

Relais Group

Laaja raportti

03.04.2022 11:35



Petri Gostowski
+358 40 8215982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Arvonluontia strategisin sarja-askelin

Tukkurina reilu kaksi vuotta sitten listautunut Relais on toteuttanut listalla olon aikana kasvuun tähtäävää strategiaansa onnistuneesti. Samalla konsernin liiketoimintallia on muokattu tukkuliiketoimintaan keskittyneestä toimijasta laajemmin koko ajoneuvojen jälkimarkkinalla operoivaksi sarjayhdistelijäksi. Tämä on vahvistanut pitkän tähtäimen kasvu- ja arvonluontipotentiaalia. Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyinen arvostus ei hinnoittele tätä potentiaalia liiaksi, minkä ansiosta riski/tuotto-suhde on mielestämme hyvä. Siten toistamme 24,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

Relais Group omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yhtiöitä. Tämänhetkiset konserniyhtiöt harjoittavat varaosien ja sähkövarusteiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa. Konserni on kasvanut lähihistoriassaan voimakkaasti yritystoilla ja on näin ylläpitänyt yritysjärjestelyiden ja omistettujen liiketoimintojen keskinäisten myyntisynergioiden avulla markkinan maltillista vauhtia ripeämpää kasvua. Näkemyksemme mukaan konsernin muutosprosessi tukkuliiketoimintaan keskittyneestä yhtiöstä sarjayhdistelijäksi on toteutuneiden yritysjärjestelyiden edennyt mallikkaasti, vaikkakaan näyttöjä ei ole vielä ehtinyt kertyä pitkältä ajanjaksolta.

Maltillista orgaanista kasvua vauhditetaan jatkossakin yritystoilla

Relaisin kohdemarkkina kasvaa pääasiassa ajoneuvokannan kasvun mukaista tahtia, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä maltillista. Konsernin vuoteen 2026 ulottuva 500 MEUR:n pro forma liikevaihdon tavoite nojaa etenkin yritystojojen toteutukseen myös jatkossa. Tämä on mielestämme luontevaa ja konsernin liiketoimintamallin mukaista. Näkemyksemme mukaan pirstaleinen ja yhtiön kokoluokassa valtava ajoneuvojen jälkimarkkina tarjoaa edellytykset yritystojojen toteuttamiseen myös jatkossa. Tämän lisäksi Relaisin rahoitusasema, liiketoiminnan kassavirta ja mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppavälineenä turvaavat strategian toteutuksen rahoituksen. Siten pidämmekin tulevien vuosien arvonluontimahdollisuuksia mallikkaina huolimatta yritystovetoiseen kasvuun liittyvistä tavanomaisista epävarmuustekijöistä ja niistä kumpuavista riskeistä.

Arvostus ei nojaa liiaksi tulevien järjestelyiden arvonluontiin

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat noin 17x. Puolestaan taserakenteen huomioivat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat noin 14x. Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat mielestämme kohtuulliset, eivätkä ne hinnoittele epäorgaanisen kasvun arvonluontipotentiaalia olennaisesti. Suhteellisesti Relais arvostetaan pienellä preemiolla suhteessa vastaavanlaisten liiketoimintojen verrokkiyhtiöihin. Suhteessa sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verokkiryhmään nähden osake taas arvostetaan huomattavalla alennuksella. Mielestämme Relaisin perusteltu arvostustaso taas löytyy näiden verokkiryhmien välimaastosta. Tätä taustaa vasten suhteellinen arvostus mielestämme tukee näkemystämme siitä, että nykyisellä arvostustasolla riski/tuotto-suhde on hyvällä tasolla. Arviomme tulevien yritystojojen toimivan arvonkehityksen keskeisenä ajurina, sillä odotamme yhtiön jatkavan yritystojoja seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

24,00 EUR

(aik. 24,00 EUR)

Osakekurssi:

21,00



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	237,9	271,8	277,2	287,0
kasvu-%	85 %	14 %	2 %	4 %
EBIT oik.	29,3	31,9	32,0	33,6
EBIT-% oik.	12,3 %	11,7 %	11,5 %	11,7 %
Nettotulos	7,7	8,9	9,0	10,5
EPS (oik.)	1,15	1,27	1,27	1,35
P/E (oik.)	22,7	16,5	16,5	15,6
P/B	5,3	4,1	4,1	3,9
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	18,9	14,2	13,7	12,6
EV/EBITDA	17,9	13,4	13,0	12,0
EV/Liikevaihto	2,3	1,7	1,6	1,5

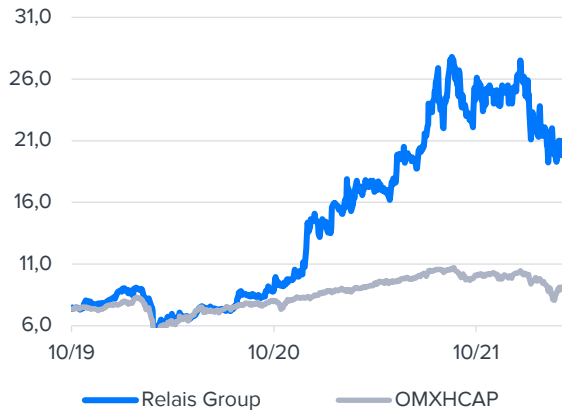
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

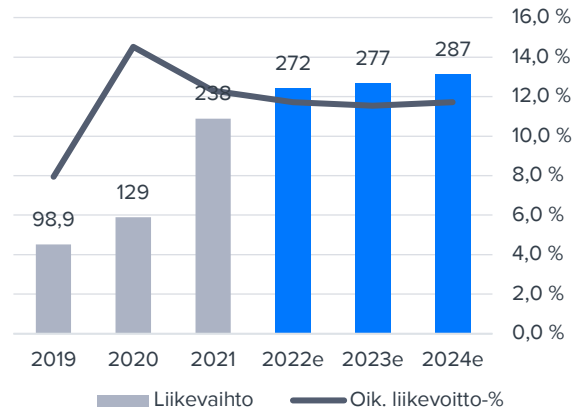
Relais ei anna numeerista ohjeistusta vuodelle 2022

Osakekurssi



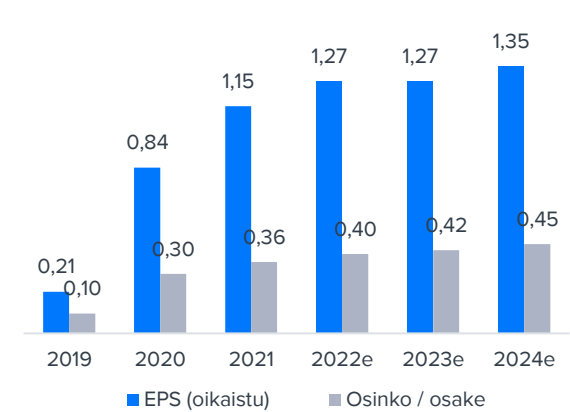
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakaa ja defensiivinen markkina on Relaisin kokoluokassa erittäin suuri
- Pirstaleisella ajoneuvojen jälkimarkkinalla riittää konsolidoitavaa
- Sarjayhdistelijän liiketoimintamallin ja kasvustrategian arvonluontipotentiaali on mainio
- Omistettujen liiketoimintojen keskinäiset myyntisynergiat tukevat kasvun edellytyksiä



Riskitekijät

- Käyttöpääoman sitoutuminen tukkuliiketoiminnassa jarruttaa kassavirtaa
- Yritystoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Rajallisen hinnoitteluvoimaan ja kilpailutilanteeseen liittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Globaalien toimitusketjujen haasteet ja niiden aiheuttama kustannusten nousupaine

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	21,0	21,0	21,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,0	18,1	18,2
Markkina-arvo	378	378	378
Yritysarvo (EV)	453	439	425
P/E (oik.)	16,5	16,5	15,6
P/E	42,4	42,0	36,3
P/Kassavirta	18,0	16,0	16,0
P/B	4,1	4,1	3,9
P/S	1,4	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	13,4	13,0	12,0
EV/EBIT (oik.)	14,2	13,7	12,6
Osinko/tulos (%)	80,7 %	84,1 %	77,8 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-15
Markkina ja kilpailukenttä	s. 16-20
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	s. 21-22
Sijoitusprofiili	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-28
Arvonmääritys	s. 29-31
Taulukot	s. 32.38
Vastuuvapauslauseke	s. 39

Relais Group lyhyesti

Relais Group on ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yrityksiä omistava, kehittävä ja markkinaa konsolidoiva konserni. Nykyiset konserniyhtiöt operoivat sekä varaosien ja varusteiden tukkukaupassa että hyötyajoneuvojen huolto- ja korjaamopalveluissa.

2010

Perustamisvuosi

237,9 MEUR (+ 85 %)

Liikevaihto 2021 (kasvu-%)

32 % 2016-2021

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

29,3 MEUR (12,3 % lv:sta)

EBITA 2021 (EBITA-%)

10,7 % 2018-2021

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto-%

950

Henkilöstö tilikauden 2021 lopussa

2014-2018

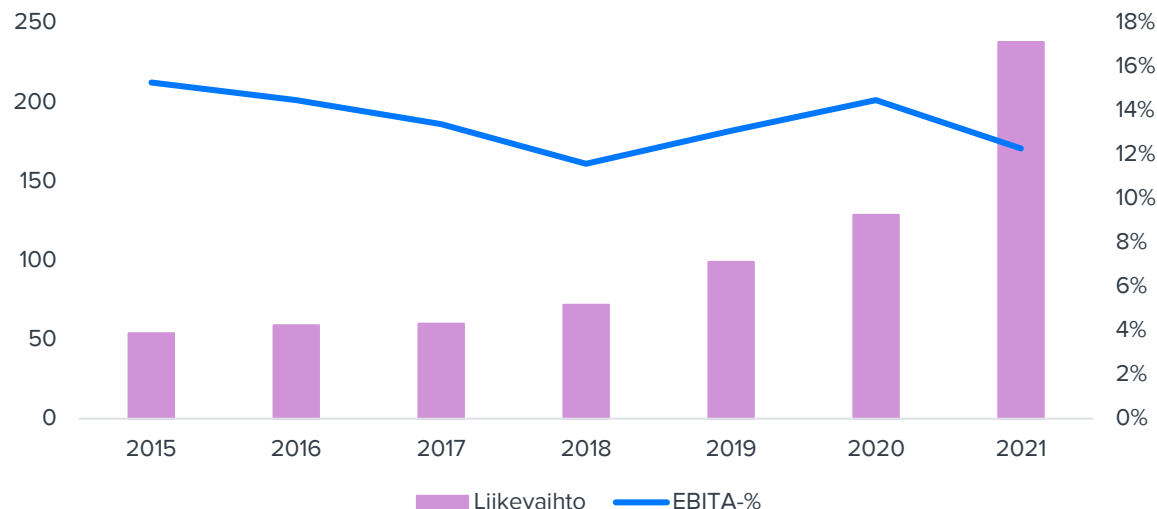
- Kauden alussa liiketoiminnan pääpaino oli kotimaassa
- Kansainvälistyminen eteni rivakasti yritysostoilla
- Kauden aikana yhtiö laajentui Norjaan, Baltiaan ja Ruotsiin

2019-2020

- Listautuminen First North –markkinapaikalle vuonna 2019
- Annilla kerätyillä varoilla vauhditetaan kasvustrategian toteutusta, kolme yritysostoa Ruotsissa ja yksi Tanskassa
- Yritysostot vahvistavat Pohjoismaista jalansijaa ja hajauttavat tulovirtoja maantieteellisesti

2021-

- Raskone- ja STS-yrityskauppojen myötä laajentuminen arvoketjussa korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan
- Markkinoiden kasvua ripeämpää orgaanista kasvua myyntisynergioilla
- Yritysjärjestely kyvykkyyksien vahvistaminen ja profiloituminen sarjayhdistelijäksi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

Relais Group on ajoneuvojen jälkimarkkinoilla erilaisia liiketoimintoja pitkäjänteisesti omistava ja kehittävä konserni. Konsernin nykyiset liiketoiminnot muodostuvat varaosien ja sähkövarusteiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa harjoittavista yhtiöistä, jotka toimivat Pohjoismaissa ja Baltiassa.

Liiketoimintojen orgaanisen kasvun lisäksi Relaisin kasvustrategian keskiössä on epäorgaaninen kasvu. Yritysostrategiassaan Relais on historiallisesti keskittynyt ajoneuvojen jälkimarkkinalla varaosien ja varusteiden myyntiin, mutta yhtiö on laajentunut arvoketjussa hiljattain myös korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan. Kohdemarkkinaa tarkastellaankin tällä hetkellä lähes koko ajoneuvojen jälkimarkkinan laajuudessa.

Konserni on kasvualusta itsenäisille liiketoiminnoille

Konsernin liiketoiminnot ovat operatiivisesti varsin itsenäisiä ja Relaisin tavoitteena on toimia kasvualustana konserniin hankituille ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimiville yhtiöille. Yhtiöt kuitenkin jakavat konsernin hallinnolliset resurssit ja pyrkivät hyötymään keskinäisistä kasvu- ja myyntisynergioista.

Kasvavan yritysryppään kassavirtoja hyödyntämällä Relais-konserni taas pyrkii luomaan arvoa yritysostoilla. Näin ollen konsernitason liiketoimintamalli on ns. sarjayhdistelijöiden

liiketoimintamalli, kun taas alla olevien liiketoimintojen liiketoimintamallit ovatkin perinteisempiä tukku-, tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleja. Siten konsernitason arvoa luodaan etenkin toistuvien yritysjärjestelyiden avulla, kun taas konsernin alla yhtiötasolla arvonluonti nojaa tavanomaisiin tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleihin.

Liiketoiminnan rakenne

Relais raportoi taloudellisen tuloksensa ainoastaan konsernitason, joten eri liiketoimintojen tarkat suhteelliset osuudet ja kannattavuudet eivät ole tiedossa, kuten ei myöskään liikevaihdon maantieteellinen jakauma.

Yhtiön historiallisen liikevaihdon rakenteen ja tehtyjen yritysostojen pohjalta olemme kuitenkin arvioineet, että noin 2/3 vuoden 2021 raportoidusta liikevaihdosta (2021: 238 MEUR) muodostuu hyöty- ja henkilöajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkukaupasta sekä valaisimien ja virranhallintatuotteiden ja muiden varusteiden tukku- ja verkkokaupasta.

Vastaavasti hyötyajoneuvojen huolto- ja korjauspalvelut muodostivat siten noin kolmanneksen raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2021. Huomioitavaa on kuitenkin, että vuoden 2021 lopussa tehdyn STS-yritysoston seurauksena palveluliiketoimintojen suhteellinen osuus on jatkossa suhteellisesti lievästi suurempi.

Konserniyhtiöiden vuoden 2021 raportoidusta liikevaihdosta Suomi vastasi noin 52 %, kun taas Ruotsi vastasi noin 37 %. Vastaavasti Viro ja Norja

RELAIS

- Ajoneuvojen sähkövarusteiden ja varaosien tukkumyyntiä Pohjoismaissa ja Baltiassa
- Hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa
- Konsernitason liiketoimintamallina on toimia kasvualustana omistetuille yhtiöryppäälle, jota kasvatetaan toistuvilla yritysostoilla



Konserniyhtiöitä 1/2

Hyötyajoneuvojen varaosia ja varusteita



Henkilöajoneuvojen varaosia ja varusteita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

ja muut pienemmät kohdemaat muodostivat noin kymmenyksen liikevaihdosta.

Laaja tuotevalikoima ja toimittajaverkosto

Relaisin tukkuliiketoimintojen valikoima kattaa yli 150 tuhatta varastonimikettä, joka jakaantuu ajoneuvojen lisä- ja sähkövarusteisiin sekä varaosiin. Relaisilla on erikoisosaamista erityisesti ajoneuvojen sähkövarusteissa, -varaosissa ja valaisinratkaisuisissa, johon keskittyneitä yhtiöitä ovat mm. Strands, Awimex ja Lumise.

Tuotevalikoimansa yhtiö hankkii useista sadoista toimittajista koostuvasta toimittajaverkostostaan, jossa pääsääntö on, että yksittäisillä tuotteilla on useita vaihtoehtoisia toimittajia. Tämä laskee toimittajaverkoston liittyvän riskiprofiilin maltillisiksi, vaikka harvoissa yksittäisissä erikoisosissa toimittajakunta saattaa olla rajoittunut yhteen toimittajaan.

Relaisin asemaa ostajana tukee sen jäsenyyss globaalisti toimivassa varaosa- ja tarviketukkureiden Nexus-yhteenliittymässä. Nexus tarjoaa jäsenilleen skaalaetuja mm. ostoissa varaosavalmistajilta, apua suhteiden luomisessa valmistajiin sekä tukea laadunvarmistukseen, logistiikkajärjestelyihin ja koulutukseen. Nexus-yhteistyön ansiosta Relais säästää ostoissaan joltain satoja tuhansia euroja vuodessa.

Omat tuotemerkkien osuus on merkittävä

Valtaosa Relaisin tukkuliiketoimintojen myynnistä tulee muiden brändien tuotteista, mutta konsernin omien brändien osuus myynnistä on kuitenkin käsityksemme mukaan merkittävä eli noin 25 %.

