

Relais

Yhtiöraportti

4.11.2021 23:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ostoskori kädessä eteenpäin

Q3:lla Relais kasvoi organisaatiostaan nopeammin. Kannattavuus oli hyvää luokkaa, mutta sen vertailukelpoisuus aiempaan on matala. Olemme nostaneet vuosien 2021-2023 liikevaihtoennusteitamme hieman ja EBITA-marginaaliennusteitamme reilummin. Kohotammekin tavoitehintaamme 26,00 (25,00) euroon, mutta osakkeen melko tiukan arvostuksen perusteella säilytämme vähennä-suosituksemme.

Q3-numerot löivät odotuksemme

Q3-liikevaihto (+79 % v/v) ylitti odotuksemme selvästi, mutta ennustaminen oli isojen rakennemuutosten johdosta haasteellista. Relais arvioi kasvaneensa organisaatiostaan reilun 10 %:n v/v tahtia eli markkinaa nopeammin. Lisäkasvua toivat vuoden alussa konsolidoidun valaisimiin erikoistuneen Strandsin uudet tuotteet, vahva ristiinmyynti Relaisin muiden Ruotsin-yksiköiden kanssa sekä tuotteiden vienti mm. Saksaan ja Kanadaan. Globaali komponenttipula ei näkynyt Relaisin liikevaihdossa vielä Q3:lla, mutta sitä vastoin toimitukset alkoivat viivästyä logistiikan tukkeutumisen vuoksi. Q3:n EBITA-marginaali (14,2 %) ylitti ennusteemme. Marginaalin alentuminen vuoden takaisesta johtui rakennemuutoksista ja etenkin Raskone-kaupan vaikutuksesta. Liikevoiton alapuolisissa erissä nettorahoituskulut olivat yllättävän korkeat arvatenkin valuuttakurssitappioiden vuoksi. Osakekohtainen tulos olikin ennusteidemme mukainen.

Parantuva myyntimix nostaa marginaaliennusteitamme

Q4 on Relaisille kausiluonteisesti tärkeä ja yhtiö on toistaiseksi luottavainen toimituskykynsä suhteen. Lokakuun kehitys ei ole antanut huolenaihetta ja globaalit varaosavalmistajat puhuvat enemmän viivästyksistä kuin toimituskyvyn puutteesta. Relaisia auttaa myös yhtiön asema varsin korkealla osatoimittajien prioriteettilistalla. Komponenttien ja materiaalien kustannusnousun vaikutus on kuitenkin vasta tulossa näkyviin. Hankittujen osien hinnankorotukset voidaan kyllä siirtää kokonaisuudessaan Relaisin omiin hintoihin, mutta vasta viiveellä. Rohkaisevien Q3-numeroiden ja yhtiön kommenttien perusteella olemme tehneet pieniä nostoja 2021-2023:n liikevaihtoennusteisiimme. Vuosien 2022 ja 2023 kasvuennusteemme ovat kuitenkin lähes samat kuin ennenkin (nyt +17 % v/v ja +3 % v/v). Hyväkatteisen valaisinliiketoiminnan aiempaa vahvemman roolin myötä olemme nostaneet vuosien 2022 ja 2023 EBITA-marginaaliennusteitamme 0,3-0,4 %-yksiköllä.

Arvostus edelleen melko tiukka

Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus on yhtiölle hyväksymällämme 18x:n P/E-kertoimella (2022e) positiivinen, mutta ei yllä tuottovaatimuksen tasolle. Riskikorjattu tuotto-odotus on siten heikko. Osake on vuoden 2022 P/E-kertoimella arvostettu 5 % alle verrokkiryhmän mediaanin ja saman vuoden oikaistulla EV/EBIT:lla 6 % verrokkien mediaanin yläpuolelle. Kokonaisuutena osakkeen arvostus on siten verrokkien tasolla. Osake on arvostettu peräti 40 % kassavirta-arvoa korkeammalle, mutta tämä johtuu siitä ettei DCF-mallimme huomioi tulevia akvisitioita millään tavoin. Kassavirtamallin hyödyllisyys onkin nykytilanteessa vähäinen.

Kokonaisuutena osake on mielestämme edelleen täyteen hinnoiteltu. Tulevia mahdollisia positiivisia ajureita ovat uutiset uusista, kohtuullisen kokoisista ja hintaisista akvisitioista. Muutoin kurssikehitys lienee melko stabiilia ennen seuraavaa tulosraporttia.

