

Relais

Yhtiöpäivitys

1.2.2021

- Säilytämme osakkeen vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 16,50 (13,70) euroon
- Raskone-hankinta nostaa Relaisin liikevaihdon jo miltei strategiselle tavoitetasolle
- Kauppa on laskennallisesti edullinen ja synnyttää lisäarvoa
- Osakkeessa on jälleen kurssinousuvaraa, mutta vain vähän

Aikamoinen loikka

Vaikka Raskonen sopivuus Relaisin toimintamalliin on vielä testaamatta, hyväksymme hankinnan perustelut. Samalla Relais pääsee yhdellä hankinnalla jo lähelle strategista liikevaihtotavoitettaan. Kaupan hinnoittelu näyttää osakkeenomistajan näkökulmasta edulliselta ja kurssinoususta huolimatta osakkeella on mittarista riippuen edelleen jonkin verran nousuvaraa. Selvistä alihinnoittelusta ei kuitenkaan voida puhua. Samalla riski siitä, että integraatio ei suju suunnitellusti on tavanomaista korkeampi. Säilytämme osakkeen vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 16,50 (aik. 13,70) euroon, mikä kuvastaa Raskone-kaupan ainakin näillä näkymin onnistunutta hinnoittelua.

Hyppy arvoketjussa eteenpäin

Relaisin Raskone-osto on strateginen laajentuminen hyötyajoneuvojen varaosien ja tarvikkeiden arvoketjussa eteenpäin. Relaisin mukaan Suomessa laajentuminen hyötyajoneuvopuolella olisi muulla tavoin ollut hankalaa, sillä toimialan rakenne on erityyppinen kuin henkilöautoissa. Hyötyajoneuvojen varaosissa ja tarvikkeissa ei ole varsinaisia vähittäismyöntiketjuja, vaan usein korjaamot ovat joko merkkikorjaamoja, tukkureiden ja korjaamojen yhdistelmiä ja usein myös liikenneöitsijät itse omistavat korjaamoja. Tämän rakenteen vuoksi Relais ei usko Raskone-hankinnalla alkavansa merkittävästi kilpailla korjaamoasiakkaidensa kanssa. Raskone on monimerkkikorjaamoketju, jolle Relais on toistaiseksi myynyt lähinnä sähköosia. Relaisin laajennuttua Ruotsissa hyötyajoneuvojen raskaissa osissa, on tarjonnan laajentaminen Raskonen suuntaan myös näissä osissa luontevaa. Lisäpotentiaalia tarjoaa Raskonen kyky varustella hyötyajoneuvoja esim. Relaisin toimittamilla valaisinjärjestelmillä.

Liikevaihdossa loikka miltei tavoitetasolle

Raskonen hankinta kasvattaa Relais-konsernin liikevaihtoa noin 40 %:lla eli jo lähelle strategista 240 MEUR:n tavoitetta. Raskonen liiketoiminta on kuitenkin rakenteellisesti heikommin kannattavaa kuin Relaisin, minkä vuoksi oikaistu liikevoitto paranee ennusteissamme vähemmän eli 17-24 %. Toistaiseksi ennusteiden päivittämisen tueksi on ollut tarjolla varsin vähän tietoja. Kiinnostavimpia olisivat kaupan arvioidut synergiat sekä syntyvän liikearvon määrä. Olemme kuitenkin karkeasti arvioineet, että kaupan seurauksena Relaisin liikearvopoistot ovat 10-11 MEUR vuosittain aina vuoteen 2029 saakka. Vastaavasti konsernin laskennallinen veroaste on entistäkin korkeampi, mikä rasittaa raportoitua osakekohtaista tulosta.

Kauppa laskennallisesti edullinen

Raskonen hankinnan taaksepäin katsova EV/EBITDA-kerroin on hyvin kohtuullinen 6,5x. Relaisin strategiana on ollut tähdätä noin 6x:n EV/EBITDA-tasoon ja Raskonen hankinta on tämän kanssa linjassa. Olemme itse arvioineet, että Relaisin kannattaa toteuttaa akvisitiostrategiaa niin kauan kuin kaupassa käytettävä EV/EBITDA-kerroin on alle 9x ja tämä ehto täyttyi Raskone-kaupassa helposti

Kurssinousuvaraa tarjolla vain vähän

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus on positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Verrokkeihin nähden osake on lähes täyteen hinnoiteltu. Osakkeen DCF-arvo on Raskone-kaupan jälkeen jälleen nykykurssia korkeampi, mutta vain hieman.