Omat tuotteet koostuvat etenkin valomerkeistä, joita myydään useilla omilla brändeillä. Pienen lisän omiin tuotemerkkeihin tuovat myös varaosat, joita myydään Nordic Product Development -merkillä. Tukkuuliiketoiminnassa omiin tuotemerkkeihin panostamista tyypillisesti puoltaa niiden hieman korkeampi katetaso, minkä vuoksi arvioimme myös Relaisin panostavan niiden kasvuun.

Asiakaskunta on hyvin hajautunut

Tuoteliiketoiminnoissa (sis. tukku sekä verkkomyynti) yhtiön asiakkaat muodostuvat pääasiassa jälkimarkkinoilla toimivista varaosien ja varusteiden jälleenmyyjistä, jotka ovat paikallisia tai alueellisia jakelijoita ja vähittäismyyntiketjuja sekä ajoneuvovarusteiden myyjiä. Tukkuuliiketoimintojen asiakkaita ovat lisäksi ajoneuvojen korjaamot, kuten konserniin lukeutuvat Raskone ja STS. Kaiken kaikkiaan tuoteliiketoimintojen liikevaihto muodostuu erittäin laajasta asiakaskunnasta.

Liikevaihtoa hajauttaa edelleen palveluliiketoimintojen laaja asiakaskunta, joka muodostuu korjaamo- ja huoltotoimipisteiden alueellisesta kysynnästä. Näitä toimipisteitä Raskoneella on Suomessa 19 ja STS:llä Ruotsissa 15.

Kaiken kaikkiaan Relaisin liikevaihto on mielestämme varsin hyvin hajautettu. Käsityksemme mukaan karkeasti kymmenen suurinta asiakasta tuo noin 10-20 % Relaisin liikevaihdosta, joten myöskään suurimpien asiakkaiden osalta liikevaihdon jatkuvuus ei mielestämme muodosta olennaista riskiä.



Konserniyhtiöitä 2/2

Hyötyajoneuvojen korjaus- ja huoltopalveluita

RASKONE

STS

Valaisimia, virransäätö- ja muita varusteita

strands

SEC

AWIMEX

STARTAX

Valaisin ja verkkokauppa:

LUMISE

DSM DESIGN BY SCANDINAVIAN METAL

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kysyntä on luonteeltaan jatkuvaa

Relaisin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimusperusteisia jatkuvia elementtejä, sillä sen liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista ja ajoneuvojen korjaus- ja huoltotarpeista. Tukkuliiketoiminnoissa on kuitenkin ominaista, että jokin toimittaja on ostajan ensisijainen toimija ja avainasiakkaiden kanssa solmitaan yksivuotisia raamisopimuksia, joissa kannustimet rakentuvat volyymsidonnaisiin ostobonusiin. Vastaavasti korjaus- ja huoltoliiketoiminnoissa maltillinen osa kysynnästä muodostuu ymmärryksemme mukaan huolenpitosopimuksista tai merkkiedustuksista, joille Raskone ja STS tekee takuuhuoltoja. Kokonaisuutena mielestämme yhtiön kysynnän ajurit ovat suurelta osin jatkuvia, sillä varaosien sekä korjaus- ja huoltopalveluiden kysyntä on luontainen seuraus ajoneuvojen kulutukselle ja näiden kysyntä on myös elinehto ajoneuvojen pitkälle käyttöäälle.

Konserniyhtiöiden kysyntä jakautuu vuoden aikana jokseenkin tasaisesti, vaikkakin Pohjoismaiden sääolosuhteet voivat lievää kausiluonteisuutta aiheuttaakin. Kausiluonteisuutta nimittäin voimistaa talviolosuhteet, jotka tyypillisesti lisäävät sekä varaosien että korjaamo ja huoltopalveluiden kysyntää. Tämän kausiluonteisuuden voimakkuus voi vaihdella riippuen talven ankaruudesta.

Liiketoimintojen ydintoiminnot

Relaisin konserniyhtiöt omein tuotemerkkien valmistus on ulkoistettu, joten omaa valmistavaa toimintaa konsernilla ei ole. Siten

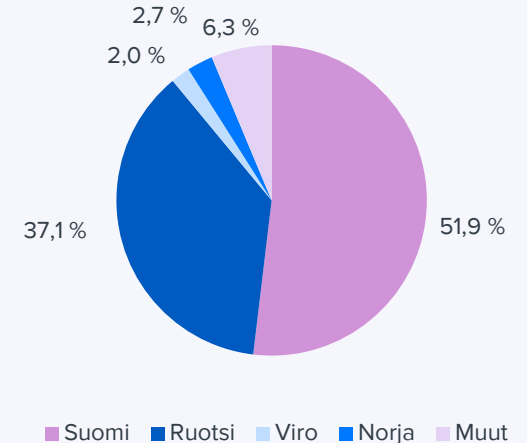
tuoteliiketoiminnoissa konserniyhtiöiden ydintoimintoja ovat varaosien ja varusteiden hankinta, myynti ja jakelu. Näin ollen liiketoimintojen kilpailukyky rakentuu laajan tuotetarjoaman tehokkaan hankinnan ja jakelun ympärille, missä korostuu logistiikan tehokkuus. Tuoteyhtiön kustannusrakenteen kiinteät elementit muodostuvat logistiikasta, jolloin toiminnan tuloskehityksen kannalta merkittävin tekijä on sen kokoluokka eli volyyymi. Vastaavasti konsernin palveluyhtiöissä, kustannusrakenteen kiintein elementti on toimipisteiden lyhyen tähtäimen kiinteät kustannukset, jotka muodostuvat suurelta osin palveluita toimittavan henkilöstön kustannuksista. Näin ollen palveluliiketoiminnan kannattavuuden kannalta kriittisin ajuri on toimipisteiden käyttöaste.

Konsernitoiminnot

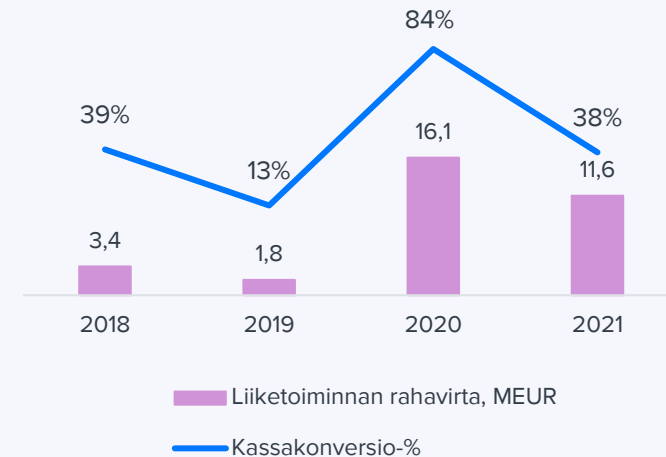
Relaisin yhtiöissä pyritään säilyttämään hankittujen liiketoimintojen itsenäisyys ja vaalimaan yrittäjä- ja omistajalähtöistä kulttuuria. Tämä näkyy mm. siten, yhtiöiden paikallinen johto jatkaa yrityshankintojen jälkeen tehtävissään, eikä konserniyhtiöitä pyritä päivittäin ohjaamaan ylimmän konsernijohtoon toimesta. Konsernitason johto osallistuu yrityskohtaisiin hallituksiin tarjotakseen liiketoiminnoille tukea ja seuratakseen strategian etenemistä.

Konsernitason toimintoja on vastaavasti keskitetty pääasiassa sellaisiin toimintoihin, joissa mittakaavaetuja voidaan hyödyntää kuten ostotoiminnoissa, rahoituksessa ja tietojärjestelmissä. Konsernitason vastataan myös

Liikevaihdon jakauma



Rahavirran kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

keskeisten menettelytapojen (tietoturva, riskienhallinta, ESG jne.) yhtenäistämisestä ja koordinoimisesta.

Relaisin konsernitason liiketoimintamallin yksi keskeisimmistä toiminnoista ovat yritysjärjestelyt, joita konsernissa etsii ja toteuttaa sen johtoryhmä. Yritysostot ovat siis etenkin toimitusjohtajan ja liiketoiminnan kehitysjohtajan fokusaluetta, mutta potentiaalisten kohteiden kartoittamiseen ja hankkeiden edistämiseen osallistuu myös omistettujen yhtiöiden toimitusjohtajat. Yritysjärjestelyitä kartoitetaan käsityksemme mukaan oman etsinnän tuloksena, mutta myös konserniyhtiöistä tulevien havaintojen ja ulkopuolelta tulevien ehdotuksien pohjalta.

Yritysostoissa Relais tarjoaa kohdeyhtiöille etenkin mahdollisuutta kasvaa osana suurempaa kokonaisuutta ja omistajalle/yrittäjälle vapautusta hallinnollisista tehtävistä ja mahdollisuutta keskittyä ydinliiketoimintaan. Suuremman kokoluokan ja keskinäisten synergioiden kautta osa arvolutapausta on myös pyrkimys kasvattaa ostettavan liiketoiminnan arvoa osana Relaisia. Näin ollen olennainen osa yritysjärjestelyitä on myyvän tahon ja/tai paikallisen johdon sitouttaminen osakeomistuksilla tai kauppahintamekanismeilla. Nämä järjestelyt ovat tapauskohtaisia ja sitouttamista voidaan tehdä joko vähemmistöomistusta tai Relaisin omaa osaketta hyödyntävillä järjestelyillä tai lisäkauppahintajärjestelyillä.

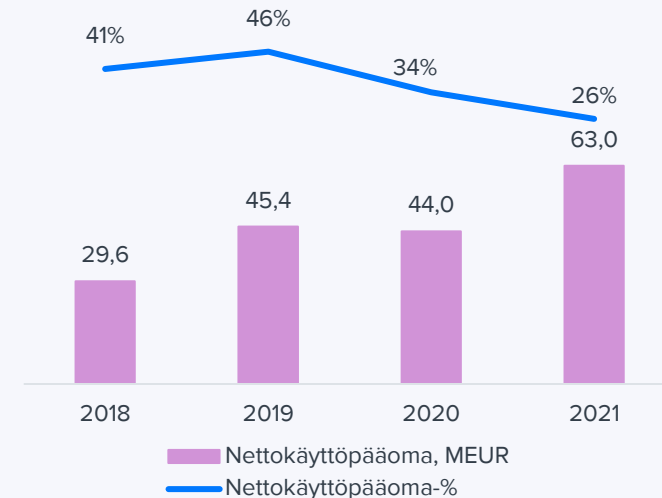
Liiketoiminta rullaa ilman suurempia investointeja

Relaisin tuoteliiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen, minkä ansiosta vuosien 2018-2020 investoinnit (ilman yritysostoja) ovat olleet keskimäärin vain noin 0,3 MEUR. Vuonna 2021 investoinnit olivat kuitenkin 2,3 MEUR kohonneita laite- ja järjestelmäinvestointeja mukaillen. Tämä arviomme mukaan heijastelee sekä konsernin kasvanutta kokoluokkaa, että jossain määrin myös korjaamoliiketoiminnan myötä lievästi kasvaneita investointitarpeita. Tätä taustaa vasten arvioimme, että nykytuotoisen Relaisin vuotuiset organiset investointitarpeet ovat noin 2 MEUR:n suuruusluokkaa.

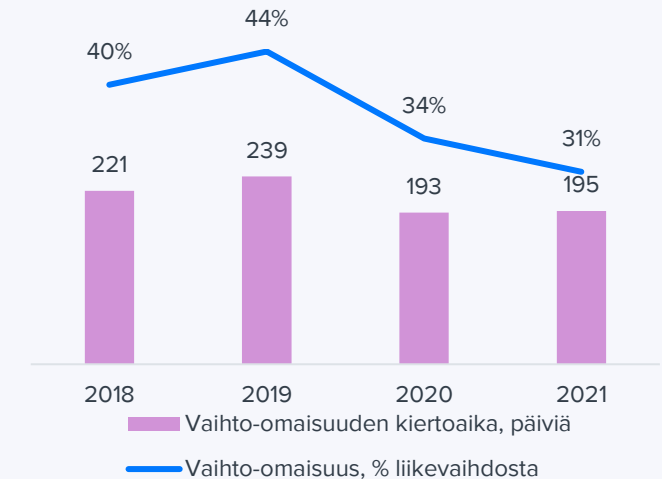
Varastot sitovat pääomaa

Liiketoimintamallissa rahavirran kehitystä jarruttaa käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla on etenkin tuoteliiketoiminnan suuret varastot. Tämä on tukkuliiketoiminnalle tyypillistä, mutta varastojen arvoa arviomme mukaan kohottaa osin tehdyt strategiset päätökset kuten erittäin laaja tarjonta. Suuret varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat ja kattavan tuotevalikoiman, mitkä ovat näkemyksemme mukaan yhtiön pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn kannalta olennaisia elementtejä. Vastapainona nämä kuitenkin kasvattavat vaihto-omaisuuden kiertoaikaa, mikä taas johtaa pääoman sitoutumiseen.

Pääoman sitoutuminen



Vaihto-omaisuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Pitkällä aikavälillä varastoja kasvattaa erittäin kattava tuotevalikoima ja tämä korostuu tällä hetkellä, sillä toimitusketjujen haasteisiin varautuminen on kasvattanut varastoja entisestään.

Tilikausilla 2018-2021 Relaisin nettokäyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 26-41 %. Käyttöpääoman suhteellinen osuus on kuitenkin kääntynyt laskusuunnalle, minkä taustalla on yritysostojen kautta tapahtunut laajentuminen liiketoimintoihin, joissa käyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa.

Tätä heijastellen yhtiön nettokäyttöpääoma laski vuoden 2021 lopussa 26 %:iin, vaikka tukkuliiketoiminnoissa kasvatettiin varastoja varautuakseen mahdollisiin saatavuushaasteisiin. Pitkässä juoksussa pääoman sitoutumisen ratkaiseekin konsernin yhtiöryppään rakenne.

Rahavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi

Käyttöpääoman sitoutumista heijastellen Relaisin liiketoiminnan rahavirta on ollut tilikausien 2018-2021 osalta selvästi operatiivista tulosta matalampi. Tätä suhdetta kuvaava kassakonversio (%) on ollut keskimäärin 43 % lähihistoriassa (2018-2021). Tämä kuvaa sitä, miten paljon liiketoiminta sitoo pääomaa käyttöpääoman muodossa. Käyttöpääoman tarve tyypillisesti korostuu liikevaihdon kasvaessa tukkuliiketoiminnassa, mutta tulevaisuudessa sen kehityksen määrittää, millaisiin liiketoimintoihin eli kuinka pääoma intensiivisiin liiketoimintoihin konserni laajentuu.

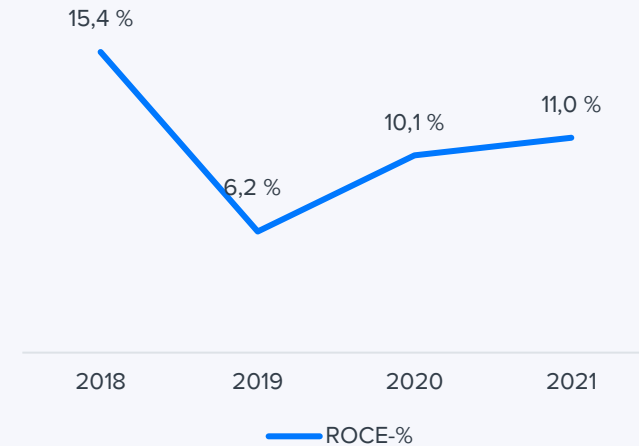
Pääoman tuotto strategian toteutuksen pääasiallinen mittari

Näkemyksemme mukaan Relaisin liiketoimintamallin ja strategian arvonluontia parhaiten kuvaava mittari on sijoitetun pääoman tuotto-%. Vuosina 2018-2021 raportoitu sijoitetun pääoman tuotto on ollut 6,2-15,4 % sen keskiarvon ollessa 10,7 %. Pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan ollut keskimäärin pääoman kustannusta selvästi korkeampi ja näin ollen kasvustrategia on luonut arvoa.

