

# Relais

## Yhtiöraportti

13.8.2021 7:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kurssijuna meni justiinsa

Relaisin H1-numerot olivat liikevaihtoa lukuun ottamatta hieman alakantissa suhteessa odotuksiimme. Jatkuvien rakennejärjestelyjen vuoksi näkyvyys tulokseen ei kuitenkaan ollut lähtökohtaisestikaan kovin hyvä. Relais ei vielääkään tarjonnut 2021-ohjeistusta, mikä oli pettymys. Ennustemuutoksemme ovat pieniä. Relaisin H1-raportin myötä alentuneen riskiprofiiliin vuoksi olemme nyt valmiita hyväksymään yhtiön osakkeelle aiempaa korkeammat arvostuskertoimet. Osake on mielestämme edelleen täyteen hinnoiteltu, mutta kohonneiden kertoimien vuoksi nostamme tavoitehinnan 24,00 (18,00) euroon säilyttäen vähennä-suosituksemme.

## H1-tulos jäi hieman odotetusta

Relaisin H1-liikevaihto ylitti odotuksemme lievästi. Markkinatilanne oli vakaa, mutta Relais uskoo kasvaneensa orgaanisesti markkinaa nopeammin. Positiivista oli myös, että Raskonen ensimmäiset kuukaudet konsernissa olivat sekä liikevaihdon että tuloksen kannalta erittäin myönteisiä. Konsernin EBITA-marginaali (11,5 %) jäi odotuksista, mutta tämä johtui kokonaan Raskonesta, jonka marginaalit ovat rakenteellisesti matalampia. Konsernin nettoraahoituskulut olivat selvästi odottamaamme suuremmat, mutta tämän taustalla oli ilmeisesti kurssitappioita.

## Ennusteet miltei ennallaan - ennen seuraavaa yritysostoa

Relais ei edelleenkään tarjonnut 2021-ohjeistusta, mikä oli pettymys. Yhtiö kuitenkin viittaa yhä koronan vaikutuksiin sekä myös komponenttien ja puolijohteiden pulan aiheuttamaan epävarmuuteen. Relais aikoo jatkaa ellei suorastaan kiihdyttää kovaa akvisitiotahiaan. Yritysostojen prospektikanta on yhtiön mukaan vahva ja fokus edelleen niillä sektoreilla joilla jo nyt toimitaan. Ennustemuutoksemme ovat vähäisiä ja pohjaavat H1:llä nähtyyn odotuksia vahvempaan orgaaniseen kasvuun, mutta toisaalta saman periodin marginaalipettymykseen.

## Akvisitiostrategia ja arvostus

Olemme tarkastelleet Relaisin akvisitiostrategiaa vuoden 2026 tavoitteiden valossa. Skenaarioanalyysissämme Relais ylittää tavoittelemansa 500 MEUR:n liikevaihtoon tehden samalla houkuttelevaa laskennallista kokonaistuottoa. Mallimme on kuitenkin yksinkertaistettu ja jättää merkittäviä riskejä huomioimatta, minkä vuoksi suhtaudumme sen antamiin tuloksiin varovaisesti.

## Arvostus on tiukka – taas

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus on toteutuneen kurssinuosun jälkeen jälleen supistunut. Yhtiölle hyväksymällämme noin 18x:n P/E-kertoimella (2022e) kokonaistuotto-odotus on positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattu tuotto-odotus on siten heikko. Osake on vuosien 2021-2022 P/E-kertoimilla arvostettu 2-3 % alle verrokkiryhmän mediaanin ja samojen vuosien oikaistulla EV/EBIT:lla 3-10 % verrokkien mediaanin yläpuolelle. Kokonaisuutena osakkeen arvostus on verrokkien tasolla. Samalla osake on arvostettu 38 % DCF-arvoa korkeammalle. Ero johtuu siitä, että kassavirtamallimme ei huomioi tulevia akvisitioita millään tavoin. Tämän vuoksi kassavirtamallin hyödyllisyys on nyt vähäinen tarkistettuumme suhtautumistamme Relaisin strategian etenemiseen.

## Suositus

### Vähennä

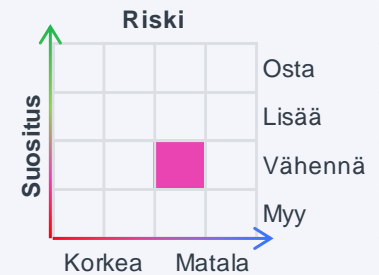
(aik. Vähennä)

**24,00 EUR**

(aik. 18,00 EUR)

### Osakekurssi:

24,50



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	128,9	229,9	244,9	250,6
<b>kasvu-%</b>	30 %	78 %	7 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	18,7	28,8	33,0	34,6
<b>EBIT-% oik.</b>	14,5 %	12,5 %	13,5 %	13,8 %
<b>Nettotulos</b>	6,9	8,7	12,8	14,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,87	1,15	1,34	1,41