Analytikot

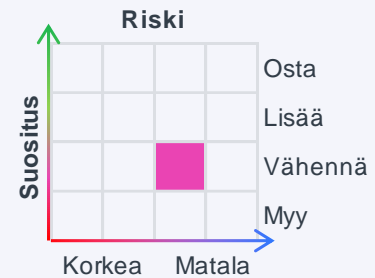


Erkki Vesola

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Suositus



Vähennä
(aik. Vähennä)

16,50 EUR
(aik. 13,70 EUR)

Osakekurssi:
15,60

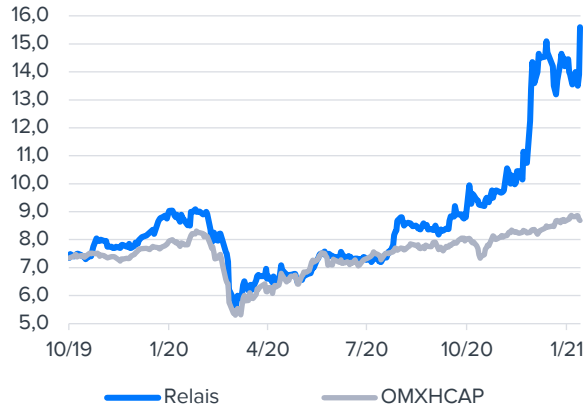
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	98,9	127,0	213,2	225,0
kasvu-%	37 %	28 %	68 %	6 %
EBIT oik.	13,0	17,0	27,5	30,0
EBIT-% oik.	13,1 %	13,4 %	12,9 %	13,3 %
Nettotulos	0,4	3,7	9,1	11,3
EPS (oik.)	0,53	0,68	1,18	1,25

P/E (oik.)	15,7	22,8	13,2	12,5
P/B	2,1	3,7	3,5	3,3
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,5 %	2,7 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,0	17,3	12,1	10,7
EV/EBITDA	12,6	16,9	11,5	10,3
EV/Liikevaihto	1,7	2,3	1,6	1,4

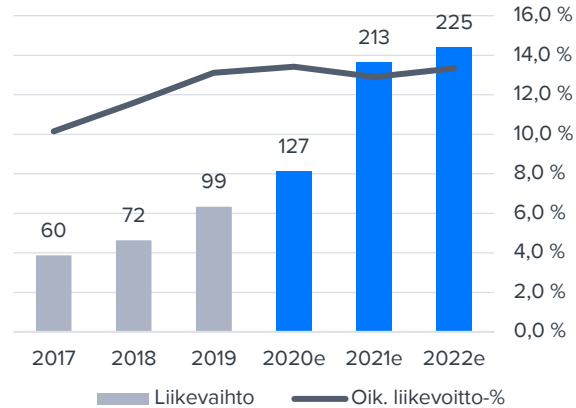
Lähde: Inderes

Osakekurssi



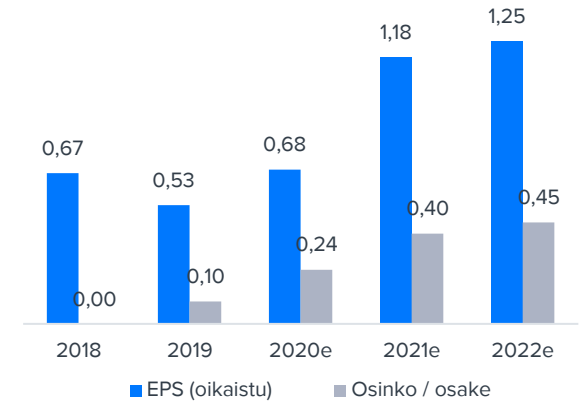
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Ison Raskone-hankinnan istuvuus liiketoimintamalliin
- 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 orgaanisen tuloskasvun vuoksi
- Nousuvara DCF-arvoon on pieni
- Tulevat akvisitiot ovat plusoptio, jota ei ole hinnoiteltu osakkeeseen

Hyppy arvoketjussa eteenpäin

Vaikka Raskonen sopivuus Relaisin toimintamalliin on vielä testaamatta, hyväksymme hankinnan perustelut.

