisuudessa, vaikka käynnistetty investointiohjelma tulee toki parantamaan Levyteollisuuden henkilöstötehokkuutta. Myös Koren jalostava liiketoiminta on henkilöintensiivistä, mutta Koren henkilöstö on toki matalamman palkkatason Puolassa.

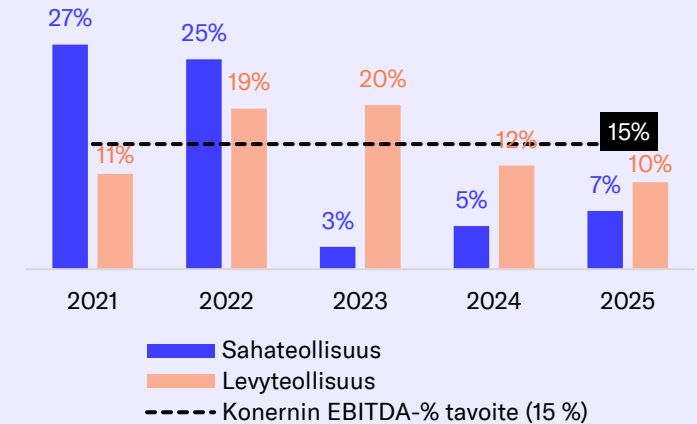
Tämän lisäksi puunhankintatoiminto sekä suoramyyntiin keskittyminen sitovat henkilöstöresursseja.

Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat jossain määrin skaalautuvia tuotannon automaatioasteen parantuessa. Myös kalliiden työvuorojen (ts. yöt ja viikonloput) osuuden pitäisi olla jatkossa selvästi lähihistoriaa vähäisempi. Henkilöstökulut ovat tietyn aikaviiveen jälkeen alaspäin joustavia, mitä tukee myös Suomen joustava lomautusmahdollisuus. Tämä toisaalta antaa tietynlaista joustavuutta kulutason sopeuttamiseen heikossa kysyntäympäristössä, vaikka aiemmin Koskisen on usein heikompinkin aikoina pyrkinyt molemmilla toimialoilla pienenä pelurina täyttämään kapasiteettinsa ja jättänyt markkinatasapainosta huolehtimisen suurempien toimijoiden huoleksi. Tämä on toiminut vuosina 2023-2025 Sahateollisuudessa kohtuullisesti, sillä yksikön kannattavuus on ollut useita keskeisiä verrokkeja parempi.

Muiden kulujen rooli liki yhtä suuri kuin henkilöstökulujen

Koskisen liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut vuosien 2019-2025 aikana noin 13-15 %. Kulut sisältävät pääasiassa myyntirahteihin, huoltoon ja toimituksiin liittyviä kuluja ja myyntiprovisioita myyntiagenteille sekä kiinteistöjen kunnossapitokuluja. Näiden lisäksi tavanomaisia hallintoon liittyviä tietotekniikka-, konsultointi- ja hallintopalvelukuluja. Sähkön osuus kokonaiskuluista on arviomme mukaan 2-3 %, joten osuus ei ole merkittävä. Koskisen myös suojaa sähkön hintaa. Muiden kulujen suhteellista osuutta voidaan pitää melko korkeahkona, joskin toimialalle tyypillisenä tasona. Arviomme mukaan liiketoiminnan muut kulut ovat pääosin melko kiinteitä ja siten skaalautuvia kuluja.

Liiketoimintasegmenttien käyttökatemarginaalit



Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 4/5

Tase sitoo kiinteää omaisuutta

Koskisen pitkäaikaiset varat muodostuvat pääasiassa aineellisesta omaisuudesta (2025 lopussa 141 MEUR), josta suurimman osan muodostaa yhtiön tuotantolaitosten rakennukset, tuotannossa käytettävät koneet ja muu kalusto. Loput pitkäaikaisista varoista käytännössä kattaa 32 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuserä, josta suurin osa koostuu Järvelän voimalaitoksen vuokrasopimuksesta. Liikearvoa Koskisen tase ei sisällä (vrt. lisveden Metsän ostosta kirjattiin pieni negatiivinen liikearvo tulokseen), ja muunkin aineettoman omaisuuden osuus taseesta on pieni. Emme näe Koskisen pitkäaikaisessa omaisuudessa alaskirjausriskejä.

Vuoden 2025 lopun taseen lyhytaikaiset varat (142 MEUR) sisältävät operatiiviseen toimintaan sitoutuvaa vaihto-omaisuutta 62 MEUR sekä myyntisaamisia 31 MEUR. Vastaavasti ostovelkoja oli katsauskauden päättyessä 47 MEUR (ml. maksumenettelyn korolliset ostovelat 7 MEUR).

Käyttöpääoman tehokkuuden näkökulmasta myyntisaamisten kiertoaika on pyörinyt 30 päivän molemmin puolin viimeisen 3 vuoden aikana, kun taas ostovelkojen maksu on kestänyt keskimäärin 80 päivää. Vaihto-omaisuuden kiertoaika vastaavalla ajanjaksolla on ollut 40–50 päivää. Käyttöpääomaerien kiertoaajat ovat olleet historiassa suhteellisen vakaat varaston kierron hidastumista lukuun ottamatta ja viime vuosien tasot ovat mielestämme melko relevantti lähtökohta myös jatkoon.

Koskisen tarjoaa puunmyyjille KoskiRaha-palvelua, joka on käytännössä yhtiön ostovelkojen rahoittamiseen liittyvä työkalu. Mikäli puunmyyjä haluaa lykätä puusta saatavaa maksua Koskiselta, saa myyjä korkoa rahoilleen vastineeksi. Tällä hetkellä korko 3,5 % alle 20 000 euron

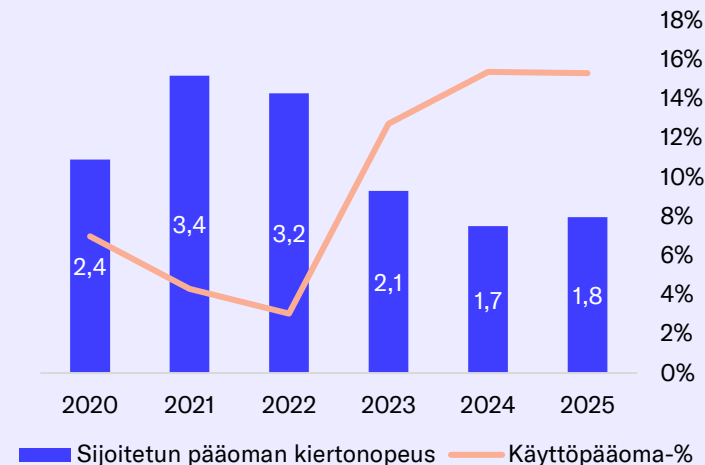
summille ja 4,0 % yli 20 000 euron summille. Korot ovat historiallisesti liikkuneet markkinakorkojen suuntaisesti ja arvioimme tämän jatkuvan. KoskiRahan kokoluokka on kuitenkin pieni suhteessa taseen kokoon, ja siten sen merkitys yhtiön tuloksen muodostumisen kannalta on rajallinen.

Liiketoiminta sitoo pääomaa kiinteään omaisuuteen

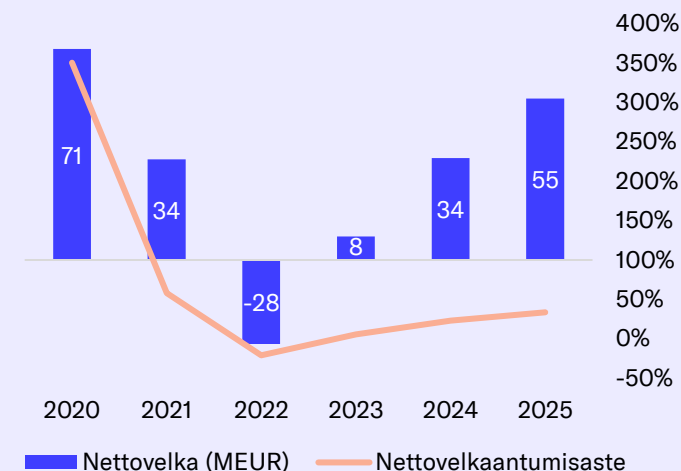
Koskisen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yhtiölle. Yhtiön käyttöomaisuus (ml. IFRS 16 standardin mukaiset vuokratut käyttöomaisuushyödykkeet) muodosti vuoden 2025 lopussa hieman yli 50 % taseesta, ja näiden omaisuuserien osuus vuotuisesta liikevaihdosta taaksepäin katsoen oli vajaat 50 %. Näin ollen Koskisen liiketoiminta sijoittuu selkeästi pääomavaltaisten yhtiöiden laariin, vaikka viime vuosien merkittävien investointien takia tase lieneekin nyt pidemmän ajan keskiarvoja hieman pulskempi. Sijoittajien tulee kuitenkin varautua pidemmällä sihdillä kilpailukyvyyn ylläpitämiseen ja liiketoiminnan kasvattamiseen vaadittaviin investointeihin liiketoiminnan luonne huomioiden.

Kiinteän omaisuuden lisäksi liiketoiminta sitoo operatiivista käyttöpääomaa. Käyttöpääoman osuus liikevaihdosta on ollut viime vuosina noin 12–15 %:n luokkaa. Tämä koostuu etenkin varastosta, sillä ostovelkojen ja myyntisaamisten suhde yhtiöllä on ollut selvästi positiivisella puolella (ts. ostovelat > myyntisaamiset). Kokonaisuutena liiketoiminnan käyttöpääomaintensiteetti on mielestämme noin keskitasoa Helsingin pörssin kontekstissa. Näin ollen liiketoiminnan kasvattaminen vaatii panostuksia kiinteän omaisuuden lisäksi myös käyttöpääomaan.

Pääoman sitoutuminen



Nettovelka ja velkaantumisaste



Konsernin kulurakenne ja taloudellinen tilanne 5/5

Vakavarainen tase

Rahavaroja vuoden 2025 lopun taseessa Koskisella oli noin 24 MEUR listautumisannin ja viime aikojen pääosin hyvän tai kohtuullisen tuloskehityksen ansiosta. Lisäksi mielestämme rahoitusvaroihin lukeutuvat käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat rahoitusvarat (lyhyt + pitkä aik.) noin 12 MEUR. Siten Koskisen likviditeettitilanne on hyvä.

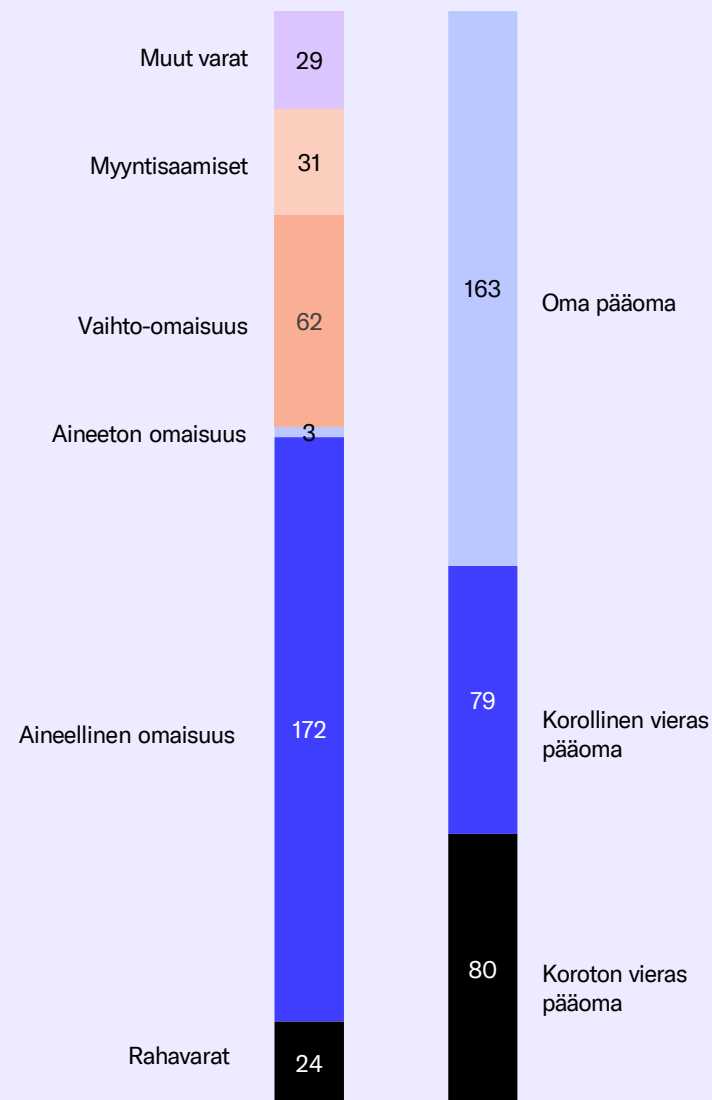
Omaa pääomaa Koskisen vuoden 2025 lopun taseessa oli noin 163 MEUR. Puolestaan korollista velkaa (sis. vuokratavuvelat ja korolliset ostovelat) oli noin 79 MEUR ja korotonta velkaa noin 75 MEUR. Näin ollen yhtiöllä oli raha- ja rahoitusvarat huomioituna nettovelkaa reilu 70 MEUR vuoden 2025 lopussa. Täten yhtiön vuoden 2025 lopun nettovelkaantumisaste oli noin 33 % ja vastaavasti omavaraisuusaste oli noin 51 %.