Suositus

Vähennä

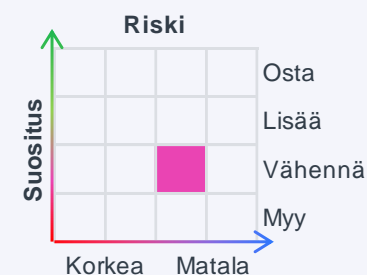
(aik. Vähennä)

26,00 EUR

(aik. 25,00 EUR)

Osakekurssi:

25,20



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	128,9	234,7	273,9	282,6
kasvu-%	30 %	82 %	17 %	3 %
EBIT oik.	18,7	30,7	35,7	36,8
EBIT-% oik.	14,5 %	13,1 %	13,0 %	13,0 %
Nettotulos	6,9	9,0	14,0	15,2
EPS (oik.)	0,87	1,21	1,44	1,49
P/E (oik.)	17,0	20,8	17,4	16,9
P/B	3,4	5,1	4,7	4,4
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,6 %	2,0 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	14,8	17,4	14,7	13,9
EV/EBITDA	14,5	16,5	14,1	13,5
EV/Liikevaihto	2,1	2,3	1,9	1,8

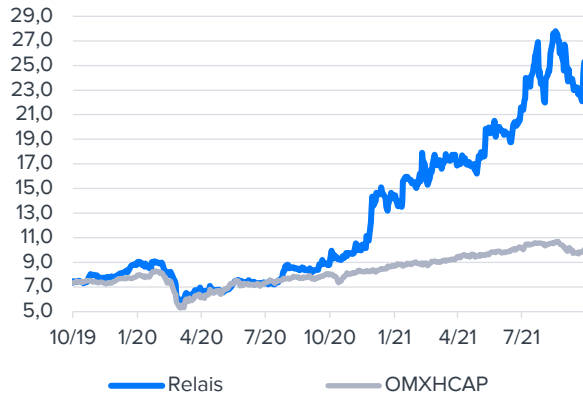
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Tarkennus)

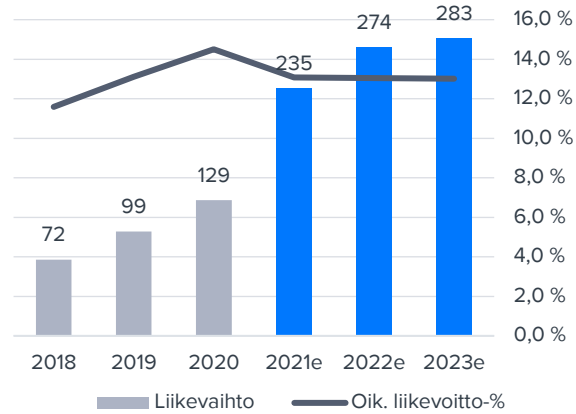
Häiriöt globaaleissa toimitusketjuissa, materiaali- ja toimituskulujen nousu sekä globaalin puolijohdepuolan aiheuttamat toimitusten mahdolliset viivästymiset vaikeuttavat loppuvuoden liiketoiminnan arviointia. Relais ei tästä syystä anna numeerista tulosoheistusta vuodelle 2021.

Osakekurssi



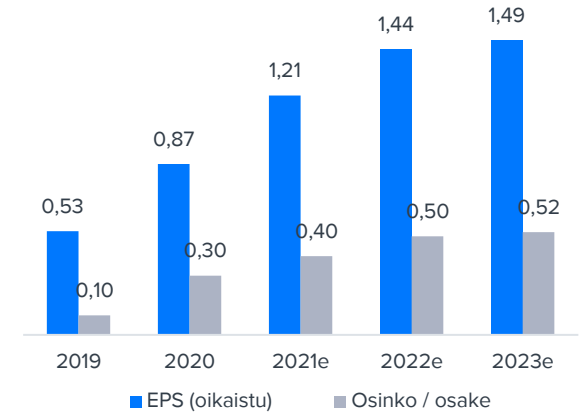
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Stabiili markkina, joka ei ole riippuvainen uusien ajoneuvojen myynnistä
- Relaisin erikoistuminen sähköosien kasvavalle markkinalle
- Hyvä track record akvisitioiden toteuttamisessa
- Tulevat akvisitiot
- Joustava kulurakenne



