

# Relais

## Yhtiöpäivitys

17/8/2020

- Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja ennustenostojemme myötä kohotamme tavoitehinnan 9,50 (8,50) euroon
- Yhtiön suoritus H1:llä oli hyvä sekä kasvun että kannattavuuden osalta
- Ennustemme vuosille 2020-2022 ovat nousseet maltillisesti
- Osakkeen arvostus on yhä kaikilla keskeisillä mittareilla edullinen

# Korona ei pysäyttänyt kumipyöriä

Relaisin H1-luvut yllättivät kasvun osalta positiivisesti ja kannattavuuskin oli odottamaamme hyvää luokkaa. Koronaoloissa suoritus oli miltei erinomainen. Vahvan H1'20:n jälkeen olemme nostaneet vuosien 2020-2022 liikevaihto- ja EBITA-ennusteitamme 3-10 %:lla. Yhtiön johdon kommentit potentiaalsiin ughiin indikoivat riskiprofiilin pysyvän matalalla tasolla. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja ennustestojemme myötä kohotamme tavoitehinnan 9,50 (8,50) euroon, jolla osakkeen arvostus on lähellä keskeisimpiä verrokkeja.

## Kaikin puolin hyvä suoritus H1:llä

Relaisin raportoitu liikevaihdon kasvu (+56 % v/v) oli selvästi odotuksiamme (+43 % v/v) nopeampaa. Kasvusta valtaosa tuli toukokuussa 2019 hankituista ruotsalaisista ABR:sta ja Huzellsista ja pieni osa kuluvan vuoden tammi-helmikuun ostoista Tanskasta ja Ruotsista. Relais ei kommentoinut liikevaihdon orgaanista muutosta, mutta arvioimme sen olleen  $\pm 0-5$  v/v. Konsernin EBITA-marginaali (12,7 %) oli hyvä suoritus ja erittäin lähellä ennustettamme (12,8 %). Kokonaisuutena Relaisin operatiivinen suoriutuminen H1'20:llä oli ensiluokkainen. Negatiivinen yllätys tuli nettorahoituskuluissa, jotka ylittivät selvästi ennusteamme. Uskoaksemme näissä kuluissa oli valuuttakurssitappioita, limiittiprovisioita jne., sillä pelkästään korkokuluna esitetyt rahoituskulut olisivat mielestämme selvästi liian korkeat. Konsernin operatiivinen rahavirta oli kuitenkin hyvä ja taseen tunnusluvut vuoden vaihteen tasolla.

## Ennusteita maltillisesti ylöspäin

Relais sanoi koronan edelleen heikentävän näkyvyyttä etenkin mahdollisen toisen aallon vuoksi, eikä yhtiö antanut tulosohjeistusta. H1'20:n vahva liikevaihdon kasvu ja hyvä kannattavuus ovat kuitenkin rohkaisseet meitä nostamaan vuosien 2020-2022 liikevaihtoennusteitamme 3-7 %:lla ja EBITA-ennusteitamme 4-10 %:lla. Tällä hetkellä odotamme Relaisin pro forma -liikevaihdon kasvavan 3,6 %:n vuosivauhtia (CAGR) ja pro forma -EBITA:n 5,8 %:n vuosivauhtia 2020-2022. Ennusteisiimme liittyvät riskit ovat hyvin kohtuullisia ja samalla yhtiön riskiprofiili on aiempaa edullisempi, koska 1) H1'20-raportti osoitti yhtiön pärjäävän hyvin myös koronapandemian aikana ja koska 2) H1-ennakko-kommentissamme esitetyt uhkakuvat eli isojen autoliikkeiden oma kasvava varaosamaahantuonti ja mannereurooppalaisten tukkureiden tulo Relaisin markkinoille eivät näytä nyt realisoituvan.

## Osake yhä positiivisen suosituksen arvoinen

Uusilla ennusteillamme Relaisin osakkeen vuosien 2020-2021 P/E-kertoimet ovat 23-31 % alle verrokkien mediaanin. Samojen vuosien EV/EBIT(A)-kertoimet ovat 33-35 % verrokkien mediaanin alapuolella. Osakkeen aliarvostus suhteessa verrokkeihin näyttää selvältä. Osakkeen vuosien 2021-2022 kokonaistuotto on 16 % p.a., mikä on hyvä taso ja puoltaa positiivista suositusta. DCF-kassavirtamallimme osakkeelle antamaan arvoon on 27 %:n nousuvara. Kassavirtamallimme osakkeelle antama arvo on noussut 10 %:lla alennettuamme tuottovaatimuksessa käyttämäämme likviditeettiriskipreemiota 2 %:sta 1 %:iin. Tämän taustalla on vapaan kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden hyvä likviditeetti sekä muidenkin osakkeiden luovutusrajoitusten päättyminen pian.

## Analytikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Lisää)



**9,50 EUR**

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi: 8,68 EUR

Potentiaali: 9,4 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

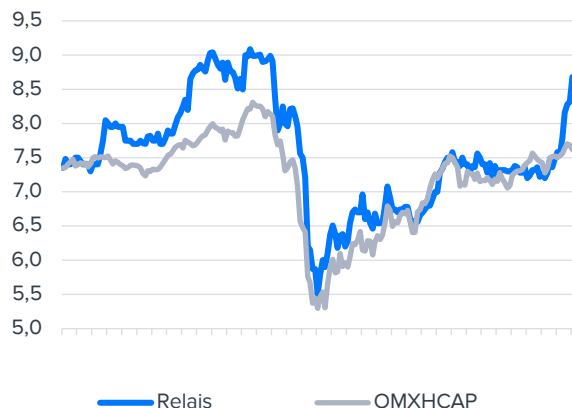
Koronavirustilanteen vaikutukset heikentävät edelleen näkyvyyttä tulevaan kehitykseen erityisesti mahdollisen toisen pandemia-aallon ja ennustetun globaalien epävarman talouskehityksen johdosta. Yhtiö ei tämän johdosta anna tulosohjeistusta.

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	98,9	127,7	139,1	146,8
<b>kasvu-%</b>	37 %	29 %	9 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	13,5	17,5	19,7	21,3
<b>EBIT-% oik.</b>	13,6 %	13,7 %	14,2 %	14,5 %
<b>Nettotulos</b>	0,4	4,4	7,1	8,7
<b>EPS (oik.)</b>		0,71	0,85	0,93

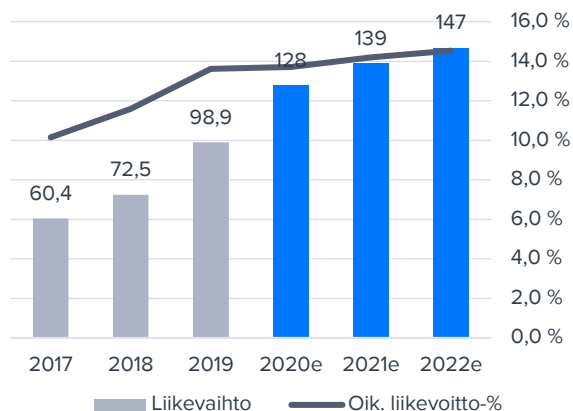
<b>P/E (oik.)</b>	12,2	10,2	9,4
<b>P/B</b>	2,2	2,1	2,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,9 %	3,5 %	3,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,6	9,1	8,0
<b>EV/EBITDA</b>	10,3	8,6	7,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,5	1,3	1,2

## Osakekurssi



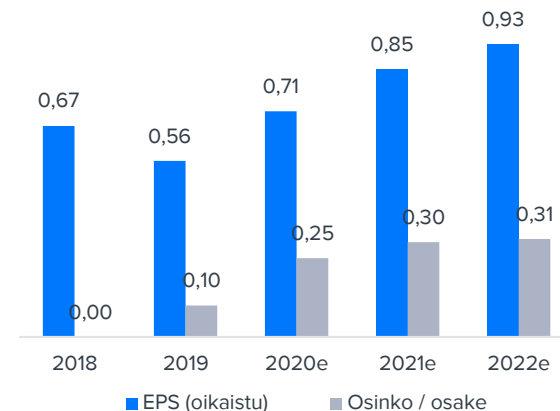
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**146**  
MEUR

EV  
**185**  
MEUR

EV/EBIT  
**9,1**  
2021e

P/E (oik.)  
**10,2**  
2021e

### Arvoajurit

- Stabiili markkina, joka ei ole riippuvainen uusien ajoneuvojen myynnistä
- Relaisin tukkimarkkinafokus ja erikoistuminen sähköosien kasvavalle markkinalle
- Toteutetut ja odotettavissa olevat yritysostot
- Joustava kulurakenne