Strateginen laajentuminen

Relaisin Raskone-osto on strateginen laajentuminen hyötyajoneuvojen varaosien ja tarvikkeiden arvoketjussa eteenpäin. Relaisin mukaan Suomessa laajentuminen hyötyajoneuvopuolella olisi muulla tavoin ollut hankalaa, sillä toimialan rakenne on erityyppinen kuin henkilöautoissa. Hyötyajoneuvojen varaosissa ja tarvikkeissa ei ole varsinaisia vähittäismyyntiketjuja, vaan usein korjaamot ovat joko merkkikorjaamoja (kuten Volvoja huoltava Raskaspari Oy), tukkureiden ja korjaamojen yhdistelmiä (kuten Raskassarja-yhteenliittymä) ja usein myös liikennöitsijät itse omistavat korjaamoja. Tämän rakenteen vuoksi Relais ei usko Raskone-hankinnalla alkavansa kilpailla korjaamoasiakkaidensa kanssa kuin joissakin yksittäistapauksissa.

Liiketoiminnalliset perustelut uskottavia

Hyötyajoneuvojen varaosamarkkina on OE-painotteinen eli alkuperäisvaraosiin keskittyvä, mutta henkilöautojen tapaan myös hyötyajoneuvoihin hankitaan takuuajan päätyttyä muita kuin alkuperäisosa. Raskone on monimerkki-korjaamoketju, jolle Relais on toistaiseksi myynyt lähinnä sähköosia. Relaisin laajennuttua Ruotsissa hyötyajoneuvojen raskaissa osissa (Huzells ja TD Tunga Delar myyvät mm. pyöränripustuksen, akselistojen, voimansiirron ja korin varaosia) on tarjonnan laajentaminen Raskonen suuntaan myös näissä osissa luontevaa. Vaikka myös Raskonen materiaalihankinnoista suurin osa on OE-komponentteja, aikoo Relais kasvaa selvästi suurimmaksi riippumattomien osien toimittajaksi Raskonessa. Relais ei paljasta lukuja, mutta arvioimme tämän osuuden nousevan 30-40 %:iin 2-3

vuodessa. Lisäpotentiaalia tarjoaa Raskonen kyky myös varustella hyötyajoneuvoja esim. Relaisin toimittamilla valaisinjärjestelmillä.

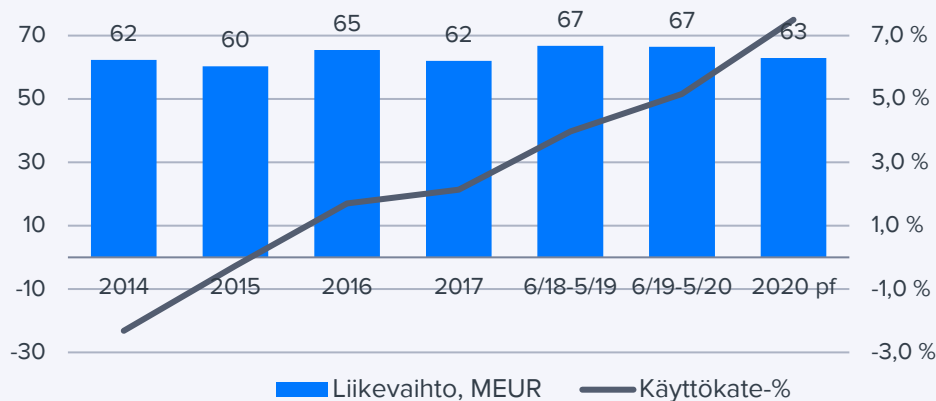
Raskonen tulospöytä on jo tehty

Lease Deal, joka osti Raskonen Suomen valtiolta vuonna 2018 on saanut Raskonen kannattavuuden käännettyä vahvaan nousuun. Taustalta löytyy mm. omista kiinteistöistä sekä kannattamattomista yksiköistä luopuminen.