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	25,2	25,2	25,2
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	18,0	18,1
Markkina-arvo	450	450	450
Yritysarvo (EV)	535	526	511
P/E (oik.)	20,8	17,4	16,9
P/E	50,0	32,4	29,9
P/Kassavirta	neg.	24,6	17,0
P/B	5,1	4,7	4,4
P/S	1,9	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	1,8
EV/EBITDA (oik.)	16,5	14,1	13,5
EV/EBIT (oik.)	17,4	14,7	13,9
Osinko/tulos (%)	79,3%	64,3%	61,7%
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Q3-numerot löivät odotuksemme

Hyvää kasvua ja kannattavuutta

Q3:lla Relais kasvoi orgaanisestikin markkinaa nopeammin. Kannattavuus oli hyvää luokkaa, mutta sen vertailukelpoisuus aiempaan on matala.

Strandsin valaisimet tekivät kaappaansa

Q3-liikevaihto (+79 % v/v) ylitti odotuksemme selvästi, mutta ennustaminen oli isojen rakennemuutosten johdosta haasteellista. Relais arvioi kasvaneensa orgaanisesti reilun 10 %:n v/v tahtia eli markkinaa nopeammin. Orgaaninen kasvu oli hyvää sekä Suomessa että Ruotsissa. Lisäkasvua toi vuoden alussa konsolidoidun valaisimiin erikoistuneen Strandsin tuotteiden vienti mm. Saksaan ja Kanadaan, mutta tämän vaikutuksen suuruutta ei kommentoitu. Alkukesästä Strands lanseerasi monia valaistuksen uutuustuotteita ja näiden vaikutus liikevaihtoon kiihtyi elo-syyskuussa. Myös ristiinmyynti Strandsin ja

muiden Ruotsin-yksiköiden (ABR, Awimex, Huzells ja TD) välillä on lähtenyt vauhdikkaasti liikkeelle.

Ei saatavuus- vaan kuljetusongelmia

Globaali komponenttipula ei näkynyt Relaisin liikevaihdossa vielä Q3:lla, mutta sitä vastoin toimitukset alkoivat viivästyä logistiikan tukkeutumisen vuoksi. Yhtiön mukaan jotkin tuoteuutuudet hieman myöhästivät, mutta tämä tapahtui Q3:n sisällä. Haasteita oli etenkin valaisin-liiketoiminnalle tärkeissä toimituksissa Kiinasta.

Kannattavuus hyvä, mutta ei vertailukelpoinen

Q3:n EBITA-marginaali (14,2 %) ylitti ennusteemme. Marginaalin alentuminen vuoden takaisesta johtui rakennemuutoksista ja etenkin Raskone-kaupan vaikutuksesta. Tämä näkyi kulurakenteessa, jossa tarvikeostojen osuus liikevaihdosta laski Q3'20:n 66 %:sta Q3'21:n 55 %:iin, mutta toisaalta henkilöstö-

kulujen liikevaihto-osuus nousi Q3'20:n 12 %:sta Q3'21:n 16 %:iin. EBITA-marginaalin mahdollista vertailukelpoista muutosta on hyvin vaikea arvioida, mutta vahva valaisinmyynti tuki joka tapauksessa Q3'21:n hyvää kannattavuuskehitystä. Liikevoiton alapuolisissa erissä nettorahoituskulut (-0,8 MEUR) olivat yllättävän korkeat ja arvioimme niiden sisältäneen suunnilleen -0,3 MEUR valuuttakurssi-tappioita. Osakekohtainen tulos olikin ennusteidemme mukainen.

Varastoihin sitoutui rahaa

Relais varautui ostettavien osien tiukentuvaan saatavuuteen kasvattamalla varastoaan selvästi. Nettokäyttöpääoma kasvoikin Q3:lla 10,1 MEUR:illa, kun kasvu oli voimakasta jo Q2:lla (5,1 MEUR). Q2-Q3'21:n aikana Relaisin nettovelkaantumisaste onkin noussut 82 %:sta 95 %:iin, mikä on jo korkea luku.

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	32,7	58,6	57,0				3 %	232
EBITA	5,5	8,3	7,7				9 %	29,6
Liikevoitto	3,6	5,0	4,6				9 %	17,1
Tulos ennen veroja	2,8	4,2	4,1				3 %	14,4
EPS (oik.)	0,21	0,32	0,32				0 %	1,19
EPS (raportoitu)	0,10	0,13	0,14				-8 %	0,49
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	79,2 %	74,1 %				5 %-yks.	79,8 %
EBITA-%	16,7 %	14,2 %	13,4 %				0,8 %-yks.	12,7 %

Lähde: Inderes

Parantuva myyntimix nostaa marginaaliennusteitamme

Marginaaliennusteissa nousua

Relais ei vieläkään tarjonnut 2021-ohjeistusta. Olemme nostaneet vuosien 2021-2023 liikevaihtoennusteitamme hieman ja EBITA-marginaaliennusteitamme reilummin. Taustalla on hyvä Q3-raportti sekä arviomme aiempaa suotuisammasta myyntimixistä.