### Riskitekijät

- Epävarmuus koronaepidemian laajuudesta ja kestosta luo negatiivisen kysyntäriskin
- Ulkomaisten tukkureiden tulo Pohjoismaiden markkinoille
- Uudet digitaaliset markkinapaikat ja poikkeavat liiketoimintamallit

### Arvostus

- Arvostuskertoimilla Relais on hinnoiteltu verrokkien alapuolelle
- Kokonaistuotto on hyvä ja nousuvara DCF-arvoon merkittävä
- Tulevat yritysostot ovat plusoptio, jota ei ole täysin hinnoiteltu osakkeeseen
- Liiketoiminnan defensiivisyys ja matala riskiprofilii tukevat arvostusta

# Kaikin puolin hyvä suoritus H1:llä

Relaisin H1-luvut yllättivät kasvun osalta positiivisesti ja kannattavuuskin oli odottamaamme hyvää luokkaa. Koronaoloissa suoritus oli miltei erinomainen.

## Markkina odotuksiamme vahvempi H1:llä

Relaisin raportoitu liikevaihdon kasvu (+56 % v/v) oli selvästi odotuksiamme (+43 % v/v) nopeampaa. Kasvusta valtaosa tuli toukokuussa 2019 hankituista ruotsalaisista ABR:sta ja Huzellsista ja pieni osa kuluvan vuoden tammi-helmikuun ostoista Tanskasta ja Ruotsista. Relais ei kommentoinut H1'20:n orgaanista kasvua. Itse olimme odottaneet liikevaihdon laskevan orgaanisesti noin 12 % v/v, mutta todennäköisesti liikevaihdon orgaaninen muutos oli vain  $\pm 0-5$  v/v. Relais sanoi markkinakehityksen Ruotsissa (noin 50 % liikevaihdesta) olleen varsin stabiilia ja varaosien kysynnän hyvää. Konsernitasolla tuotemix painottui

henkilöautojen varaosiin ja tarvikkeisiin kun taas hyötyajoneuvojen varustelutuotteiden ja sähkövaraosien kysyntä oli heikompaa.

## Korona ei näkynyt kannattavuudessa

Konsernin H1'20:n EBITA-marginaali (12,7 %) oli hyvä suoritus ja erittäin lähellä ennustettamme (12,8 %). Parhaan käsityksen Relaisin suoriutumisesta koronaoloissa saa vertaamalla kulurakennetta ja kannattavuutta viime syksyn listautumisantiesitteen pro forma -lukuihin H1'19:ltä. Ko. luvut vastaavat noin 95 %-sesti nykymuotoista Relaisia. Tämän vertailun perusteella materiaalikulujen osuus liikevaihdesta laski H1'20:llä 0,6 %-yksiköllä v/v (66,1 %:sta 65,5 %:iin) ja henkilöstökulujen osuus 0,4 %-yksiköllä v/v (13,6 %:sta 13,2 %:iin). Ainoastaan liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdesta oli 0,6 %-yksikön v/v kasvussa (8,4 %:sta 9,0 %:iin). Kokonaisuutena

Relaisin operatiivinen suoriutuminen H1'20:llä oli ensiluokkainen. Raportoitujen ja oikaistujen numeroiden välistä eroa suhteessa ennusteisiimme kasvattivat odotuksia suuremmat liikearvopoistot (tot. -3,8 MEUR vs. od. -3,1 MEUR).

## Rahoituskuluissa negatiivinen yllätys

Negatiivinen yllätys H1'20:n luvuissa tuli nettorahoituskuluissa (-1,4 MEUR), jotka ylittivät selvästi ennusteemme (-0,7 MEUR). Uskoaksemme näissä kuluissa oli valuuttakurssitappioita, limiittiprovisioita jne., sillä pelkästään korkokuluna esitetyt rahoituskulut olisivat mielestämme selvästi liian korkeat.