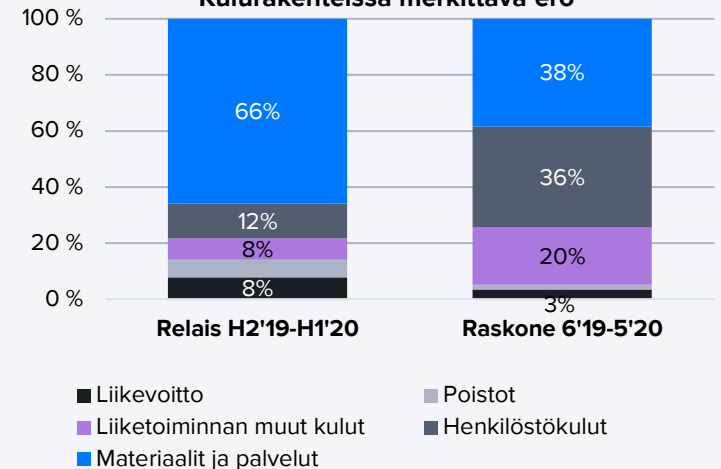
Myös Raskonen kulurakenne joustaa

Vaikka Raskonen kulurakenne on hyvin erilainen kuin Relaisin, on sekin hyvin joustava. Raskonen liiketoiminnan muista kuluista suurin osa on vuokratuloja, jotka nekin joustavat keskipitkällä aikavälillä. Kaikkiaan Raskonen operatiivinen vipu on Relaisin tapaan pieni.

Raskonen liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kulurakenteissa merkittävä ero



Liikevaihdossa loikka miltei tavoitetasolle

Raskonen hankinta nostaa konsernin vuosien 2021-2022 liikevaihtoennusteitamme 36-40 %:lla. Yhtiön suhteellisesti heikomman kannattavuuden vuoksi oikaistu liikevoitto paranee ennusteissamme vähemmän eli 17-24 %.

Liikevaihto kasvaa huikeasti, tulos vähemmän

Raskonen hankinta kasvattaa Relais-konsernin liikevaihtoa noin 40 %:lla. Näin Relais pääsee yhdellä hankinnalla jo lähelle strategista tavoitettaan eli noin 240 MEUR:n liikevaihtoa. Raskonen liiketoiminta on rakenteellisesti heikommin kannattavaa kuin Relaisin, sillä vuoden 2020 käyttökatemarginaali oli 7,5 %. Ennustemme Relaisin vuoden 2020 käyttökatemarginaaliksi on 13,8 %.

Odotettu kasvu lähes kokonaan epäorgaanista

Raskonen konsolidointi tapahtuu helmikuun alussa, joten se on mukana 11 kuukauden ajan alkaneen

vuoden numeroissa. Kaikkiaan Relaisin liikevaihdon ennakoidusta 68 %:n kasvusta vuonna 2021 on orgaanista 62 %-yksikköä kun myös Strands Groupin oston vaikutus huomioidaan. Raskonen alla oleva markkina kasvaa muun Relaisin tapaan hitaasti ja olemme olettaneet orgaaniseksi kasvuvauhdiksi 2 % p.a. vuosina 2021-2023.

Tietotarpeita olisi vielä paljon

Toistaiseksi ennusteiden päivittämisen tueksi on ollut tarjolla varsin vähän tietoja. Kiinnostavimpia olisivat kaupan arvioidut synergiat sekä syntyvän liikearvon määrä. Tarkempien arvioiden puuttuessa olemme lähteneet siitä, että Raskonen käyttökatemarginaali paranee ennen kaikkea materiaalikulujen osuuden alenemisen vuoksi vuoden 2020 7,5 %:sta vuoden 2023 8,5 %:iin. Kiinnostavimpia ovat tietenkin konsernitason marginaalimuutokset, jotka perustuvat siihen että Raskonen ostoista yhä suurempi osa tulee

konsernin sisältä. Arvioimme konsernin EBITA-marginaalin paranevan vuoden 2021 12,9 %:sta vuoden 2023 13,9 %:iin. Raskonen alempi kannattavuustaso näkyy siinä, että aiemmissa konserniennusteissamme EBITA-marginaali oli 15,1 % v. 2021 ja 15,2 % v. 2023.

Liikearvopoistot kasvavat entisestään

Olemme arvioineet kaupassa syntyvän liikearvon poistoja karkeasti 24,5 MEUR:n verran (30,7 MEUR:n kauppahinnan ja 6,2 MEUR:n kertyneen oman pääoman erotus). Olemme arvioineet poistoajaksi 10 vuotta kuten Relaisin muissakin hankinnoissa. Kaupan seurauksena Relaisin liikearvopoistot ovat 10-11 MEUR vuosittain aina vuoteen 2029 saakka. Vastaavasti konsernin laskennallinen veroaste on entistäkin korkeampi (35-38 % vv. 2021-2022), mikä rasittaa raportoitua osakekohtaista tulosta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020e		Muutos %	2021e		Muutos %	2022e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	127	127	0 %	156	213	36 %	161	225	40 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,0	17,0	0 %	23,5	27,5	17 %	24,1	30,0	24 %
Liikevoitto	9,2	9,2	0 %	14,3	16,1	12 %	16,0	19,4	22 %
Tulos ennen veroja	7,0	7,0	0 %	12,9	14,7	13 %	14,4	17,2	20 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,68	0,68	0 %	1,00	1,18	18 %	1,02	1,25	23 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,24	0 %	0,32	0,40	25 %	0,33	0,45	36 %