Komponentit ja logistiikka sumentavat näkyvyyttä

Selitys 2021-ohjeistuksesta pidättäytymiselle oli suunnilleen sama kuin Q2:n jälkeen. ”Markkinatilanne on vakaa, mutta liiketoimintojen näkyvyyttä heikentävät koronapandemian jatkuminen sekä maailmanlaajuinen komponenttien ja puolijohteiden pula sekä kansainväliset logistiikkahaasteet.”

Saatavuuteen on luottamus, hintoja voidaan nostaa

Q4 on Relaisille kausiluonteisesti tärkeä ja yhtiö on ainakin tässä vaiheessa luottavainen toimituskykynsä

suhteen. Lokakuun kehitys ei ole vielä antanut huolenaihetta ja globaalit varaosavalmistajat puhuvat enemmän viivästyksistä kuin toimituskyvyn puutteesta. Relaisia auttaa myös yhtiön koon tarjoama asema varsin korkealla osatoimittajien prioriteettilistalla. Relais kuitenkin muistutti, että komponenttien ja materiaalien kustannusnousun vaikutus on vasta tulossa näkyviin. Hankittujen osien hinnankorotukset voidaan periaatteessa siirtää kokonaisuudessaan Relaisin omiin hintoihin, mutta tämä tapahtuu väistämättä viiveellä.

Valaisinmyynti parantaa mixiä ja marginaaleja

Rohkaisevien Q3-numeroiden ja yhtiön kommenttien perusteella olemme tehneet pieniä nostoja 2021-2023:n liikevaihtoennusteisiimme. Vuosien 2022 ja 2023 raportoidun liikevaihdon kasvuennusteemme ovat kuitenkin lähes samat kuin ennenkin (nyt +17 % v/v ja +3 % v/v). Vuoden 2022 kasvuun vaikuttaa

tehtyjen yritysostojen ja etenkin Raskonen mukana olo vain osan vuotta 2021. Hyväkattaisen valaisinliiketoiminnan aiempia arvioitamme vahvemman roolin myötä olemme nostaneet vuosien 2022 ja 2023 EBITA-marginaali-odotuksemme vastaavasti 13,1 %:iin (aik. 12,7 %) ja 13,0 %:iin (12,7 %).

Sähköautoilua ei edelleenkään pidetä uhkana

Relais toppuutteli jälleen epäilyksiä nopeasti kasvavan sähköautoilun vaikutuksista liiketoimintaan. Yhtiö oli tutkinut Tesla Model S:n varaosatarvetta ja totesi auton edelleen tarvitsevan varaosia mm. ilmanvaihto- ja lämmitysjärjestelmään, jousitukseen, koriin, jarruihin ja valaistukseen. Relais lisäsi, että sähköautojen lisävarustemarkkina on samanlainen kuin polttomoottoriautoissa ja muistutti, että etenkin raskas hyötyajoneuvoliikenne sähköistyy pitkällä viiveellä verrattuna henkilöautoihin.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	232	235	1%	269	274	2%	276	283	2%
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,6	30,7	4%	34,2	35,7	4%	36,2	36,8	2%
Liikevoitto	17,1	18,1	6%	22,2	23,7	7%	24,4	25,1	3%
Tulos ennen veroja	14,4	15,2	5%	19,6	21,1	8%	21,9	22,6	3%
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,21	2%	1,38	1,44	5%	1,46	1,49	2%
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0%	0,47	0,50	6%	0,52	0,52	0%

Lähde: Inderes

Arvostus edelleen melko tiukka

Osake yhä täyteen hinnoiteltu

Tarkistimme jo [Q2-tuloskommentissamme](#) suhtautumistamme Relaisin osakkeen arvostukseen, joka nojaa tuleviin onnistuneisiin akvisitioihin. Totesimme tuolloin hyväksyvämmä osakkeelle 18-19x:n P/E-kertoimet, jotka ovat myös olleet yhtiön pörssihistorian aikana nähtyjä tasoja. Koska olemme nyt nostaneet ennusteitamme ja osake on vähäriskinen, kohotamme tavoitehintaamme hieman eli 26,00 (25,00) euroon säilyttäen vähennäsuosituksemme. Uudella tavoitehinnalla osakkeen vuoden 2022 P/E-kerroin on 18x eli osaketta voidaan yhä pitää täyteen hinnoiteltuna. Tulevia mahdollisia positiivisia ajureita ovat uutiset uusista, kohtuullisen kokoisista ja hintaisista akvisitioista. Muutoin kurssikehitys lienee melko stabiilia ennen seuraavaa tulosraporttia.