Konsernin operatiivinen rahavirta oli hyvä (+7,2 MEUR) ja taseen tunnusluvut (mm. nettovelkaantumisaste 54 %) olivat vuoden vaihteen tasolla.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'19	H1'20	H1'20e	H1'20e	Konsensus		Erotus (%)	2020e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	37,7	59,0	53,9				9 %	128
<b>EBITA</b>	3,9	7,5	6,9				9 %	17,5
<b>Liikevoitto</b>	2,2	3,7	3,8				-3 %	9,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,2	2,3	3,1				-24 %	7,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,12	0,29	0,29				2 %	0,71
<b>EPS (raportoitu)</b>	-0,03	0,06	0,10				-41 %	0,26
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	12,1 %	56,3 %	43,0 %				13,3 %-yks.	29,1 %
<b>EBITA-%</b>	10,3 %	12,7 %	12,8 %				-0,1 %-yks.	13,7 %

Lähde: Inderes

# Ennusteita maltillisesti ylöspäin

Vahvan H1'20:n jälkeen olemme nostaneet vuosien 2020-2022 liikevaihto- ja EBITA-ennusteitamme 3-10 %:lla. Yhtiön johdon kommentit potentiaalsiin uhkisiin indikoivat riskiprofiiliin pysyvän matalalla tasolla.

## Poistettu 2020-ohjeistus kelpaisi jälleen

Relais sanoi koronan edelleen heikentävän näkyvyyttä etenkin mahdollisen toisen aallon vuoksi, eikä yhtiö antanut tulosohjeistusta. Jo keväällä poistettu ohjeistus liikevaihdon ja EBITA:n selvästä kasvusta edellisvuodesta olisi tosin voitu kaivaa taas esiin, sillä H1'20:n jälkeen Relais oli liikevaihdossa 56 % ja EBITA:ssa 93 % edellä viime vuoden tahtia.

## Ennusteita ylös 3-10 %:lla

H1'20:n vahva liikevaihdon kasvu ja hyvä kannattavuus ovat rohkaisseet meitä nostamaan vuosien 2020-2022 liikevaihtoennusteitamme 3-7 %:lla ja EBITA-ennusteitamme (taulukossa ”liikevoitto ilman

kertaeriä”) 4-10 %:lla. Vuoden 2020 ennustemuutoksemme tuloslaskelman eri riveillä näyttävät epäjohdonmukaisilta, mikä johtuu kohonneen perusennusteemme (liikevaihto ja EBITA), kasvaneiden liikearvopoistojen ja aiempaa arviotamme isompien nettorahoituskulujen eri suuntiin vaikuttavasta yhdistelmästä.

## Odotukset yhä koronaa edeltävää aikaa alempana

Vuosien 2020-2021 liikevaihtoennusteemme ovat edelleen 3-5 %, EBITA-ennusteemme 4-6 % ja EPS-ennusteemme 5-10 % alempana kuin koronaa edeltäneet ennusteemme (helmikuu 2020). Vuoden 2022 ennusteemme ovat kuitenkin jo samalla tasolla kuin ennen pandemiaa. Tällä hetkellä odotamme Relaisin pro forma -liikevaihdon kasvavan 3,6 %:n vuosivauhtia (CAGR) ja pro forma -EBITA:n 5,8 %:n vuosivauhtia 2020-2022. Odotamme pro forma EBITA-marginaalin paranevan vuoden 2019 13,7 %:sta

vuoden 2022 14,5 %:iin.

## Yhtiön riskiprofiili pysyy matalalla tasolla

Relais totesi haastattelussa, ettei näe isojen automaahantuojiin ja -jakelijoiden kasvattavan omaa varaosamaahantuontiaan muutoin kuin edustamiensa merkkien 0-3 vuoden ikäisiin autoihin. Koska nämä maahantuoijat/jakelijat huoltavat myös muita kuin omia merkkejä ja muita kuin uudempia autoja, tarvitsevat ne varaosia Relaisin kaltaisilta toimijoilta ja joidenkin autotalojen kanssa Relaisilla jo onkin tällaista yhteistyötä. Myöskään mannereurooppalaisilla kilpailijoilla (kuten puolalainen Inter Cars) ei nähdä olevan sellaisia kilpailuetuja käytettävissään että niiden kannattaisi aggressiivisesti yrittää vallata Relaisin kotimarkkinoita. Kaikkiaan Relaisin riskiprofiili näyttää pysyvän matalalla tasolla.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020e		Muutos %	2021e		Muutos %	2022e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	119	128	7 %	132	139	5 %	142	147	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,9	17,5	10 %	18,4	19,7	7 %	20,5	21,3	4 %
Liikevoitto	9,4	9,9	5 %	11,6	12,5	7 %	13,6	14,3	5 %
Tulos ennen veroja	7,9	7,7	-3 %	10,4	11,1	7 %	12,5	13,1	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,67	0,71	7 %	0,79	0,85	8 %	0,89	0,93	4 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,25	4 %	0,28	0,30	7 %	0,30	0,31	3 %