Koskisella ei ole numeerisia tasetavoitteita, mutta mielestämme Koskisen kestäisi liiketoiminnan syklisestä luonteesta huolimatta maltillista velkavipua ilman osakkeen riskiprofiilin merkittävää kasvua. Mielestämme sopiva taso voisi olla esimerkiksi yli 45 %:n omavaraisuusaste, noin 20–30 %:n nettovelkaantumisaste ja karkeasti 1x-2x tasolla oleva nettovelka/käyttökate-suhde (vrt. vuoden 2025 lopussa 1,9x). Näin ollen yhtiön taseasema on mielestämme terve, kun huomioidaan, että yhtiö siirtynee ainakin orgaanisessa investointisyklissä kohti seesteisempää vaihetta. Kohtuullista tasetilannetta peilaten yhtiö sai myös uusittua vuoden 2025 lopulla rahoituspakettinsa aiempaa alemmilla marginaaleilla sekä hitaammalla lyhennysohjelmalla keskeisten rahoittajapankkien kanssa.

Tase ei aiheuta rajoita strategian toteuttamista

Mielestämme Koskisen tase mahdollistaa myös ainakin orgaanisen kasvun rahoittamisen rahavirran ja velan turvin. Yritysjärjestelyt sen sijaan vaatisivat ainakin aivan pienimpiä ostoksia lukuun ottamatta lisää omaa pääomaa tai osakkeen käyttämistä maksuvälineenä (vrt. Koskisen maksoi lisveden Metsän yritysarvoltaan 22,5 MEUR:n kauppahinnasta reilut 7 MEUR omilla osakkeilla). Lisäksi Koskisen osinkokapasiteetti on mielestämme kohtuullinen, jos yhtiö ei tee epäorgaanisia tai suurempia orgaanisia kasvuinvestointeja lähivuosina. Osinkotasot riippuvat kuitenkin luonnollisesti lähivuosien tuloskehityksestä.

Tase
(2025 322 MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

-2018

2019–
2022

2024–

Muovautuminen puunjalostusyhtiöksi

- Fokus pitkien asiakassuhteiden vaalimisessa ja kehittämisessä
- Taloudellisen suorituskyvyn kehittäminen yli syklien
- Vuonna 2010 pakettiautojen sisustusratkaisuiden tuotannon aloittaminen Kore-brändin alla Puolassa
- Vaneri- ja lastulevyliiketoiminnot yhdistyminen Levyteollisuus-liiketoimintasegmentiksi

Strategian ”Must Win Battles”

Toteutunut

- Konsernirakenteen selkiyttäminen
- Suurinvestointi kapasiteettia tuovaan ja tehokkuutta parantavaan Järvelän uuteen sahayksikköön ja pienemmät investoinnit tuotantolinjojen osiin oman kilpailukyvyn vahvistamiseksi molemmissa yksiköissä
- Onnistunut pääomien kerääminen listautumisannilla
- Erittäin vahvat tulosvuodet 2021–2022
- Kokoluokan ja puunhankinnan kasvattaminen lisveden Metsän ostolla vuonna 2025

Yhtiön suorituskyvyn merkittävä parantaminen

- Taloteollisuus-liiketoiminnan myyminen
- Brändiuudistus ja integroidun online-höyläyslinjan sekä Bio8-kattilan käyttöönotto Järvelässä
- Investointipäätös Järvelän uuden yksikön rakentamisesta
- Listautuminen
- Venäjän toimintojen lopettaminen

Lähitulevaisuus 1–2 vuotta

- Järvelän investointien loppuunsaattaminen ja niiden hyötyjen varmistaminen molemmissa liiketoiminnoissa
- Vaihteleviin taloussuhdanteisiin ja Suomen kireään puumarkkinaan sopeutuminen
- Uusien tuotteiden, räätälöinnin ja asiakaspalvelun kehittäminen
- lisveden Metsän integrointi Koskiseen, synergiat ja kokonaisuuden optimointi (ml. kasvu Levyteollisuudessa)
- lisveden Metsän kannattavuuden parantaminen volyyymiä kasvattamalla
- Konsolidaation mahdollisuuksien kartoittaminen etenkin Sahateollisuudessa ja Suomessa

Kasvun kiihdyttäminen investoinneilla

- Järvelän investointien ja lisveden Metsän oston hyötyjen varmistaminen
- Orgaaninen kasvu asiakasymmärryksen (ml. tuoteräätälöinti), kilpailukykyisen myynnin ja laadukkaan asiakaspalvelun avulla
- Ketterän liiketoimintamallin kehittäminen ja ylläpitäminen: nopea reagointikyky asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin
- Kireään puumarkkinaan sopeutuminen
- Vastuullisuuden edelläkävijyys pienentämällä Koskisen valmiiksi pientä hiilijalanjälkeä ja kasvattamalla sen hiilikädenjälkeä kehittämällä vastuullisempia tuotteita

Seuraavat 5 vuotta

- Seuraavan strategiakauden kasvunälän määrittäminen
- Tehtyjen investointien hyötyjen ulosmittaus ja investointitahdin rauhoittaminen
- Korkeamman lisäarvon tuotteiden kehittäminen ja myynti
- Asiakassuhteiden laadukas ylläpito
- Tuoteportfolion kehittäminen orgaanisesti sekä yritysostoin
- Levyteollisuuden investointiohjelman viimeistely
- Yritysostojen kartoittaminen Suomessa ja kovan kasvuhaluun skenaariossa myös ulkomailla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Koskisen strategian painopistealueet

Arvon luominen asiakkaille

Koskisen **panostaa** korkealaatuisiin ja räätälöityihin tuotteisiin, asiakaslähtöiseen palveluun ja innovatiivisiin ratkaisuihin.

Nykytoiminnan kehittäminen

Koskisen pyrkii **vahvistamaan** tehtaidensa kilpailukykyä ja erottautumista, tuotekehitystä sekä ottamaan uudet avaukset käyttöön tehokkaasti.

Rohkeiden askeleiden ottaminen

Koskisen **suunnittelee** ja **valmistautuu** mahdollisiin yritysostoihin ja investointeihin.

Vastuullisuuden ja kestävän kehityksen edistäminen

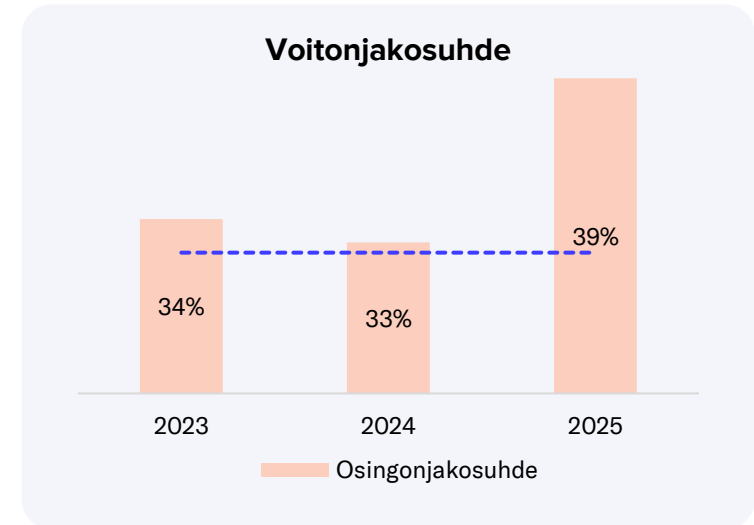
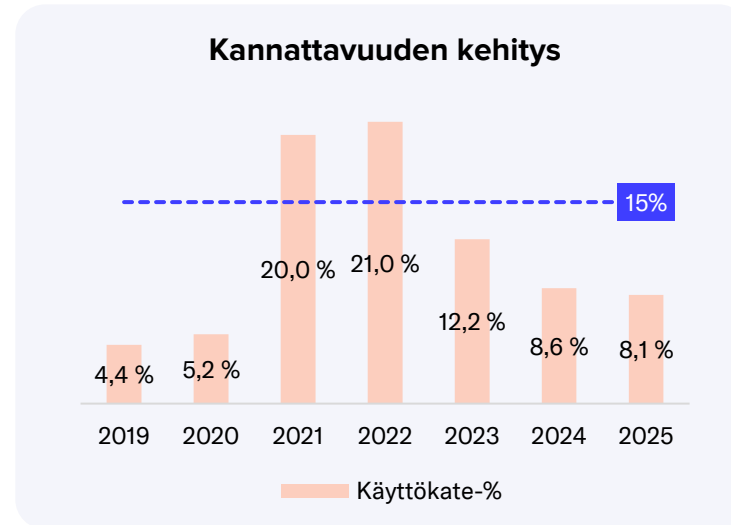
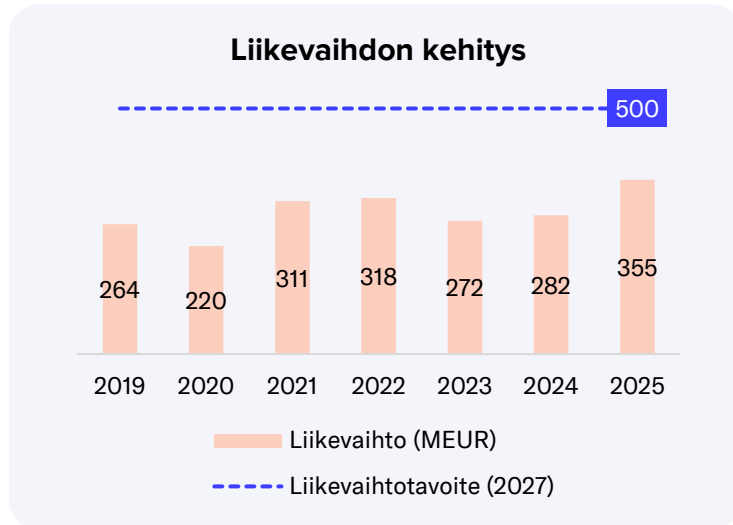
Koskisen **huomioi** toiminnassaan luonnonvarojen viisaan käytön, pyrkii hillitsemään ilmaston muutosta sekä investoi kestäviin biotalouden ratkaisuihin.

Inderesin kommentit Koskisen strategisista painopistealueista

- Koskisella ei mielestämme ole Suomen korkea tuotannon kustannustaso huomioiden kestäviä kustannusetuja kv-vertailussa, vaikka yhtiön tehtaot (etenkin Järvelän uusi sahalinja) ovatkin sinällään tehokkaita. Näin ollen laatuun, räätälöintiin ja innovatiivisiin ratkaisuihin keskittyminen on mielestämme yhtiölle looginen ja lähes ainoa vaihtoehto toimialan keskimääräisiä tasoja paremman kannattavuuden saavuttamiseksi.
- Asiakasarvon luonnin osalta keskeistä on myös tuotannon jalostusarvon asteittainen hilaaminen ylöspäin esimerkiksi jalostuksen, Kore-tuotteiden ja pitkällä aikavälillä mahdollisesti myös täysin uusien puutuotteiden avulla.
- Arviomme mukaan nykyisen liiketoiminnan kehittäminen sisältää kaupallisen puolen ja tehtaiden tuotantotehokkuuden kehittämisen (ml. mm. Levyteollisuuden investoinnit).
- Tehokkuuden osalta Järvelän uudessa sahalinjassa on merkittävä parannuspotentiaalia (ml. kapasiteetin nosto pullonkauloja avaamalla) eikä investointien kaikkia hyötyjä ole vielä nähty tuloslaskelmassa täysin.
- Kaupallisella puolella yhtiön pitää onnistua myymään etenkin Järvelän uutta ja edelleen mahdollisesti kasvavaa kapasiteettia ja myös muita nykytuotteita enenevässä määrin markkinoille kannattavasti.
- Yhtiö tarkastelee mahdollisia yritysjärjestelyjä myös lisveden Metsän oston jälkeen etenkin Sahateollisuudessa Suomessa sekä Levyteollisuudessa orgaanisia investointimahdollisuuksia.
- Sahateollisuudessa selkeästi isompaan mittakaavaan kasvattava, ilman suurempia päällekkäisyyksiä oleva ja kulusynergioita (etenkin puunhankinta) tuova yritysjärjestely Suomessa voisi olla järkevää. Kore-segmentissä yritysostoilla on mahdollisuus luoda arvoa liiketoimintojen arvioitu hyvä pääomantuottokyky huomioiden.
- Rohkeat askeleet tulevat luultavasti vaatimaan aikanaan merkittäviä pääomia, mikä edellyttää yhtiöltä vahvan taseen säilyttämistä.
- Metsien käyttöön liittyy kasvavia paineita eri sektorilta, minkä takia metsäteollisuuden yleisen hyväksyttävyyden varmistaminen edellyttää järkevää raaka-aineen käyttöä.
- Koskisen tuotteet ovat selvästi hiilinegatiivisia ja siten ilmastonmuutosta hillitseviä, mikä antaa yhtiölle poikkeuksellisen hyvät lähtökohdat vastuullisuustrendistä hyötymiseen.
- Vastuullisuuteen panostus tulee vaatimaan yhtiöltä myös investointeja, mutta osa näistä avannee myös uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Koskisen taloudelliset tavoitteet



Koskisen asettamat taloudelliset tavoitteet

Kasvu Kyky tehdä 500 MEUR liikevaihtoa sisältäen orgaanisen sekä epäorgaanisen kasvun

Kannattavuus Keskimäärin 15 %:n käyttökatemarginaali yli syklin

Tase Vahvan taseen säilyttäminen

Voitonjako Houkutteleva osinko – vuosittain vähintään kolmannes nettotuloksesta

Inderesin kommentit Koskisen taloudellisista tavoitteista

- Liikevaihtotavoitteen saavuttaminen vaatisi lisveden Metsän oston jälkeenkin epäorgaanista kasvua ja piristyvää markkinaa. Arviomme mukaan yritysjärjestelyjen tulisi ohjautua sahateollisuuden suurempiin kuusen sahaamiseen keskittyneisiin toimijoihin ja Etelä- tai Keski-Suomessa, jotta teollinen logiikka (kapasiteetin kasvu, asiakaskunnan laajentuminen, synergiat ja puun hankinnan tehostuminen) ja järjestelyn mittakaava olisi sopiva.
- Kannattavuustavoite on haastava toimialakontekstiin ja yhtiön historiaan suhteutettuna. Etenkin sahateollisuudessa kannattavuustasot ovat rakenteellisesti matalat ja hyvin volatiilit. Lisäksi levyteollisuudessakaan erittäin harva toimija on kyennyt ulosmittamaan liiketoiminnasta yli 15 %:n käyttökateä yli sykliä. Näin ollen pidämme tavoitetta varsin haastavana saavutettavaksi yli sykliä, mutta yksittäisinä hyvän syklin vuosina tavoite on toki mahdollista saavuttaa.
- Liiketoiminnan syklin luonne huomioiden taseen vahvana pitäminen on kriittistä rahoitusriskien hallitsemiseksi. Mielestämme yhtiön maltillisesti nettovelallinen nykytase kuitenkin täyttää jo tasetavoitteen ja antaa yhtiölle reserviä ainakin maltillisiin orgaanisiin kasvuinvestointeihin.
- Voitonjakotavoite mahdollistaa kasvuinvestoinnit, mikäli houkuttelevia mahdollisuuksia ilmenee. Joustava tavoite antaa myös liikkumavaraa, jota yhtiö on lyhyen pörssihistoriansa aikana mielestämme myös käyttänyt.

Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Mallinamme Koskisen liikevaihdon lyhyen ja keskipitkän ajan kehitystä liiketoimintasegmenttien arvioidun volyymikasvun, lopputuotteiden ennustetun keskihintakehityksen ja yksikkökustannusten ennusteiden pohjalta. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme myös konsernin myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioihimme markkinan pidemmän aikavälin kasvuvauhdista, Koskisen markkinaosuuden kehityksestä ja Koskisen kestävästä kannattavuustasosta (vrt. yhtiön historiallinen track-record sekä arviomme yhtiön kannattavuuspotentiaalista).

Makrotalouden näkymä

Koskisen päämarkkina-alueilla Euroopassa ja Suomessa talouskasvu oli hyvin vaimeaa vuonna 2025, kun geopoliittinen epävarmuus, luottamusongelmat ja vaisu vientikysyntä kuristivat taloudellista aktiviteettia sekä yksityisen kulutuksen että investointien osalta. Etenkin Koskiselle tärkeä rakentaminen ei ole toipunut länsimaissa pandemian jälkeisestä korkojen noususta, vaikka etenkin Euroopassa korkotasoa laskeutui jo kohtuulliselle noin 2 %:n tasolle.

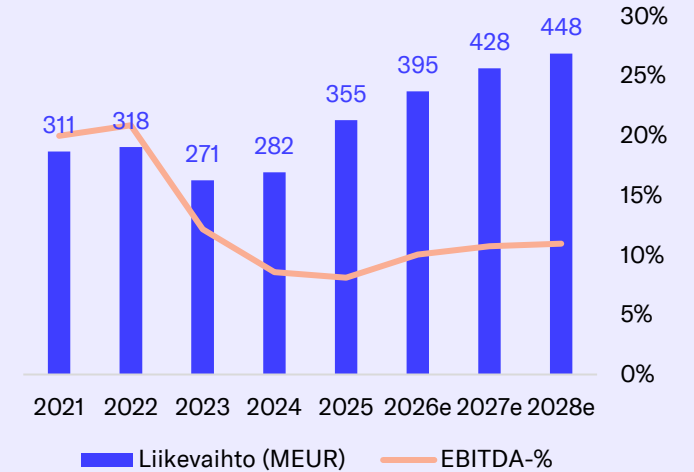
Vuoden 2025 aikana etenkin Saksa ja myös muut Euroopan maat päättivät merkittävästä puolustus- ja infrainvestoinneista. Myös reaali-palkat ovat nousussa. Näin ollen lähtökohdat vuoteen 2026 olivat myönteiset, mutta maaliskuussa 2026 puhjennut Iranin sota sekä siitä seurannut energian tarjontashokki ja hintojen nousu ovat luoneet uhkia elpymisen ylle etenkin energian tuonnista riippuvaisilla Euroopan ja Japanin alueilla. Kohonneen

inflaatiouhan takia Euroopan keskuspankki saattaa nostaa tänä vuonna ohjauskorkoja, ja markkinakorot ovat jo nousseet. Korkojen nostot olisivat negatiivista Koskiselle tärkeälle rakentamiselle. Energian tarjontashokin taloudelliset vaikutukset riippuvat pitkälti tilanteen kestosta, jota on hyvin vaikea arvioida toistaiseksi.

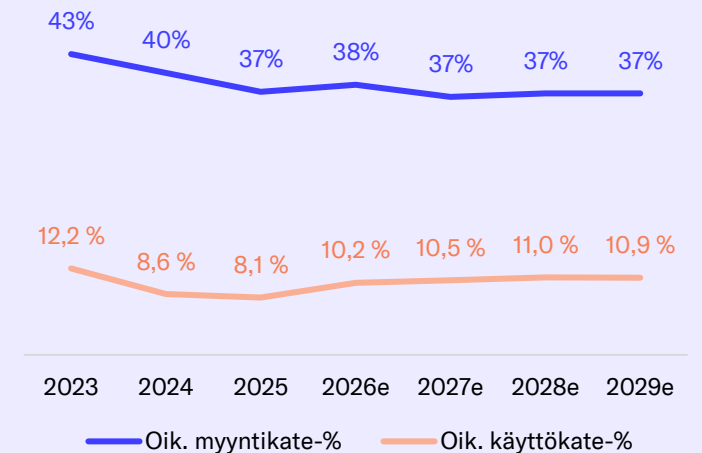
Ekonomistien odotuksissa (päivitetty valtaosin ennen Iranin sodan puhkeamista) on, että Suomessa ja Euroopassa talous kääntyy vuosien 2026-2027 aikana hitaaseen 1-2 %:n kasvuun. Myös Japanissa kasvun odotetaan olevan hidasta karkeasti 1 %:n tasoa. Jälkisykliselle rakentamiselle vuoden 2026 alkupuoli tulee todennäköisesti olemaan vielä hankala, mutta rakentaminen voisi toipua vuoden 2026 jälkipuoliskolla ja ensi vuonna, jos Iranin sota tai muut geopoliittiset ongelmat eivät estä yleistalouden elpymistä. Logistiikkasektorin ajamassa Levyteollisuudessa kehityskaari on mielestämme jokseenkin samansuuntainen, sillä esimerkiksi Volvo odotti ainakin ennen energiakriisiä rekkamarkkinan kääntyvän loppuvuotta kohti hitaaseen kasvuun Euroopassa (arviomme keveiden ajoneuvojen markkinan kehittyvän suunnilleen samansuuntaisesti). Sekä Sahateollisuudessa että Levyteollisuudessa arvoketjujen varastot ovat käsityksemme mukaan alhaiset, joten myönteisen käänteen alussa varastojen normalisointi voisi arviomme mukaan tukea ainakin lievästi ja väliaikaisesti kysyntää sekä hinnoittelua molemmissa segmenteissä.

Suomen puumarkkinan odotamme pysyvän lähtökohtaisesti kireänä lähivuodet, sillä perusskenaariossamme kemiallisen että mekaanisen metsäteollisuuden tuotanto toipuu suhdanteen mukana, eikä tarjontaa kasva oleellisesti. Tämän toteutuminen toki vaatii, ettei energiakriisi sysää Euroopan talouden toipumista tauolle. Odotamme kapasiteetin

Liikevaihto ja kannattavuus



Oik. myyntikate-% ja oik. käyttökate-%



Ennusteet 2/5

sulkemiset kuitenkin rajoittavan puun hinnan nousun kulmakerrointa ennustehorisontilla. Suhdanteen huteran toipumisen sekä toimialan kilpailukykyhaasteet voivat kuitenkin aiheuttaa puun hintaan volatiliteettia, kuten H2'25:llä nähtiin. Näin ollen puun hinnan osalta pahin tilanne osui todennäköisesti vuoteen 2025.

Koskisen perusskenaarion ennusteemme perustuvat yllä kuvattuun globaalin talouden ja päämarkkina-alueiden makronäkymään lähivuosille. Makrotalouden tilanne on kuitenkin hauras etenkin Euroopassa, mitä osaltaan korostaa myös geopoliittisen tilanteen luultavasti pitkäaikaisesti noussut yllätysmomentti. Kauppapolitiikan muutokset, Ukrainan ja Iranin sotien ratkeaminen ja uudet sotilaalliset toimet voivat myös muuttaa kokonaiskuvaa merkittävästi ja nopeasti. Näin ollen makrotalouteen (ml. kasvu, inflaatio, korot) liittyvät kaksisuuntaiset ennusteriskit ovat edelleen tuntuvat.

2026: Tuloskasvun jatkamiselle on mielestämme edellytykset

Koskinen ohjeisti vuoden 2025 tilinpäätöksessään vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan ja käyttökatemarginaalin olevan 8–12 %. Koskisen on turbulentista toimintaympäristöstä huolimatta osunut viime vuosina ohjeistuksiinsa. Mielestämme se antaa hyvän lähtökohdan lyhyen tähtäimen ennustamiseen tässä vaiheessa, vaikka ohjeistus onkin hyvin leveä ja jättää siten tuloskasvun suhteen tilaa hyvin erilaisille lopputulemille.

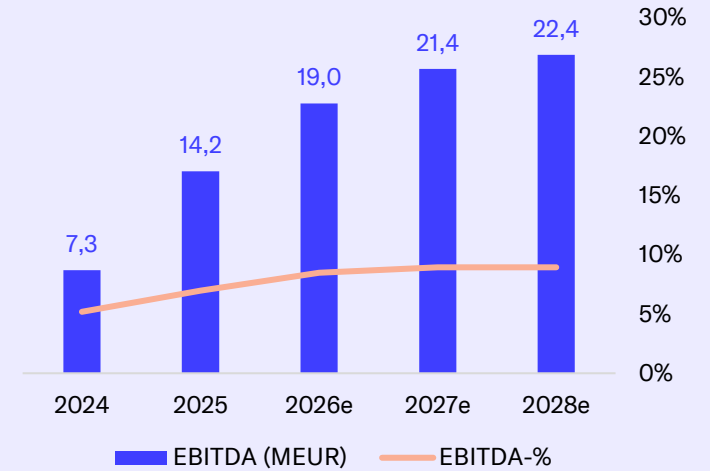
Sahateollisuudessa kasvua tukee ensi vuonna myös lisveden Metsä 5 kuukauden osalta. Sahatavaramarkkinan hintatasojen osalta näemme kehittyvän vuosien 2024-2025 tavoin lievän positiivisesti, sillä yleisesti kannattavuudet

ovat toimialalla vaatimattomia ja varastot matalia, minkä pitäisi mahdollistaa hintojen lievät korotukset, jos kysyntä toipuu edes hieman loppuvuoden aikana. Vastaavasti energiapuumarkkinan laskenut hinta rokottanee Koskisen liikevaihtoa hieman. Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme Sahateollisuuden myynnin kasvavan vuonna 2026 10 % 223 MEUR:oon. Kasvu on arviomme mukaan valtaosin epäorganista. Sahateollisuuden kannattavuuden arvioimme parantuvan 1,5 %-yksikköä 8,5 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin kasvun, investointien tiettyjen tehokkuushyötyjen, lisveden Metsän synergioiden ja puun keskihinnan lievän laskun ansiosta.

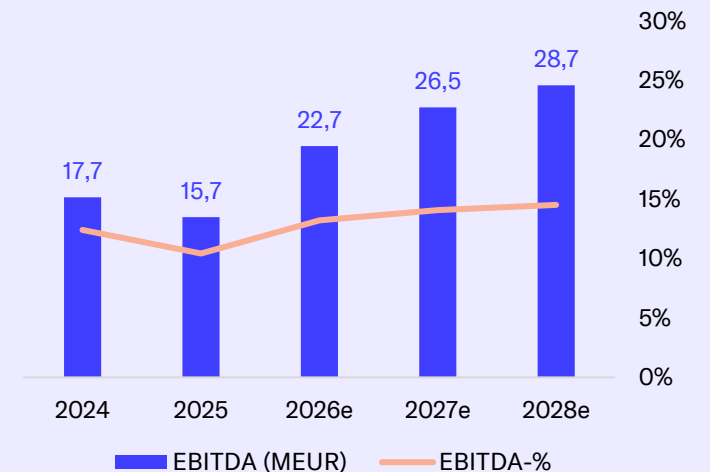
Perusskenaariossamme Venäjän koivuvanerin tarjonta pysyy pääosin (ts. pakotteiden vuoto) poissa Euroopan markkinoilta tänäkin vuonna. Myös kysynnän pitäisi piristyä vuoden mittaan yleisen taloustilanteen mukana ja yhtiön käytössä oleva kapasiteettikin on investointien ansiosta viime vuotta suurempi. Lastulevysegmentin odotamme käyttäytyvän suunnilleen Sahateollisuuden kaltaisesti, joskin lastulevyn kysynnän toipuminen lienee liiketoiminnan suuren Suomi-painon takia hieman Sahateollisuutta hitaampaa. Koren pitäisi kasvaa arviomme mukaan hieman, jos regulaatio tai makrohuolet eivät sotke ajoneuvojen ensirekisteröintejä. Lisäksi Koressa lienee vuonna 2024 valmistuneiden investointien jälkimainingeissa myös parannusvaraa tehokkuudessa.