Riskikorjattu tuotto-odotus ei houkuttele

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

Kerroihinnoittelu verrokkien tasolla

Osake on vuoden 2022 P/E-kertoimella (17x) arvostettu 5 % alle verrokkiryhmän mediaanin ja saman vuoden oikaistulla EV/EBIT:lla (15x) 6 % verrokkien mediaanin yläpuolelle. Kokonaisuutena osakkeen arvostus on siten verrokkien tasolla.

Kassavirtamallin soveltuvuus kyseenalainen

Relaisin osake on arvostettu 40 % kassavirta-arvoa korkeammalle. Ero on huomattava sen vuoksi, että DCF-mallimme ei huomioi tulevia akvisitioita millään tavoin. Tämän vuoksi kassavirtamallin hyödyllisyys on ollut vähäinen sen jälkeen kun tarkistimme suhtautumistamme Relaisin strategian etenemiseen.

Yritystovaihte on edelleen silmässä

Relaisin johdon mukaan sekä Ruotsissa että Suomessa potentiaaliset ostokohteet ovat heihin aktiivisesti yhteydessä ja tältä osin tilanne on muuttunut takavuosista. Relais luottaa yritysosto- ja integraatiotapaansa ja painotti, että ostovaihetta edeltävä valintaprosessi takaa tietyn tason ostokohteille. Tällöin Relaisille ei tule tarvetta lähteä ratkomaan ostokohteiden ongelmia. Relais kertoi, että Q3:n aikana yhtiön kohdelista täydentyi useilla potentiaalisilla ostokohteilla. Tällä perusteella uutisia uusista hankinnoista ei todennäköisesti tarvitse odottaa kovin kauan.