Lähde: Inderes

# Osake yhä positiivisen suosituksen arvoinen

Relaisin osakkeen arvostus on yhä varsin edullinen kaikilla käyttämillämme mittareilla. Lisäksi yhtiön riskiprofiili on aiempaa edullisempi: 1) H1'20-raportti osoitti yhtiön pärjäävän hyvin myös koronapandemian aikana ja 2) H1-ennakkokomentissamme esitetyt uhkakuvat eli isojen autoliikkeiden oma kasvava varaosamaahantuonti ja mannereurooppalaisten tukkureiden tulo Relaisin markkinoille eivät näytä nyt realisoituvan.

Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja kohotamme tavoitehinnan 9,50 (8,50) euroon, jolla osakkeen vuoden 2021 P/E on 11x. Tällä kertoimella Relais sijoittuu lähelle Bilian, Inter Carsin ja LKQ Corp.:n arvostustasoja.

## Kerroinarvostus yhä edullinen

Uusilla ennusteillamme Relaisin vuoden 2020 P/E (12x) ja vuoden 2021 P/E (10x) ovat vastaavasti 31 % ja 23 % alle verrokkien mediaanin. Samojen vuosien EV/EBIT(A)-kertoimet (11x ja 9x) ovat 33-35 % verrokkien mediaanin alapuolella. Relaisin osakkeen aliarvostus suhteessa verrokkeihin näyttää selvältä.

## Kokonaistuotto on vahva

Relaisin osakkeen vuosien 2021-2022 kokonaistuotto muodostuu odotetun osakekohtaisen tuloksen kasvun (14 % p.a.), ennustetun P/E-kertoimen hienoisen laskun (-1 % p.a.) ja odotetun osinkotuoton (3 % p.a.) summana. Tulos on 16 % p.a., mikä on hyvä taso ja puoltaa positiivista suositusta osakkeelle.

## Kassavirta-arvoon hyvin nousuvaraa

DCF-kassavirtamallimme antaa Relaisin osakkeen arvoksi 11,0 euroa, johon on 27 %:n nousuvara. Mallimme antama arvo on noussut noin 10 %:lla alennettuamme tuottovaatimuksessa käyttämäämme

likviditeettiriskipreemiota 2 %:sta 1 %:iin. Tämän taustalla on vapaan kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden (nyt n. 29 % kaikista) hyvä 41 %:n likviditeetti sekä muidenkin osakkeiden luovutusrajoitusten päättyminen parin kuukauden kuluttua.