Odotamme Levyteollisuuden volyymin kasvavan vuonna 2026. Keskihintojen arviomme nousevan lievästi, mutta yleinen kysyntätilanne ja kasvava oma kapasiteetti eivät arviomme mukaan mahdollista tänä vuonna voimakkaita hintojen korotuksia päällä olevasta tarjontahäiriöstä huolimatta. Raaka-ainepuolella pahin painekin lienee jo ohi

Sahateollisuuden EBITDA ja EBITDA-%



Levyteollisuuden EBITDA ja EBITDA-%



Ennusteet 3/5

markkinan kireästä dynamiikasta huolimatta ohi. Näin ollen arvioimme Levyteollisuuden liikevaihdon kasvavan 12 % 172 MEUR:oon volyymivetoisesti. Levyteollisuuden kannattavuuden taas arvioimme kohoavan lähes 3 %-yksikköä 13 %:n oikaistuun EBITDA-marginaaliin lähinnä kasvun tulosvivun ja investointiseisokkien vuotta 2025 pienempien tulosrasitusten takia.

Konsernitason käyttökäteen ennusteemme (ei kertaeriä) vuodelle 2026 on 40 MEUR, mikä vastaa 10 %:n EBITDA-%. Käyttökätesuhteella arvioimme yhtiön tuloksen paranevan volyymikasvun ja tehokkuushyötyjen ajamana lähes 40 % suhteessa edellisvuoteen. Vuonna 2026 Koskisen poistot kasvavat arviomme mukaan yhä hieman investointien kasvattaman taseen ansiosta. Liikevoittonnusteemme kohoaa silti vivulla suhteessa käyttökäteeeseen. Rahoituskulut ovat vakaat 3,6 MEUR ennusteessamme vuonna 2026 hyvässä kunnossa olevan taseen ansiosta ja veroprosentti on tavanomaisella tasolla 20 %:ssa. Näin ollen EPS:n ennusteemme on 0,67 eurossa. Osinkoa ennustamme Koskisen maksavan vuoden 2026 tuloksesta 0,20 euroa osakkeelta voitonjakopolitiikkaa heijastellen.

Rahavirran puolella volyymikasvusta johtuva käyttöpääoman nousu jättää ennusteessamme rahavirran hieman vaisuksi käyttökäteeeseen nähden (vrt. maksetut korot ja verot vastaavat tuloslaskelmaeriä). Sen sijaan taas investoinnit putoavat vuosien 2021-2025 korkeista tasoista, vaikka yhtiö investoi ylläpidon lisäksi etenkin Levyteollisuuteen 7 MEUR tänä vuonna sekä joitakin miljoonia Järvelän sahan pullonkaulojen avaamiseen (kanavakuivaamo). Investointiennusteemme on lievästi poistojen tasolla 18 MEUR:ssa. Nettovoiton ja positiivisen vapaan rahavirran ansiosta Koskisen tase vahvistuu hieman vuoden 2026 aikana.

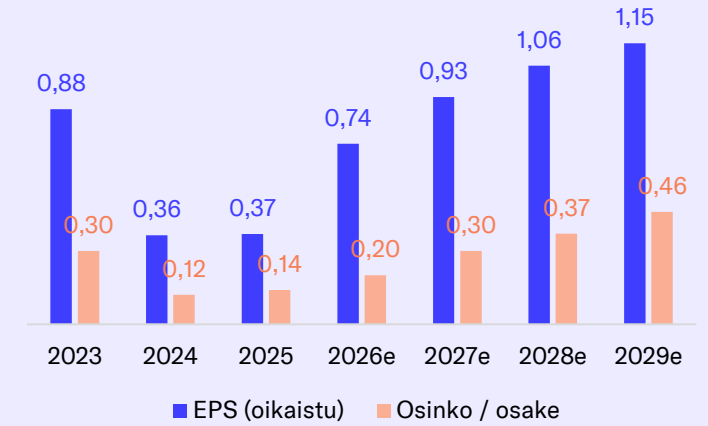
Olemme laskeneet kuluvaan vuoden oikaistun käyttökäteen ennusteitamme noin 5 %, minkä taustalla on Iranin sodan puhkeamisen takia etenkin H1:n osalta lievästi laskeneet volyymiennusteet ja hieman nousseet kuluennusteet (ml. logistiikka). Perusskenaariossamme odotamme kuitenkin Iranin sodan ja siitä seuranneen energiamaarkkinoiden turbulenssin rauhoittuvan melko nopeasti.

Vuosina 2027-2028 markkinatilanne voisi olla jokseenkin normaali

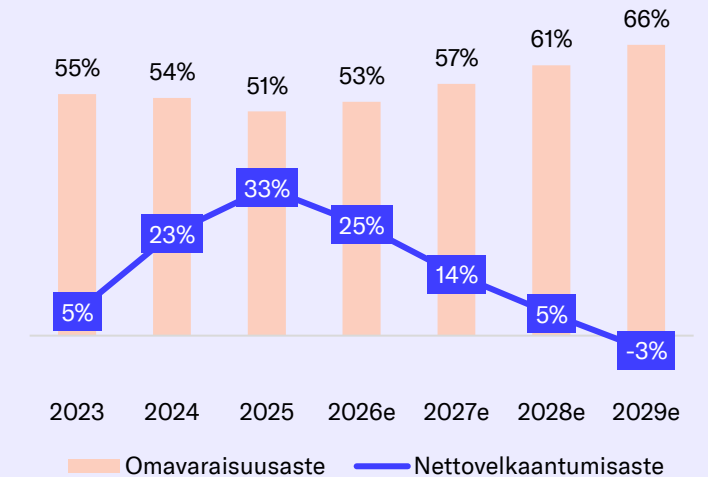
Vuoteen 2027 Koskisen voisi päästä lähtemään arviomme mukaan paranevassa suhdannetilanteessa, jos geopoliittikka ei sotke yleistaloutta. Odotamme myös Venäjän tarjonnan olevan edelleen poissa Euroopan markkinoilta, mikä kiristää Levyteollisuuden koivuvanerimarkkinoita Euroopassa, vaikka asiakasteollisuuksilla on toki ollut jo aikaa sopeutua tilanteeseen. Levyteollisuudella pitäisi olla vuonna 2027 hieman nykyistä enemmän kapasiteettia käytössä investointien ansiosta, minkä lisäksi yhtiö on luultavasti vuoden 2026 aikana nostanut Järvelän sahalinjan kapasiteettia reilulla 10 %:lla noin 450 000 kuutioon kanavakuivaamoinvestoinnin kautta. Toisaalta tukkien raaka-ainemarkkina pysynee kireänä Suomessa, jos puuta kuluttavan teollisuuden suhdanne ei petä tai puun tuonti Venäjältä ei käynnisty.

Ennustamme Koskisen liikevaihdon kasvavan 8 % 428 MEUR:oon vuonna 2027 ja 5 % 448 MEUR:oon vuonna 2028. Kasvu tulee arviomme mukaan etenkin molempien liiketoimintojen volyymeistä. Odotamme Järvelän jatkokehittämisen mahdollistaman volyymikasvun jatkuvan ja myös hintojen nousevan hieman toipuvan rakentamisen

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseaseman kehitys



Ennusteet 4/5

kysynnän myötä. Levyteollisuudessa suhdanteen toipuminen ja investointien mahdollistama lisäkapasiteetti heijastuvat arviomme mukaan sekä volyymeihin että hintoihin. Kasvu mahdollistaa koivutukin korkeasta hinnasta huolimatta Koskiselle lievän marginaaliparannuksen näiden vuosien ennusteissamme.

Vuosina 2027-2028 ennustamme Koskisen oikaistun käyttökatteen asettuvan noin 46-49 MEUR:oon ja tulostasot vastaavat noin 11 %:n käyttökatemarginaalia. Ennusteissamme molemmat yksiköt parantavat kannattavuuttaan hieman. Odotamme Levyteollisuuden kannattavuuden pysyvän rakenteellisesti Sahateollisuutta korkeampana, vaikka emme uskokaan Levyteollisuuden yltävän sodan alkuvaiheen (ts. vuodet 2022-2023) korkeille kannattavuustasolle lähivuosina epäsuotuisammasta myynti- ja raaka-ainehintojen suhteesta sekä lastulevyliiketoiminnan kannattavuuden heikentymisestä (ts. alhainen volyyymi) johtuen.

Kannattavuusennusteemme ovat kuitenkin yhtiön tavoitteiden alapuolella, ja niihin jää myös positiivinen yllätysriski, jos Levyteollisuus pystyisi palaamaan markkinahäiriöiden jatkumisen myötä huippuvuosien kannattavuustasolle ja/tai syklin toipuminen nostattaisi etenkin Sahateollisuuden kannattavuuden korkeasuhdanteelle tyypilliselle kaksinumeroiselle tasolle. Negatiiviset riskit taas liittyvät raaka-ainekustannusten tasoon, taloustilanteeseen (ml. inflaatio ja korot) ja Levyteollisuuden normaaliin markkinaolosuhteiden kannattavuustasoon.

Ennustamme Koskisen poistojen asettuvan noin 16 MEUR:n tasolle, rahoituskulujen olevan maltillisia (ts. alle 1 % liikevaihdosta). Veroasteen odotamme olevan noin 18 %

vuodesta 2027 alkaen, sillä Suomen yritysvero alenee. Siten ennustamme EPS:n asettuvan vuosina 2027-2028 kohtuullisen operatiivisen tuloksen myötä 0,91-1,03 euroon ja voitonjaon 0,30-0,37 euroon osakkeelta

Kasvu tulee sitomaan luultavasti hieman käyttöpääomaa, mutta arviomme mukaan Koskisen liiketoiminnan rahavirran on vuosina 2027-2028 kohtuullisella vajaan 40 MEUR:n tasolla korkokulujen jälkeen. Investointien sen sijaan ennustamme pysyvän suunnilleen poistotason mukaisena ja olevan 16-17 MEUR:ssa. Ennusteemme eivät sisällä yritysostoja tai muita epäorgaanisia järjestelyitä. Ennusteillamme Koskisen tase vahvistuu asteittain hieman ja lähestyy nettovelattomuutta vuonna 2028.

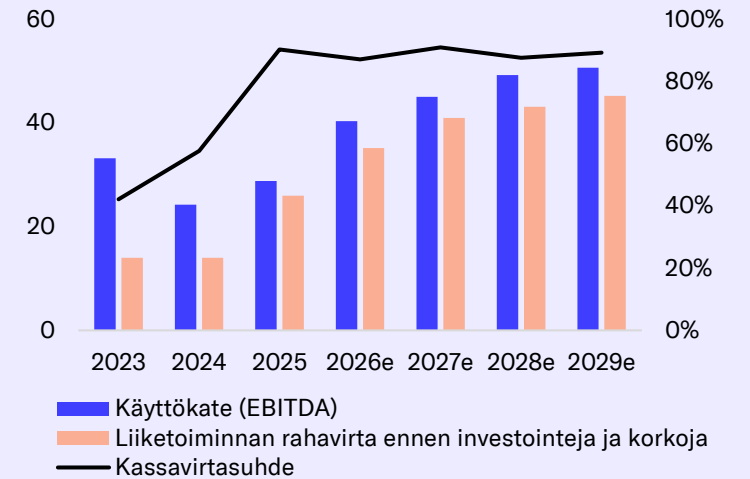
Emme ole tehneet toistaiseksi muutoksia Koskisen vuosien 2027-2028 ennusteisiimme.

Pidemmän aikavälin ennusteet

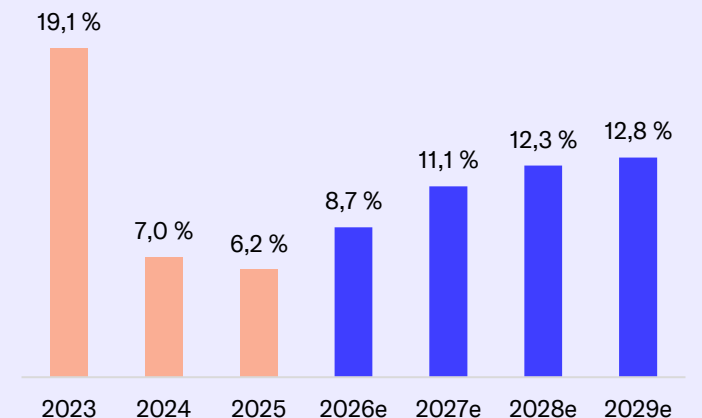
Odotamme Koskisen pidemmän aikavälin orgaanisen kasvunäkymän olevan terve, kun ympäristötietoisuus ja puurakentamisen suosio kasvaa tulevaisuudessa. Odotamme isossa kuvassa yhtiön kykenevän noin globaalin talouskasvun tasoiseen liikevaihdon kasvuun, mikä tarkoittaa pitkällä aikavälillä 2-3 %:n kasvua. Huomautamme kuitenkin, että vuositason muutokset voivat olla erittäinkin voimakkaita riippuen talouden ja rakentamisen syklisen vaiheista. Ennusteemme eivät sisällä yritysjärjestelyjä, vaan pohjautuvat orgaaniseen kasvuun.