Lähde: Inderes

Kurssinousuvaraa tarjolla vain vähän

Relaisin osakkeen arvo kasvaa Raskone-hankinnalla arviomme mukaan enemmän kuin välitön kurssireaktio osoitti. Tällä hetkellä osakkeella on mittarista riippuen edelleen jonkin verran nousuvaraa, mutta selvästi alihinnoittelusta ei voida puhua. Lisäksi Raskone-kaupan tarkkaan arviointiin on edelleen liian vähän tietoa tarjolla. Samalla kauppa vie Relaisia osin strategisesti vieraille vesille ja riski siitä, että integraatio ei suju suunnitellusti on tavanomaista korkeampi. Säilytämme osakkeen vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 16,50 (aik. 13,70 euroa) euroon, mikä kuvastaa Raskone-kaupan ainakin näillä näkymin onnistunutta hinnoittelua.

Kauppa laskennallisesti edullinen

Raskonen velaton kauppahinta on 30,7 MEUR ja taaksepäin katsova EV/EBITDA on hyvin kohtuullinen 6,5x. Relaisin strategiana on ollut tähdätä noin 6x:n EV/EBITDA-tasoon ja Raskonen hankinta on tämän kanssa linjassa. Joulukuussa julkistamassamme Relaisin laajassa [raportissa](#) arviomme silloisilla taustaoletuksilla, että Relaisin kannattaa toteuttaa akvisitiostrategiaa niin kauan kuin kaupassa käytettävä EV/EBITDA-kerroin on alle 9x. Tämä ehto täyttyi Raskone-kaupassa helposti. Kauppahinta maksetaan 97 %-sesti käteisellä ja loput Raskonen toimitusjohtajalle Jan Popoville suunnatulla Relaisin osakeannilla, jonka dilutiovaikutus on 0,39 %. Arviomme, että Relaisin tase on kaupan seurauksena rasittunut (2021e gearing 91 %), mikä pitää isommat yritysostot ainakin jonkin aikaa poissa agendalta.

Positiivinen kurssireaktio perusteltu

Relaisin osakekurssi nousi Raskone-kaupan julkistamisen jälkeen yli 12 %:lla ja yhtiön markkina-arvo noin 29 MEUR:lla. Oman DCF-mallimme antama

indikaatio Relaisin arvon kasvuksi kaupassa on vielä tätä selvästi enemmän eli +51 MEUR. Tälläkin perusteella Raskone-kauppa näyttää osakkeenomistajan näkökulmasta ainakin hinnoittelultaan hyvin onnistuneelta.

Kokonaistuotto-odotus säilyy alhaisena

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssipotentiali lisätynä osinkotuotolla) on nähdyn reippaan kurssinousun jälkeen supistunut selvästi. Yhtiölle hyväksymällämme 14-14,5x:n P/E-kertoimella kokonaistuotto-odotus on positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattu tuotto-odotus on siten heikko.

Verrokkihinnoittelu viestii lähes täyttä hinnoittelua

Osakkeen vuoden 2021 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 17 % ja 19 % alle verrokkiryhmän mediaanin, mutta vuoden 2022 ennusteilla arvostusdiskontto on enää 11-12 %. Kun huomioidaan Relaisin mediaaniverrokkia selvästi pienempi koko ja hitaampi odotettu (orgaaninen) tulokasvu, on osake verrokkeihin nähden lähes täyteen hinnoiteltu.

DCF-arvoon taas nousuvaraa, mutta vain hieman

Kuten edellä on todettu, Relaisin osakkeen DCF-arvo kasvoi laskelmiemme mukaan Raskone-kaupassa enemmän kuin osakkeen välitön kurssireaktio heijasti. Tämän seurauksena osakkeen DCF-arvo on jälleen nykykurssia korkeampi, mutta vain hieman eli 7-9 %. Tälläkään perusteella osake ei vielä ole houkuttelevasti hinnoiteltu.