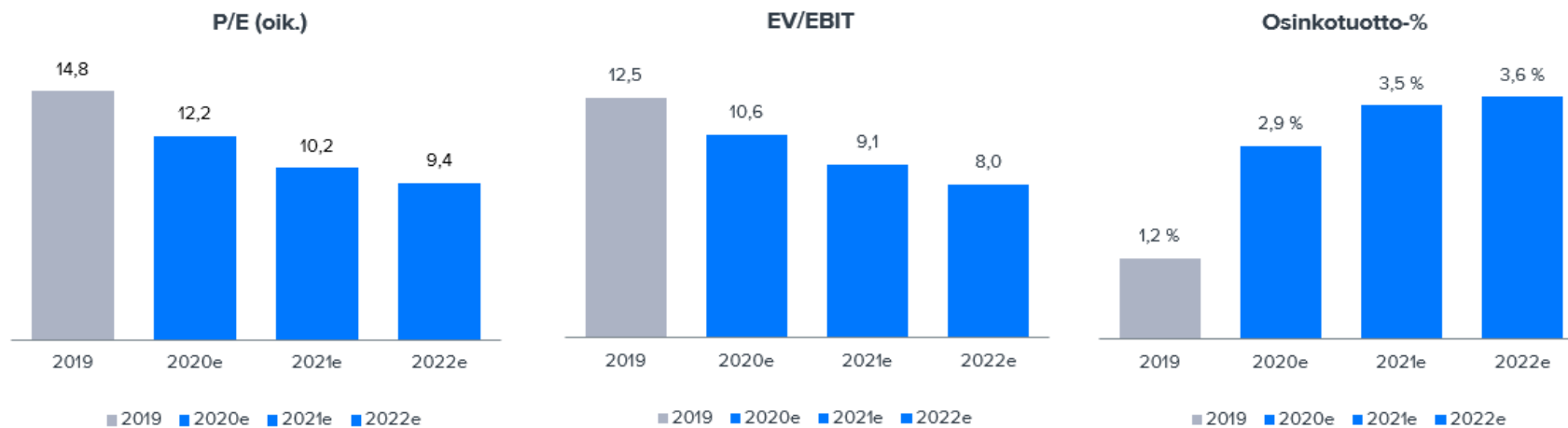
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,68	8,68	8,68
Osakemäärä, milj. kpl	16,8	16,9	17,0
Markkina-arvo	146	146	146
Yritysarvo (EV)	185	179	171
P/E (oik.)	12,2	10,2	9,4
P/E	33,5	20,7	17,0
P/Kassavirta	neg.	12,0	10,5
P/B	2,2	2,1	2,0
P/S	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	10,3	8,6	7,8
EV/EBIT (oik.)	10,6	9,1	8,0
Osinko/tulos (%)	96,5 %	71,6 %	60,6 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	3,6 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,25	8,68	8,68	8,68	8,68
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	16,9	17,0	17,0
Markkina-arvo	134	146	146	146	146
Yritysarvo (EV)	168	185	179	171	161
P/E (oik.)	14,8	12,2	10,2	9,4	9,1
P/E	>100	33,5	20,7	17,0	14,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	12,0	10,5	9,1
P/B	2,1	2,2	2,1	2,0	1,9
P/S	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	12,6	10,3	8,6	7,8	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,5	10,6	9,1	8,0	7,3
Osinko/tulos (%)	421,1 %	96,5 %	71,6 %	60,6 %	54,3 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,9 %	3,5 %	3,6 %	3,7 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Kamux Oyj	9,01	360	388	15,9	12,0	11,1	9,2	0,6	0,5	21,5	14,9	2,6	3,1	4,0
Mekonomen AB	79,65	437	989	17,7	14,0	7,2	6,6	0,9	0,9	10,4	7,8	0,2	2,2	1,0
Bilia AB	92,00	920	1258	10,7	10,5	6,3	6,2	0,5	0,4	10,7	10,5	3,4	4,9	2,4
Inter Cars SA	227,00	730	1064	13,3	15,4	12,2	11,5	0,5	0,5	13,0	9,8	0,3	0,3	
Motorpoint Group PLC	271,00	270	414	15,3	13,8	14,3	12,9	0,3	0,3	14,5	12,3	1,9	1,6	
LKQ Corp	31,49	8092	10481	14,1	11,7	10,7	9,5	1,1	1,0	15,6	13,3			1,8
Dorman Products Inc	83,56	2289	2069	21,3	17,9	16,9	14,8	2,4	2,2	30,2	24,9			3,3
Advance Auto Parts Inc	158,66	9259	9649	16,9	14,0	12,2	10,7	1,2	1,2	23,6	18,6	0,2	0,2	2,8
Uni-Select Inc	7,50	203	651		14,0	10,3	6,6	0,5	0,5		12,4	2,9	1,6	0,5
Genuine Parts Co	94,56	11521	13425	15,6	13,8	12,3	11,2	0,9	0,9	19,8	17,4	3,3	3,2	3,6
AMA Group Ltd	0,57	250	631	52,4	21,6	16,8	12,3	1,2	0,9	80,7	19,0	0,1		1,2
<b>Relais (Inderes)</b>	<b>8,68</b>	<b>146</b>	<b>185</b>	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>	<b>8,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>19,3</b>	<b>14,4</b>	<b>11,9</b>	<b>10,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>24,0</b>	<b>14,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>15,8</b>	<b>14,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>17,7</b>	<b>13,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-33 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>64 %</b>	<b>51 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>56 %</b>	<b>83 %</b>	<b>-14 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>33,7</b>	<b>38,8</b>	<b>72,5</b>	<b>37,7</b>	<b>61,2</b>	<b>98,9</b>	<b>59,0</b>	<b>68,7</b>	<b>128</b>	<b>139</b>	<b>147</b>	<b>150</b>
Relais Group -konserni	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,7	128	139	147	150
<b>Käyttökate</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>8,7</b>	<b>4,0</b>	<b>9,3</b>	<b>13,3</b>	<b>7,7</b>	<b>10,2</b>	<b>17,9</b>	<b>20,9</b>	<b>22,0</b>	<b>22,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-1,5	-3,0	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,0	-8,1	-8,4	-7,8	-7,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>3,9</b>	<b>9,6</b>	<b>13,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,7</b>	<b>21,3</b>	<b>22,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>	<b>14,3</b>	<b>15,6</b>
Relais Group -konserni	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	6,2	9,9	12,5	14,3	15,6
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	-0,9	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	-0,8	-2,1	-1,3	-1,2	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,7</b>	<b>11,1</b>	<b>13,1</b>	<b>14,6</b>
Verot	-0,7	-0,8	-1,5	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-2,0	-3,3	-3,9	-4,2	-4,4
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,19</b>	<b>0,48</b>	<b>0,67</b>	<b>0,17</b>	<b>0,39</b>	<b>0,56</b>	<b>0,28</b>	<b>0,43</b>	<b>0,71</b>	<b>0,85</b>	<b>0,93</b>	<b>0,96</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,94</b>	<b>12,98</b>	<b>0,36</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,20</b>	<b>0,26</b>	<b>0,42</b>	<b>0,51</b>	<b>0,58</b>