Odotamme Koskisen kykenevän pitkällä aikavälillä noin 9-11 %:n käyttökatemarginaaliin yhtiön toimialojen arvioimaamme kireää pitkän aikavälin kilpailudynamiikkaa ja yhtiön vielä rajallisia syklisen ylittäviä näyttöjä peilaten. Tämä vastaa 6-7 % liikevoittomarginaalia ja 10-14 %:n

Kassavirran kehitys (MEUR)



Sijoitetun pääoman tuoton (ROIC) kehitys

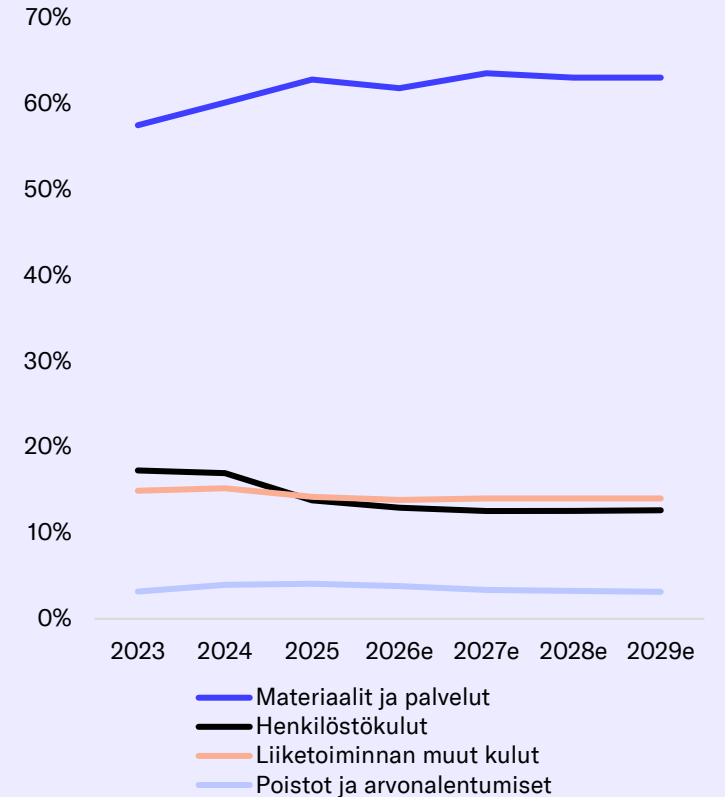


Ennusteet 5/5

sijoitetun pääoman tuottoa. Vuositasolla kannattavuus voi kuitenkin heilua selvästi ja ennusteemme heijastelee arviotamme normalisoidusta kannattavuudesta yli sykliin. Terminaalien liikevoittomarginaalin ennuste on konservatiivinen 5,6 %, jolla yhtiön terminaalien pääoman tuotto on lievästi pääoman kustannusta korkeampi. Terminaalien suhteen olemme vielä varovaisia ennen kuin Koskisen saa kerrytettyä kannattavuudesta vahvempaa track-recordia erityyppisissä markkinatilanteissa ja yli ajan.

Pääoman käytön osalta investointitarpeet (ml. IFRS 16 erät) ovat arviomme mukaan pidemmällä sihdillä noin 3-5 %:ssa liikevaihdosta. Tämä perustuu oletukseen, jossa kasvu pitkällä aikavälillä on noin markkinan mukaista. Näin ollen aggressiivisemmän kasvun hakeminen suuremmilla tai uusiin tuotteisiin kohdistuvilla investoinneilla heijastuisi sekä investointi- että kasvuennusteisiimme. Koskisen nettokäyttöpääomatarpeiden odotamme olevan noin 11-14 % liikevaihdosta pidemmällä aikavälillä. Emme siis odota merkittäviä muutoksia pääomatarpeissa suhteessa yhtiön historiaan toimialojen lainalaisuudet huomioiden. Koskisen nettovelan arvioimme pysyvän korkeintaan maltillisena ilman suurempia orgaanisia tai epäorgaanisia kasvuhankkeita. Pitkän ajan veroasteen ennusteemme on 18 % Suomessa vuonna 2027 putoavaa yritysveroastetta peilaten.

Myyntikatteen ja kuluerien suhteelliset %-osuudet liikevaihdosta



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	282	86,2	89,7	83,8	95,1	355	96,8	105	88,9	105	395	428	448	464
Sahateollisuus	140	48,7	47,5	50,2	57,5	204	54,0	60,3	49,6	59,5	223	239	251	262
Levyteollisuus	142	37,6	42,2	33,6	37,6	151	42,8	44,5	39,3	45,3	172	188	198	202
Muut / Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	24,2	9,4	10,5	2,8	6,1	28,8	8,7	13,7	7,1	10,1	39,7	45,9	49,1	50,8
Poistot ja arvonalennukset	-11,2	-3,2	-3,5	-3,8	-4,0	-14,5	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-16,0	-16,2	-16,2	-16,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,1	6,3	6,8	-0,9	2,3	14,5	4,7	9,7	3,1	6,1	23,7	29,7	32,9	34,4
Liikevoitto	13,0	6,2	7,0	-1,0	2,1	14,3	4,7	9,7	3,1	6,1	23,7	29,7	32,9	34,4
Sahateollisuus (EBITDA)	7,2	5,4	4,2	2,6	2,0	14,3	3,7	6,4	3,9	4,9	19,0	21,4	22,4	23,4
Levyteollisuus (EBITDA)	17,7	4,5	6,7	0,2	4,3	15,7	5,5	7,8	3,7	5,7	22,7	26,5	28,7	29,4
Muut / Eliminoinnit	-0,7	-0,5	-0,5	0,1	-0,3	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Poistot	-11,2	-3,2	-3,5	-3,9	-3,9	-14,5	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-16,0	-16,2	-16,2	-16,4
Oikaisuerät	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,1	-1,0	-0,9	-1,0	-0,7	-3,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-3,1	-2,5	-1,3
Tulos ennen veroja	10,0	5,3	6,1	-2,0	1,4	10,7	3,8	8,8	2,2	5,2	20,1	26,7	30,4	33,1
Verot	-1,7	-1,1	-1,0	0,4	-0,4	-2,1	-0,8	-1,8	-0,4	-1,0	-4,0	-4,8	-5,5	-6,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,3	4,2	5,0	-1,6	1,0	8,6	3,1	7,1	1,8	4,1	16,1	21,9	24,9	27,1
EPS (oikaistu)	0,36	0,19	0,20	-0,07	0,05	0,37	0,13	0,29	0,07	0,17	0,67	0,91	1,03	1,13
EPS (raportoitu)	0,36	0,18	0,21	-0,07	0,04	0,36	0,13	0,29	0,07	0,17	0,67	0,91	1,03	1,13

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	399	395	-1 %	426	428	0 %	446	448	0 %
Käyttökate	41,8	39,7	-5 %	46,5	45,9	-1 %	49,8	49,1	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,8	23,7	-8 %	30,3	29,7	-2 %	33,6	32,9	-2 %
Liikevoitto	25,8	23,7	-8 %	30,3	29,7	-2 %	33,6	32,9	-2 %
Tulos ennen veroja	22,2	20,1	-10 %	27,3	26,7	-2 %	31,0	30,4	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,74	0,67	-10 %	0,93	0,91	-2 %	1,06	1,03	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,37	0,37	0 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	151	180	182	182	184
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	3,0	3,4	3,8	4,2
Käyttöomaisuus	146	172	174	174	175
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,9	4,4	4,4	4,4	4,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	126	142	151	157	161
Vaihto-omaisuus	49,2	62,4	63,2	64,1	65,0
Muut lyhytaikaiset varat	21,6	24,1	24,1	24,1	24,1
Myyntisaamiset	23,8	31,4	35,6	38,5	40,3
Likvidit varat	31,8	24,4	27,7	29,9	31,4
Taseen loppusumma	277	322	333	339	344

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	149	163	176	193	211
Osakepääoma	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kertyneet voittovarot	65,2	71,1	83,8	101	119
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
Muu oma pääoma	82,3	90,8	90,8	90,8	90,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	64,6	85,8	77,7	64,2	50,7
Laskennalliset verovelat	7,2	9,5	9,5	9,5	9,5
Varaukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Korolliset velat	54,2	69,7	61,6	48,1	34,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	6,4	6,4	6,4	6,4
Lyhytaikaiset velat	63,3	72,9	79,0	81,7	82,9
Korolliset velat	12,1	9,3	10,2	8,7	7,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,7	46,2	51,4	55,6	58,3
Muut lyhytaikaiset velat	15,6	17,4	17,4	17,4	17,4
Taseen loppusumma	277	322	333	339	344

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Pääpaino EV-pohjaisissa hinnoittelukertoimissa

Annamme Koskisen arvonmäärityksessä pääpainon tulos pohjaisille arvostuskertoimille. Tulos pohjaisten kertoimien tarkastelussa käytämme sekä yhtiön pääomarakenteen huomioivia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia että nettotulos pohjaista P/E-lukua, sillä Koskisen rakenteessa (ml. IFRS 16 vaikutukset) ei ole tuloslaskelman ala- tai ylärivien käyttökelpoisuutta heikentäviä tekijöitä. Lisäksi kassavirtaperusteinen P/FCFE on Koskiselle seuraamisen arvoinen kerroin, mikäli yhtiö siirtyy lähivuosina investointisyklin rauhallisempaan vaiheeseen.

Absoluuttisina kertoina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista sekä osin myös Koskisen historiallisesta hinnoittelusta markkinoilla. Lisäksi olemme peilanneet arvostusta verrokkiyritysten pidemmän aikavälin historiallisiin kertoiin. Keskitymme absoluuttisia arvostuskertoimia tarkastellessa ennustevuoteen ja sitä seuraavaan vuoteen, sillä Koskisen syklinen luonne ei mielestämme puolla tähtäimen asettamista erityisen kauas.

Tarkastelemme Koskisen arvostusta myös taseperusteisesti. Suosimme tarkastelussa perinteistä P/B-kerrointa sekä EV/Sijoitettu pääoma -kerrointa (EV/IC)¹. EV/Sijoitettu pääoma-arvostuskerroin on verrannollinen P/B-kertoimeen, sillä erotuksella, että se huomioi P/B-luvusta poiketen myös yhtiön pääomarakenteen. Olemme suhteuttaneet Koskisen taseperusteista arvostusta yhtiölle arvioimaamme pääoman tuottokykyyn (ROE-% ja ROIC-%). Olemme lähestyneet taseperusteista arvostusta myös verokkien historiallisten tasojen kautta. Mielestämme taseperusteisen arvostuksen tarkastelu on myös siksi

järkevää, koska yhtiön liiketoiminta on syklistä ja siten vuositason tuloksen heilahtelu voi olla hyvinkin volatiilia etenkin tuloslaskelman alemmilla riveillä. Toisaalta kypsällä, kilpaillulla ja investointeja vaativalla sektorilla pääoman tuotto on pidemmällä sihdillä rajattu melko tiukkaan viitekehykseen useamman vuoden keskiarvojen kautta tarkasteltuna.

Arvostuskertoimien lisäksi hyödynnämme Koskisen arvonmäärityksessämme DCF-mallia, joka huomioi arvostuskertoimia paremmin pitkän aikavälin perspektiivin. Mielestämme DCF soveltuu Koskiselle melko hyvin yhtiön syklisestä luonteesta huolimatta, sillä yhtiö operoi rajallisen orgaanisen kasvun, arvioitavissa olevan pitkän ajan keskimääräisen kannattavuuden sekä jokseenkin selkeiden pääomatarpeiden liiketoiminnassa.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat Koskisen arvostusta:

Tuloskasvunäkymä on vuoden 2025 toteutuneelta tasolta on melko hyvä. Koskisen kysyntänäkymiä tukevat useat pitkän tähtäimen ajurit ja myös seuraava syklinen käänne on rakennusmarkkinoilla todennäköisimmin ylös, vaikka ajoituksiin liittyykin epävarmuutta, jota Lähi-Idän vihollisuudet ovat viime aikoina korostaneet. Lisäksi jo tehtyjen tai työn alla olevien investointien hyödyt ja lisveden Metsän oston synergiat eivät arviomme mukaan ole realisoituneet täysin. Kestävä tuloskasvu olisi osakkeelle mielestämme väkevä ajuri.

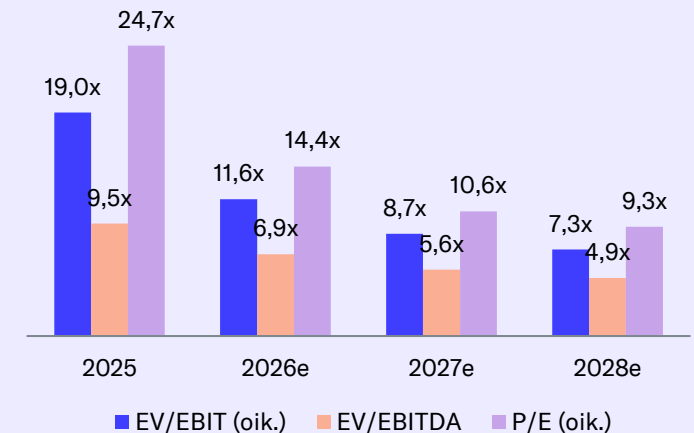
Terve tase listautumisen jälkeen takaa mahdollisuuden keskittyä puhtaasti operatiivisen toiminnan kehittämiseen sekä myös yritysjärjestelyjen kartoittamiseen.

