

Relais

Yhtiöpäivitys

5.1.2021

- Laskemme osakkeen suosituksen vähennä-tasolle, mutta nostamme tavoitehintamme 13,70 euroon (aik. 13,00 euroa) osakkeen likviditeettipreemion alennuttua
- Viimeaikainen kurssinousu on ollut ylimitoitettua
- Ennustemme ovat muuttumattomat ja Relaisin orgaaninen kasvu säilyy hitaana
- Osake on kaikilla keskeisillä arvostusmittareilla täydessä hinnassa tai ylihinnoiteltu

Kurssijuhlan jälkeen

Viime viikkojen vahvan kurssinousun jälkeen Relaisin osake on kaikilla keskeisillä arvostusmittareilla täydessä hinnassa tai ylihinnoiteltu. Yhtiön alla olevan markkinan hitaan kasvun vuoksi tulevat onnistuneet akvisitiot säilyvät osakkeen nykyisellä arvostustasolla miltei ainoana positiivisena kurssiajurina. Laskemme osakkeen suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää), mutta nostamme tavoitehintamme 13,70 euroon (aik. 13,00 euroa) osakkeen tuottovaatimukseen liittyvän likviditeettipreemion hieman alennuttua.

Viimeaikainen kurssinousu ylimitoitettua

Relaisin osakekurssi on noussut Strands Group AB:n hankinnan julkistamisen (14.12.) jälkeen 32 %:lla. Strands-kaupan sekä Relaisin osakkeen likviditeettipreemion alenemisen yhteenlaskettu vaikutus mallimme indikoimaan DCF-arvoon on ollut positiivinen, mutta oleellisesti pienempi eli +14 %. Osakekurssin viimeaikainen nousu onkin mielestämme selvästi ylimitoitettua.

Ennusteet muuttumattomat, orgaaninen kasvu säilyy hitaana

Tuoret ennusteemme Relaisille ovat muuttumattomat. Strands Group AB:n hankinta nosti Relais-konsernin vuosien 2021-2022 liikevaihtoennusteitamme 11 %:lla ja ennusteitamme oikaistuksi EPS:ksi 10-16 %:lla. Em. yrityskaupan myötä odotuksemme Relaisin vuoden 2021 liikevaihdon kasvuksi on 23 %, mutta vuoden 2022 liikevaihdon kasvu on enää 3 %. Oikaistun EPS:n raportoitu kasvu on alkaneena vuonna voimakasta (+47 %), mutta tasoittuu vuonna 2022 vain 2 %:iin. Relaisin liiketoiminnalle on tyypillistä kohdemarkkinan, liikevaihdon ja tuloksen hidas orgaaninen kasvu. Merkittävämät kasvupyrähdykset riippuvat tulevista akvisitioista, joiden vaikutusta olemme arvioineet vain skenaariotasolla ja jotka eivät sisälly ennusteisiimme.

Osakkeen arvostus on noussut kipurajoille

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus on nähdyin kurssinousun jälkeen supistunut selvästi. Yhtiölle hyväksymällämme noin 14x:n P/E-kertoimella kokonaistuotto-odotus on yhä positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattuna tuotto-odotus on siten jo heikko. Relaisin vuoden 2021 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 15 % ja 24 % alle verokkiryhmän mediaanin, mutta vuoden 2022 ennusteilla arvostusdiskontto on enää 7-10 %. Kun huomioidaan Relaisin mediaaniverokkia selvästi pienempi koko ja hitaampi odotettu (orgaaninen) tuloskasvu, on osake verrokkeihin nähden täyteen hinnoiteltu. Osakkeen kohentuneen likviditeetin perusteella olemme laskeneet hieman (-0,3 %-yks.) likviditeettipreemiota DCF-mallimme tuottovaatimuksessa. Tästä huolimatta mallimme indikoima osakkeen arvo (13,70 euroa) jää 4 % nykykurssin alle. Tälläkin perusteella osake on tällä hetkellä hyvin haastavasti hinnoiteltu.