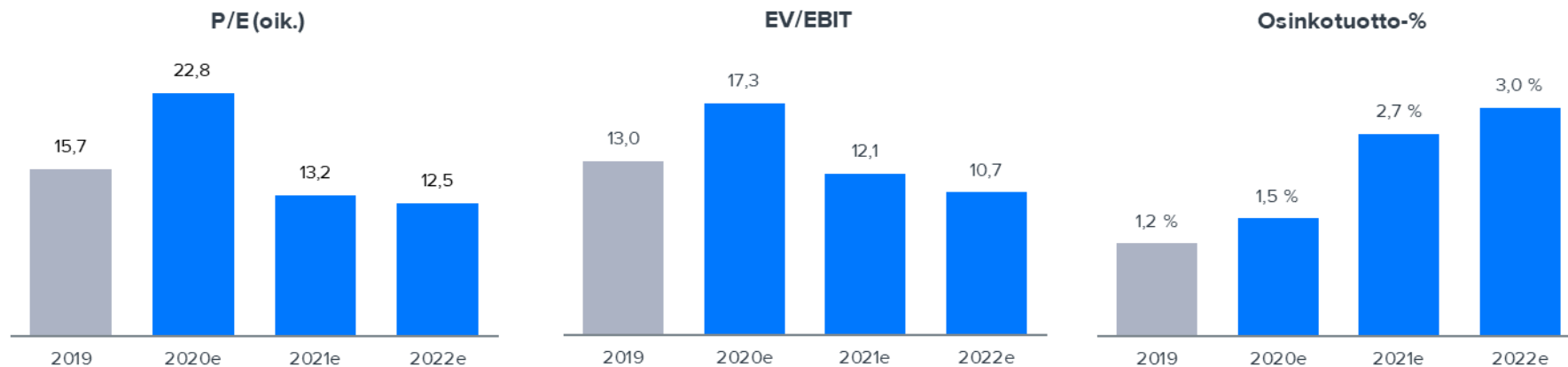
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	15,6	15,6	15,6
Osakemäärä, milj. kpl	16,8	17,4	17,5
Markkina-arvo	262	262	262
Yritysarvo (EV)	296	332	320
P/E (oik.)	22,8	13,2	12,5
P/E	71,4	29,8	24,2
P/Kassavirta	>100	neg.	12,5
P/B	3,7	3,5	3,3
P/S	2,1	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	2,3	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	16,9	11,5	10,3
EV/EBIT (oik.)	17,3	12,1	10,7
Osinko/tulos (%)	109,8 %	76,4 %	69,9 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,25	15,60	15,60	15,60	15,60
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	17,4	17,5	17,5
Markkina-arvo	134	262	262	262	262
Yritysarvo (EV)	168	296	332	320	306
P/E (oik.)	15,7	22,8	13,2	12,5	11,5
P/E	>100	71,4	29,8	24,2	20,5
P/Kassavirta	neg.	>100	neg.	12,5	11,1
P/B	2,1	3,7	3,5	3,3	3,1
P/S	1,4	2,1	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,7	2,3	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	12,6	16,9	11,5	10,3	9,3
EV/EBIT (oik.)	13,0	17,3	12,1	10,7	9,5
Osinko/tulos (%)	421,4 %	109,8 %	76,4 %	69,9 %	65,6 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,5 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes



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	13,68	547	584	16,2	13,9	12,8	11,2	0,7	0,6	20,1	17,0	2,4	2,8	4,9
Mekonomen AB	93,90	526	987	11,0	10,3	6,1	5,9	0,8	0,8	8,4	7,7	2,3	3,0	1,0
Thule Group AB	310,60	3222	3275	21,7	20,1	19,8	18,4	4,2	4,0	28,6	26,4	2,8	3,1	6,2
Inter Cars SA	282,00	879	1165	12,9	12,0	10,0	9,4	0,6	0,5	13,3	12,3	0,3	1,9	
Motorpoint Group PLC	290,00	296	423	16,6	15,3	15,2	14,1	0,4	0,3	15,8	14,1	1,5	2,1	
LKQ Corp	35,09	8800	11055	11,1	10,1	9,2	8,6	1,1	1,1	12,8	11,5			1,8
Dorman Products Inc	90,83	2416	2276	17,7	15,3	15,1	12,8	2,4	2,3	24,2	21,4			
Advance Auto Parts Inc	149,14	8339	8309	11,2	10,4	8,8	8,4	1,0	1,0	15,7	14,1	0,5	0,5	2,6
Uni-Select Inc	6,79	185	585	14,9	11,0	6,3	5,6	0,4	0,4	13,2	7,4		3,9	
Genuine Parts Co	93,88	11162	12832	12,9	11,8	10,5	9,4	0,9	0,9	16,3	14,9	3,4	3,7	3,3
AMA Group Ltd	0,65	303	676	21,5	15,5	12,2	10,1	1,1	0,9	27,2	14,4		0,9	1,4
Relais (Inderes)	15,60	262	296	12,1	10,7	11,5	10,3	1,6	1,4	13,2	12,5	2,7	3,0	3,5
Keskiarvo				15,2	13,3	11,5	10,3	1,2	1,2	17,8	14,7	1,9	2,4	3,0
Mediaani				14,9	12,0	10,5	9,4	0,9	0,9	15,8	14,1	2,3	2,8	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-19 %	-11 %	10 %	9 %	76 %	66 %	-17 %	-12 %	15 %	8 %	35 %