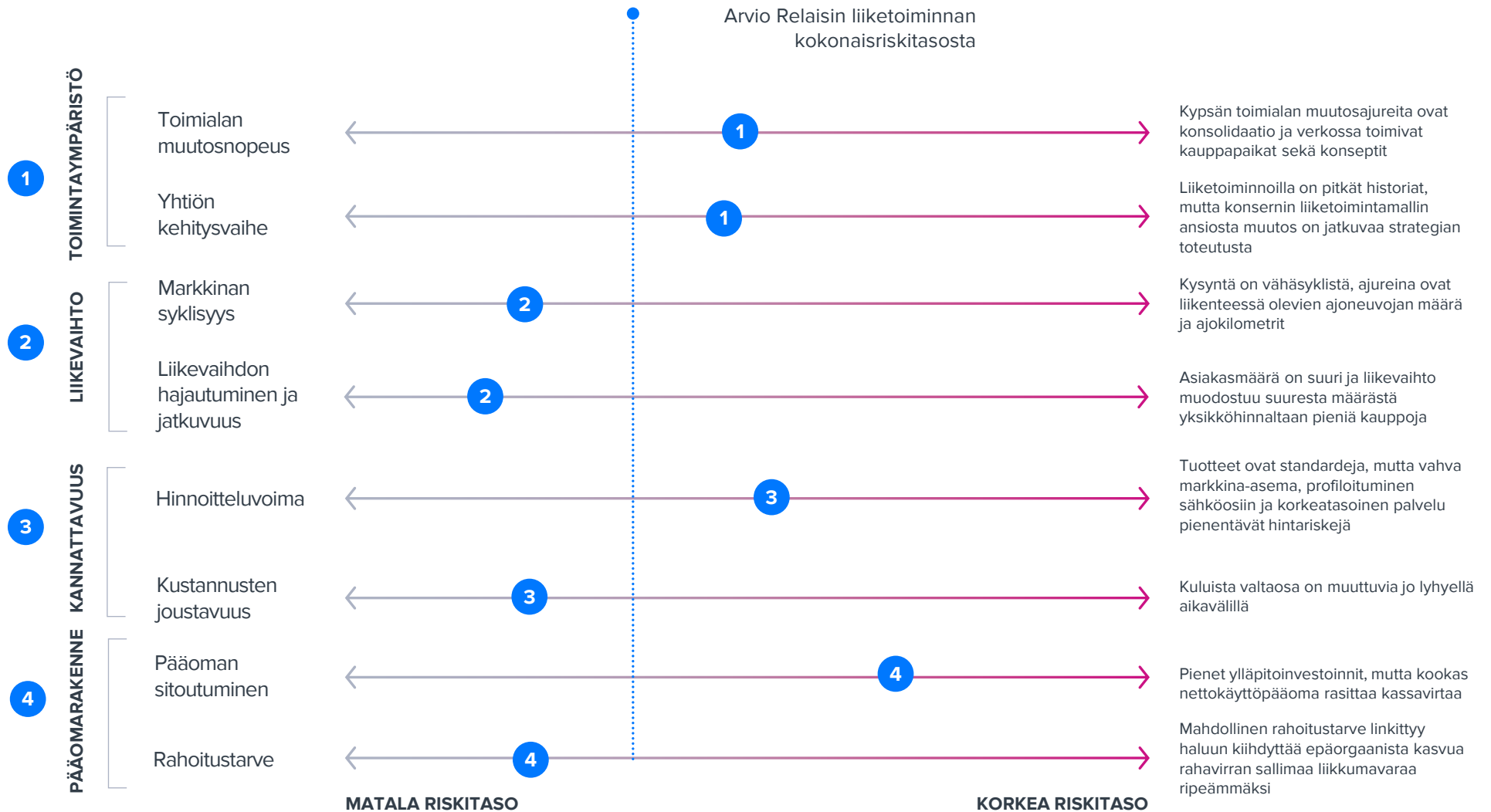
Tulevaisuudessa pääomantuoton kannalta keskeinen tekijä on se, miten tehokkaasti yhtiö kykenee allokoimaan pääomaa yritysostoihin eli toisin sanoen, millaisella arvostuksella yhtiö toteuttaa yritysostoja. Lähihistoriassa Relais on ostanut yrityksiä noin 7x EV/EBITDA-kertoimella. Staattisesti tarkasteltuna tämä vastaa karkeasti 14 %:n sijoitetun pääoman tuottoa, ja näin ollen aiempien yritysostojen mukaisissa arvostustasoissa pitäytyminen antaisi hyvät edellytykset omistaja-arvon luonnille.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella käyttökate ei kuvasta kovin hyvin liiketoimintojen kassavirran tuottokykyä, koska nykyinen liiketoiminta sitoo huomattavasti käyttöpääomaa. Siten staattinen arvostuskertoimen kautta arvioitu pääoman tuotto ei täysin kuvaa yritysostojen arvonluontipotentialia. Lopputulemaan vaikuttaakin mm. ostokohteen pääomaintensiivisyys ja mahdollisesti tavoiteltujen myyntisynergioiden toteutuminen.

Pääoman tuotto



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia painottaa arvonluontia yritysostoilla

Relaisin vuoden 2021 keväällä päivitetty strategia painottaa edellisen strategian tapaan kasvua, mutta tuoreessa strategiassa yhtiö laajensi mahdollisen yritysostokohteiden pelikenttää. Tämä mielestämme korostaa konsernitason liiketoimintamallin muutosta nk. sarjayhdistelijän liiketoimintamalliin, jossa keskeinen arvonluonnin väline ovat yritysostot. Relaisin tavoitteena on olla edelläkävijä ajoneuvojen elinkaaren kehittämisessä Pohjoismaissa. Strategiassaan Relais keskittyy arvonluontiin läpi ajoneuvojen elinkaaren ajoneuvovalmistajista riippumattomalla jälkimarkkinalla.

Strategisten tavoitteiden saavuttamiseksi yhtiöllä on seuraavat strategiset painopistealueet:

Keskimäärin markkinaa nopeampi kasvu, mitä tukevat tavoiteltavat synergiat, kuten ristiinmyynti nykyisten ja hankittujen yhtiöiden välillä.

Luoda asiakkailleen lisäarvoa kattavalla tuotevalikoimalla, digitaalisella alustalla ja huipputason asiakaspalvelulla.

Kiihdyttää ja vahvistaa yritysostotoimintaa. Yhtiö laajensi yritysostojensa potentiaalista kohdemarkkinaa kattamaan valikoidusti koko liikkumiseen liittyvän jälkimarkkinan ja siihen liittyvät palvelut, pääfokuksen ollessa edelleen ajoneuvojen pohjoismaisessa jälkimarkkinassa.

Strategisten painopistealueiden lisäksi yhtiön taloudellisena tavoitteena on saavuttaa 500 MEUR:n liikevaihto (pro forma) vuoden 2026 loppuun mennessä.

Täsmäostoja ja arvoketjussa laajentumista

Yritysostostrategiassa Relais etsii nykyistä tarjontaa tukevia add-on järjestelyjä, millaisiksi lukeutuvat esimerkiksi tukku- ja tuoteliiketoiminnan kokoluokkaa ja leveyttä laajentavat järjestelyt. Näissä järjestelyissä strateginen ja teollinen logiikka pohjautuu etenkin siihen, että ostettava yhtiö sekä Relaisin liiketoiminta on järjestelyn jälkeen arvokkaampi, esimerkiksi myyntisynergioiden realisoitumisen ja parantuneen investointikyvyn ansiosta.

Add-on-järjestelyiden lisäksi Relais tarkastelee mahdollisuuksia laajentua arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin Platform-järjestelyin. Tästä esimerkki on vuoden 2021 aikana toteutetut korjaamo- ja huoltopalveluiden hankinnat. Platform-järjestelyjen mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, että ne laajentavat kohdemarkkinaa ja luovat näin uutta kasvupohjaa add-on-järjestelyille.

Hankintojen kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

Käsityksemme mukaan yritysostokohteilta edellytetyt kriteerit (esim. koko, kannattavuus jne.) eivät ole kiveen hakattuja, sillä kohteita tarkastellaan erityisesti strategisista lähtökohdista. Tällöin yritysostokohteita valikoidessa Relais arvioi mm. ostokohteen markkina-asemaa, liikevaihdon laatua sekä kasvunäkymää, toiminnan kannattavuutta ja pääoman tuottokykyä. Tarkkoja raja-arvioita näiden osalta ei ole kuitenkaan ymmärryksemme mukaan päätetty, vaan kohteita tarkastellaan tapauskohtaisesti.



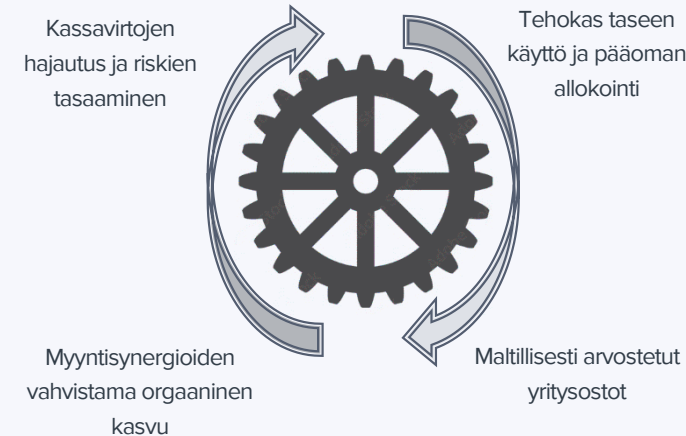
Strategiset painopistealueet:

- Keskimäärin markkinaa nopeampi kasvu
- Lisäarvoa asiakkaille
- Kiihdyttää ja vahvistaa yritysostotoimintaa

Taloudellinen tavoite:

- Pro forma liikevaihto 500 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä

Kasvustrategian arvonluonnin viitekehys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Kevyt integraatio laskee riskitasoa

Relaisin tapa integroida yritysostokohteet on pintapuolinen, mikä tarkoittaa että ostettavat kohteet jatkavat tavanomaisesti omalla brändillä ja operatiivinen toiminta jatkuu pitkälti ennallaan. Konsernin yhtiöille jaetaan kuitenkin yhteisiä toimintatapoja ja tukifunktioita. Kustannuspuolen synergiat sen sijaan eivät ole järjestelyissä merkittävässä roolissa, vaan synergioiden tavoittelu nojaa myynnin synergioihin. Tämä mielestämme laskee yritysostostrategian riskitasoa, sillä kovien kustannussynergioiden tavoittelu on usein yritysjärjestelyiden kipupiste.

Kasvustrategia arvoajurien mukainen

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategiset painopistealueet tukevat liiketoimintamallin arvonluonnin edellytyksiä ja ovat toisiaan täydentäviä. Tämän taustalla on se, että konsernitason pitkän aikavälin arvonluonti pohjautuu omistettujen liiketoimintojen kassavirran allokointiin onnistuneisiin yritysostoihin. Tämän kassavirran mahdollistaa lisäarvonluonti asiakkaille nykyisellä tuote- ja palvelutarjoomalla, mitä vahvistaa edelleen hankittujen kohteiden keskinäiset synergiat. Lisäksi synergiat kasvattavat ostettujen kohteiden arvoa ja mahdollistavat myös yritysostojen kiihdyttämisen.

Epäorganista kasvustrategiaa puoltaa hankittujen liiketoimintojen kassavirtaprofiili, minkä ansiosta Relais saa jo lähtötilanteessa positiivista kassavirtaa tekevän liiketoiminnan. Tämä taas parantaa konsernin edellytyksiä tehdä uusia

järjestelyjä ja hajauttaa sen tulovirtoja.

Pääoman allokoinnissa onnistuminen on kasvatavoitetta tärkeämpi mittari

Relaisin taloudellinen tavoite on 500 MEUR:n pro forma liikevaihdon saavuttaminen vuoden 2026 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaa karkeasti liikevaihdon kaksinkertaistamista vuoden 2021 tasosta, jolloin yhtiön raportoitu liikevaihto oli 238 MEUR.

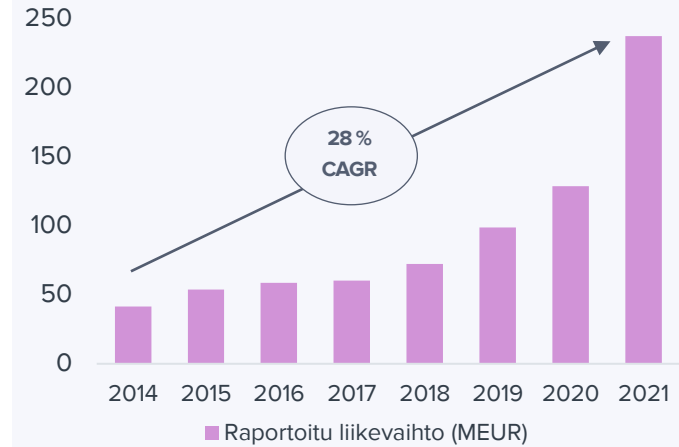
Näkemyksemme mukaan strategian arvonluontia parhaiten mittaava mittari on pääoman tuotto, joka mittaa yhtiön onnistumista pääoman allokoinnissa eli yritysostostrategian toteutuksessa.

Historiallisesti Relais on toteuttanut yritysostoja maltillisilla arvostuskertoimilla ja viimeisen kahden vuoden aikana Relais on tehnyt yhteensä seitsemän yrityskauppaa, joiden keskimääräinen hinnoittelukerroin on ollut karkeasti 7x EV/EBITDA. Tämä vastaisi yksinkertaistetusti ja staattisesti tarkasteltuna karkeasti 14 %:n sijoitetun pääoman tuottoa, mikä ylittää yhtiön pääoman tuottovaateen.

Huomioitavaa on kuitenkin, että pidemmällä tähtäimellä sijoitetun pääoman tuotto muodostuu mm. liiketoimintojen kasvu- ja kannattavuuskehityksestä ja pääomaintensiivisyydestä. Siten puhtaasti arvostuskertoimen kautta tehtävä hankintojen onnistumisen arviointi ei ole aukoton, vaikka omia kertoimia matalammilla arvostuksilla tehtävät yritysostot mahdollistavatkin kerroinarbtraasin.



Historiallinen kehitys



Vuosien 2020-2021 yritysjärjestelyt

Ostettu yritys	Hinta	Liikevaihto*	Käyttökate*	Arvostus**
Trucknik		2,4	0,28	
STS	9,7	23	1,20	8,1
Lumise	10,3	11	1,10	9,4
Raskone	30,7	63	4,70	6,5
Strands	17,8	15,6	2,40	7,4
TD Tunga D.	14,3	8,86	1,92	7,4
SEC	0,8	1,47	0,20	4,0
Keskiarvo				7,1

* Viimeisin tiedossa oleva raportointirivi
** sis. Inderesin arvion nettoveloista

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Riskinottohalukkuus määrittää vauhtia

Relaisilla ei ole taserakennetta tai velkaantumista koskevia taloudellisia tavoitteita. Näin ollen yhtiön taloudellisen liikkumavaran pääasiallinen rajoite on yhtiön rahoittajien asettamat kovenantit sekä yhtiön riskinottohalukkuus.

Näkemyksemme mukaan yhtiön liiketoimintojen defensiivinen luonne antaa edellytykset operoida karkeasti 3x nettovelka/käyttökate-tasolla yli ajan ilman liiallista riskitason nousua. Emme pidä suhdelukua kiveen hakattuna etenkin lyhyellä tähtäimellä ja huomioitavaa on myös, että yritysostojen myötä yhtiön eteenpäin katsova tulos- ja kassavirtataso vahvistuu, minkä takia taaksepäin katsovien raportoitujen lukujen taso ei täysimääräisesti heijastele sen hetkistä velanottokapasiteettia.

Liiketoiminnan defensiivinen luonne ja yhtiön historialliset näytöt huomioiden emme usko yhtiön rahoitusaseman rajoittavan kasvustrategian toteutusta liiakseen, etenkin kun huomioidaan myös oman osakkeen käyttömahdollisuudet osana yritysostoja. Siten yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edellytykset yltää taloudelliseen kasvutavoitteeseensa.

Liiketoimintamallin skaalautuvuus korostuu kokoluokan kasvaessa

Sarjayhdistelijöiden pitkän tähtäimen arvonluonti linkittyy vahvasti yritysostoprosessien tehokkuuteen, sillä konsernin koon kasvaessa ja arvonnousteissa yksittäisten ja tyyppillisesti konsernin mittakaavassa pienempien

järjestelyiden vaikutus suhteessa konsernin arvoon pienenee. Toisin sanoen yksittäisellä järjestelyllä on ajan yli laskeva rajahyöty, sillä transaktioiden kokoluokkaa kasvattamalla niiden arvostuksilla on tapana kohota. Tällöin arvonnoustahti linkittyy olennaisesti pienempien järjestelyjen lukumäärään, mikä taas on riippuvainen järjestelyjä toteuttavasta henkilöstöstä.

Pitkällä tähtäimellä Relaisin tulee arviomme mukaan kyetä jalkauttamaan yritysostoprosessia kasvavassa määrin myös ”liiketoiminta-alueiden” toteutettavaksi. Tämä mahdollistaa useamman liiketoimintahaaran toistuvien add-on-järjestelyjen toteuttamisen ja siten tasaisen arvonnoustahtadin pitkässä juoksussa. Yritysosto-osaamisen ja arvonnoustimallin jalkauttaminen vahvemmin liiketoimintahaaroihin tehostaa myös uusien kohteiden etsintää paikallisen markkinan ja kilpailijakentän syvemmän tuntemisen seurauksena.