<b>P/E (oik.)</b>	17,0	21,4	18,3	17,4
<b>P/B</b>	3,4	4,9	4,6	4,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,0 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,8	17,9	15,2	14,1
<b>EV/EBITDA</b>	14,5	16,7	14,7	13,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,1	2,2	2,0	1,9

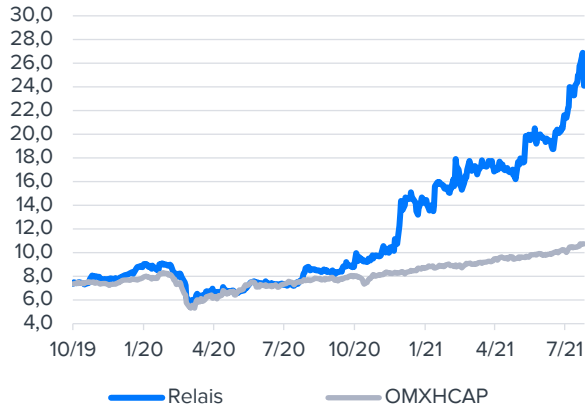
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

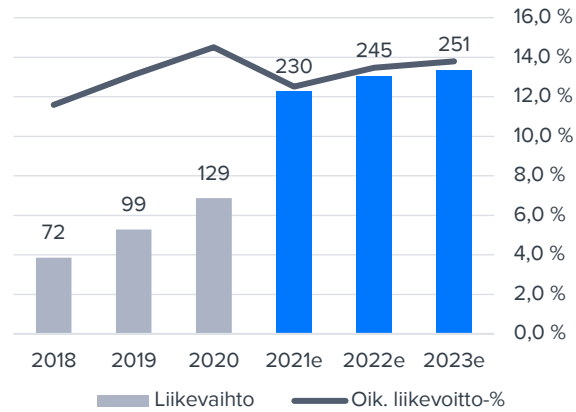
Vaikka markkinatilanne onkin kokonaisuutena ottaen vakaa, heikentävät liiketoimintojen näkyvyyttä Covid-19-pandemian jatkuminen sekä maailmanlaajuinen komponenttien ja puolijohteiden pula. Tämän johdosta yhtiö ei julkaise numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2021.

## Osakekurssi



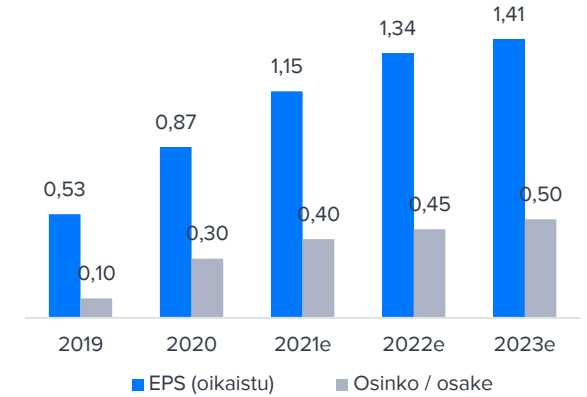
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Hyvä track record akvisitioiden toteuttamisessa
- Tulevat akvisitiot
- Joustava kulurakenne



### Riskitekijät

- Automaahantuoja 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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	24,5	24,5	24,5
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	18,0	18,1
Markkina-arvo	437	437	437
Yritysarvo (EV)	515	502	486
P/E (oik.)	21,4	18,3	17,4
P/E	50,3	34,6	30,6
P/Kassavirta	neg.	19,6	17,1
P/B	4,9	4,6	4,3
P/S	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	16,7	14,7	13,7
EV/EBIT (oik.)	17,9	15,2	14,1
Osinko/tulos (%)	82,2 %	63,5 %	62,5 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes

# H1-tulos jäi hieman odotetusta

## Kohtuulliset H1-numerot

Relaisin H1-numerot olivat liikevaihtoa lukuun ottamatta hieman alakantissa suhteessa odotuksiimme. Jatkuvien rakennejärjestelyjen vuoksi näkyvyys tulokseen ei kuitenkaan ollut lähtökohtaisestikaan kovin hyvä.

## Markkinaosuus nousi ja Raskone sulautui hyvin

Relaisin H1-liikevaihto ylitti odotuksemme lievästi. Markkinatilanne oli vakaa, mutta Relais uskoo kasvaneensa orgaanisesti markkinaa nopeammin. Kasvu oli vahvaa etenkin Strandsissa ja ABR:ssä. Relais arvioi, että kohdemarkkina kasvoi eri alueilla 2-5 %:n tahtia kun Relais itse kasvoi orgaanisesti 10-12 %:n vauhtia. Markkinaosuuden kasvu näyttää sen vuoksi olleen varsin merkittävää. Positiivista oli myös, että yhtiön mukaan Raskonen ensimmäiset kuukaudet konsernissa olivat sekä liikevaihdon että

tuloksen kannalta erittäin myönteisiä, ja varaosahankintasynergiaetujen saavuttamisessakin edettiin ripeästi. Raskonen hankinnan jälkeen Relaisin liikevaihdosta suuruusluokkatasolla 2/3 on sidoksissa hyötyajoneuvoliikenteeseen ja 1/3 henkilöautoihin.