Analytikot

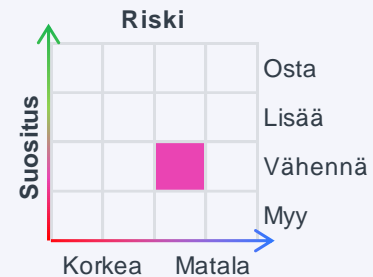


Erkki Vesola

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Suositus



Vähennä

(aik. Lisää)

13,70 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

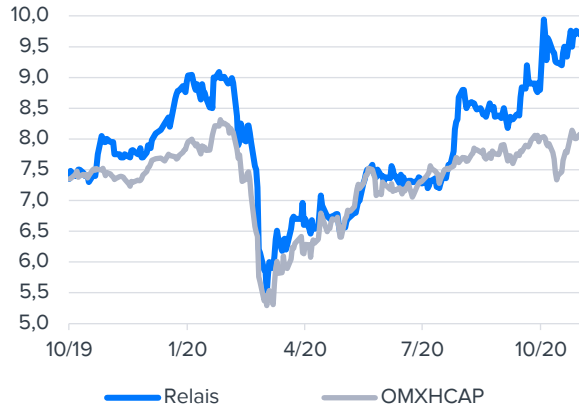
14,20

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	98,9	127,0	156,3	161,2
kasvu-%	37 %	28 %	23 %	3 %
EBIT oik.	13,0	17,0	23,5	24,1
EBIT-% oik.	13,1 %	13,4 %	15,1 %	15,0 %
Nettotulos	0,4	3,7	8,2	9,6
EPS (oik.)	0,53	0,68	1,00	1,02

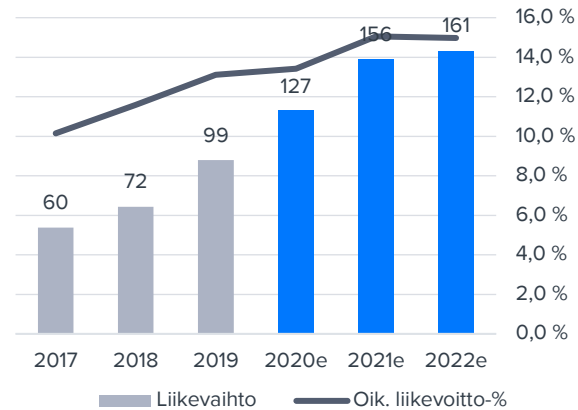
P/E (oik.)	15,7	20,8	14,1	13,9
P/B	2,1	3,4	3,2	3,0
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,7 %	2,3 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	13,0	16,0	12,0	11,3
EV/EBITDA	12,6	15,6	11,8	11,0
EV/Liikevaihto	1,7	2,1	1,8	1,7

Osakekurssi



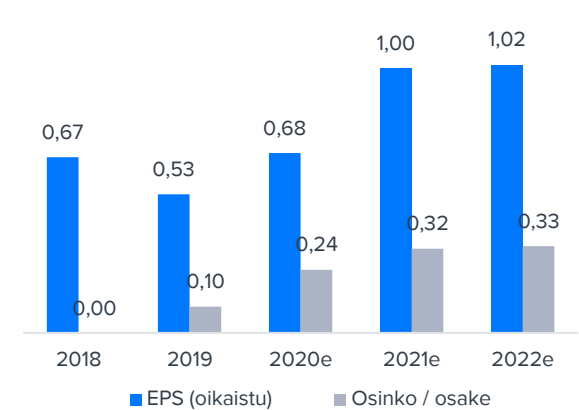
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Koronapandemia luo edelleen kysyntäriskin
- Automaahantuojien ja merkiliikkeiden kasvava aktiivisuus jälkimarkkinalla
- Ulkomaisten tukkureiden tulo Pohjoismaiden markkinoille
- Uudet digitaaliset markkinapaikat ja poikkeavat liiketoimintamallit
- Täyssähköautojen osuuden kasvu tuo pitkällä aikavälillä paineita kulutus- ja varaosamarkkinan kasvuun

Arvostus

- Riskikorjattu kokonaistuotto-odotus on heikko
- Arvostuskertoimet ovat verrokkien alapuolella, mutta tämä on perusteltua Relaisin hitaan odotetun tuloskasvun vuoksi
- Nykykurssi ylittää DCF-arvon
- Tulevat akvisitiot ovat plusoptio, jota ei ole hinnoiteltu osakkeeseen

Osakkeen arvostus on noussut kipurajoille

Viime viikkojen vahvan kurssinousun jälkeen Relaisin osake on kaikilla keskeisillä arvostusmittareilla täydessä hinnassa tai ylihinnoiteltu. Yhtiön alla olevan markkinan hitaan kasvun vuoksi tulevat onnistuneet akvisitiot säilyvät osakkeen nykyisellä arvostustasolla miltei ainoana positiivisena kurssiajurina. Nämä akvisitiot ovat positiivinen optio, mutta eivät tietenkään sisälly ennusteisiimme. Laskemme osakkeen suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää), mutta nostamme tavoitehintamme 13,70 euroon (aik. 13,00 euroa) osakkeen tuottovaatimukseen liittyvän likviditeettipreemion hieman alennuttua.