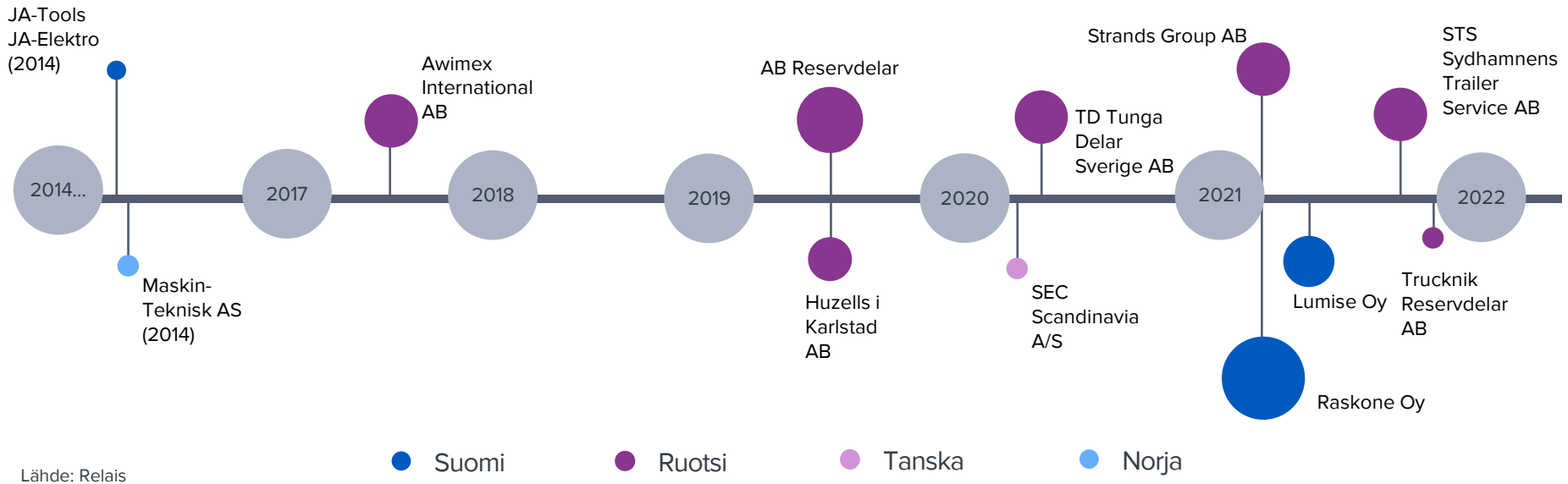
Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

Relaisin osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain kasvava osinko, joka on vuositasolla vähintään 30 % konsernin keskimääräisestä vertailukelpoisesta tuloksesta ilman liikearvopoistoja, suhdannevaihtelut huomioiden.

Politiikan maltillinen osingonjakosuhte mielestämme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle vain lattiataason tullaan pääoman allokoinnissa arviomme mukaan

painottamaan kasvua voitonjaon sijaan. Nykyisessä kehitysvaiheessa pidämme maltillista voitonjakoa myönteisenä, olettaen, että Relais onnistuu allokoidaan pääomat sekä laadullisilta että taloudellisilta kriteereiltään järkeviin yritysostoihin.

Relaisin yrityskaupat 2014-2022 ja yrityskauppastrategia



Relaisin yrityskauppastrategia

Relaisin yritysjärjestelyjen kriteerejä:

- Ostokohteiden strateginen yhteensopivuus tulee olla hyvä. Toimintamalli ja/tai asiakassektorit ovat samantyyppisiä eikä kohteissa ole tarvetta isoihin uudelleenjärjestelyihin
- Ostokohteet ovat vahvoja toimijoita alueillaan
- Hyvä synergia potentiaali mm. ristiinmyynnin kautta

- Relais ei ole asettanut ostokohteille tarkkaa tavoitekokoluokkaa, ja se voi vaihdella järjestelyyn logiikasta riippuen (add-on-järjestelyt vs. platform-hankinnat)
- Kohteen kannattavuuden tulisi olla kunnossa eli liikevoittomarginaalin mieluusti kaksinumeroinen
- Maantieteellinen fokus pohjoismaat
- Toimivan johdon ja avainhenkilöiden jatkaminen ostokohteessa on Relaisille tärkeää

- Relaisin ostokohteiden integrointi on kevyt prosessi, sillä kohteet jatkavat omalla brändillään. Synergia potentiaalia haetaan liikevaihtotasolla, eikä tyypillisiä kovia synergioita tavoitella kustannuspuolella

Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Relevantti kohdemarkkina laajentuu yritysostoilla

Relaisin nykyisten liiketoimintojen relevantti markkinapotentiaali muodostuu sen maantieteellisten kohdemarkkinoiden ajoneuvojen jälkimarkkinoiden tukkukaupan sekä huolto- ja korjaamopalveluiden markkinoista. Mielestämme nämä ovat kuitenkin relevantit mittarit ainoastaan yhtiön orgaaniselle kasvulle, sillä epäorgaanisen kasvustrategian pelikenttä on käytännössä koko ajoneuvojen jälkimarkkinan arvoketju päättyen ennen ajoneuvojen elinkaaren päätöstä eli romutusta ja kierrätystä, josta yhtiö ei ole tällä hetkellä kiinnostunut.

Kohdemarkkinan tarkastelun kohdistaminen vain tukkukauppaan ja korjaamo- ja huoltopalveluiden markkinaan on mielestämme suppea katsantokanta, kun tiedetään yhtiön tavoittelevan epäorgaanista kasvua laajemmin arvoketjussa. Siten tarkastelemmekin yhtiön potentiaalista kohdemarkkinaa koko arvoketjun tasolla sekä nykyisten liiketoimintojen kohdemarkkinoiden tasolla.

Kohdemarkkinalla noin 22 miljoonaa ajoneuvoa

Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2020 lopussa noin 21,6 miljoonaa ajoneuvoa. Ajoneuvokannasta 18,6 miljoonaa kappaletta (86 %) oli henkilöautoja ja 3,0 miljoonaa kappaletta (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Tämän ajoneuvokannan ympärille rakennetut tuote- ja palveluliiketoimintojen markkinat muodostavat teoriassa koko Relaisin kasvustrategian kohdemarkkinan. Relais on arvioinut tämän markkinapotentiaalin arvoksi noin 20 miljardia, mikä vaikuttaa mielestämme uskottavalta.

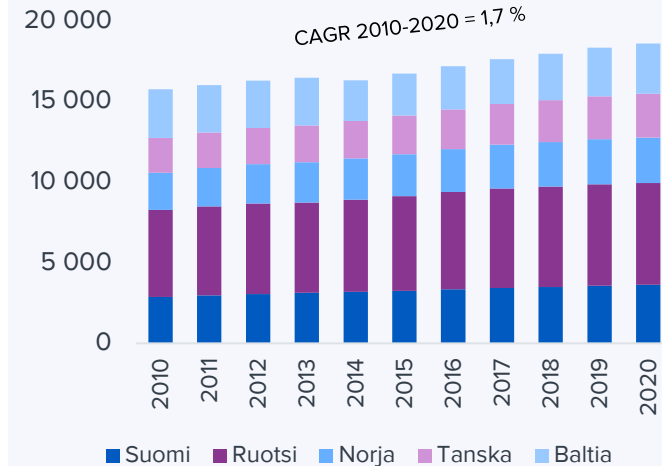
Käsityksemme mukaan Relais on kuitenkin tarkastellut kohdemarkkinan taskuja ja niissä toimivia yrityksiä niiden houkuttelevuuden näkökulmasta (markkinan kasvu, kannattavuuspotentiaali jne.), minkä ansiosta se on rajannut joitain osia pois epäorgaanisen kasvun kohdelistalta. Tämä rajaa jossain määrin markkinapotentiaalia, mutta ei muuta sitä kokonaiskuvaa, että markkinapotentiaali on yhtiön nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna valtava.

Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa noin 2 %:n vuositahtia

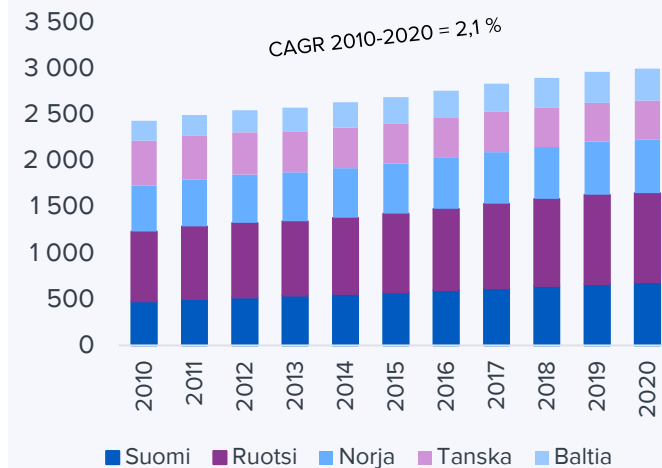
Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi melko suhdannealtista. Esimerkiksi uusien henkilöautojen rekisteröintimäärä laski kohdemarkkinoiden maissa 4 % vuonna 2012 ja 2 % vuonna 2018. Koronapandemian isettyä vuonna 2020 rekisteröintimäärä laski jopa 13 % (Tilastot seuraavalla sivulla).

Pitkän aikavälin trendi rekisteröintien määrässä on kuitenkin positiivinen, sillä vuosien 2010-2020 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli henkilöautojen osalta 1,7 % ja hyötyajoneuvojen

Rekisterissä olevat henkilöautot (1000 kpl)



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot (1000 kpl)



Markkina ja kilpailukenttä 2/4

osalta 2 %. Kun supistetaan tarkastelujaksoa koronapandemiaa edeltävään jaksoon (2010-2019) vastaavat luvut ovat 3,5 % ja 5 %.

Edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2020 noin 96 400 henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 44 000 käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi noin 31 %:sta kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi.

Käytettynä maahantuodut autot kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Tätä taustaa vasten käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa, vaikka uusien ajoneuvojen markkina supistuisikin ajoneuvojen käyttöiän pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian henkilöautokanta samoin kuin hyötyajoneuvokanta on kasvanut noin 2 %:n vuositahtia (CAGR) vuosina 2010-2020.

Markkina-ajurit nyt ja tulevaisuudessa

Olenneisimmat ajurit ajoneuvojen varaosa- ja tarvikemarkkinoilla sekä huolto- ja korjaamomarkkinoilla ovat käytössä olevien ajoneuvojen määrä, niiden ikä sekä ajetut kilometrit. Markkinoilla on myös muita ajureita joiden merkitys kasvaa tulevaisuudessa. Tärkeimmät näistä ovat:

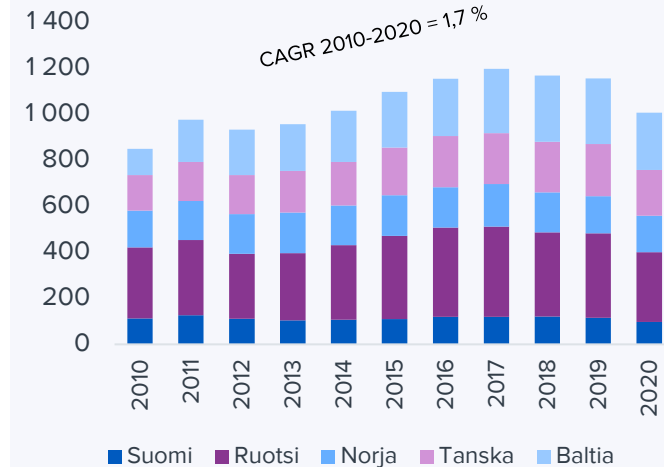
Ajoneuvokannan sähköistyminen. Uusien ajoneuvojen myynnin painopisteen siirtyminen kohti sähköautoja merkitsee hidasta, mutta varmaa varaosa- ja tarvikemarkkinan rakennemuutosta.

Relaisin kannalta arvio voi vaikuttaa huolestuttavalta, mutta kolikon käänttöpuoli on, että sähköajoneuvojen yleistymisen laajentaa lisävarusteiden ja varaosien valikoiman tarvetta sekä huolto- ja korjaamopuolella uudenlaisen osaamisen tarvetta. Lisäksi käsityksemme mukaan pelkästään polttomoottorien lukumäärään linkittyvä tuotetarjooma ei ole Relaisilla merkittävä. Huomionarvoista on myös se, että nykyisin Relaisin liikevaihdosta tulee karkeasti 2/3 hyötyajoneuvoihin liittyvistä tuotteista ja palveluista, jossa sähköistyminen ei ole arviomme mukaan yhtä nopeasti etenevä trendi kuin henkilöautoissa. Siten pidämme keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tapahtuvaa murrosta hallittavana.

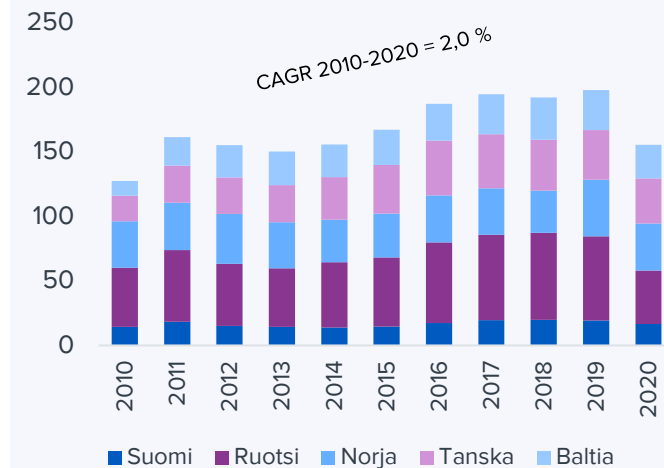
Autokauppioiden vastaus kilpailuun. Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon. Myös Volkswagenin Direct Express – huolto ja Volvon Essential –huolto alkuperäisvaraosineen, joita tarjotaan yli 5-6 vuoden ikäisille autoille ovat esimerkkejä autokauppioiden kasvaneesta tarjonnasta jälkimarkkinalla.

Digitaaliset markkinapaikat. Internetpohjaiset tuotehakemistot ja niihin kytketty digitaalinen asiakaspalvelu ovat nopeutensa, helppokäyttöisyytensä ja saavutettavuutensa vuoksi nousseet jo merkittävään suosioon ja jatkavat nopeaa kasvuaan. Monipuolisimman ja helppokäyttöisimmän digitaalisen palvelutarjonnan omaava tukkuri voi saada kilpailuedun markkinalla.

Henkilöautojen ensirekisteröinnit (1000 kpl)



Hyötyajoneuvojen ensirekisteröinnit (1000 kpl)



Markkina ja kilpailukenttä 3/4

Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan laajentuminen. Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertailuun. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden tunkeutua perinteisten tukkureiden markkinalle.

Verkkokaupan kasvu lisää tavaraliikennettä, ja samalla ajoneuvoja. Verkkokaupan yleistymisen jatkumisen myötä tavaraliikenne tulee kasvamaan. Nk. tavaran viimeisten kilometrien kuljetus asiakkaan kotiovelle lisää erityisesti kevyiden hyötyajoneuvojen tarvetta. Tämä lisää taas jatkuvan huollon sekä varustelun tarvetta.

Varaosien kompleksisuus kasvaa. Ajoneuvojen varaosien ja lisävarusteiden kompleksisuus kasvaa ajoneuvojen teknologisten tekijöiden kehittyessä. Erityisesti autojen sähköosien määrän kasvu ja niiden monimutkaisuuden lisääntyminen on edesauttanut markkinan euromääräistä kasvua historiassa merkittävästi ja tulee arviomme mukaan tekemään näin myös tulevaisuudessa. Tämän vuoksi sähköosien valitseminen Relaisin fokusalueeksi on ollut perusteltua.

Ajoneuvokanta on iäkästä, mikä kasvattaa varaosa- ja huoltotarvetta

Relaisin kohdemarkkinalla käytössä oleva ajoneuvokanta on varsin iäkästä. Käytössä olevat henkilöautot ovat Suomessa keskimäärin 12,2 vuoden, Ruotsissa 10,0 vuoden, Norjassa 10,7 vuoden, Tanskassa 8,8 vuoden ja Baltian maissa 14-17 vuoden ikäisiä (lähde: ACEA). Lisäksi autokannan

keski-ikä on esimerkiksi Suomessa pikemminkin noussut kuin laskenut. Autokannan korkea keski-ikä kasvattaa vikaantumisalttiutta ja varaosien tarvetta.

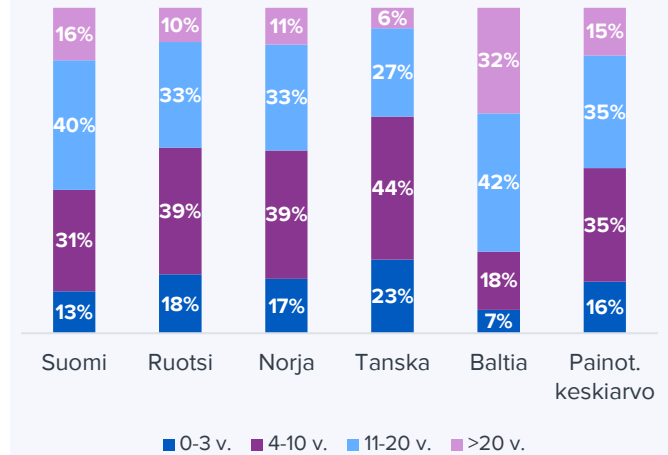
Relais on omassa tuotetarjonnassaan keskittynyt 4-10 vuoden ikäisiin ajoneuvoihin, jotka vastaavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa 30-40 %:sta koko autokantaa ja potentiaali tässä segmentissä on siksi merkittävä. Puolestaan 0-3 vuoden ikäisten autojen osalta maahantuojat ja merkkiliikkeet useimmiten kattavat varaosatarpeet ja toisaalta yli 10 vuoden ikäisten autojen osalta omistajien kunnossapitomotivaatio ja usein myös taloudelliset edellytykset ovat vähäisempiä kuin uudemmissa ajoneuvoissa. Kuitenkin varsin tiukat katsastusmääräykset Relaisin toimintamaissa ylläpitävät viimeiseksi mainitun ryhmän tarvetta investoida ajoneuvojensa kunnossapitoon.