Liiketoiminnan syklinen perusluonne heikentää pidemmän

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,60	9,60	9,60
Osakemäärä, milj. kpl	24,1	24,1	24,1
Markkina-arvo	231	231	231
Yritysarvo (EV)	275	258	242
P/E (oik.)	14,4	10,6	9,3
P/E	14,4	10,6	9,3
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,9	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,6	8,7	7,3
Osinko/tulos (%)	30,0 %	33,1 %	35,8 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,1 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Tuloskerroimet



Lähde: Inderes

¹ EV/IC = (oman pääoman markkina-arvo + nettovelat) / (oma pääoma + nettovelat)

Arvonmääritys ja suositus 2/4

aikavälin näkyvyyttä ja kohottaa riskiprofilia sekä siten rajaa osakkeelle hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Lisäksi lyhyellä aikavälillä riski käynnissä olevan heikon syklin pitkittymisestä luo epävarmuutta.

Yhtiön pieni koko ja rajallinen likviditeetti voivat rajata tiettyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta osakkeeseen ja sitä kautta rajoittaa osakkeen hinnan muodostusta. Lisäksi yksittäisiin tuotantolaitoksiin keskittynyt tuotanto nostaa osakkeen riskitasoa jossain määrin.

Tulospohjainen arvostus

Näkemyksemme mukaan Koskiselle hyväksyttävänä vuoden eteenpäin katsovina EV/EBITDA-kertoimina voidaan pitää karkeasti 4x-7x –haarukkaa ja P/E-lukuina 10x-14x -haarukkaa liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuustaso sekä riskiprofiili huomioiden. Vuositasolla kertoimet voivat venyä ajoittain erittäin leveälle vaihteluvälille syklien vaiheista riippuen etenkin pienillekin kannattavuusvaihteluille herkillä alempien tulosrivien mittareilla.

Edellä mainitut arvostuskertoimet ovat linjassa myös lähimpien verrokkien (Interfor Corp, Boise Cascade, Steico) pidemmän aikavälin keskimääräisten tasojen kanssa. Myös sektorilla nähdyt teolliset yritysostot ovat tehty usein 5-6x EV/EBITDA-kertoimilla, jos tulos ei ole ollut poikkeuksellisen huono. Tämä mielestämme tukee arvioitamme hyväksyttävästä arvostuksesta. Suomessa Stora Enso Junnikkala- ja Koskisen lisveden Metsän osto taas on tehty huonossa tulossyklissä hieman omien pääoman tasearvojen alapuolelta vuonna 2025.

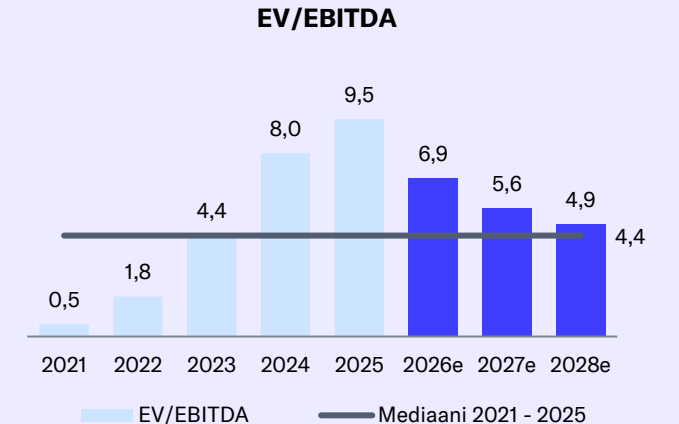
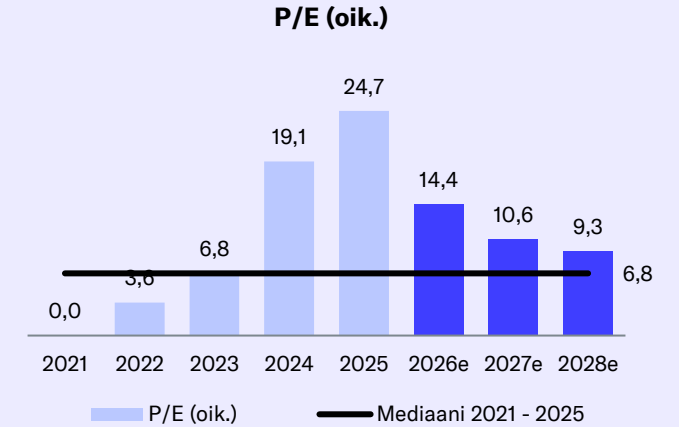
Koskisen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat 14x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x sekä EV/EBIT-kertoimet 12x ja 9x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle arvioimamme

haarukoiden sisällä etenkin pääpainon tässä vaiheessa saavilla vuoden 2026 kertoimilla. Siten pidämme osakkeen hinnoittelua tulos pohjaisesti melko neutraalina, kun huomioidaan myös varovaisen houkuttelevilta näyttävät mutta epävarmat vuoden 2027 kertoimet sekä yli hyväksymiemme tasojen olevat vuoden 2025 tulokseen pohjautuvat kertoimet.

Koskisen osinkotuotot nousevat vuosien 2026-2027 voitonjakoennusteillamme reiluun 2-3 %:iin. Siten osingosta on todennäköisesti tulossa vain maltillista pohjatuottoa lähivuosina. Mielestämme Koskisen asemoituu strategiassaan kuitenkin ensisijaisesti kasvuyhtiöksi. Siten osingon rooli tulee lähtökohtaisesti olemaan yhtiössä tuotto-odotusta tukeva eikä dominoiva. Osinkotasot ovat myös täysin riippuvaisia tuloskehityksestä, kun huomioidaan viime vuosien aktiivisten investointien myötä jo maltillisesti kasvanut velkataso ja yhtiön pyrkimys säilyttää vahva tase.

Tasepohjainen arvostus

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Koskisen yltävän lähivuosina ja pitkällä sihdillä 10 %:n molemmilla puolilla pyörivään sijoitetun pääoman tuottoon. Oman pääoman tuoton osalta ennusteemme ovat samansuuntaiset varsinkin lähivuosien osalta. Koska odotamme yhtiön pääoman tuottojen olevan yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa lievästi pääomakustannusten yläpuolella, tulisi lähtökohtaisesti yhtiö arvostaa pitkällä aikavälillä keskimäärin lievällä preemiolla suhteessa oman pääoman tasearvoon ja sijoitetun pääoman määrään (ts. P/B ja EV/IC > 1x). Ennusteidemme vaihteluväli ja soveltamamme pääoman kustannus huomioiden hyväksyttävä taseperusteinen arvostustaso (P/B ja EV/IC) olisi



Arvonmääritys ja suositus 3/4

näkemyksemme mukaan noin 0,8x-1,3x tasolla.

Ylälaita on perusteltu syklin suotuisissa vaiheissa, kun taas heikompina aikoina tason 1x alittaminen ei ole välitön ostosignaali. Lisäksi tasearvon ylittävä arvostus voitaisiin perustella, jos viime vuosien investointien voitaisiin todeta nostaneen kestävästi Koskisen pääoman tuottokykyä selvästi kaksinumeroiseksi tai jos pääoman kustannus laskisi (vrt. esim. korkotasoa) selvästi nykyolettamaamme alemmas. Vastaavasti alalaidan tasolla osakkeen pitäisi mielestämme saada taseesta jo kohtuullista tukea syklisen heikoissakin vaiheissa, kun huomioidaan pidemmän ajan pääoman tuottokyky sekä taseen laatu (ts. oman pääoman vastineena taseessa on konkreettisia omaisuususeriä).

Koskiselle EV/Sijoitettu-pääoma ja P/B ovat molemmat kuluvaan vuoden ennusteillamme noin 1,3x. Näin ollen molemmat kertoimet ovat yhtiölle hyväksyviemme haarukoiden keskivaiheille ja mielestämme myös osakkeen tasepohjainen hinnoittelu on suunnilleen oikealla pallokentällä nykyoletukset huomioiden.

Verrokkiryhmä kohtuullinen suhteelliseen vertailuun

Koskiselle on vaikea löytää täysin verrannollisia listattuja verrokkeja. Rakentamamme ydinverrokkiryhmä muodostuu sahateollisuudessa että levyteollisuudessa kiinni olevista listatuista yhtiöistä. Verrokki toimivat Koskisen kanssa eri markkinoilla (ts. etenkin Pohjois-Amerikassa) ja jossain määrin eri tuoteportfolioilla, mitkä osaltaan edelleen rajoittavat vertailukelpoisuutta. Pääosin kemialliseen metsäteollisuuteen keskittyneitä pohjoismaisia metsäyhtiötä emme ole juuri sisällyttäneet verrokkeihin.

Myös verrokkiryhmän kasvu ja kannattavuusprofiilit eroavat osittain paljonkin Koskisen vastaavista. Näin ollen Koskisen osakkeen hinnoittelua ei voi pelkästään tämän varaan

muodostaa ja verrokeista saatavaa arvostusindikaatiota on mielestämme tulkittava varoen. Lisäksi muistutamme, että myös verrokkiryhmän yhtiöt ovat erittäin syklisiä. Näin ollen myös niiden tulokertoimet voivat heilua rajustikin.

Koskisen lähimmät verrokki arvostetaan vuoden 2026 konsensusennusteilla mediaanina EV/EBITDA-kertoimella 11x P/E-kertoimella 21x ja P/B-kertoimella 0,9x.

Tulokertoimet ovat korkeita, mutta ne johtuvat etenkin heikoista tuloksista eivätkä sijoittajien luottamuksesta yhtiöiden näkymiä kohtaan. Ensi vuoden kertoimet ovat alemmat. Koskisen on arvostettu tulos pohjaisesti verrokkejaan alemmas, mutta verrokkiryhmän korkeiden kertoimien takia suhtaudumme metriikkaan varauksella. Suhteellisesti Koskisen tase pohjainen P/B on preemiolla, mikä kuvaa myös yhtiön verrokkeja parempaa tuloskuntoa.

DCF-malli

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa mielestämme konservatiivisia arvioita, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentialin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on reilut 9 euroa osakkeelta, mikä tukee muiden käyttämieni menetelmien tapaan näkemystämme osakkeen jokseenkin oikeasta hinnoittelusta. DCF-arvonmäärityksessä Koskisen soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 10,3 %. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuuden vajaan 20 %:n tasolle, sillä pidämme

Herkkyyksianalyysi P/B-luvulle

		Hyväksyttävä P/B-luku Oman pääoman tuotto-%				
		9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
CoE-%	12 %	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
	11 %	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
	10 %	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
	9 %	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6
	8 %	1,2	1,3	1,5	1,7	1,8

Pitkän aikavälin orgaaninen kasvu **2,0 %**

Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)

Hyväksyttävä P/E 2026e	6,7	9,3
Hyväksyttävä P/E 2027e	10,2	11,4
Hyväksyttävä EV/EBITDA 2026e	6,4	9,7
Hyväksyttävä EV/EBITDA 2027e	6,5	11,1
Hyväksyttävä P/B 2026e	5,1	9,5
Hyväksyttävä EV/Sijoitettu pääoma 2026e	6,4	11,9
DCF	8,0	11,0

Arvonmääritys ja suositus 4/4

kohtuullisen velkataakan tasetta perusteltuna Koskisen liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden. Tästä ja 18 %:n verokannasta johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) asettuu 9,2 %:iin. Diskonttauskorot ovat Helsingin pörssin yhtiölle hieman keskimääräistä korkeampia, sillä Koskisen riskiprofiilikin on mielestämme toistaiseksi keskimääräistä pörssi-yhtiötä korkeampi. Yhtiön taloudellisen track-recordia kertyessä sekä vahvistuessa ja/tai korkotason vakautuessa myös tuottovaatimuksissamme voisi olla laskuvaraa, vaikka olemmekin pudotelleet tuottovaatimustamme viimeisen vuoden aikana (tässä päivityksessä ei muutoksia).

Tavoitteiden mukainen arvostus jää arvailujen varaan

Mikäli yhtiö kykenisi saavuttamaan vuoden 2027 tavoitteensa 500 MEUR:n liikevaihdosta sekä yli syklin 15 %:n EBITDA-%:n tavoitteensa, tämä tarkoittaisi noin 75 MEUR:n käyttökatekuormaa. Mikäli tämä kokonaisuus hinnoiteltaisiin noin 4x-7x EBITDA-kertoimella muodostuisi velattomaksi yritysarvoksi 300-525 MEUR (vrt. nykyinen EV vajaat 300 MEUR). Tästä osakkeenomistajien osuutta (ja osakkeen käypää arvoa) on kuitenkin erittäin vaikea arvioida, sillä 500 MEUR:n liikevaihto ei arviomme mukaan ole tavoitteiden aikakäynnä mahdollinen yhtiölle ilman yritysostoja. Yritysostojen laatua, hintaa ja synergia potentiaalia ja niihin liittyviä rahoituspäätöksiä on taas mahdotonta arvioida etukäteen ilman konkreettisia yksityiskohtia. Lisäksi huomautamme, että merkittävää liikevaihtoa tuovien yritysjärjestelyjen tekeminen (ts. etenkin matalakatteisen sahateollisuuden konsolidaatio Suomessa) ja kannattavuuden samanaikainen nostaminen voi käytännössä olla hyvin vaikea yhdistelmä toteutettavaksi yhtä aikaa lähivuosina.