## Raskonen matalammat marginaalit näkyivät

Konsernin EBITA-marginaali (11,5 %) jäi odotuksista, mutta tämä johtui Relaisin mukaan kokonaan Raskonesta, jonka marginaalit ovat rakenteellisesti matalampia kuin muualla konsernissa. Relais kiihtenkin vakuutteli, että myös Raskonen marginaalit ovat parantuneet vuoden takaisista. H1:n kiinteät kustannukset olivat matkakustannuksia lukuun ottamatta normaalilla tasolla.

## Kurssitappiot rasittivat alinta riviä

Konsernin nettorahoituskulut (-1,5 MEUR) olivat selvästi odottamaamme (-0,9 MEUR) suuremmat. Taustalla oli ilmeisesti kurssitappioita, mutta Relais ei kertonut tästä tarkemmin. Liikearvopoistojen vaikutuksella oikaistu konserniveroaste (21 %) oli odotettu.

Ennustetaulukko	H1'20	H1'21	H1'21e	H1'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	59,0	106	103				2 %	223
EBITA	7,5	12,2	13,5				-10 %	29,0
Liikevoitto	3,7	6,1	7,6				-20 %	17,2
Tulos ennen veroja	2,3	4,5	6,7				-32 %	15,4
EPS (oik.)	0,29	0,48	0,56				-14 %	1,20
EPS (raportoitu)	0,06	0,13	0,23				-42 %	0,54
Liikevaihdon kasvu-%	56,3 %	79,4 %	75,5 %				3,9 %-yks.	78,3 %
EBITA-%	12,7 %	11,5 %	13,0 %				-1,5 %-yks.	13,0 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet miltei ennallaan - ennen seuraavaa yritysostoa

## Tällä haavaa ennusteiden muutostarpeet vähäisiä

Relais ei vielääkään tarjonnut 2021-ohjeistusta, mikä oli pettymys. Ohjeistusmuutoksemme ovat pieniä heijastellen H1-raporttia, mutta isoja muutoksia voi tulla piankin uusien akvisitiouutisten myötä.

## H2:lla voi olla vielä operatiivisia haasteita

Relais ei edelleenkään tarjonnut 2021-ohjeistusta, mikä on pettymys markkinatilanteen ollessa vakaa. Yhtiö kuitenkin viittaa yhä koronan vaikutuksiin sekä myös komponenttien ja puolijohteiden pulan aiheuttamaan epävarmuuteen, minkä vuoksi ”toimitusvaikeuksien mahdollisuutta erityisesti Q4’21:n aikana ei voida sulkea pois”. Relais on kuitenkin kasvattanut uusien valotuotteiden sekä eräiden muiden tuoteryhmien varastotasoja, mikä näkyi vaihto-omaisuuden yli 5 MEUR:n kasvuna H1:llä. Relais myös arvioi, että etenkin markkinointikulut

tulevat H2:lla kasvamaan H1:n tasoista jo normaalin kausivaihtelunkin vuoksi.

## Akvisitiouutisia saadaan ehkä vielä tänä vuonna

Relais aikoo jatkaa ellei suorastaan kiihdyttää kovaa akvisitiotahtiaan. Lennart Sjöblomin kesäkuinen nimitys yrityskaupoista vastaavaksi johtajaksi tulee Relaisin mukaan ”vahvistamaan kykyämme onnistuneiden yritysostojen tekemiseen vuoden 2021 aikana ja vastaisuudessakin”. Yritysostojen prospektikanta on yhtiön mukaan vahva. Fokus on edelleen niillä sektoreilla joissa jo nyt toimitaan, mutta yhtiö haluaa toukokuusen ilmoituksena mukaan säilyttää mahdollisuuden laajentumiseen muuallakin ”koko liikkumiseen liittyvällä jälkimarkkinalla”. Käsittelemme akvisitiostategian numeerisia implikaatiota seuraavalla sivulla.

## Liikevaihtoennusteet hieman ylös ja marginaaliodotukset vastaavasti alas

Ennustemuutoksemme ovat vähäisiä ja pohjaavat liikevaihdon osalta nähtyyn odotuksia vahvempaan orgaaniseen kasvuun. Myös H1’21:n hienoinen marginaalipettymys näkyy ennusteissamme. Odotuksemme vuosien 2021-2023 raportoiduksi liikevaihdon kasvuksi (CAGR) on nyt 25 % (aik. 24 %). Vuosina 2022-2023 kasvu hidastuu entisen ennusteemme tapaan 4 %:iin. Arviomme vuosien 2021, 2022 ja 2023 EBITA-marginaaliksi on nyt vastaavasti 12,7 % (13,6 %), 13,5 % (14,2 %) ja 13,8 % (14,1 %).