Viimeaikainen kurssinousu ylimitoitettua

Relaisin osakekurssi on noussut Strands Group AB:n kaupan julkistamisen jälkeen 32 %:lla ja yhtiön markkina-arvo on kasvanut 58 MEUR:lla. Strands-kaupan sekä Relaisin osakkeen likviditeettipreemion (-0,3 %-yks.) alenemisen yhteenlaskettu vaikutus mallimme indikoimaan DCF-arvoon on samaan aikaan ollut +29 MEUR (+14 %). Osakekurssin viimeaikainen nousu onkin selvästi ylimitoitettua.

Kokonaistuotto-odotus on alhainen

Relaisin osakkeen lähivuosisen kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyinä osinkotuotolla) on nähdyn kurssinousun jälkeen supistunut selvästi. Yhtiölle hyväksymällämme noin 14x:n P/E-kertoimella kokonaistuotto-odotus on yhä positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattu tuotto-odotus on siten heikko.

Verrokkihinnoittelu ei kerro nousuvarasta

Relaisin vuoden 2021 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 15 % ja 24 % alle verrokkiryhmän

mediaanin, mutta vuoden 2022 ennusteilla arvostusdiskontto on enää 7-10 %. Kun huomioidaan Relaisin mediaaniverrokkia selvästi pienempi koko ja hitaampi odotettu (orgaaninen) tulokasvu, on osake verrokkeihin nähden täyteen hinnoiteltu.

DCF-arvo jää alle nykykurssin

Osakkeen kohentuneen likviditeetin perusteella olemme laskeneet hieman (-0,3 %-yks.) likviditeetti-preemiota DCF-mallimme tuottovaatimuksessa. Tästä huolimatta mallimme indikoima osakkeen arvo (13,7 euroa) jää 4 % nykykurssin alle. Tälläkin perusteella osake on tällä hetkellä hyvin haastavasti hinnoiteltu.

Akvisitiot säilyvät tärkeimpänä kurssiajurina

Arvioimme 15.12. [yhtiöraportissamme](#) Relaisin suorittaman Strands Group AB:n hankinnan synnyttävän osakkeenomistajille lisäarvoa. Relaisin strategiana on jatkaa kasvua yritysostoilla kohti indikoitua 240 MEUR:n liikevaihtotavoitetta. Epävarmuus liittyy strategisesti hyvin soveltuvien kohteiden löytymiseen oikeaan hintaan emmekä tietenkään ole sisällyttäneet ennusteisiimme tulevia hankintoja. Yritysostoihin liittyvän positiivisen option vuoksi suosituksemme osakkeelle on kuitenkin myönteisempi kuin esim. DCF-mallimme antaisi olettaa. Relaisin alla olevan markkinan hitaan kasvun (1-3 %) vuoksi onnistuneet akvisitiot säilyvät kuitenkin osakkeen nykyisellä arvostustasolla miltei ainoana selvästi positiivisena kurssiajurina. Osakkeenomistajilta vaaditaan sekä kärsivällisyyttä uusien akvisitiouutisten odottelussa että huolellisuutta tulevien yritysostojen luoman lisäarvon arvioimisessa.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	14,2	14,2	14,2
Osakemäärä, milj. kpl	16,8	17,3	17,4
Markkina-arvo	239	239	239
Yritysarvo (EV)	272	283	273
P/E (oik.)	20,8	14,1	13,9
P/E	65,0	29,9	25,9
P/Kassavirta	>100	neg.	13,9
P/B	3,4	3,2	3,0
P/S	1,9	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	15,6	11,8	11,0
EV/EBIT (oik.)	16,0	12,0	11,3
Osinko/tulos (%)	109,8 %	67,4 %	60,1 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,3 %	2,4 %