Kasvunäkymän yhteenveto

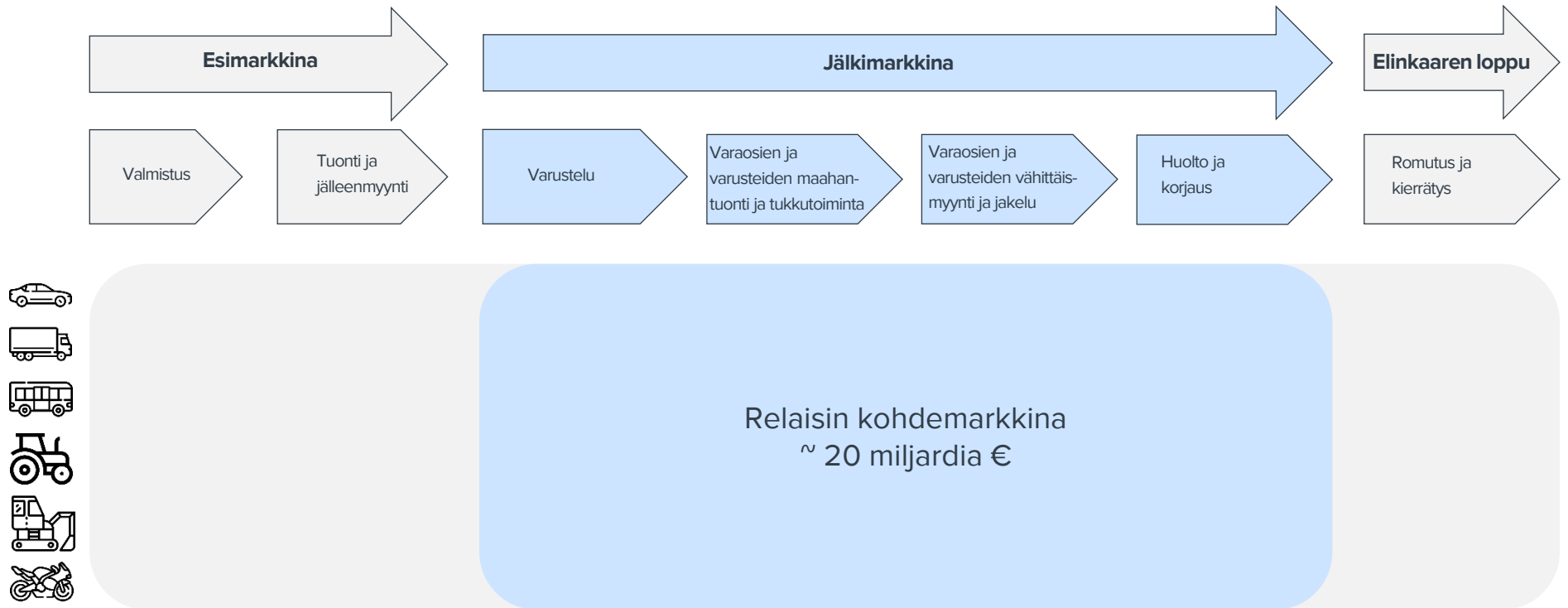
Arviomme mukaan Relaisin nykyisen liiketoiminnan orgaanisen kasvun pitkän aikavälin kasvupotentiaali rakentuu rekisterissä olevan ajoneuvokannan kasvusta, joka on karkeasti linjassa yleisen talouskasvukuvan pitkän aikavälin kasvun kanssa. Siten arvioimme markkinakasvun asettuvan pidemmällä aikavälillä karkeasti 0-5 %:n haarakkaan.

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä yhtiön orgaaninen kasvuvauhti voi kuitenkin olla hankittujen liiketoimintojen myyntisynergioiden myötä hieman markkinan arvioitua kasvua ripeämpi viime vuosien tapaan.

Henkilöautokannan ikärakenne Relaisin kohdemaissa 2020



Markkina ja kilpailukenttä 4/5



Inderesin huomiot kohdemarkkinoista

- Jälkimarkkina koostuu maantieteellisten kohdemarkkinoiden noin 22 miljoonan ajoneuvojen ympärille rakentuvista tuote- ja palveluliiketoiminnoista
- Kohdemarkkinoilla toimivien yritysten lukumäärä lasketaan useissa tuhansissa
- Markkina on Relaisin kasvustrategian ajurit eli orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu huomioiden valtava
- Markkinan koko ei mielestämme rajoita yhtiön kasvustrategian toteutusmahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa

Markkina ja kilpailukenttä 5/5

Yritysostrategian seurauksena emme kuitenkaan näe kokonaismarkkinan kasvun muodostavan yhtiön orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmän kautta muodostuvalle kasvupotentiaalille missään realistisessa skenaariossa hidastetta. Mielestämme kokonaismarkkina tarjoaakin yhtiölle huomattavaa kasvupotentiaalia, kun huomioidaan kasvustrategian epäorgaaninen komponentti.

Markkinat ovat fragmentoituneet

Varaosien ja tarvikkeiden markkinat ovat fragmentoituneet, mikä tarkoittaa että markkinoilla toimii suuri joukko pieniä ja keskikokoisia toimijoita. Esimerkiksi varaosia joko tukku- tai vähittäismarkkinoilla myyvien yritysten lukumäärä on Suomessa yli 1000 ja Ruotsissa yli 2000. Lukumääriin mahtuu kuitenkin paljon yrityksiä, joille varaosien ja tarvikkeiden myynti on vain pieni osa kokonaisliikevaihdosta ja jotka eivät ilmoita päätoimialakseen autojen varaosamyyntiä (kuten Puuilo). Tällaiset yritykset eivät ole erityisen merkittäviä kilpailijoita Relaisin kaltaiselle laajalla tuotevalikoimalla operoivalle tukkurille, vaikkakin ne pienen osansa kokonaismarkkinasta ottavatkin. Lisäksi kilpailukentässä yritykset voivat olla sekä kilpailijoita että asiakkaita (kuten Motonet), sillä niillä ei välttämättä ole kykyä ylläpitää vastaavan kokoluokan ja laajuuden varastoja.

Markkinoille tulon kynnys ei ole korkealla

Arviomme mukaan suuri kilpailijoiden lukumäärä heijastelee sitä, että markkinoilla on matala alalle

tulon kynnys, eikä niillä ole tunnistettavissa olevia vahvoja ja kestävästi kilpailuedun lähteitä. Tämän taustalla on etenkin tukkutoiminnan maltillinen alkuinvestointien tarve ja joustava kulurakenne, minkä ansiosta alalle tulo ei edellytä erityisen suuria pääomia.

Tämän ansiosta markkinoiden ominaispiirteitä ovat kohtuullisen tiukka hinnoittelu- ja kilpailutilanne. Samalla on kuitenkin huomioitava, että leveän ja uskottavan tuotetarjonnan, asiakkaille riittävän nopean toimitusajan sekä hyvän asiakastuen tarjoaminen on jo merkittävästi haastavampaa ja mittavien panostusten takana. Tässä kategoriassa kilpailukenttä on rajallisempi, kuin mitä koko toimialan muodostavien yhtiöiden lukumäärä antaa ymmärtää.

Verkkokauppiat mukaan kilpailuun

Viime vuosien merkittävimmät muutokset varaosien ja varusteiden tukkukaupan kilpailukentässä on puhtaasti verkkokauppaan nojaavien toimijoiden, kuten esimerkiksi autodoc.fi:n sekä puolalaisen pääasiassa itsenäisille korjaamoille osia toimittavan Inter Carsin mukaantulo kilpailuun. Autodoc.fi toimii 26 Euroopan maassa ja sen liikevaihto oli viime vuonna 615 MEUR. Inter Carsin liikevaihto oli viime vuonna 8 764 MEUR ja se toimii 20 Euroopan maassa. Arviomme mukaan verkkokaupan toimijoiden maltillinen kiinteä kulurakenne mahdollistaa niille hinnalla kilpailun, mutta samalla niiden toimituskyky- ja nopeus voi olla rajallinen suhteessa paikallisiin toimijoihin. Tämä arviomme mukaan rajaa niiden kykyä kilpailla suurten ja laajan

tarjonnan omaavien tukkureiden kanssa, mutta samalla ne ylläpitävät tiukkaa hinnoitteluympäristöä.

Korjaamo- ja huoltomarkkinan kilpailu

Puhtaasti toimijoiden lukumäärän pohjalta haarukoituna myös ajoneuvojen korjaamo- ja huoltomarkkinoilla toimii Suomessa ja Ruotsissa valtava määrä toimijoita (ts. tuhansia). Huomioitavaa on kuitenkin, että lukumäärää kasvattaa henkilöajoneuvojen markkinalla toimivat yritykset sekä merkkikorjaamot. Siten puhtaasti merkkiriippumattomien hyötyajoneuvojen korjaamojen lukumäärä on arviomme mukaan selvästi pienempi. Hyötyajoneuvojen korjauspalveluita tarjoavat toimijat ovat useimmiten myös keskittyneet kevyempiin ajoneuvoihin, kuten Fixus ja Atoy.

Käsityksemme mukaan Suomessa ei ole merkkiriippumatonta valtakunnallista kilpailijaa Raskoneelle. Huolto- ja korjaamopalveluissa on kuitenkin huomioitava, että kilpailu on pääasiassa paikallista, vaikka kokoluokka tuokin toimijalle uskottavuutta. Näin ollen Raskone tavanomaisesti kilpailee pienten paikallisten toimijoiden kanssa. Arviomme mukaan kilpailudynamiikka on samantapainen Ruotsissa, jossa suurten pelureiden osalta STS kilpailee etenkin Malte Månsonin sekä Mekonomenin kanssa, joilla on laaja maantieteellinen peitto usean palvelupisteen ansiosta.

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikatteen kehitys lähtenyt noususuuntaan

Relaisin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä siten skaalaudu. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on ollut noin 65-67 % vuosina 2018-2020, mutta vuonna 2021 liikevaihdonjakauman muuttuessa korjaamoliiketoiminnan osuuden kasvun ansiosta ne laskivat vajaaseen 58 %:iin. Näin ollen yhtiön myyntikate-% kohosi vuonna 2021 noin 42 %:iin (2020: ~35 %). Mikäli yhtiö kykenee kasvattamaan omien tuotteiden suhteellista osuutta, olisi tällä positiivinen vaikutus myyntikatteen kehitykseen keskipitkällä aikavälillä, sillä näiden tuotteiden katetasot ovat tyypillisesti jossain määrin korkeammat.

Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtämellä pääosin kiinteitä, mutta pidemmällä tähtämellä muuttuvia.

Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointikustannuksista. Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien

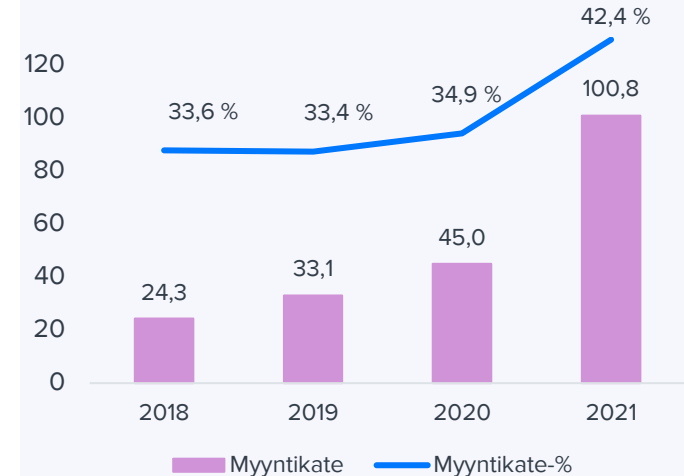
tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea tehokkuuden parantuessa. Vaikkakin keskipitkällä aikavälillä niiden suhteellinen kehitys linkittyy olennaisesti yritysostovetoiseen laajentumiseen, tehokkuuteen ja toimitusaikojen optimointiin.

Kustannusrakenne on melko joustava

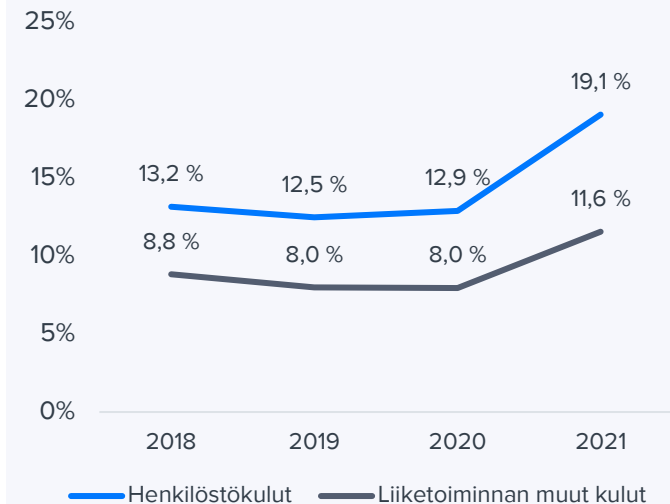
Relaisin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 65-70 % on lyhyellä tähtämellä muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannuksien osuus on 30-35 %. Kiinteiden kustannusten kohtuullista osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liittyviä kiinteäluontoisia kuluja.

Joustavan kustannusrakenteen johdosta kustannusrakenteen skaalautumispotentiaali on maltillinen. Keskeiset liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttavat elementit ovat tukkuliiketoiminnoissa myyntiin liittyvät henkilöstökulut ja logistiikan tehostuminen volyymikasvun kautta. Vastaavasti palveluliiketoiminnassa keskeinen elementti on palvelupisteiden käyttöaste eli suorittavan henkilöstön laskutus/työtunnit.

Myyntikatteen kehitys



Kustannusrakenteen kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Epäorgaaninen kasvustrategia näkyy liikearvossa

Tilikauden 2021 lopussa Relaisin taseen loppusumma oli 235 MEUR. Liiketoimintamallia ja kasvustrategiaa sekä erityisesti epäorgaanista sellaista peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat vuoden päätyttyä 112 MEUR.

Aineettomat varat koostuvat valtaosin liikearvosta (110 MEUR), joka on syntynyt useista Relaisin tekemistä yrityskaupoista viime vuosina. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa oli vuoden 2021 lopussa noin 4,2 MEUR. Tämän osuus yhtiön varoista oli noin 2 %, eli varsin maltillinen.

Lyhytaikaisten varojen rakenne tyypillinen tukkuri- ja korjausliiketoiminnalle

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 73 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseen (31 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (31 % rap. liikevaihdosta). Suhteellisesti merkittävän kokoluokan vaihto-omaisuus on Relaisin tukkuliiketoimintojen rakenteellinen elementti, jonka taustalla on tarve kyetä tarjoamaan asiakkaille laaja tuotetarjoama nopeilla toimitusajoilla.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden 2021 lopussa 26,9 MEUR. Liiketoimintojen luonteen ja toisaalta strategisten valintojen (laaja tuotevalikoima, nopeat toimitusajat) takia Relaisin tase sitoo paljon käyttöpääomaa. Rahavaroja

yhtiöllä oli 11,8 MEUR vuoden 2021 lopussa.

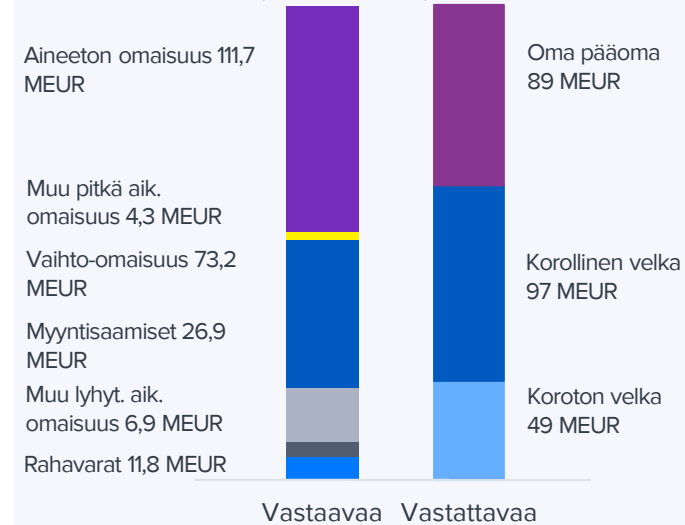
Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin liity mielestämme alaskirjausriskejä terveen kannattavuuden ansiosta.