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	223	230	3 %	239	245	2 %	246	251	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,0	28,8	-1%	33,2	33,0	-1%	34,5	34,6	0 %
Liikevoitto	17,2	17,0	-1%	21,9	21,7	-1%	23,5	23,5	0 %
Tulos ennen veroja	15,4	14,4	-7 %	19,2	19,3	1%	20,9	21,4	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,20	1,15	-4 %	1,34	1,34	0 %	1,40	1,41	1%
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,45	0,45	0 %	0,50	0,50	0 %

Lähde: Inderes

# Akvisitiostrategia ja arvostus

## Tilaisuus myös pitkälle pelille

Koska H1'21-raportin perusteella Relaisin akvisitiostrategia näyttää yhä toimivan hyvin eli integraatiot ovat sujuneet mallikkaasti eikä merkittäviä riskejä ole realisoitunut, olemme siirtäneet katsetta strategian toteuttamisessa eteenpäin ja olemme samalla valmiita hyväksymään osakkeelle aiempaa korkeammat arvostuskertoimet. Pidämme tässä vaiheessa hyväksyttävänä 18-19x:n P/E-kertoimia, jotka myös ovat olleet yhtiön pörssihistorian aikana nähtyjä tasoja.

## Akvisitiot oletetaan velkarahoitteisiksi

Olemme tarkastelleet akvisitiostrategiaa Relaisin vuoden 2026 tavoitteiden valossa. Yksinkertaisuuden vuoksi olemme olettaneet, että akvisitioihin tarvittava ulkopuolinen rahoitus on kokonaan velkaa. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen ja sijoittajien dilution huomioiminen tekisi tarkastelusta liian monimutkaisen.

## Korkea kokonaistuotto, jos kaikki menee hyvin

Mallimme tarkastelee kuinka paljon akvisitioita Relaisin olisi tehtävä saavuttaakseen 500 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2026. Nykyisten ennusteidemme ja niihin sisältyvän orgaanisen kasvun lisäksi Relais tarvitsisi akvisitioiden kautta 226 MEUR lisäliikevaihtoa. Kun oletamme, että kaikkien akvisitiokohteiden EBITDA-marginaali on 13,0 %, EBITA-marginaali 12,7 % ja kohteet hinnoitellaan kaavalla  $EV/EBITDA = 7,0x$ , pääsee Relais liikevaihtotavoitteeseensa 206 MEUR:n lisävelkaantumisella. Alhaisen korkotason (2,5 %) vuoksi lisävelkaantuminen ei juuri rasita tulosta ja tarkastelujakson lopussa Relaisin markkina-arvo onkin mallissa kohonnut hyvin merkittävästi kun vuoden 2026 tulokseen käytetään 18,0x:n P/E-kerrointa. Myös laskennallinen kokonaistuotto kohoaisi 14-15 %:iin eli olisi jo houkutteleva, mikä sinällään antaisi eväät positiiviseen suositukseen.

## Malli jättää kuitenkin paljon riskejä huomioimatta

Skenaariossa ongelmana olisi, että tarkastelujakson lopussa Relaisin nettovelat/käyttökate-tunnusluku kohoaisi jo 3,1x:een eli yli 3,0x:n, mitä luottoluokittajat usein pitävät kohonneen luottoriskin merkinä. Malli myös oikoo mutkia siten, että lisävelkaantuminen ei vaikuta oman pääoman tuottovaatimukseen. Lisäksi mallissa oletetaan, että akvisitioiden hinta pysyy koko ajan edullisena ( $EV/EBITDA = 7,0x$ ), mikä on epätodennäköistä konsolidoituvalla toimialalla ainakin Relaisin tavoittelemissa hyväkuntoisissa yhtiöissä. Vaikka mallin  $EV/EBITDA$ -kertoimen nousu esim. 8,0x:aan ei juuri muuta osakkeen tuotto-odotusta, nousee laskennallinen nettovelat/käyttökate-kerroin jo 3,6x:een. Tällöin ainakin rahoituksen hinta kohoaisi ja myös saatavuus voisi vaarantua. Ehkä merkittävin yksinkertaistava oletus on, että kaikki mallin akvisitiot ovat menestyksekkäitä eli kohdeyhtiöiden integrointi sujuu ongelmitta ja ne tekevät tasaisesti hyvää tulosta. 5 vuoden aikana voi myös sekä korko- että osake-markkinoilla tapahtua isoja epäsuotuisia muutoksia.

## Nykykurssi hieman liian toiveikas

Johtopäätöksemme on, että Relaisin osakkeen nykyiset arvostuskertoimet eivät riittävästi huomioi menestyksekkään akvisitioskenaarion toteutumiseen liittyviä riskejä. Esitetyn kaltaisen skenaarion käyttäminen sijoituspäätöksen tukena edellyttäisi riskien huolellista arviointia ja kun huomioidaan tähän liittyvät vaikeudet, kohoaisi sijoittajan tuottovaatimus todennäköisesti selvästi. Tämä puolestaan alentaisi riskikorjattua tuotto-odotusta eikä osakkeen houkuttelevuudesta tämän jälkeen olisi enää takeita. Mahdotonta esitetyn kaltaisen tai jopa sitä paremman skenaarion toteutuminen ei tietenkään ole. Relaisin hyvistä tähänastisista näytöistä huolimatta suhtautumisemme säilyy kuitenkin varovaisena.