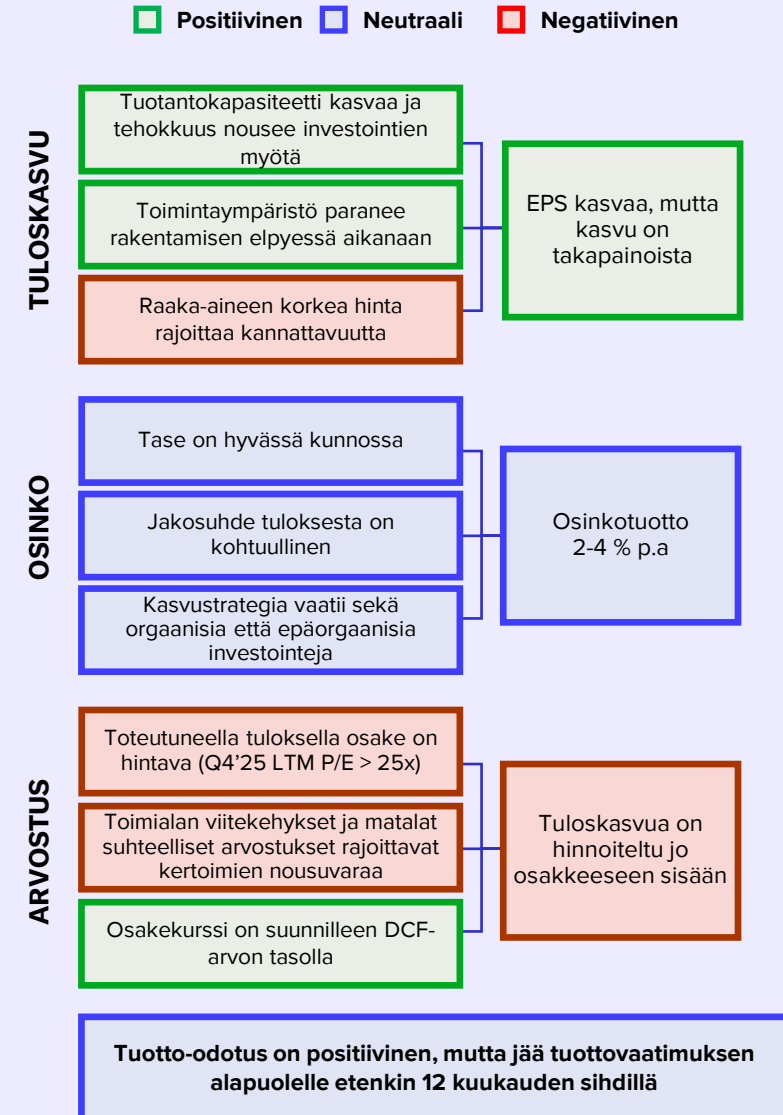
Tuotto-odotus ei vielä riitä perustelemaan ostoja

Arvonmääritysmenetelmien kokonaiskuva huomioiden arvioimme, että Koskisen osakkeen käypä arvo on noin 8-10,5 euroa osakkeelta. Melko selvästä tuloksen kasvusta, arvostuksen laskuvarasta (2025 LTM P/E > 20x) ja 2 %:n osinkotuotosta muodostuva osakkeen tuotto-odotus jää tuottovaatimusta alemmalle tasolle seuraavalle 12 kuukaudelle, joten pidämme osakkeen noin käyvän arvon haarukkamme puolivälissä olevaa hinnoittelua (kurssi noin 9 € /osake) neutraalina.

Tuotto-odotus nousisi positiiviseksi, jos yhtiö ylittäisi lähivuosien ennusteemme esimerkiksi Euroopan talouden ja rakentamisen odotettua nopeamman elpymisen avulla. Vastaavasti osakkeessa voisi olla maltillista laskuvaraa, jos yhtiön tulokunto ei paranisi odotustemme suuntaisesti vuonna 2025. Kun ennusteissa olevat riskit ovat mielestämme suunnilleen tasapainossa tai lievästi negatiivisia (ml. konsensusodotukset ovat omia ennusteitamme ylempänä), emme näe osakkeessa vuoden tähtäimellä suurempaa hinnoitteluvirhettä.

Selvemmin positiiviseksi tuotto-odotus nousisi, jos Koskisen pysyisi nostamaan kannattavuutensa tavoitteensa mukaiselle keskimääräiselle 15 %:n oik. EBITDA-%:n tasolle (vrt. ennusteissamme oik. EBITDA-% 10-11 %). Tämä on parhaimmillaankin mahdollista vasta paremman syklin koittaessa keskipitkällä tähtäimellä, sillä rakentamisen nopeaa toipumista ei edelleenkään näy. Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-kuva on mielestämme neutraali keskipitkälläkin sihdillä. Näin ollen jääme odottamaan ennen ostoihin siirtymistä merkkejä siitä, että yhtiön strategian toteutuksen eteneminen ja/tai syklinen elpyminen jyrkentää/varmistaa lähivuosien tuloskasvuodotuksia ja/tai osakkeen riskitaso laskee esimerkiksi tuottovaatimuksen alentumisen myötä-

Osaketuoton ajurit 2026-2028e



Sijoitusprofiili

1

Yhtiö hakee laatustrategialla nicheä pääosin volyymivetoisilla markkinoilla

2

Liiketoiminta on syklistä, vaikka vaneriliiketoiminta tasoittaa sahatavaramarkkinan heiluntaa

3

Järvelän tuotantolaitosinvestoinnin ja lisveden Metsän oston hyödyt ovat vielä osin ulosmittaamatta

4

Toimialojen kireä kilpailu on pitänyt pääoman tuotot historiassa matalina

5

Teollisilta logiikoiltaan järkevät, laadullisesti hyvät ja hintalapultaan maltilliset yritysostot voivat luoda arvoa

Potentiaali

- Markkinoita nopeampi kasvu räätälöinnin, uusien tuotteiden ja myyntiorganisaation onnistumisen kautta
- Rakennussektorin kysynnän syklinen elpyminen
- Hiiltä sitovien puutuotteiden pitkän ajan kysyntäkuva on terve
- Investointi Järvelän puunjalostusyksikköön sekä lisveden Metsän oston synergioiden pitäisi nostaa yhtiön normalisoitua kannattavuutta ja tuloskunnon pohjaa edelleen
- Hajanaisen toimialan luomat epäorgaaniset mahdollisuudet

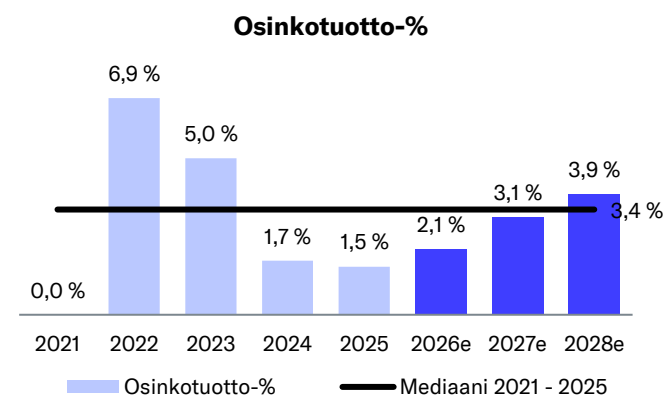
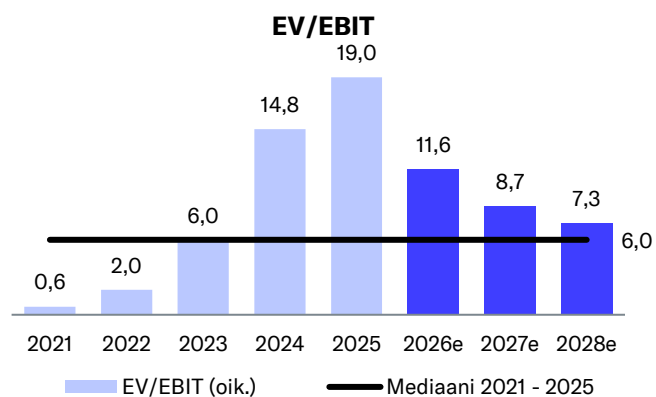
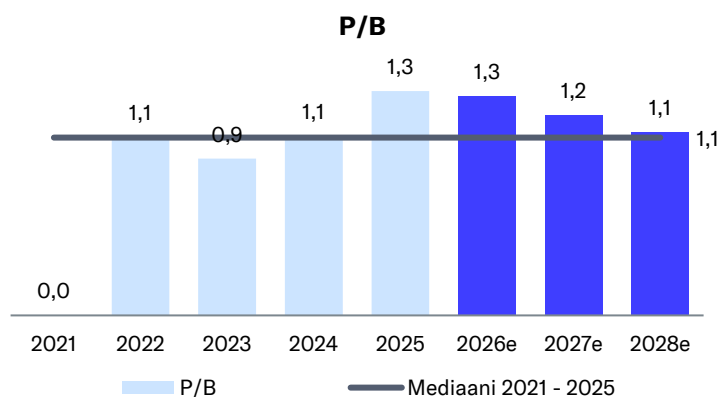
Riskit

- Sykliset riskit (+/-)
- Kroonisesti erittäin kireä ja hintavetoinen kilpailu etenkin Sahateollisuudessa ja syklien heikkoina hetkinä (ts. rajalliset erilaistumisen mahdollisuudet)
- Skaalaetujen puute, Suomen lähtökohtaisesti kireänä pysyvä puumarkkina ja muutenkin korkea kustannustaso haastavat kustannuskilpailukykyä
- Yritysjärjestelyt (+/-)
- Keskittynyt tuotantorakenne

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi			6,00	6,96	9,10	9,60	9,60	9,60	9,60
Osakemäärä, milj. kpl			23,0	23,0	23,7	24,1	24,1	24,1	24,1
Markkina-arvo			138	160	219	231	231	231	231
Yritysarvo (EV)			146	195	274	275	258	242	224
P/E (oik.)			6,8	19,1	24,7	14,4	10,6	9,3	8,5
P/E			6,8	19,3	25,0	14,4	10,6	9,3	8,5
P/B			0,9	1,1	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
P/S			0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto			0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA			4,4	8,0	9,5	6,9	5,6	4,9	4,4
EV/EBIT (oik.)			6,0	14,8	19,0	11,6	8,7	7,3	6,5
Osinko/tulos (%)			34,2 %	33,4 %	39,2 %	30,0 %	33,1 %	35,8 %	40,0 %
Osinkotuotto-%			5,0 %	1,7 %	1,5 %	2,1 %	3,1 %	3,9 %	4,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Interfor Corp	417	938			17,2		0,5	0,5					0,3
Boise Cascade	2520	2508	4,7	6,1	3,9	4,7	0,4	0,4	6,8	8,7	10,5	7,0	1,5
West Fraser Timber	4436	4547		159,8	9,5	8,1	0,8	0,9	6692,9	155,7	1,8	1,9	0,8
Canfor	936	1566			88,5		0,5	0,5					0,4
Stora Enso	8302	11366	44,9	19,6	12,1	9,7	1,2	1,3	55,4	23,4	2,7	2,4	0,7
STEICO	300	431	14,2	9,8	7,2	5,1	1,2	1,2	17,0	12,3	2,0	2,7	1,1
Louisiana-Pacific	4551	4598	18,5	10,1	12,6	8,1	2,1	1,9	25,1	13,7	1,3	1,4	3,6
Stella-Jones	2829	3818	12,3	12,4	10,2	9,8	1,8	1,8	15,0	15,5	1,1	1,2	2,8
Koskisen (Inderes)	231	275	11,6	8,7	6,9	5,6	0,7	0,6	14,4	10,6	2,1	3,1	1,3
Keskiarvo			18,9	36,3	20,1	7,6	1,1	1,0	1135,4	38,2	3,2	2,7	1,4
Mediaani			14,2	11,3	11,2	8,1	1,0	1,0	21,0	14,6	1,9	2,1	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-18 %	-23 %	-38 %	-31 %	-30 %	-40 %	-32 %	-27 %	11 %	47 %	45 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