Taseessa on vipua

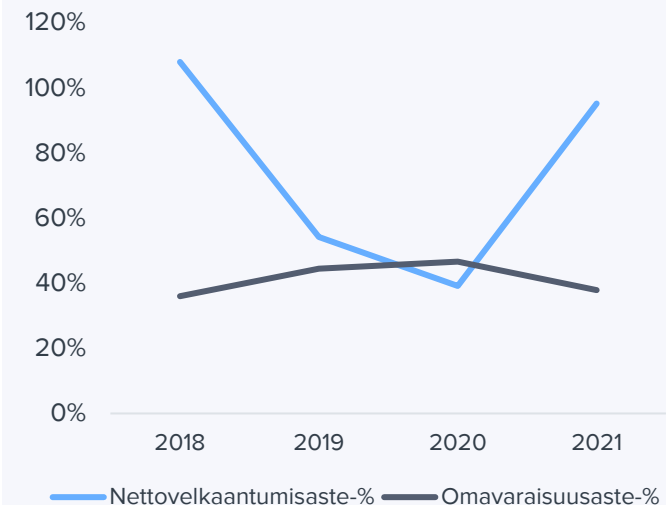
Relais on hyödyntänyt yritysostostrategiassaan velkavipua, minkä ansiosta sen nettovelkaantumisaste on ollut vuosien 2018-2021 aikana keskimäärin tyydyttävällä tasolla. Vuoden 2021 lopussa konsernin nettovelkaantumisaste oli 95 %:ssa ja korollista velkaa yhtiöllä oli noin 97 MEUR. Siten yhtiön nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 2,9x vuoden 2021 luvuilla. Arviomme mukaan nämä tasot ovat yhtiön mukavuusalueen rajojen sisäpuolella, ja pidämme velkavivun hyödyntämistä kassavirtojen defensiivinen luonne huomioiden perusteltuna. Huomioitavaa on myös, että vuoden 2021 lopun tase huomioi täysimääräisesti toteutettujen yritysostojen tasevaikutukset, mutta nämä eivät heijastuneet vastaavalla tavalla vuoden 2021 tulokseen.

Korottomia velkoja yhtiöllä oli taseessaan noin 49 MEUR, mistä ostovelkojen osuus oli noin 15,4 MEUR vuoden 2021 lopussa. Muut korottomat velat ovat tavanomaisia siirtovelkoja ja muita velkoja.

Taserakenne 2021 (235 MEUR)



Vakavaraisuus



Sijoitusprofiili

Relais on kasvuyhtiö

Sijoitusprofiililtaan Relais profiloituu kasvuyhtiöksi. Viime vuosina yhtiö on kasvanut voimakkaasti yritystovetoisesti samalla kun sen kannattavuus on ollut hyvällä tasolla ja näin ollen kasvu ei tule kannattavuuden kustannuksella. Arviomme mukaan Relaisilla on edelleen rutkasti mahdollisuuksia kasvaa ja pidämmekin kasvuun panostamista myös sijoittajan kannalta oikeana valintana.

Kasvustrategia sekä markkinoiden orgaaniset kasvunäkymät huomioiden odotamme kasvun tulevan jatkossakin pääasiassa yritystovetoisesti. Tämän on myös konsernin liiketoimintamallin mukaista, sillä konsernitason Relais on viime vuosina profiloitunut yhtiöksi, joka ostaa, omistaa ja kehittää liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Siten konsernitason Relais on liikkunut kohti sarjayhdistelijöiden liiketoimintamallia aiemmasta puhtaasti tukkutoiminnan ympärille rakentuneesta liiketoimintamallista.

Ottaen huomioon yhtiön strategian ja epäorgaanisen kasvun arvonluontiedellytykset sekä näitä mukailevan maltillisen voitonjakopolitiikan, on osingon rooli mielestämme pääasiassa sijoittajan tuotto-odotusta tukeva. Vastaavasti tuotto-odotuksen kannalta merkittävin komponentti on mielestämme arvonluonti yritystoilla.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan yhtiön merkittävimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Yritystokoneisto: Relais on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja pelkästään vuosina 2020-2021 yhtiö toteutti seitsemän yrityskauppaa. Yritystoilla on täydennetty jakelu- ja tukkuliiketoimintoja, jolloin yritystotot tuovat lievää synergiaa liikevaihtoon ja vauhdittavat orgaanista kasvua. Lisäksi yhtiö on laajentunut uuteen liiketoimintaan, mikä mahdollistaa uusien täydentävien yritystojen toteuttamisen. Yritystotot on toteutettu maltillisin arvostuskertoimin, mikä on mahdollistanut kerroinarbitraasin hyödyntämisen ja antaa hyvät edellytykset arvonluonnille.

Ajoneuvojen jälkimarkkinan markkinapotentiaali:

Relaisin kohdemarkkina on valtava suhteessa yhtiön omaan kokoluokkaan nähden. Arviomme mukaan yhtiöllä onkin merkittävästi tilaa kasvaa, kun huomioidaan, että yhtiö tarkastelee potentiaalista kohdemarkkinaa myös nykyisten liiketoiminta-alueiden ulkopuolelta. Tämä kasvattaa edelleen potentiaalisten yritystokohteiden joukkoa. Siten emme näe kohdemarkkinan koon rajoittavan kasvustrategian toteutuksen mahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Kassavirtojen defensiivisyys: Relaisin liiketoimintojen kannattavuusprofiili on hyvä, minkä lisäksi ajoneuvojen jälkimarkkinan kehitys on melko vakaata yli ajan. Siten kysynnän vaihtelevuus on maltillista, jolloin myös kassavirran tuottokyky pysyy jokseenkin vakaana yli ajan. Tämä antaa edellytykset toteuttaa epäorgaanisen kasvun strategiaa tasaisesti yli kunkin suhdannetilanteen.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Relaisin keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

Liiketoimintojen kilpailuedun ja hinnoitteluvoiman puute:

Vaikkakin varaosat- ja sähkövarusteet sekä korjaamo- ja huoltopalvelut ovat ajoneuvoille kriittisiä elementtejä, on kohdemarkkinassa erottautuminen kilpailijoista pitkässä juoksussa haastavaa. Siten mielestämme tukku- ja korjausliiketoiminnassa on vaikea luoda rakenteellista, ja sitä kautta kestävää kilpailuetua, joka vahvistaisi hinnoitteluvoimaa. Nämä tekijät yhdessä suurelta osin muuttuvista kustannuksista muodostuvan kustannusrakenteen kanssa rajoittavat liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalia pitkässä juoksussa.

Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli:

Liiketoimintamalli sekä laaja tuotetarjoama vaatii huomattavan kokoisia varastoja. Tästä johtuen liiketoiminnan rahavirta jää tyypillisesti operatiivista tulosta matalammaksi, mikä arviomme mukaan hidastaa epäorgaanisen kasvustrategian toteutuksen edellytyksiä jossain määrin. Huomioitavaa on lisäksi, että erityisesti tämänhetkessä inflatorisessa ympäristössä käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli voi tilapäisesti heikentää kassavirtaa merkittävästikin.

Yritystojen epäonnistuminen on oleellinen riski, mikäli ostoja tehdään korkein arvostuksin ja/tai ostokohteen laadun arviointi epäonnistuu. Järjestelyiden arvostuksella on olennainen merkitys, koska yleisesti ottaen jälkimarkkinoiden orgaanisen kasvunäkymät eivät ole erityisen vahvat pitkässä juoksussa.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuhakuisuus ja edellytykset luoda arvoa yritysostoilla

2.

Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali

3.

Joustava kulurakenne ja vakaa tuloshistoria

4.

Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa, mikä rajoittaa kasvupanostuksia

5.

Tuotto-odotus muodostuu pääasiassa yritysostostrategian toteutuksen onnistumisen kautta

Vahvuudet



- Kysynnän ajurit eivät ole alttiita suhdanteiden vaihteluille, minkä ansiosta kysyntä on defensiivistä
- Sarjayhdistelijänä onnistuessaan Relaisilla on hyvät edellytykset luoda pääoman kustannuksen ylittävää pääoman tuottoa pitkällä tähtäimellä
- Suurella ja pirstaleisella markkinalla potentiaalisten yritysostokohteiden joukko on suuri
- Kulurakenne on keskipitkällä aikavälillä joustava

Riskit



- Liiketoiminta edellyttää merkittävän kokoluokan varastoja, joka sitoo käyttöpääomaa ja painaa kassavirtaa
- Epäorganisen kasvustrategian toteutukseen liittyvät tavanomaiset riskit
- Liiketoiminnassa ei tunnistettavia vahvojen ja kestävien kilpailijoiden lähteitä
- Osakkeen melko alhainen likviditeetti

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Relaisin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti arvioidun markkinakasvun, arvioitujen myyntisynergioiden ja jo toteutettujen yritysostojen pohjalta. Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen suhteellista ja absoluuttista kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden kasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon jo lyhyellä aikavälillä mielestämme hyvin todennäköisiä yrityskauppoja, sillä niiden yksityiskohtainen ennustaminen on mahdotonta.

Orgaanista ja epäorgaanista kasvua vuonna 2022

Relais ei ole antanut vuodelle 2022 numeerista ohjeistusta, minkä taustalla on yhtiön mukaan liiketoimintojen näkyvyyttä heikentävä maailmanlaajuinen komponenttien ja puolijohdeiden pula, tuotteisiin käytettävien raaka-aineiden hinnannousu, kansainväliset logistiikkahaasteet sekä heikentynyt turvallisuuspoliittinen tilanne. Yhtiön mukaan markkinatilanne kuitenkin mahdollistaa liiketoiminnan suotuisan kehityksen myös tilikaudella 2022. Lisäksi yhtiö on jo Q4'21:llä pyrkinyt varmistamaan vuonna 2022 tarvittavia tavarantoimituksia tuotehankintoja aikaistamalla ja

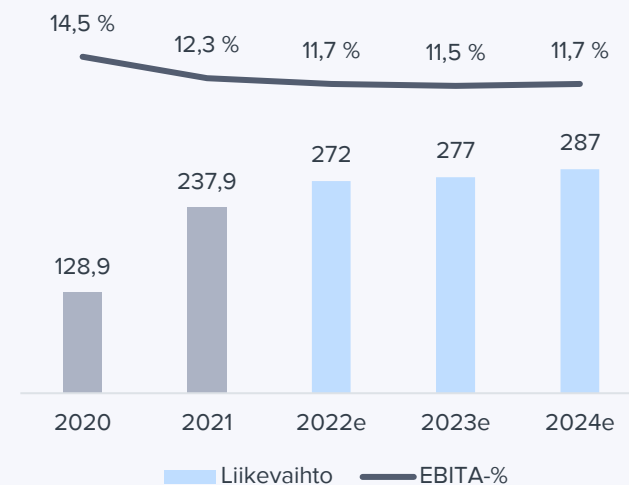
ennakkotilauksin.

Analyytikon vaihdon seurauksena olemme tehneet Relaisin operatiivisen tuloksen ennusteisiimme maltillisia muutoksia ja tarkastelleet poistojen ja lähivuosien osinkoennusteitamme. Muutoksien tarkempi erittely on nähtävissä s.28 taulukossa.

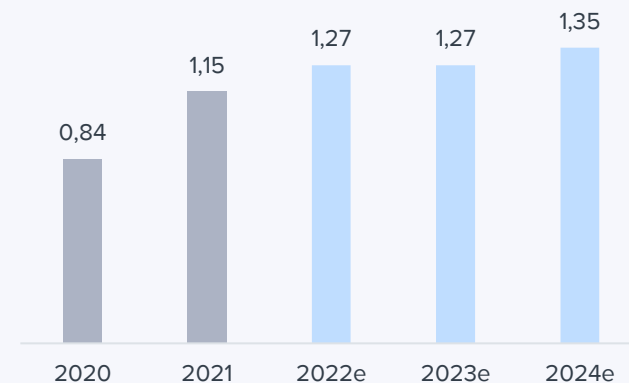
Ennustamme Relaisin vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan reilun 14 % 272 MEUR:oon. Kasvu rakentuu valtaosin epäorgaanisesta kasvusta, joka vastaa ennusteissamme 11 %. Orgaanisen kasvun ennusteemme pohjautuu oletukseen siitä, että koronapandemian rasittaman vuoden 2020 jälkeen vuonna 2021 markkina kasvoi tavanomaista ripeämmin osin patoutuneen kysynnän purkautumisen ja taloudellisen aktiviteetin ripeän lisääntymisen seurauksena. Näin ollen emme odota markkinoiden kasvavan vuonna 2022. Relaisin orgaanisen kasvun ennusteemme pohjautuu jo toteutettujen yritysostojen tuomiin myyntisynergioihin, minkä ansiosta odotamme yhtiön orgaanisen kasvun ylittävän markkinakasvun. Epäorgaaninen kasvu pohjautuu valtaosin loppuvuodesta 2021 toteutetun STS-yritysoston kasvuun sekä pieneltä osin myös Trucknik-, Lumise- ja Raskone-yritysostoihin.

Liikevaihdon kasvun vetämänä odotamme yhtiön liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) kohoavan 31,9 MEUR:oon. Tämä vastaa liikevaihdon kasvua maltillisempaa operatiivisen tuloksen kasvua ja 11,7 %:n EBITA-%. Ennustamamme maltillisen kannattavuuden laskun taustalla on liikevaihdon rakenteen muutos eli

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos



Ennusteet 2/3

matalamman marginaalitason huolto- ja korjaamopalveluiden liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu ja edelleen jatkuva kustannusinflaatio.

Kohonneen velkatason mukaisia normaaleja rahoituskustannuksia ja liikearvon poistoilla oikaistun mutta normaalin 20 %:n veroasteen mukaisten verojen tulosrasitusta mukaillen ennustamme vuoden 2022 nettotulokseksi 8,9 MEUR, mikä vastaa 1,27 euron liikearvon poistoilla oikaistua osakekohtaista tulosta. Osingonjakopoliitikkaa mukaillen odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan 0,40 euroon osakkeelta.

Vuosi 2023 on tasaista tekemistä

Vuonna 2023 odotamme Relaisin liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 2 %. Suhteellisen maltillisen orgaanisen kasvun ennusteen taustalla on arvioimme yleisen taloudellisen aktiviteetin hidastumisesta ja siten arvioimme markkinak kasvun jäävän arvioidun pitkän aikavälin kasvuhaarukan alalaidan tasolle. Konserniyhtiöiden myyntisynergioiden ja tavoitellun markkinak kasvua nopeamman kasvun seurauksena odotamme Relaisin kuitenkin yltävän lievästi markkinaa vauhdikkaampaan kasvuun. Siten ennusteemme vuoden 2023 liikevaihdoksi on 277 MEUR.

Maltillisen orgaanisen kasvun ja konsernin strategisten linjauksien (ts. kustannussynergioita ei haeta) seurauksena odotamme vuoden 2023 tuloskasvun jäävän matalaksi, sillä EBITAn ennusteemme vuodelle on 32,0 MEUR. Tämä

vastaa 11,5 %:n kannattavuutta. Edelleen normaalilla tasolla säilyviä rahoituskustannuksia verokantaa mukaillen ennustamme vuodelta 2023 9,0 MEUR:n nettotulosta ja niin ikään 1,27 euron oikaistua osakekohtaista tulosta. Odotamme Relaisin kohottavan osinkoaan vuodelta 2023 0,42 euroon osakkeelta.

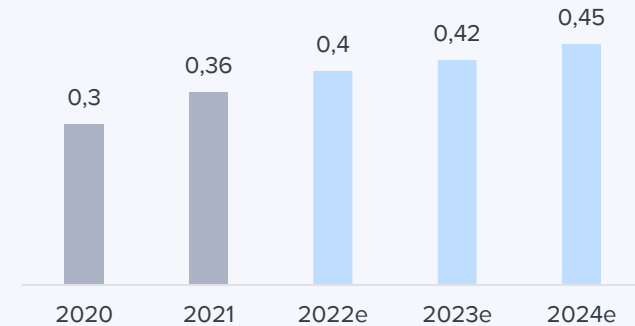
Näkemyksemme mukaan vuotta 2022 pidemmälle ulottuvien ennusteidemme keskeiset epävarmuustekijät liittyvät oletetun hidastuvan kasvun ja kohonneen inflaation yhdistelmän aiheuttamaan epävarmuuteen. Talouskasvun kääntyminen negatiiviseksi yhä jatkuvan kustannusten nousun kanssa voisi asettaa painetta tulosennusteillemme, mutta markkinan defensiivinen luonne huomioiden tämä ei mielestämme muodosta erityisen suurta riskiä.

Huomioitavaa on, että ennusteemme eivät huomioi jo lyhyellä aikavälillä todennäköisiä yritysostoja. Siten lyhyttä tähtäintä pidemmälle katsovien ennusteiden rooli Relaisin arvomuodostuksen kannalta on mielestämme selvästi keskimääräistä rajallisempi.

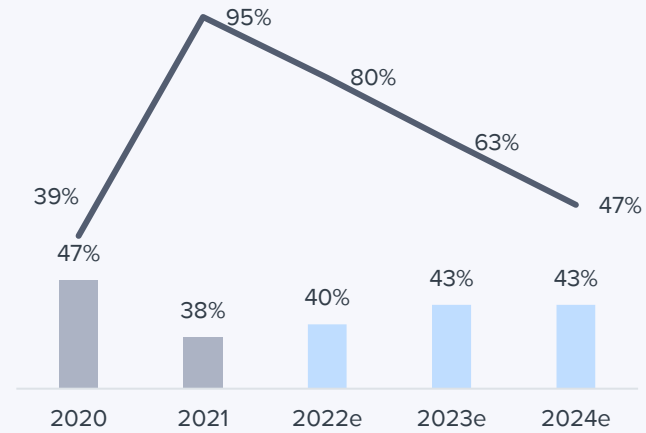
Kassavirran ja taseaseman kehitys

Ennustamaamme maltillista kasvua, liikevaihdon rakenteellista muutosta ja jo koholla olevien varastotasojen normalisoitumista heijastellen ennustamme yhtiön kassakonversion parantuvan keskimäärin noin 72 %:n tasolle vuosien 2022-2023 ennusteissamme. Maltillisia noin 2 MEUR:n investointitarpeita heijastellen vapaa rahavirta vain maltillisesti operatiivista rahavirtaa pienempi.