## Pitkän tähtäimen akvisitioskenaario

Tuloslaskelma (oikaistu), MEUR	2021e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>236</b>	<b>500</b>
- orgaaninen	236	274
- akvisitiot	0	226
<b>EBITA</b>	<b>32</b>	<b>66</b>
- orgaaninen	32	37
- akvisitiot	0	29
- <i>marginaali</i>	13,5 %	13,2 %
Nettorah.kulut	-2	-6
- orgaaninen	-2	-1
- akvisitiot	0	-5
Verot	-6	-13
<b>Nettotulos</b>	<b>23</b>	<b>47</b>
P/E	18,9x	18,0x
<b>Markkina-arvo, MEUR</b>	<b>437</b>	<b>841</b>
<i>Arvonnousu p.a.</i>		12,6 %
<i>Osinkotuotto p.a.</i>		2,1 %
<b>Kokonaistuotto p.a.</b>		<b>14,7 %</b>

Lähde: Inderes

# Arvostus on tiukka - taas

## Kesäralli söi nousuvaran

Relaisin annettua H1-raportissaan jälleen näyttöjä onnistuneista integroinnista yleisesti ja etenkin Raskonen osalta, olemme alentuneen riskiprofiilin vuoksi valmiita nyt hyväksymään yhtiön osakkeelle aiempaa korkeammat arvostuskertoimet. Markkina oli kuitenkin ehtinyt riskiarviossaan edellemme, mistä kertoo osakkeen 31 %:n nousu 1.7. jälkeen. Tämän vuoksi osake on mielestämme edelleen täyteen hinnoiteltu. Kohonneiden hyväksyttävien kertoimien vuoksi nostamme osakkeen tavoitehinnan 24,00 (18,00) euroon, mutta säilytämme vähennä-suosituksemme.

## Kokonaistuotto-odotus matala

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssipotentiali lisättynä osinkotuotolla) on toteutuneen kurssinousun jälkeen jälleen supistunut. Yhtiölle hyväksymällämme noin 18x:n P/E-kertoimella (2022e) kokonaistuotto-odotus on positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattu tuotto-odotus on siten heikko.

## Kertoimet verrokkien tasolla

Relaisin osake on vuosien 2021-2022 P/E-kertoimilla (21x ja 18x) arvostettu 2-3 % alle verrokkiryhmän mediaanin ja samojen vuosien oikaistulla EV/EBIT:lla (18x ja 15x) 3-10 % verrokkien mediaanin yläpuolelle. Kokonaisuutena osakkeen arvostus on verrokkien tasolla.

## DCF-mallin hyödyllisyys nyt kyseenalainen

Relaisin osake on arvostettu 38 % DCF-arvoa korkeammalle. Ero on huomattava, mutta johtuu siitä, että kassavirtamallimme ei huomioi tulevia akvisitioita

millään tavoin. Tämän vuoksi kassavirtamallin hyödyllisyys on nyt vähäinen tarkistettuamme suhtautumistamme Relaisin strategian etenemiseen.

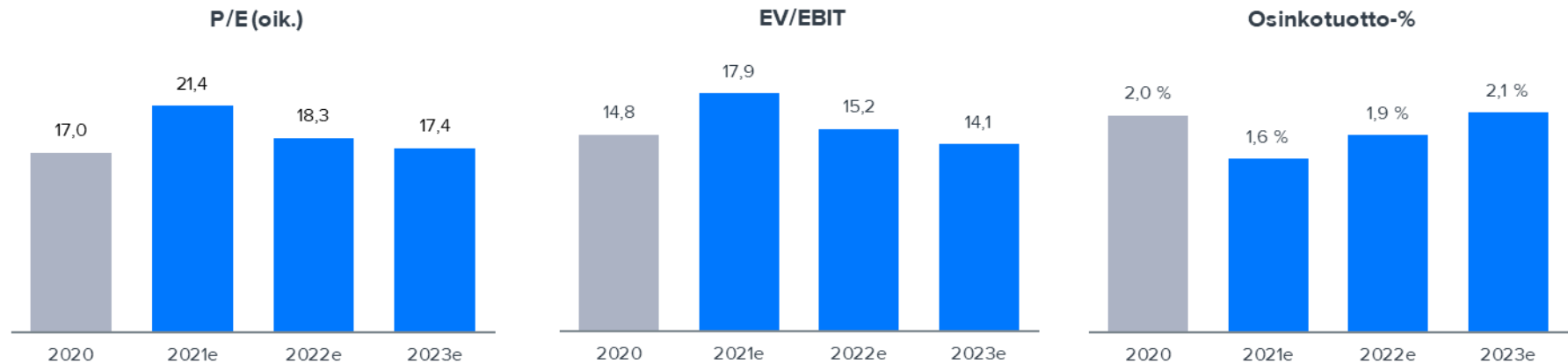
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	24,5	24,5	24,5
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	18,0	18,1
Markkina-arvo	437	437	437
Yritysarvo (EV)	515	502	486
P/E (oik.)	21,4	18,3	17,4
P/E	50,3	34,6	30,6
P/Kassavirta	neg.	19,6	17,1
P/B	4,9	4,6	4,3
P/S	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	16,7	14,7	13,7
EV/EBIT (oik.)	17,9	15,2	14,1
Osinko/tulos (%)	82,2 %	63,5 %	62,5 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,25	14,70	24,50	24,50	24,50	24,50
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	17,8	18,0	18,1	18,2
Markkina-arvo	134	247	437	437	437	437
Yritysarvo (EV)	168	277	515	502	486	470
P/E (oik.)	15,7	17,0	21,4	18,3	17,4	16,2
P/E	>100	35,6	50,3	34,6	30,6	27,0
P/Kassavirta	neg.	47,7	neg.	19,6	17,1	16,4
P/B	2,1	3,4	4,9	4,6	4,3	4,0
P/S	1,4	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,5	16,7	14,7	13,7	12,5
EV/EBIT (oik.)	13,0	14,8	17,9	15,2	14,1	12,8
Osinko/tulos (%)	421,4 %	72,7 %	82,2 %	63,5 %	62,5 %	55,2 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %