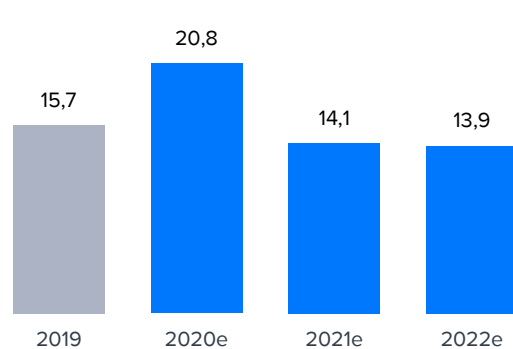
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

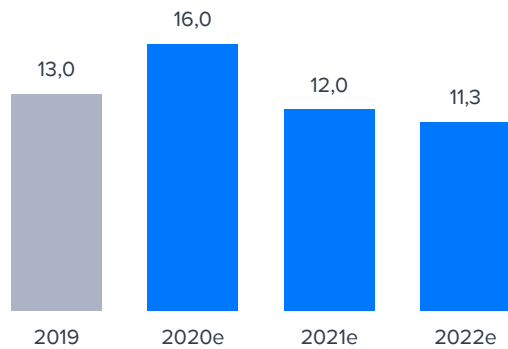
Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osaakekurssi	8,25	14,20	14,20	14,20	14,20
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	17,3	17,4	17,5
Markkina-arvo	134	239	239	239	239
Yritysarvo (EV)	168	272	283	273	262
P/E (oik.)	15,7	20,8	14,1	13,9	13,3
P/E	>100	65,0	29,9	25,9	23,1
P/Kassavirta	neg.	>100	neg.	13,9	13,2
P/B	2,1	3,4	3,2	3,0	2,8
P/S	1,4	1,9	1,5	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,7	2,1	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	12,6	15,6	11,8	11,0	10,2
EV/EBIT (oik.)	13,0	16,0	12,0	11,3	10,4
Osinko/tulos (%)	421,4 %	109,8 %	67,4 %	60,1 %	58,7 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,7 %	2,3 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

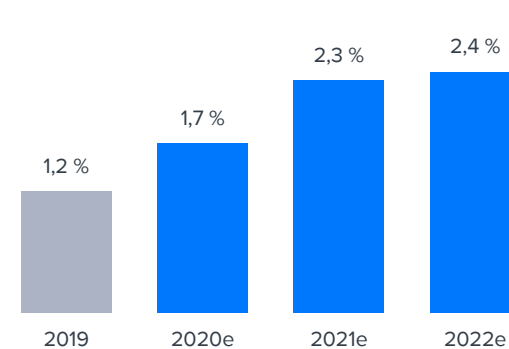
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Kamux Oyj	13,82	542	581	16,1	13,8	12,7	11,2	0,7	0,6	20,1	16,9	2,4	2,8	4,9
Mekonomen AB	93,45	510	978	10,7	10,2	5,9	5,8	0,8	0,8	8,1	7,4	2,5	3,3	1,0
Thule Group AB	308,80	3193	3266	21,9	20,2	19,9	18,5	4,2	4,0	28,9	26,5	2,8	3,1	5,9
Inter Cars SA	239,00	735	1008	10,2	9,5	8,3	7,8	0,5	0,5	11,1	10,3	0,3	2,2	
Motorpoint Group PLC	294,00	288	416	16,4	15,2	15,1	14,0	0,4	0,3	15,6	13,9	1,5	2,1	
LKQ Corp	34,51	8782	11023	11,1	10,2	9,3	8,6	1,1	1,1	12,9	11,6			1,8
Dorman Products Inc	87,08	2295	2156	16,9	14,6	14,3	12,2	2,3	2,2	23,1	20,5			
Advance Auto Parts Inc	158,58	8751	8721	11,8	11,0	9,3	8,9	1,0	1,0	16,6	15,0	0,4	0,6	2,7
Uni-Select Inc	8,20	221	618	15,9	11,7	6,6	5,9	0,5	0,4	15,0	8,7		3,2	
Genuine Parts Co	98,73	11865	13525	13,6	12,6	11,1	10,0	0,9	0,9	17,4	16,0	3,2	3,4	3,6
AMA Group Ltd	0,82	384	761	24,0	17,3	13,7	11,2	1,2	1,0	34,4	18,2		0,7	1,8
Relais (Inderes)	14,20	239	272	12,0	11,3	11,8	11,0	1,8	1,7	14,1	13,9	2,3	2,4	3,2
Keskiarvo				15,3	13,3	11,5	10,4	1,2	1,2	18,5	15,0	1,9	2,4	3,1
Mediaani				15,9	12,6	11,1	10,0	0,9	0,9	16,6	15,0	2,4	2,8	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				-24 %	-10 %	6 %	11 %	93 %	86 %	-15 %	-7 %	-3 %	-14 %	17 %