Osakekohtainen osinko



Taseasema



Omavaraisuusaste — Nettovelkaantumisaste

Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Tätä ja puhtaasti orgaaniseen kasvuun nojaavia ennusteitamme heijastellen yhtiön rahoitusasema vahvistuu ennusteissamme tulevina vuosina.

Vuoden 2021 lopun nettovelan ja seuraavan 12 kuukauden käyttökateen ennusteillamme Relaisin rahoitusasema mahdollistaa arviomme mukaan karkeasti 20-30 MEUR:n velkakapasiteetin kasvustrategian toteuttamiseen, mikäli tavoiteltuna velkaantuneisuutena pidetään eteenpäin katsovaa 3x nettovelka/käyttökate-kerrointa. Siten pelkästään tasetaan hyödyntämällä yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa kasvua yritysostoin, minkä lisäksi edellytyksiä tukee mahdollisuudet oman osakkeen käyttöön.

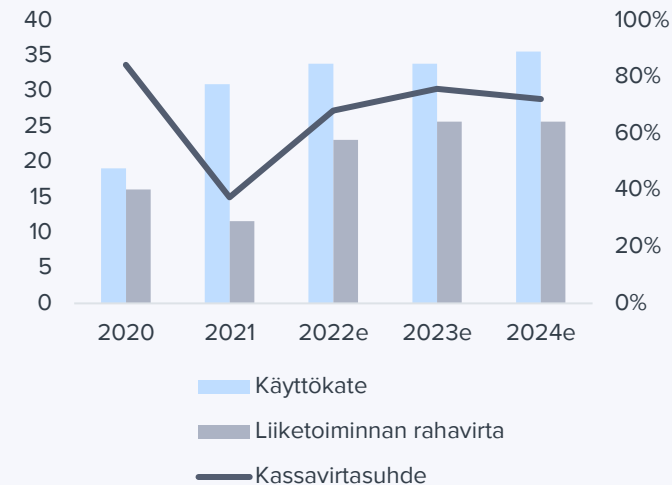
Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Relaisin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista myös tilikauden 2023 jälkeen. Vuodelle 2025 asetettuun taloudelliseen tavoitteeseen emme kuitenkaan ennusta yhtiön yltävän liikevaihdon osalta, sillä ennusteidemme mukaan yksinään orgaanisen kasvun tuoma tasonnosto liikevaihtoon ei riitä vetämään liikevaihtoa tavoitteen mukaiselle tasolle. Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat arvioimaamme markkinakasvuun, minkä seurauksena ne ovat 2,5-3,5 %:ssa.

Relaisin EBITA-marginaalin odotamme pitkällä aikavälillä liikkuvan 11-12 %:n maastossa. Tämän taustalla on arviomme liiketoimintamallin maltillisesta skaalautumispotentiaalista ja nykymuotoisen liiketoiminnan

kannattavuuspotentiaalista. Konsernitason liiketoimintamallin ja epäorgaanista kasvua painottavan kasvustrategian myötä pitkän tähtäimen ennusteiden rooli osakkeen arvonmuodostuksessa on mielestämme rajallinen ja niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-mallissa.

Kassavirran kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	129	53,5	52,2	58,6	73,5	238	66,2	60,8	66,8	78,0	272	277	287	296
Relais Group	129	53,5	52,2	58,6	73,5	238	66,2	60,8	66,8	78,0	272	277	287	296
Käyttökate	19,1	7,6	5,4	8,7	9,3	31,0	7,7	7,2	9,2	9,8	33,9	33,9	35,6	36,9
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-3,1	-3,9	-3,7	-3,9	-14,6	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-16,0	-15,9	-15,9	-16,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,7	7,4	4,8	8,3	8,8	29,3	7,2	6,7	8,7	9,3	31,9	32,0	33,6	34,9
Liikevoitto	11,1	4,6	1,5	5,0	5,3	16,4	3,7	3,2	5,2	5,8	17,9	18,0	19,6	20,9
Nettorahoituskulut	-0,7	-1,4	-0,2	-0,8	-0,9	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2	-3,0	-3,0
Tulos ennen veroja	10,4	3,2	1,3	4,2	4,4	13,1	2,9	2,4	4,4	5,0	14,7	14,8	16,6	17,9
Verot	-3,4	-1,3	-1,0	-1,8	-1,3	-5,3	-1,3	-1,2	-1,6	-1,7	-5,7	-5,8	-6,1	-6,4
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,9	1,9	0,4	2,4	3,1	7,7	1,7	1,2	2,8	3,3	8,9	9,0	10,5	11,5
EPS (oikaistu)	0,84	0,26	0,21	0,32	0,36	1,15	0,29	0,26	0,35	0,38	1,27	1,27	1,35	1,40
EPS (raportoitu)	0,40	0,11	0,02	0,13	0,17	0,43	0,09	0,07	0,15	0,18	0,50	0,50	0,58	0,63

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	30,3 %	79,8 %	78,9 %	79,2 %	97,5 %	84,5 %	23,7 %	16,4 %	14,0 %	6,1 %	14,2 %	2,0 %	3,5 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	138,2 %	451,4 %	107,3 %	131,0 %	-23,5 %	56,4 %	-1,9 %	38,8 %	4,1 %	5,9 %	8,8 %	0,4 %	5,1 %	3,8 %
Käyttökate-%	14,8 %	14,3 %	10,3 %	14,8 %	12,6 %	13,0 %	11,7 %	11,8 %	13,7 %	12,5 %	12,5 %	12,2 %	12,4 %	12,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,5 %	13,8 %	9,2 %	14,2 %	11,9 %	12,3 %	11,0 %	11,0 %	12,9 %	11,9 %	11,7 %	11,5 %	11,7 %	11,8 %
Nettotulos-%	5,4 %	3,6 %	0,7 %	4,1 %	4,2 %	3,2 %	2,5 %	2,0 %	4,2 %	4,2 %	3,3 %	3,3 %	3,7 %	3,9 %

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	274	272	-1 %	284	277	-2 %	293	287	-2 %
Käyttökate	33,2	33,9	2 %	34,7	33,9	-2 %	37,0	35,6	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,6	31,9	1 %	33,1	32,0	-3 %	35,3	33,6	-5 %
Liikevoitto	19,6	17,9	-9 %	21,3	18,0	-16 %	23,6	19,6	-17 %
Tulos ennen veroja	17,0	14,7	-14 %	18,6	14,8	-20 %	21,1	16,6	-21 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,29	1,27	-1 %	1,35	1,27	-6 %	1,45	1,35	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,40	-20 %	0,52	0,42	-19 %	0,55	0,45	-18 %

Arvonmääritys 1/3

Lähestymme arvostusta tulos pohjaisesti

Suosimme Relaisin arvonmäärityksessä tulos pohjaisia hintakertoimia. Mielestämme parhaimmat tuloskertoimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat liikearvon poistoilla oikaistut EV/EBIT-kertoimet, joita tarkastelemme sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan ja seuraavan vuoden kertoimilla.

Tukeudumme näkemyksessämme myös lähivuosien arvioituun kokonaistuotto-odotukseen sekä arvostuksen viitekehystä kuvaavaan kassavirtamalliin. Näiden heikkous on kuitenkin se, etteivät ne huomioi epäorganaisen kasvun arvonluontipotentiaalia, minkä takia mielestämme ne soveltuvat parhaiten nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen.

Arvioimme epäorganaisen kasvun tavoittelun olevan ensisijainen tavoite pääoman allokoinnissa ja näin ollen osinkotuottoon ei mielestämme ole perusteltua tukeutua erityisen voimakkaasti. Osinkoa onkin mielestämme perusteltua pitää pääasiassa tuotto-odotusta maltillisesti tukevana komponenttina.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Relaisin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

- **Kasvu** strategisilla yritysostoilla on mielestämme Relaisin keskeisin arvonajuri ja viime vuosina yhtiön näytöt muuntautumisesta

sarjayhdistelijäksi ovat hyvät. Koska emme mallinna yritysostoja, huomioimme ne osana arvonmääritystämme.

- **Hyvät historialliset näytöt** markkinaa nopeammasta organaisesta kasvusta Pohjoismaissa.
- **Defensiivinen ja maltillisesti kasvava markkina** laskee kysyntään liittyvää riskitasoa, mutta toisaalta tarkoittaa sitä, että yhtiön tulee kyetä ylläpitämään epäorganista kasvua, mikäli yhtiö haluaa profiloitua kasvuyhtiöksi pitkässä juoksussa.
- **Yhtiön kassavirtaprofiili** on nykyisessä kasvuvaiheessa tyydyttävällä tasolla, minkä taustalla on käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli. Siten arvioimme, että yhtiön kassavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi.
- **Vahvojen kilpailualueiden puute** voi arviomme mukaan vaikuttaa toimialan kilpailudynamiikkaan pitkässä juoksussa. Tämä myös rajaa toimijoiden hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentiaalia.

Lähivuosien tulos pohjainen arvostus

Relaisin ennusteidemme mukaiset vuosien 2022 ja 2023 oikaistut P/E-luvut ovat vajaa 17x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat noin 14x. Lyhyen tähtäimen absoluuttiset arvostuskertoimet ovat mielestämme hienoisesti koholla suhteessa nykyisille liiketoiminnoille perusteltuina pitämäämme arvostustasoon nähden.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	21,0	21,0	21,0
Osakemäärä, milj. kpl	18,0	18,1	18,2
Markkina-arvo	378	378	378
Yritysarvo (EV)	453	439	425
P/E (oik.)	16,5	16,5	15,6
P/E	42,4	42,0	36,3
P/Kassavirta	18,0	16,0	16,0
P/B	4,1	4,1	3,9
P/S	1,4	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	13,4	13,0	12,0
EV/EBIT (oik.)	14,2	13,7	12,6
Osinko/tulos (%)	80,7 %	84,1 %	77,8 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Tulostuotto-odotus on kohtuullisen hyvä

Ennustamme Relaisin tulostuotto-odotuksen yltävän noin 5 %:iin vuosina 2021-2024e (CAGR-%) markkinaa nopeamman orgaanisen kasvun ja jo toteutettujen yritysostojen tuoman epäorgaanisen kasvun vetämänä. Odotamme suhteellisen kannattavuuden säilyvän melko vakaana, joten tulostuottoa vetää liikevaihdon kasvu.

Osinkotuotto on tuotto-odotusta tukeva komponentti

Ennusteidemme mukainen vuosien 2022-2024 osinkotuotto on nykyisellä 21,0 euron kurssitasolla karkeasti noin 2 %:n tasolla lähivuosina.

Mielestämme nykyinen kasvustrategia ja hyvät edellytykset luoda arvoa allokoimalla pääomaa kasvuun puoltavat maltillista voitonjakoa. Tätä taustaa vasten sijoittajan tulisi mielestämme arvioida osinkoa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa tuotto-odotusta tukevana komponenttina pääasiallisen tuottolähteen sijaan.

Kokonaistuotto-odotus

Relaisin lievästi koholla olevat lyhyen tähtäimen arvostuskertoimet painuvat ennustamallamme tulostuotto-odotuksella jo maltilliselle tasolle vuoteen 2024 katsottaessa. Pidemmän tähtäimen arvostuksen maltillisesta nousuvarasta ja vuotuisesta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus jää kuitenkin mielestämme hieman tuottovaatimuksen alapuolelle. Tämä tarkoittaa, että hyvä tuotto-odotus lähivuosina edellyttää onnistunutta pääoman allokoimista yritysostoihin, sillä nykyisellä liiketoimintarakenteella yhtiö on melko oikein hinnoiteltu.

Suhteessa yritysjärjestelyistä annettuihin näyttöihin, ei nykyinen arvostus kuitenkaan hinnoitele liiaksi etunojaa onnistuneista yritysjärjestelyistä. Näkemysmme mukaan yritysjärjestelyiden arvonnäyttö määrittääkin lähivuosien tuotto-odotusta pitkälti, mutta riski/tuotto-suhdetta pidämme hyvänä nykyisellä hinnoittelulla ja historiallisten näyttöjen valossa.

Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

Olemme laatineet Relaisille kaksi verrokkiryhmää, jotka koostuvat kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista yhtiöistä ja pohjoismaisista sarjayhdistelijöistä.

Ensimmäisen verrokkiryhmän toimijat ovat kokonaisuutena hyvin samankaltaisia toimijoita, kuin mitä Relaisin tämän hetken operatiiviset liiketoiminnot ovat. Verrokkiryhmän toimijoilla joko valtaosa tai merkittävä osa liiketoiminnasta tulee jakeluliiketoiminnasta, minkä lisäksi useat toimijat ovat myös laajentuneet palveluliiketoimintaan.

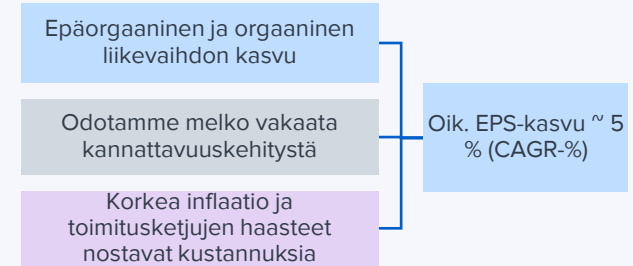
Siten näiden toiminnalla on varsin samankaltaisia ominaisuuksia, kuin Relaisin omistamalla liiketoiminnoilla (kilpailukyvyyn elementit, ansaintamalli ja riskiprofiili).

Toisen verrokkiryhmän muodostavat sarjayhdistelijät, joiden liiketoimintamalli on konsernitasolla samantapainen kuin Relaisilla eli se pohjautuu jatkuvaluonteisiin yritysostoihin. Sarjayhdistelijöiden omistamien yhtiöiden liiketoiminnat poikkeavat toisistaan, mutta kaikkien niiden arvonnäyttö muodostuu isolta osin pääoman onnistuneesta allokoimista epäorgaaniseen kasvuun.

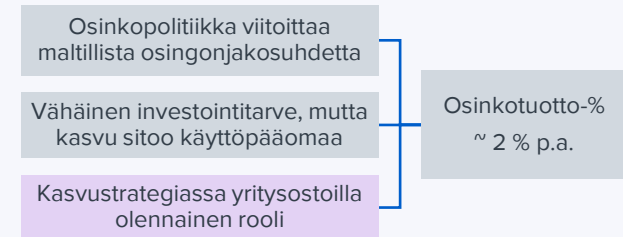
Osaketuoton ajurit 2022-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

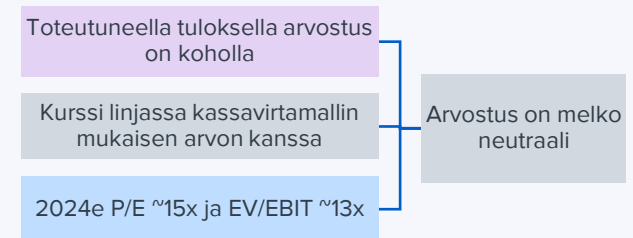
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Markkina ei hinnoitele tulevien järjestelyiden arvonnäyttöä täysimääräisesti

Arvonmääritys 3/3

Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmät antavat hyvän viitekehyyksen Relaisin arvostuksella. Pidämme ensimmäisen verrokkiryhmän arvostustasoa karkeana lattiatasona Relaisin arvostukselle ja mielestämme se kuvaa Relaisin omistamille liiketoiminnoille perusteltavaa arvostusta. Sarjayhdistelijöiden arvostustaso taas mielestämme kuvaa sitä, miten Relaisia voidaan hinnoitella, jos yhtiö onnistuu arvoa luovassa pääoman allokoinnissa yritysostoihin pitkällä tähtäimellä.

Lähivuosien keskeisillä tulos pohjaisilla kertoimilla Relais arvostetaan vajaan 10 %:n preemiolla vastaavien liiketoimintojen omaaviin verrokkeihin, kun taas koko verrokkiryhmän arvostus on varsin järkevällä tasolla. Suhteessa sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden Relais taas arvostetaan huomattavalla ja jopa lähes 40 %:n alennuksella vastaavilla kertoimilla. Tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat korkeahkot, mutta mielestämme korkeista pääoman tuotoista pitkältä ajalta näytöt omaavat toimijat ansaitsevat selvästi keskimääräistä markkinoiden arvostustasoa korkeammat arvostuskertoimet.

Historialliset näytöt ja liiketoimintamallin nykyinen kehitysvaihe huomioiden Relaisin perusteltu arvostustaso mielestämme löytyy näiden kahden verrokkiryhmän välimaastosta. Samalla suhteellinen arvostus suhteessa molempiin verrokkiryhmiin mielestämme toimii ikään kuin puntarina siitä, minkä verran osakkeen arvostustaso sisältää oletuksia epäorgaanisen

kasvun arvонуonnista. Nykyinen Relaisin osakkeen arvostus ei mielestämme sisällä liiakseen odotuksia yritysostojen arvонуonnista, sillä suhteellinen arvostus on kallellaan ensimmäisen verrokkiryhmän suuntaan.