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>		-35,8 %	19,9 %	12,1 %	57,8 %	36,6 %	56,3 %	12,3 %	29,1 %	8,9 %	5,6 %	2,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-20,7 %	36,8 %	9,9 %	97,3 %	60,6 %	93,2 %	4,4 %	29,9 %	12,7 %	8,1 %	3,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,0 %	12,9 %	12,1 %	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	14,9 %	14,1 %	15,0 %	15,0 %	15,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	10,5 %	12,5 %	11,6 %	10,3 %	15,7 %	13,6 %	12,7 %	14,6 %	13,7 %	14,2 %	14,5 %	14,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,5 %	5,8 %	4,3 %	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	5,0 %	3,4 %	5,1 %	5,9 %	6,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>5,9</b>	<b>55,4</b>	<b>61,0</b>	<b>53,0</b>	<b>46,0</b>
Liikearvo	4,9	53,7	57,7	50,5	43,4
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	1,9	1,2	1,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,3	0,7	0,7	0,7
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>41,8</b>	<b>87,7</b>	<b>86,6</b>	<b>87,5</b>	<b>94,3</b>
Vaihto-omaisuus	29,1	43,1	44,3	48,3	51,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,4	15,0	19,3	21,1	22,2
Likvidit varat	2,3	29,6	22,9	18,2	21,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>47,7</b>	<b>143</b>	<b>148</b>	<b>140</b>	<b>140</b>