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	213	225	231
Relais Group -konserni	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,0	127	213	225	231
Käyttökate	3,7	5,0	8,7	4,0	9,3	13,3	7,7	9,8	17,5	28,9	31,2	32,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-1,5	-3,0	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,2	-8,2	-12,8	-11,8	-11,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	4,9	8,4	3,9	9,1	13,0	7,5	9,6	17,0	27,5	30,0	32,1
Liikevoitto	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,6	9,2	16,1	19,4	21,8
Relais Group -konserni	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,6	9,2	16,1	19,4	21,8
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	-0,9	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	-0,9	-2,2	-1,4	-2,2	-2,0
Tulos ennen veroja	1,8	3,1	4,8	0,2	2,3	2,5	2,3	4,7	7,0	14,7	17,2	19,8
Verot	-0,7	-0,8	-1,5	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-1,8	-3,2	-5,6	-5,9	-6,4
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	9,1	11,3	13,4
EPS (oikaistu)	0,19	0,48	0,67	0,17	0,36	0,53	0,28	0,40	0,68	1,18	1,25	1,35
EPS (raportoitu)	4,94	12,98	0,36	-0,02	0,04	0,02	0,06	0,16	0,22	0,52	0,64	0,76

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 %	67,9 %	5,6 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-20,7 %	36,8 %	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	5,0 %	31,3 %	61,4 %	9,2 %	6,9 %
Käyttökate-%	11,0 %	12,9 %	12,1 %	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	14,4 %	13,8 %	13,6 %	13,9 %	14,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,5 %	12,5 %	11,6 %	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	14,0 %	13,4 %	12,9 %	13,3 %	13,9 %
Nettotulos-%	2,5 %	5,8 %	4,3 %	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	4,0 %	2,9 %	4,3 %	5,0 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	5,9	55,4	59,2	88,1	76,8
Liikearvo	4,9	53,7	57,1	83,8	73,2
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,5	1,6	1,6
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,8	2,0	1,4
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	99,1	106
Vaihto-omaisuus	29,1	43,1	44,6	59,6	62,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,4	15,0	19,2	30,3	32,0
Likvidit varat	2,3	29,6	25,1	9,1	11,1
Taseen loppusumma	47,7	143	148	187	183

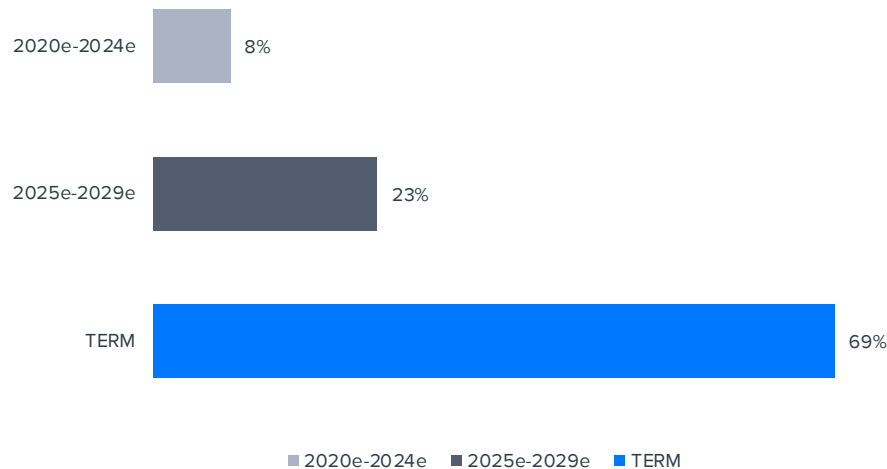
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	17,2	63,7	71,1	76,2	80,4
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,4	12,6	14,7	19,7	24,0
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	72,9	62,9
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	70,0	60,0
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	38,1	39,6
Lainat rahoituslaitoksilta	5,7	4,8	5,8	8,8	8,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,3	12,8	16,4	29,4	31,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,7	143	148	187	183