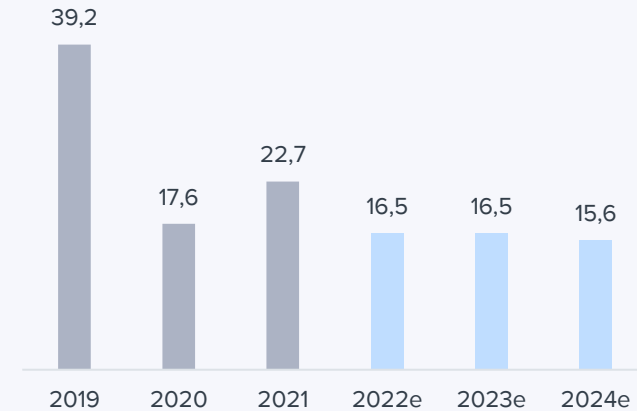
DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme Relaisin osakkeelle indikoima arvo 20,6 euroa osakkeelta. DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Näin ollen kassavirtamalli ei huomioi epäorgaanisen kasvun arvонуontimahdollisuuksia ja näin ollen se toimii mittatikkuna etenkin nykyisen rakenteen mukaiselle kokonaisuudelle. Mallissa terminaaliarvon painoarvo on 61 %, mitä pidämme kohtuullisena. Kassavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 8,7 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 7,4 %.

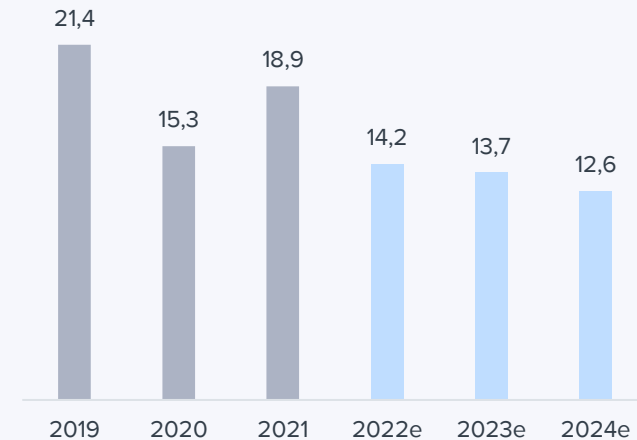
Tavoitehintaa ja sijoitusnäkemys

Kuluvan vuoden ennusteillamme ja karkealla 3x nettovelka/käyttökate mittarilla yhtiöllä on noin 30 MEUR:n varat yritysjärjestelyihin ilman, että omaa osaketta tarvitsee käyttää maksuvälineenä. Näin ollen rahoitusasemansa turvin yhtiöllä on varsin hyvät edellytykset vauhdittaa tuloskasvua yritysostoilla. Tätä arvонуontipotentiaalia nykyinen osakkeen arvostus ei mielestämme hinnoittele täysimääräisesti, minkä takia seuraavan 12 kuukauden tuotto/riski-suhde on mielestämme hyvä. Siten toistamme lisää-suosituksemme 24,0 euron tavoitehinnalla.

P/E-kerroin (oik.)



EV/EBIT-kerroin (oik.)



Vertailuryhmä 1/2

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Inter Cars SA	1366	1690	9,2	8,9	8,1	7,8	0,6	0,5	10,3	9,9	1,9	3,6	1,8
Advance Auto Parts Inc	11428	11819	11,5	10,5	9,3	8,4	1,1	1,1	15,1	13,2	2,7	2,8	4,1
Duell Oyj	158								18,1	15,0	1,1	1,9	4,4
Auto Partner SA	438	486	9,8	8,2	8,8	7,5	0,9	0,7	12,8	11,0	1,9	1,9	2,6
Genuine Parts Co	16168	17711	12,7	12,0	10,4	9,7	0,9	0,9	16,6	15,4	2,8	3,2	4,7
Uni-Select Inc	966	1321	14,6	13,2	9,3	8,7	0,9	0,8	20,5	17,5			
LKQ Corp	11696	14024	10,2	9,7	8,7	8,3	1,1	1,1	11,5	10,6	2,2	2,4	2,1
O'Reilly Automotive Inc	41040	44171	16,3	15,4	14,5	13,7	3,4	3,2	20,5	18,5			108,8
Autozone Inc	36677	41739	14,5	14,0	12,8	12,3	2,9	2,8	18,3	16,7			
Bapcor Ltd	1427	1736	12,8	11,8	8,9	8,2	1,4	1,3	16,4	15,0	3,4	3,7	1,9
Mekonomen	613	999	10,7	9,1	6,1	5,6	0,8	0,8	8,6	7,4	3,8	4,5	1,1
Relais Group (Inderes)	378	453	14,2	13,7	13,4	13,0	1,7	1,6	16,5	16,5	1,9	2,0	4,1
Keskiarvo			12,2	11,3	9,7	9,0	1,4	1,3	15,3	13,7	2,5	3,0	14,6
Mediaani			12,1	11,2	9,1	8,4	1,0	1,0	16,4	15,0	2,5	3,0	2,6
Erotus-% vrt. mediaani			18 %	23 %	47 %	55 %	60 %	57 %	1 %	10 %	-22 %	-33 %	62 %

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

Vertailuryhmä 2/2

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Indutrade AB	8484	8847	28,7	27,4	21,9	21,0	3,8	3,6	35,9	32,3	1,1	1,2	7,4
Bergman & Beving AB	365	470	16,0	14,2	9,6	8,9	1,1	1,0	15,5		2,5	2,8	2,0
Bufab AB (publ)	1256	1425	18,4	17,3	15,0	14,3	2,2	2,1	22,2	20,7	1,2	1,3	4,6
Christian Berner Tech Trade AB	41	57	9,3	8,3	6,4	5,9	0,7	0,7	9,6	8,4	5,0	5,9	2,0
Addtech AB	4624	4892	35,2	32,4	25,3	23,8	3,7	3,4	42,3	40,0	1,0	1,1	11,8
Beijer Ref AB (publ)	5931	6275	35,8	31,0	26,4	22,7	3,2	3,0	49,7	42,8	0,7	0,8	10,7
Beijer Alma AB	1145	1278	14,2	12,7	11,0	9,7	2,1	2,0	18,3	16,4	1,9	2,2	3,9
Lifco AB (publ)	9981	10356	30,9	29,3	24,6	23,6	5,5	5,2	40,5	38,1	0,7	0,8	8,7
Lagercrantz Group AB	2075	2028	27,8	24,8	19,4	18,0	4,0	3,6	39,0	35,1	1,2	1,4	9,8
Volati Ab	1284	1413	21,5	19,2	15,5	14,2	2,0	1,9	25,4	22,7	1,1	1,2	7,1
Boreo OYJ	138	176	22,0	16,0	14,6	12,5	1,2	1,1	29,5	24,1	0,8	0,9	3,1
AddLife AB	3032	3394	39,4	46,6	27,8	29,8	4,2	4,3	56,4	67,5	0,6	0,8	7,0
Addnode Group AB	1230	1172	35,9	31,3	20,6	18,9	2,7	2,5	40,4	35,6	0,8	0,9	7,2
Instalco AB	1804	1936	22,3	22,3	19,6	18,4	1,9	1,8	28,1	26,0	1,0	1,1	6,2
Seafire AB	99	122	15,3	13,3	10,6	9,5	1,7	1,6	19,7	16,3			1,8
Sdipotech AB	1213	1400	24,6	20,8	19,0	16,4	4,5	3,9	9,9	8,3			1,5
Storskogen Group AB	3419	3533	13,7	10,9	9,2	7,6	1,2	1,0	19,4	15,4	0,5	0,6	2,2
Fasadgruppen Group AB	714	788	22,1	20,2	18,0	16,5	2,3	2,1	27,6	26,3	1,0	1,1	4,6
Relais Group (Inderes)	378	453	14,2	13,7	13,4	13,0	1,7	1,6	16,5	16,5	1,9	2,0	4,1
Keskiarvo			24,0	22,1	17,5	16,2	2,7	2,5	29,4	28,0	1,3	1,5	5,6
Mediaani			22,2	20,5	18,5	16,5	2,3	2,1	27,9	26,0	1,0	1,1	5,4
Erotus-% vrt. mediaani			-36 %	-33 %	-28 %	-21 %	-26 %	-25 %	-41 %	-37 %	90 %	83 %	-23 %

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

Verrokkien arvonluonti

Verrokkiyhtiö	Tehdyt yritysjärjestelyt vuonna 2021	Ostetut raportoidut liikevaihdot (MEUR)	Liikevaihto 2021 (MEUR)	RONIC 2018-2021 (TTM)
Indutrade	17	155	2 108	26 %
Bergman & Beving	6	12	428	9 %
Alligo (ent. Momentum Group)	6	37	823	12 %
Bufab	3	50	571	17 %
Christian Berner Tech Trade	0	0	72	2 %
Addtech	13	95	1 267	16 %
Beijer Ref	10	180	1 641	16 %
Beijer Alma	5	73	523	11 %
Lifco	17	183	1 697	26 %
Lagercrantz Group	9	40	379	25 %
Volati	8	106	613	29 %
Relais Group	4	100	238	14 %
VBG Group	1	9	334	5 %
AddLife	7	371	776	19 %
Addnode Group	4	10	396	15 %
Idun Industrier	4	36	96	12 %
Instalco	27	171	863	12 %
Seafire	4	27	32	8 %
Sdiptech	4	56	264	10 %
Fasadgruppen	21	115	260	14 %

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,25	14,7	26,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	17,4	17,9	18,0	18,1	18,2	18,2
Markkina-arvo	134	256	466	378	378	378	378
Yritysarvo (EV)	168	285	554	453	439	425	410
P/E (oik.)	39,2	17,6	22,7	16,5	16,5	15,6	15,0
P/E	>100	36,9	60,5	42,4	42,0	36,3	33,3
P/Kassavirta	neg.	31,6	neg.	18,0	16,0	16,0	14,8
P/B	2,1	3,6	5,3	4,1	4,1	3,9	3,8
P/S	1,4	2,0	2,0	1,4	1,4	1,3	1,3
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,3	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,9	17,9	13,4	13,0	12,0	11,1
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,3	18,9	14,2	13,7	12,6	11,8
Osinko/tulos (%)	421,1 %	75,3 %	83,8 %	80,7 %	84,1 %	77,8 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

DCF-malli

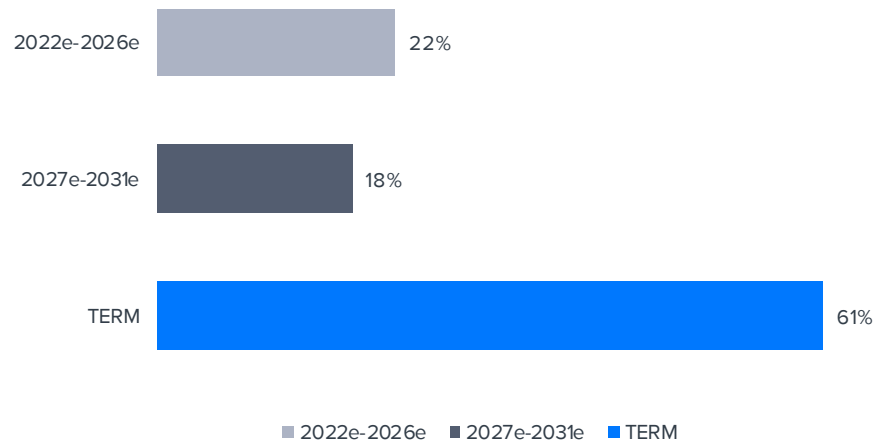
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	16,4	17,9	18,0	19,6	20,9	21,9	22,6	24,2	24,8	25,4	26,0	
+ Kokonaispoistot	14,6	16,0	15,9	15,9	16,0	16,0	16,1	16,1	16,1	16,2	16,2	
- Maksetut verot	-4,5	-5,7	-5,8	-6,1	-6,4	-6,6	-6,7	-7,0	-7,2	-7,3	-8,0	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-19,0	-4,4	-1,8	-3,2	-2,2	-1,7	-2,6	-2,7	-2,6	-2,6	-2,2	
Operatiivinen kassavirta	6,8	23,1	25,7	25,7	27,7	29,1	28,7	30,0	30,6	31,1	32,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-71,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-63,0	21,0	23,7	23,7	25,6	27,0	26,6	27,8	28,4	28,9	29,7	
+/- 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	-63,0	21,0	23,7	23,7	25,6	27,0	26,6	27,8	28,4	28,9	29,7	558
Diskontattu vapaa kassavirta		19,9	20,9	19,4	19,5	19,2	17,6	17,1	16,3	15,4	14,8	277
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		457	437	416	397	377	358	341	323	307	292	277
Velaton arvo DCF		457										
- Korolliset velat		-96,8										
+ Rahavarat		11,8										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		370										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,6										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	59,7	116	102	88,1	74,2
Liikearvo	58,2	110	95,9	81,9	67,9
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Käyttöomaisuus	0,7	4,2	4,2	4,3	4,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	94,9	119	127	130	134
Vaihto-omaisuus	44,3	73,2	76,1	77,6	80,3
Muut lyhytaikaiset varat	2,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Myyntisaamiset	13,1	26,9	30,7	31,3	32,4
Likvidit varat	34,7	11,8	13,6	13,9	14,3
Taseen loppusumma	155	235	229	218	208

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	72,3	89,1	91,6	93,4	96,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	15,6	19,4	21,8	23,6	26,6
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	56,2	69,3	69,3	69,3	69,3
Vähemmistöosuus	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	61,1	95,6	4,9	4,9	4,9
Laskennalliset verovelat	2,8	3,3	3,3	3,3	3,3
Varaukset	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	58,0	90,7	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Lyhytaikaiset velat	21,2	50,1	133	120	107
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	6,0	86,5	72,9	59,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,6	15,4	17,7	18,0	18,7
Muut lyhytaikaiset velat	7,6	28,6	28,6	28,6	28,6
Taseen loppusumma	155	235	229	218	208

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	98,9	128,9	237,9	271,8	277,2	EPS (raportoitu)	0,02	0,40	0,43	0,50	0,50
Käyttökate	13,3	19,1	31,0	33,9	33,9	EPS (oikaistu)	0,21	0,84	1,15	1,27	1,27
Liikevoitto	7,9	11,1	16,4	17,9	18,0	Operat. kassavirta / osake	-0,19	1,17	0,38	1,28	1,42
Voitto ennen veroja	2,5	10,4	13,1	14,7	14,8	Vapaa kassavirta / osake	-3,66	0,46	-3,51	1,17	1,31
Nettovoitto	0,4	6,9	7,7	8,9	9,0	Omapääoma / osake	3,93	4,13	4,94	5,06	5,14
Kertaluontoiset erät	0,0	-7,6	-12,9	-14,0	-14,0	Osinko / osake	0,10	0,30	0,36	0,40	0,42
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	143,0	154,6	234,9	229,3	217,8	Liikevaihdon kasvu-%	37 %	30 %	85 %	14 %	2 %
Oma pääoma	63,7	72,3	89,1	91,6	93,4	Käyttökateen kasvu-%	53 %	43 %	62 %	9 %	0 %
Liikearvo	53,7	58,2	109,9	95,9	81,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	37 %	138 %	56 %	9 %	0 %
Nettovelat	34,5	28,3	85,0	73,0	59,0	EPS oik. kasvu-%	-99 %	298 %	37 %	11 %	0 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	13,5 %	14,8 %	13,0 %	12,5 %	12,2 %
Käyttökate	13,3	19,1	31,0	33,9	33,9	Oik. Liikevoitto-%	7,9 %	14,5 %	12,3 %	11,7 %	11,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-15,1	1,3	-19,0	-4,4	-1,8	Liikevoitto-%	7,9 %	8,6 %	6,9 %	6,6 %	6,5 %
Operatiivinen kassavirta	-3,1	20,3	6,8	23,1	25,7	ROE-%	1,0 %	10,2 %	9,6 %	9,9 %	9,8 %
Investoinnit	-54,7	-12,4	-71,2	-2,0	-2,0	ROI-%	9,6 %	8,4 %	10,2 %	9,8 %	10,4 %
Vapaa kassavirta	-59,4	8,1	-63,0	21,0	23,7	Omavaraisuusaste	44,5 %	46,7 %	37,9 %	39,9 %	42,9 %
						Nettovelkaantumisaste	54,2 %	39,2 %	95,3 %	79,7 %	63,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,3	1,7	1,6						
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,9	17,9	13,4	13,0						
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,3	18,9	14,2	13,7						
P/E (oik.)	39,2	17,6	22,7	16,5	16,5						
P/B	2,1	3,6	5,3	4,1	4,1						
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %						

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2019	Osta	9,00 €	7,35 €
24.2.2020	Lisää	9,00 €	8,37 €
28.2.2020	Lisää	9,00 €	8,25 €
27.3.2020	Lisää	7,00 €	6,51 €
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 €
15.10.2021	Vähennä	25,00 €	25,30 €
5.11.2021	Vähennä	26,00 €	25,20 €
4.3.2022	Lisää	24,00 €	22,00 €
..... Analyytikko vaihtuu			
4.4.2022	Lisää	24,00 €	21,00 €

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 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.**