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
Liikevaihto	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,0	127	156	161	166
Relais Group -konserni	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,0	127	156	161	166
Käyttökate	3,7	5,0	8,7	4,0	9,3	13,3	7,7	9,8	17,5	24,1	24,7	25,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-1,5	-3,0	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,2	-8,2	-9,7	-8,7	-8,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	4,9	8,4	3,9	9,1	13,0	7,5	9,6	17,0	23,5	24,1	25,1
Liikevoitto	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,6	9,2	14,3	16,0	17,2
Relais Group -konserni	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,6	9,2	14,3	16,0	17,2
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	-0,9	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	-0,9	-2,2	-1,4	-1,6	-1,5
Tulos ennen veroja	1,8	3,1	4,8	0,2	2,3	2,5	2,3	4,7	7,0	12,9	14,4	15,8
Verot	-0,7	-0,8	-1,5	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-1,8	-3,2	-4,7	-4,8	-5,0
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,9	2,2	3,1	-0,3	0,7	0,4	0,9	2,7	3,7	8,2	9,6	10,7
EPS (oikaistu)	0,19	0,48	0,67	0,17	0,36	0,53	0,28	0,40	0,68	1,00	1,02	1,06
EPS (raportoitu)	4,94	12,98	0,36	-0,02	0,04	0,02	0,06	0,16	0,22	0,47	0,55	0,61

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%		-35,8 %	19,9 %	12,1 %	57,8 %	36,6 %	56,3 %	11,1 %	28,3 %	23,1 %	3,1 %	2,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-20,7 %	36,8 %	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	5,0 %	31,3 %	38,1 %	2,6 %	3,9 %
Käyttökate-%	11,0 %	12,9 %	12,1 %	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	14,4 %	13,8 %	15,4 %	15,3 %	15,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,5 %	12,5 %	11,6 %	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	14,0 %	13,4 %	15,1 %	15,0 %	15,2 %
Nettotulos-%	2,5 %	5,8 %	4,3 %	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	4,0 %	2,9 %	5,3 %	5,9 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	5,9	55,4	59,2	63,8	55,7
Liikearvo	4,9	53,7	57,1	61,6	53,4
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
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
Vaihtuvat vastaavat	41,8	87,7	88,9	90,7	98,7
Vaihto-omaisuus	29,1	43,1	44,6	54,9	56,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,4	15,0	19,2	23,7	24,4
Likvidit varat	2,3	29,6	25,1	12,2	17,7
Taseen loppusumma	47,7	143	148	155	154

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	17,2	63,7	71,1	75,3	79,3
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,4	12,6	14,7	18,8	22,8
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	56,2	56,2	56,2
Vähemmistöosuus	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	15,5	61,8	54,9	52,9	47,9
Laskennalliset verovelat	0,1	2,3	2,7	2,7	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,7	59,4	52,0	50,0	45,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	15,0	17,5	22,2	26,4	27,2
Lainat rahoituslaitoksilta	5,7	4,8	5,8	6,3	6,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,3	12,8	16,4	20,2	20,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,7	143	148	155	154