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	17,57	705	772	24,5	19,6	17,4	15,0	0,9	0,7	25,6	20,9	1,3	1,5	6,5
Mekonomen AB	141,40	774	1240	12,5	12,2	7,3	7,1	1,0	1,0	11,6	10,7	2,0	2,7	1,5
Thule Group AB	455,60	4678	4792	21,2	21,8	19,9	20,3	4,9	4,8	27,6	28,6	2,7	2,6	8,8
Inter Cars SA	413,00	1275	1561	12,0	11,5	9,8	9,5	0,7	0,6	14,5	14,3	0,3	1,4	2,1
Motorpoint Group PLC	326,00	362	519	39,3	20,4	32,1	17,2	0,6	0,4	46,4	21,7			
LKQ Corp	50,70	12815	14658	11,3	11,0	9,7	9,4	1,3	1,3	13,9	13,4			2,4
Dorman Products Inc	99,82	2715	2583	16,2	14,8	13,8	12,9	2,5	2,3	22,0	19,9			3,4
Advance Auto Parts Inc	209,40	11776	11906	14,4	13,1	11,4	10,3	1,3	1,3	19,1	17,1	1,5	1,6	3,9
Uni-Select Inc	18,03	540	919	41,5	15,0	8,5	7,7	0,7	0,6	23,7	16,4			
Genuine Parts Co	124,97	15343	16659	15,6	14,1	12,5	11,8	1,1	1,0	19,6	18,6	2,6	2,8	5,5
AMA Group Ltd	0,51	237	551	22,0	15,3	8,8	7,6	1,0	0,9	30,8	19,3		0,5	1,1
<b>Relais (Inderes)</b>	<b>24,50</b>	<b>437</b>	<b>515</b>	<b>17,9</b>	<b>15,2</b>	<b>16,7</b>	<b>14,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>21,4</b>	<b>18,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>4,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>21,0</b>	<b>15,3</b>	<b>13,7</b>	<b>11,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>23,2</b>	<b>18,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,2</b>	<b>14,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>22,0</b>	<b>18,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>3,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>10 %</b>	<b>3 %</b>	<b>47 %</b>	<b>42 %</b>	<b>114 %</b>	<b>100 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>13 %</b>	<b>47 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>37,7</b>	<b>61,2</b>	<b>98,9</b>	<b>59,0</b>	<b>70,0</b>	<b>129</b>	<b>106</b>	<b>124</b>	<b>230</b>	<b>245</b>	<b>251</b>	<b>259</b>
Relais Group -konserni	37,7	61,2	98,9	59,0	70,0	129	106	124	230	245	251	259
<b>Käyttökate</b>	<b>4,0</b>	<b>9,3</b>	<b>13,3</b>	<b>7,7</b>	<b>11,4</b>	<b>19,1</b>	<b>13,0</b>	<b>17,9</b>	<b>30,9</b>	<b>34,2</b>	<b>35,5</b>	<b>37,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,0	-8,0	-6,9	-6,9	-13,9	-12,5	-11,9	-11,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,9</b>	<b>9,1</b>	<b>13,0</b>	<b>7,5</b>	<b>11,2</b>	<b>18,7</b>	<b>12,2</b>	<b>16,6</b>	<b>28,8</b>	<b>33,0</b>	<b>34,6</b>	<b>36,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>3,7</b>	<b>7,4</b>	<b>11,1</b>	<b>6,1</b>	<b>10,9</b>	<b>17,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,5</b>	<b>25,8</b>
Relais Group -konserni	2,2	5,7	7,9	3,7	7,4	11,1	6,1	10,9	17,0	21,7	23,5	25,8
Nettorahoituskulut	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	0,7	-0,7	-1,5	-1,1	-2,6	-2,4	-2,1	-1,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>8,1</b>	<b>10,4</b>	<b>4,5</b>	<b>9,8</b>	<b>14,4</b>	<b>19,3</b>	<b>21,4</b>	<b>24,0</b>
Verot	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-2,1	-3,4	-2,2	-3,4	-5,6	-6,6	-6,9	-7,5
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>2,3</b>	<b>6,4</b>	<b>8,7</b>	<b>12,8</b>	<b>14,5</b>	<b>16,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,36</b>	<b>0,53</b>	<b>0,28</b>	<b>0,58</b>	<b>0,87</b>	<b>0,47</b>	<b>0,68</b>	<b>1,15</b>	<b>1,34</b>	<b>1,41</b>	<b>1,51</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,36</b>	<b>0,41</b>	<b>0,13</b>	<b>0,36</b>	<b>0,49</b>	<b>0,71</b>	<b>0,80</b>	<b>0,91</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>H1'19</b>	<b>H2'19</b>	<b>2019</b>	<b>H1'20</b>	<b>H2'20</b>	<b>2020</b>	<b>H1'21</b>	<b>H2'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	12,1 %	57,8 %	36,6 %	56,3 %	14,3 %	30,3 %	79,4 %	77,4 %	78,3 %	6,5 %	2,3 %	3,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	23,3 %	44,2 %	63,0 %	47,7 %	53,8 %	14,7 %	4,8 %	6,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	16,3 %	14,8 %	12,3 %	14,4 %	13,4 %	13,9 %	14,1 %	14,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	16,0 %	14,5 %	11,5 %	13,4 %	12,5 %	13,5 %	13,8 %	14,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	8,6 %	5,4 %	2,1 %	5,2 %	3,8 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>55,4</b>	<b>59,7</b>	<b>105</b>	<b>93,1</b>	<b>82,1</b>
Liikearvo	53,7	58,2	100	88,9	77,8
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,5	1,7	1,7	1,7
Käyttöomaisuus	0,7	0,7	2,0	1,5	1,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>87,7</b>	<b>94,9</b>	<b>120</b>	<b>128</b>	<b>131</b>
Vaihto-omaisuus	43,1	44,3	62,1	66,1	67,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	15,0	16,0	30,6	32,6	33,3
Likvidit varat	29,6	34,7	27,6	29,4	30,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>225</b>	<b>221</b>	<b>213</b>