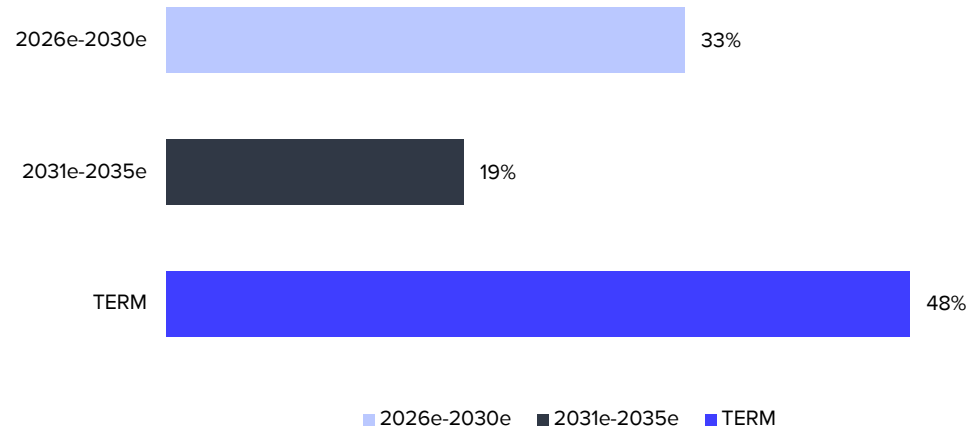
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	25,8 %	11,4 %	8,1 %	4,8 %	3,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,0 %	6,0 %	7,0 %	7,3 %	7,4 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Liikevoitto	14,3	23,7	29,7	32,9	34,4	33,3	31,7	30,0	28,7	29,4	30,0	
+ Kokonaispoistot	14,5	16,0	16,2	16,2	16,4	16,5	16,6	16,8	17,0	17,3	17,5	
- Maksetut verot	0,2	-4,0	-4,8	-5,5	-6,0	-5,9	-5,6	-5,3	-5,1	-5,2	-5,4	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-11,0	0,2	0,4	0,0	0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	17,4	35,2	41,0	43,2	45,2	42,6	41,4	40,1	39,3	40,1	41,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-43,6	-18,4	-16,4	-17,4	-17,4	-18,4	-18,4	-19,4	-20,4	-20,4	-18,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-22,9	16,8	24,6	25,8	27,8	24,2	23,0	20,7	18,9	19,7	22,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-22,9	16,8	24,6	25,8	27,8	24,2	23,0	20,7	18,9	19,7	22,4	315
Diskontattu vapaa kassavirta		15,8	21,1	20,3	20,1	16,0	13,9	11,5	9,5	9,1	9,5	134
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		281	265	244	223	203	187	173	162	152	143	134
Velaton arvo DCF		281										
- Korolliset velat		-79,0										
+ Rahavarat		24,4										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		226										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,3										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	17,5 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,65
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

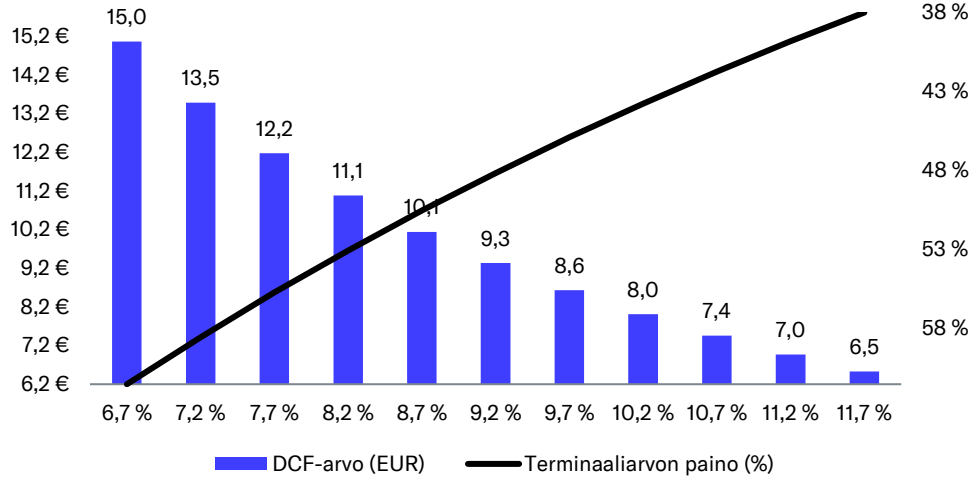
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

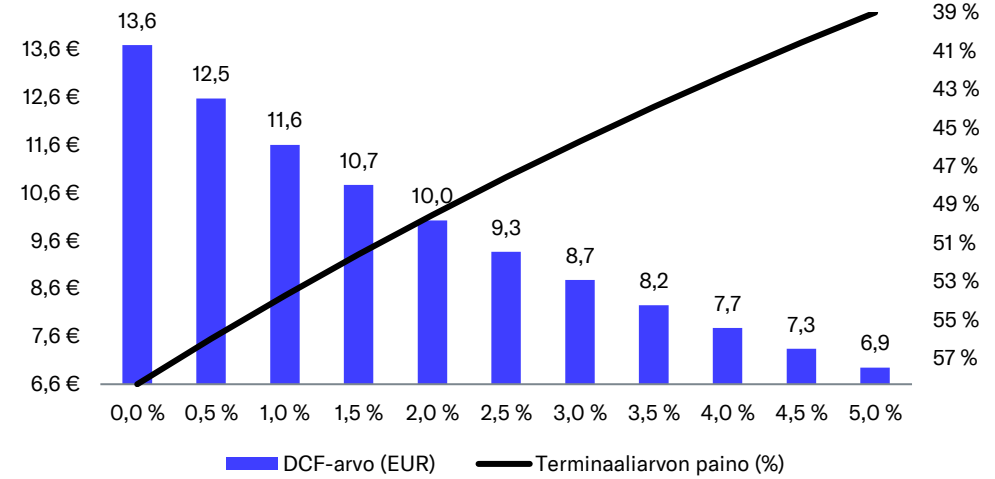


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

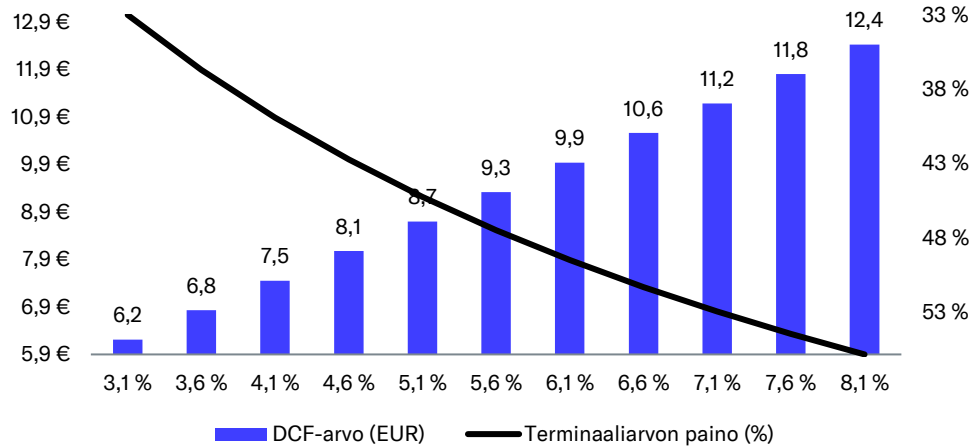
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



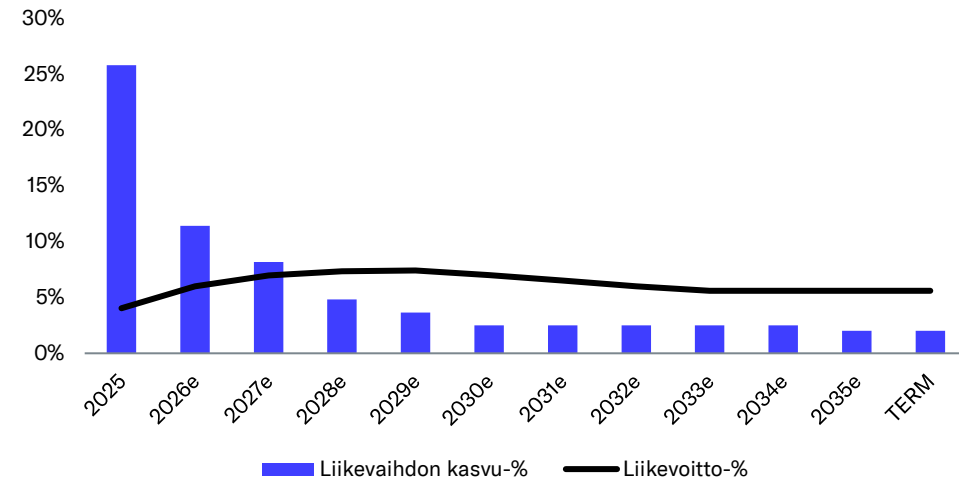
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Ilmastotavoite- ja taksomia-analyysi

Ydinliiketoiminnot ovat taksonomialuokittelun ulkopuolella

Koskisen liiketoiminnassa taksonomiakelpoisia olivat vuonna 2025 liikevaihdon osalta metsänhoito, rakennusten energiatehokkuuslaitteiden valmistus sekä muiden vähähiilisten teknologioiden valmistus (Zero-levy). Pääomamenojen ja operatiivisten kulujen kannalta kelpoisia olivat lisäksi mm. olemassa olevien rakennusten kunnostus, sähköntuotanto aurinkosähköteknologialla, lämmön tai jäähdytyksen ja sähkön tuotanto bioenergialla lämmön tai jäähdytyksen ja sähkön yhteistuotanto bioenergialla, vedenotto-, vedenpuhdistus- ja vedenjakelujärjestelmien rakentaminen, laajentaminen ja käyttö, energiatehokkuuslaitteiden, asennus, huolto ja korjaus, datavetoisten IT/OT-ratkaisujen tarjoaminen, tuotteiden valmistus uudelleenkäyttöön, rakennusten hankinta ja omistaminen sekä muiden vähähiilisten teknologioiden valmistus. Näin ollen valtaosan Koskisen liikevaihdosta tuovat sahatavara-, vaneri- ja lastulevytuotteet eivät ole taksonomialuokiteltuja.

Tästä syystä Koskisen liikevaihdon, operatiivisten kustannusten ja investointien taksonomiaprosentit jäävät alhaiseksi. Taksonomiaprosenteilla ei myöskään ole edellytyksiä lähivuosina nousta, mikäli taksonomian tulevat määritelmät eivät sisällä selvästi nykyistä suurempaa osaa yhtiön ulkoista liikevaihtoa generoivista tuotteista. Emme usko, että alhainen taksonomiaprosentti aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Koskisen rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita liiketoimintaan.

Liiketoimintoihin liittyy poliittista elementtiä

Taksonomia ei toistaiseksi juurikaan kata metsäteollisuuden päätuotteita ja metsäteollisuuden arvoketjua, mutta Koskisen liiketoimintaan liittyy mielestämme tietty poliittinen elementti, sillä etenkin metsien rooli ilmastomuutoksen hidastamisessa ja

biodiversiteettikysymyksissä tiedostetaan yleisesti. Koskisen on toki keskittynyt pelkästään niin sanottuihin pitkän kierron puutuotteisiin, mihin liittyy myös merkittäviä ja laaja-alaisesti tunnustettuja positiivisia elementtejä rakentamisen ilmastopäästöjen vähentäjänä. Etenkin uusia metsien käyttöön liittyviä säännöksiä ja linjauksia voi kuitenkin tulla eri sääntelykokonaisuuksista. Koskisen liiketoiminnan osalta tämä on tärkeää, sillä puu on yhtiön ylivoimaisesti tärkein raaka-aine. Toistaiseksi metsien käyttöön liittyvä sääntely ei mielestämme ole heikentänyt oleellisesti Koskisen pitkän aikavälin liiketoimintaedellytyksiä.

Yhtiö asetti päästövähennystavoitteita vuonna 2024

Koskisen tavoittelee scope1:n ja scope2:n päästöjen vähentämistä 50 %:lla ja scope3:n päästöjen vähentämistä 20 %:lla vuoteen 2027 mennessä vuoteen 2022 verrattuna. Pidämme tavoitteita realistisina ja varsinkin yhtiön omat päästöt ovat melko maltillisia, koska liiketoiminta ei ole erityisen energiaintensiivistä. Koskisen tuotteet myös sitovat hiiltä merkittävästi ja pitkäaikaisesti, minkä takia Koskisen tuotteiden hiilikädenjälki on positiivinen (ts. hiiltä sitoutuu enemmän kuin tuotteiden tuotanto aiheuttaa).

Arviomme mukaan asetettavia ilmastotavoitteita kohti eteneminen ei aiheuta yhtiöille lyhyellä aikavälillä merkittäviä välittömiä lisäkustannuksia. Keskipitkällä tähtäimellä ilmastotavoitteet tulevat todennäköisesti vaatimaan yhtiöltä investointeja tai kulupanostuksia ainakin lopputuotteiden valmistamisessa vaadittavan energian tuotantoon, tuotannon energiatehokkuuteen ja mahdollisesti myös logistiikan päästökuorman alentamiseen.

Taksonomiakelpoisuus	2024	2025
Liikevaihto	9,6 %	9,3 %
OPEX	23,5 %	20,4 %
CAPEX	6,6 %	15,4 %
Taksonomian mukaisuus		
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %
Ilmasto		
Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei
Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty ilman taksonomian mukaisia toimintoja		

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 suosituksen 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/02/2023	Vähennä	6,00 €	6,35 €
17/03/2023	Vähennä	6,00 €	6,29 €
----- Analyytikko vaihtuu -----			
25/05/2023	Vähennä	6,75 €	6,40 €
11/08/2023	Lisää	6,75 €	6,19 €
25/08/2023	Lisää	7,50 €	6,40 €
20/11/2023	Lisää	7,00 €	6,35 €
13/02/2023	Lisää	6,75 €	6,05 €
19/02/2024	Lisää	6,75 €	6,18 €
12/04/2024	Vähennä	6,75 €	7,18 €
15/05/2024	Vähennä	7,00 €	7,60 €
19/08/2024	Vähennä	7,50 €	7,50 €
18/11/2024	Vähennä	7,25 €	7,08 €
16/01/2025	Vähennä	7,25 €	7,14 €
18/02/2025	Vähennä	7,25 €	7,10 €
12/05/2025	Lisää	8,25 €	7,54 €
19/08/2025	Vähennä	9,00 €	9,22 €
11/11/2025	Vähennä	9,00 €	9,10 €
17/11/2025	Vähennä	9,00 €	9,08 €
16/02/2026	Vähennä	9,00 €	9,04 €
20/04/2026	Vähennä	9,00 €	9,60 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**