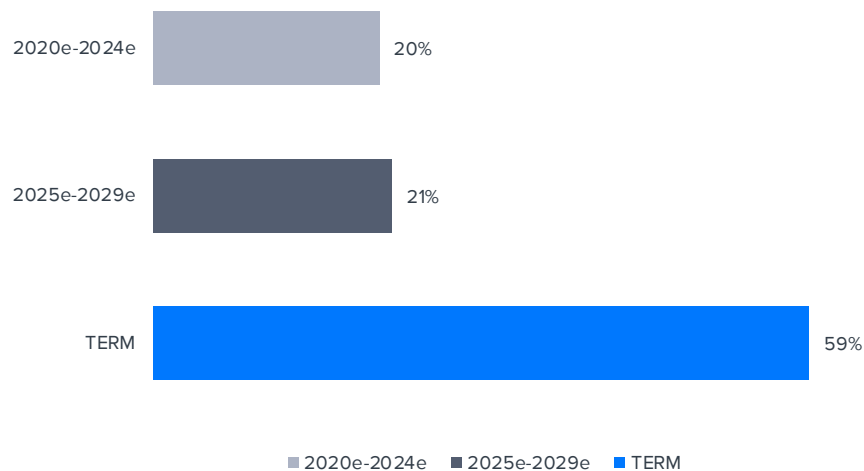
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>17,2</b>	<b>63,7</b>	<b>66,5</b>	<b>69,5</b>	<b>73,2</b>
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,4	12,6	15,3	18,2	21,8
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	3,1	51,0	51,0	51,0	51,0
Vähemmistöosuus	0,6	0,0	0,1	0,2	0,3
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>15,5</b>	<b>61,8</b>	<b>58,4</b>	<b>47,4</b>	<b>42,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,7	59,4	56,0	45,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>15,0</b>	<b>17,5</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6</b>	<b>24,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	5,7	4,8	6,2	5,6	5,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,3	12,8	16,5	17,9	18,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>47,7</b>	<b>143</b>	<b>148</b>	<b>140</b>	<b>140</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>	<b>14,3</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,2</b>	<b>16,5</b>	<b>16,9</b>	<b>17,2</b>	<b>20,6</b>	
+ Kokonaispoistot	5,5	8,1	8,4	7,8	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	4,2	
- Maksetut verot	0,0	-3,7	-3,9	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	-4,9	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-15,1	-1,9	-4,2	-2,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,1</b>	<b>11,9</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>16,9</b>	<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>17,7</b>	<b>17,9</b>	<b>18,2</b>	<b>18,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-54,7	-13,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-59,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>12,2</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>	<b>16,4</b>	<b>16,6</b>	<b>16,9</b>	<b>17,1</b>	<b>17,4</b>	<b>17,6</b>	
+/- Muut	43,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-15,9	-1,4	12,2	13,9	16,1	16,4	16,6	16,9	17,1	17,4	17,6	279
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-1,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>130</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		222	223	213	201	189	177	167	157	147	138	130
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>222</b>										
- Korolliset velat		-64,2										
+ Rahavarat		29,6										
- Vähemmistöosuus		-0,1										
- Osinko/pääomapalautus		-1,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>186</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,04</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,7 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,4	72,5	98,9	127,7	139,1	EPS (raportoitu)	2,51		0,02	0,26	0,42
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,9	20,9	EPS (oikaistu)	2,51		0,56	0,71	0,85
Liikevoitto	6,1	5,7	7,9	9,9	12,5	Operat. kassavirta / osake	4,35		-0,19	0,71	0,74
Voitto ennen veroja	5,3	4,8	2,5	7,7	11,1	Vapaa kassavirta / osake	0,97		-0,98	-0,08	0,72
Nettovoitto	3,8	3,1	0,4	4,4	7,1	Omapääoma / osake	7,12		3,93	3,95	4,09
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143,0	147,6	140,5	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	20 %	37 %	29 %	9 %
Oma pääoma	14,2	17,2	63,7	66,5	69,5	Käyttökateen kasvu-%	-7 %	5 %	53 %	35 %	16 %
Liikearvo	7,0	4,9	53,7	57,7	50,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	37 %	61 %	30 %	13 %
Nettovelat	21,6	17,1	34,5	39,3	32,5	EPS oik. kasvu-%		-73 %		28 %	19 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	13,8 %	12,1 %	13,5 %	14,1 %	15,0 %
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,9	20,9	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	11,6 %	13,6 %	13,7 %	14,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-2,4	-15,1	-1,9	-4,2	Liikevoitto-%	10,2 %	7,9 %	7,9 %	7,7 %	9,0 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	6,1	-3,1	11,9	12,5	ROE-%	44,7 %	22,7 %	1,0 %	6,7 %	10,4 %
Investoinnit	-5,1	-0,8	-54,7	-13,3	-0,4	ROI-%	17,5 %	15,8 %	9,6 %	7,7 %	10,1 %
Vapaa kassavirta	1,5	7,0	-15,9	-1,4	12,2	Omavaraisuusaste	31,5 %	36,0 %	44,5 %	45,0 %	49,5 %
						Nettovelkaantumisaste	152,2 %	99,7 %	54,2 %	59,1 %	46,7 %

Suurimmat omistajat ennen antia	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Ari Salmivuori & Ajanta Oy	40,4 %	EV/Liikevaihto				1,5	1,3
Nordic Industry Development AB	26,0 %	EV/EBITDA (oik.)				10,3	8,6
Suomen Teollisuussijoitus Oy	2,8 %	EV/EBIT (oik.)				10,6	9,1
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	2,4 %	P/E (oik.)				12,2	10,2
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,3 %	P/B				2,2	2,1
Kari Stadigh	1,7 %	Osinkotuotto-%				2,9 %	3,5 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2019	Osta	9,00 €	7,35 €
24.2.2020	Lisää	9,00 €	8,37 €
28.2.2020	Lisää	9,00 €	8,25 €
27.3.2020	Lisää	7,00 €	6,51 €
11.8.2020	Lisää	8,50 €	7,80 €
17.8.2020	Lisää	9,50 €	8,68 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**