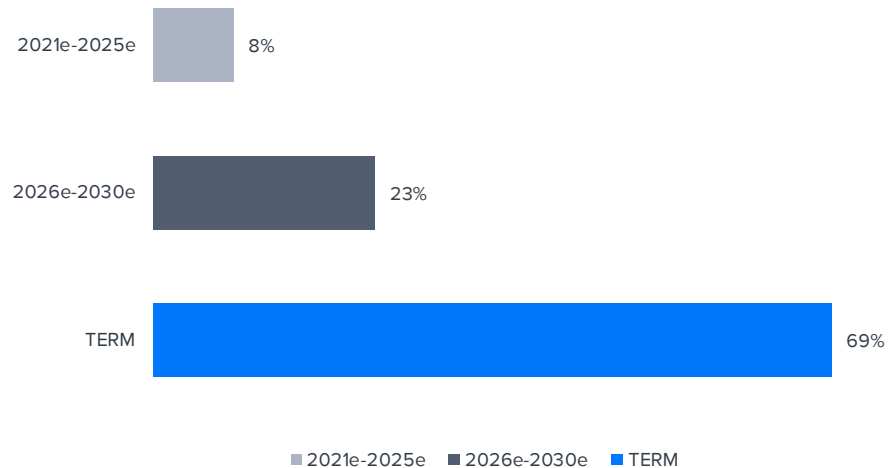
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>63,7</b>	<b>72,3</b>	<b>89,1</b>	<b>94,7</b>	<b>101</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,6	15,6	19,3	24,9	31,3
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	51,0	56,2	69,3	69,3	69,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>61,8</b>	<b>61,1</b>	<b>73,5</b>	<b>63,5</b>	<b>53,5</b>
Laskennalliset verovelat	2,3	2,8	3,2	3,2	3,2
Varaukset	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	59,4	58,0	70,0	60,0	50,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>17,5</b>	<b>21,3</b>	<b>62,6</b>	<b>63,0</b>	<b>58,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	4,8	5,0	33,9	32,4	27,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,8	16,3	28,7	30,6	31,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>225</b>	<b>221</b>	<b>213</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,1</b>	<b>17,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,5</b>	<b>25,8</b>	<b>25,7</b>	<b>26,0</b>	<b>26,2</b>	<b>26,3</b>	<b>30,2</b>	<b>33,3</b>	
+ Kokonaispoistot	8,0	13,9	12,5	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0	12,0	9,0	5,7	
- Maksetut verot	-2,9	-5,2	-6,6	-6,9	-7,5	-7,6	-7,7	-7,8	-7,8	-8,0	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	-19,9	-4,2	-1,6	-2,2	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,4</b>	<b>5,2</b>	<b>22,9</b>	<b>26,5</b>	<b>27,6</b>	<b>27,7</b>	<b>28,0</b>	<b>28,3</b>	<b>28,5</b>	<b>29,3</b>	<b>29,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,4	-59,1	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,2</b>	<b>-53,9</b>	<b>22,3</b>	<b>25,6</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>27,0</b>	<b>27,3</b>	<b>27,5</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	
+/- 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	5,2	-53,9	22,3	25,6	26,7	26,7	27,0	27,3	27,5	28,2	28,2	494
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-52,4</b>	<b>20,1</b>	<b>21,4</b>	<b>20,7</b>	<b>19,2</b>	<b>18,0</b>	<b>16,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>13,9</b>	<b>244</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		353	405	385	363	343	324	306	289	273	258	244
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>353</b>										
- Korolliset velat		-63,0										
+ Rahavarat		34,7										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		-5,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>317</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>17,78</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,8 %</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	72,5	98,9	128,9	<b>229,9</b>	<b>244,9</b>	EPS (raportoitu)	0,36	0,03	0,41	<b>0,49</b>	<b>0,71</b>