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	7,9	9,2	16,1	19,4	21,8	22,1	22,4	22,7	23,0	23,2	26,5	
+ Kokonaispoistot	5,5	8,2	12,8	11,8	11,1	11,1	11,2	11,2	11,2	11,2	8,1	
- Maksetut verot	0,0	-3,1	-5,6	-5,9	-6,4	-6,6	-6,7	-6,8	-6,9	-7,0	-7,0	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-15,1	-2,1	-13,1	-3,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	-3,1	11,8	9,9	21,4	24,4	24,7	25,0	25,3	25,5	25,8	25,9	
+ 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	-41,7	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-59,4	0,1	-31,8	20,9	23,6	23,9	24,1	24,4	24,6	24,9	25,0	
+/- 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	-31,8	20,9	23,6	23,9	24,1	24,4	24,6	24,9	25,0	439
Diskontattu vapaa kassavirta		0,1	-29,7	18,1	18,9	17,8	16,7	15,6	14,6	13,7	12,8	224
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		323	323	353	335	316	298	281	266	251	237	224
Velaton arvo DCF		323										
- Korolliset velat		-64,2										
+ Rahavarat		29,6										
-Vähemmistöosuus		-0,4										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		286										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,03										

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,4	72,5	98,9	127,0	213,2	EPS (raportoitu)	2,51	0,36	0,03	0,22	0,52
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	28,9	EPS (oikaistu)	2,51	0,67	0,53	0,68	1,18
Liikevoitto	6,1	5,7	7,9	9,2	16,1	Operat. kassavirta / osake	4,35	0,71	-0,19	0,70	0,57
Voitto ennen veroja	5,3	4,8	2,5	7,0	14,7	Vapaa kassavirta / osake	0,97	0,81	-0,98	0,00	-1,83
Nettovoitto	3,8	3,1	0,4	3,7	9,1	Omapääoma / osake	7,12	1,92	3,93	4,22	4,37

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143,0	148,1	187,2	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	20 %	37 %	28 %	68 %
Oma pääoma	14,2	17,2	63,7	71,1	76,2	Käyttökateen kasvu-%	-7 %	5 %	53 %	31 %	65 %
Liikearvo	7,0	4,9	53,7	57,1	83,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	37 %	55 %	31 %	61 %
Nettovelat	21,6	17,1	34,5	32,7	69,6	EPS oik. kasvu-%		-73 %	-21 %	30 %	73 %
						Käyttökate-%	13,8 %	12,1 %	13,5 %	13,8 %	13,6 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	11,6 %	13,1 %	13,4 %	12,9 %
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	28,9	Liikevoitto-%	10,2 %	7,9 %	7,9 %	7,3 %	7,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-2,4	-15,1	-2,1	-13,1	ROE-%	44,7 %	22,7 %	1,0 %	5,5 %	12,4 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	6,1	-3,1	11,8	9,9	ROI-%	17,5 %	15,8 %	9,6 %	7,1 %	11,4 %
Investoinnit	-5,1	-0,8	-54,7	-11,7	-41,7	Omavaraisuusaste	31,5 %	36,0 %	44,5 %	48,0 %	40,7 %
Vapaa kassavirta	1,5	7,0	-15,9	0,1	-31,8	Nettovelkaantumisaste	152,2 %	99,7 %	54,2 %	46,0 %	91,4 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ari Salmivuori & Ajanta Oy	40,4 %
Nordic Industry Development AB	23,4 %
Suomen Teollisuussijoitus Oy	2,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	2,4 %
Rausanne Oy	2,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto			1,7	2,3	1,6
EV/EBITDA (oik.)			12,6	16,9	11,5
EV/EBIT (oik.)			13,0	17,3	12,1
P/E (oik.)			15,7	22,8	13,2
P/B			2,1	3,7	3,5
Osinkotuotto-%			1,2 %	1,5 %	2,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositus historia (>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 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 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 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.

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 €
1.2.2021	Vähennä	16,50 €	15,60 €

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.**