DCF-laskelma

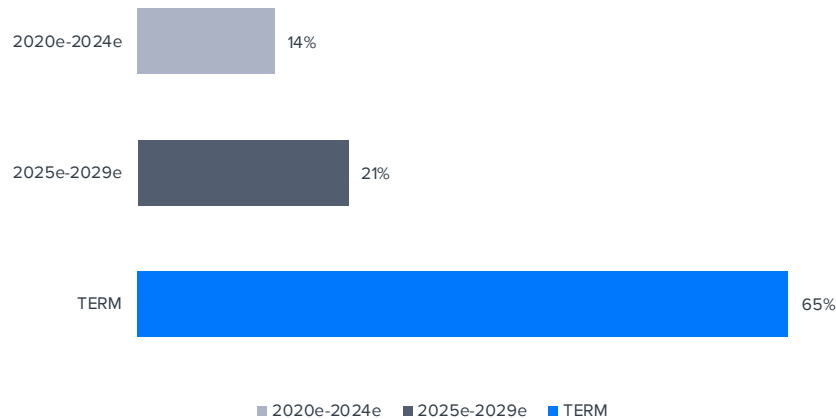
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	7,9	9,2	14,3	16,0	17,2	17,5	17,8	18,1	18,4	18,6	23,6	
+ Kokonaispoistot	5,5	8,2	9,7	8,7	8,4	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	4,0	
- Maksetut verot	0,0	-3,1	-4,7	-4,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-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	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-15,1	-2,1	-10,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	-3,1	11,8	8,1	17,7	18,7	19,0	19,2	19,5	19,8	20,0	20,4	
+ 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	-11,7	-14,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-59,4	0,1	-6,3	17,1	18,1	18,3	18,6	18,9	19,1	19,4	19,8	
+/- 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	0,1	-6,3	17,1	18,1	18,3	18,6	18,9	19,1	19,4	19,8	347
Diskontattu vapaa kassavirta	0,1	-5,8	14,8	14,4	13,6	12,8	12,0	11,3	10,6	10,1	176	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		270	270	276	261	247	233	220	208	197	186	176
Velaton arvo DCF		270										
- Korolliset velat		-64,2										
+ Rahavarat		29,6										
-Vähemmistöosuus		-0,4										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		234										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,89										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,3 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksittäin



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,4	72,5	98,9	127,0	156,3	EPS (raportoitu)	2,51	0,36	0,03	0,22	0,47
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	24,1	EPS (oikaistu)	2,51	0,67	0,53	0,68	1,00
Liikevoitto	6,1	5,7	7,9	9,2	14,3	Operat. kassavirta / osake	4,35	0,71	-0,19	0,70	0,47
Voitto ennen veroja	5,3	4,8	2,5	7,0	12,9	Vapaa kassavirta / osake	0,97	0,81	-0,98	0,00	-0,36
Nettovoitto	3,8	3,1	0,4	3,7	8,2	Omapääoma / osake	7,12	1,92	3,93	4,22	4,33

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143,0	148,1	154,5	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	20 %	37 %	28 %	23 %
Oma pääoma	14,2	17,2	63,7	71,1	75,3	Käyttökateen kasvu-%	-7 %	5 %	53 %	31 %	38 %
Liikearvo	7,0	4,9	53,7	57,1	61,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	37 %	55 %	31 %	38 %
Nettovelat	21,6	17,1	34,5	32,7	44,1	EPS oik. kasvu-%		-73 %	-21 %	30 %	47 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	13,8 %	12,1 %	13,5 %	13,8 %	15,4 %
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	24,1	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	11,6 %	13,1 %	13,4 %	15,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-2,4	-15,1	-2,1	-10,9	Liikevoitto-%	10,2 %	7,9 %	7,9 %	7,3 %	9,2 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	6,1	-3,1	11,8	8,1	ROE-%	44,7 %	22,7 %	1,0 %	5,5 %	11,3 %
Investoinnit	-5,1	-0,8	-54,7	-11,7	-14,4	ROI-%	17,5 %	15,8 %	9,6 %	7,1 %	11,1 %
Vapaa kassavirta	1,5	7,0	-15,9	0,1	-6,3	Omavaraisuusaste	31,5 %	36,0 %	44,5 %	48,0 %	48,7 %
						Nettovelkaantumisaste	152,2 %	99,7 %	54,2 %	46,0 %	58,6 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Ari Salmivuori & Ajanta Oy	40,4 %	EV/Liikevaihto			1,7	2,1	1,8
Nordic Industry Development AB	23,4 %	EV/EBITDA (oik.)			12,6	15,6	11,8
Suomen Teollisuussijoitus Oy	2,8 %	EV/EBIT (oik.)			13,0	16,0	12,0
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	2,4 %	P/E (oik.)			15,7	20,8	14,1
Rausanne Oy	2,2 %	P/B			2,1	3,4	3,2
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,0 %	Osinkotuotto-%			1,2 %	1,7 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 kehoitukseksi 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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.

Suositushistoria (>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 €
10.8.2020	Lisää	8,50 €	7,80 €
17.8.2020	Lisää	9,50 €	8,68 €
8.12.2020	Lisää	12,00 €	10,15 €
15.12.2020	Lisää	13,00 €	12,25 €
5.1.2021	Vähennä	13,70 €	14,20 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**