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	<b>30,9</b>	<b>34,2</b>	EPS (oikaistu)	0,67	0,53	0,87	<b>1,15</b>	<b>1,34</b>
Liikevoitto	5,7	7,9	11,1	<b>17,0</b>	<b>21,7</b>	Operat. kassavirta / osake	0,71	-0,19	1,04	<b>0,29</b>	<b>1,27</b>
Voitto ennen veroja	4,8	2,5	10,4	<b>14,4</b>	<b>19,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,81	-0,98	0,31	<b>-3,02</b>	<b>1,24</b>
Nettovoitto	3,1	0,4	6,9	<b>8,7</b>	<b>12,8</b>	Omapääoma / osake	1,92	3,93	4,28	<b>4,97</b>	<b>5,24</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	47,7	143,0	154,6	<b>225,2</b>	<b>221,2</b>	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	37 %	30 %	<b>78 %</b>	<b>7 %</b>
Oma pääoma	17,2	63,7	72,3	<b>89,1</b>	<b>94,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	5 %	53 %	43 %	<b>61 %</b>	<b>11 %</b>
Liikearvo	4,9	53,7	58,2	<b>100,2</b>	<b>88,9</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	37 %	55 %	44 %	<b>54 %</b>	<b>15 %</b>
Nettovelat	17,1	34,5	28,3	<b>76,3</b>	<b>63,0</b>	EPS oik. kasvu-%	-73 %	-21 %	65 %	<b>32 %</b>	<b>17 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	12,1 %	13,5 %	14,8 %	<b>13,4 %</b>	<b>13,9 %</b>
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	<b>30,9</b>	<b>34,2</b>	Oik. Liikevoitto-%	11,6 %	13,1 %	14,5 %	<b>12,5 %</b>	<b>13,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,4	-15,1	1,3	<b>-19,9</b>	<b>-4,2</b>	Liikevoitto-%	7,9 %	7,9 %	8,6 %	<b>7,4 %</b>	<b>8,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	6,1	-3,1	17,4	<b>5,2</b>	<b>22,9</b>	ROE-%	22,7 %	1,0 %	10,2 %	<b>10,8 %</b>	<b>13,9 %</b>
Investoinnit	-0,8	-54,7	-12,4	<b>-59,1</b>	<b>-0,7</b>	ROI-%	15,8 %	9,6 %	10,1 %	<b>10,4 %</b>	<b>11,5 %</b>
Vapaa kassavirta	7,0	-15,9	5,2	<b>-53,9</b>	<b>22,3</b>	Omavaraisuusaste	36,0 %	44,5 %	46,7 %	<b>39,5 %</b>	<b>42,8 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	99,7 %	54,2 %	39,2 %	<b>85,6 %</b>	<b>66,6 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto		1,7	2,1	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>						
EV/EBITDA (oik.)		12,6	14,5	<b>16,7</b>	<b>14,7</b>						
EV/EBIT (oik.)		13,0	14,8	<b>17,9</b>	<b>15,2</b>						
P/E (oik.)		15,7	17,0	<b>21,4</b>	<b>18,3</b>						
P/B		2,1	3,4	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>						
Osinkotuotto-%		1,2 %	2,0 %	<b>1,6 %</b>	<b>1,9 %</b>						

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat 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 €
1.2.2021	Vähennä	16,50 €	15,60 €
26.2.2021	Vähennä	17,50 €	17,90 €
1.4.2021	Vähennä	18,00 €	17,80 €
13.8.2021	Vähennä	24,00 €	24,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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 Oyj

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.**