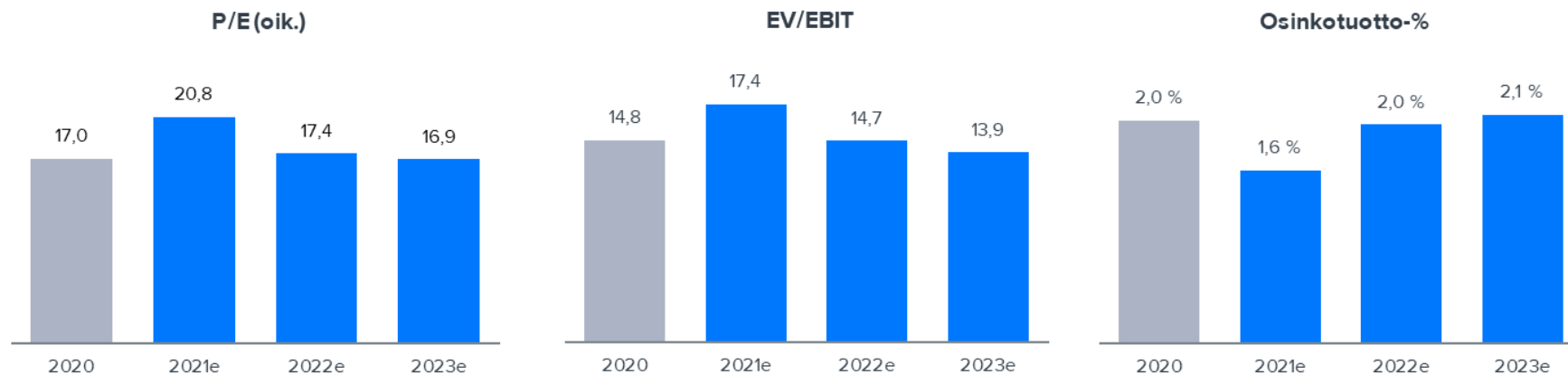
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	25,2	25,2	25,2
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	18,0	18,1
Markkina-arvo	450	450	450
Yritysarvo (EV)	535	526	511
P/E (oik.)	20,8	17,4	16,9
P/E	50,0	32,4	29,9
P/Kassavirta	neg.	24,6	17,0
P/B	5,1	4,7	4,4
P/S	1,9	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	1,8
EV/EBITDA (oik.)	16,5	14,1	13,5
EV/EBIT (oik.)	17,4	14,7	13,9
Osinko/tulos (%)	79,3 %	64,3 %	61,7 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,25	14,70	25,20	25,20	25,20	25,20
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	17,8	18,0	18,1	18,2
Markkina-arvo	134	247	450	450	450	450
Yritysarvo (EV)	168	277	535	526	511	494
P/E (oik.)	15,7	17,0	20,8	17,4	16,9	15,8
P/E	>100	35,6	50,0	32,4	29,9	26,7
P/Kassavirta	neg.	47,7	neg.	24,6	17,0	16,0
P/B	2,1	3,4	5,1	4,7	4,4	4,1
P/S	1,4	1,9	1,9	1,6	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	2,1	2,3	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,5	16,5	14,1	13,5	12,4
EV/EBIT (oik.)	13,0	14,8	17,4	14,7	13,9	12,7
Osinko/tulos (%)	421,4 %	72,7 %	79,3 %	64,3 %	61,7 %	58,2 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	1,6 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Kamux Oyj	13,71	539	607	20,0	16,2	14,5	12,3	0,7	0,6	23,3	19,2	1,6	1,8	5,1
Mekonomen AB	147,10	847	1260	11,9	11,6	7,1	6,8	1,0	1,0	11,2	10,8	1,7	2,5	1,6
Thule Group AB	520,00	5315	5392	22,2	21,8	20,9	20,4	5,2	4,9	29,1	28,6	2,5	2,7	9,6
Inter Cars SA	452,00	1400	1706	12,1	11,9	10,1	9,9	0,7	0,7	13,6	14,5	0,3	1,4	2,3
Motorpoint Group PLC	354,00	388	546	41,5	21,5	33,9	17,9	0,6	0,4	49,4	23,6			
HELLA GmbH & Co KGaA	60,36	6700	6685	15,7	14,5	8,2	7,7	1,1	1,0	22,5	20,3	1,4	1,5	2,8
Valeo SE	26,16	6291	10394	17,6	10,2	4,6	3,9	0,6	0,5	38,3	11,7	1,7	3,3	1,8
LKQ Corp	57,22	14272	16135	12,0	11,8	10,3	10,2	1,4	1,4	14,7	14,2	0,4	1,8	2,7
Dorman Products Inc	110,48	3003	3169	19,4	16,6	16,2	14,3	2,8	2,4	23,6	20,4			3,7
Advance Auto Parts Inc	231,23	12533	12726	14,8	13,6	11,7	10,9	1,4	1,3	20,2	18,1	1,4	1,6	4,6
Uni-Select Inc	18,73	575	958	29,4	13,6	8,8	7,9	0,7	0,6	22,9	15,6			
Genuine Parts Co	134,37	16464	17779	15,8	14,3	12,7	11,9	1,1	1,1	20,0	18,7	2,4	2,7	5,9
Relais (Inderes)	25,20	450	535	17,4	14,7	16,5	14,1	2,3	1,9	20,8	17,4	1,6	2,0	5,1
Keskiarvo				19,4	14,8	13,2	11,2	1,4	1,3	24,1	18,0	1,5	2,1	4,0
Mediaani				16,7	14,0	11,0	10,5	1,0	1,0	22,7	18,4	1,6	1,8	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				5 %	6 %	50 %	34 %	121 %	91 %	-8 %	-5 %	-1 %	11 %	56 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	37,7	61,2	98,9	59,0	70,0	129	106	129	235	274	283	292
Relais Group -konserni	37,7	61,2	98,9	59,0	70,0	129	106	129	235	274	283	292
Käyttökate	4,0	9,3	13,3	7,7	11,4	19,1	13,0	19,4	32,4	37,3	37,8	39,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,0	-8,0	-6,9	-7,4	-14,3	-13,6	-12,7	-12,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,9	9,1	13,0	7,5	11,2	18,7	12,2	18,5	30,7	35,7	36,8	38,9
Liikevoitto	2,2	5,7	7,9	3,7	7,4	11,1	6,1	12,0	18,1	23,7	25,1	27,2
Relais Group -konserni	2,2	5,7	7,9	3,7	7,4	11,1	6,1	12,0	18,1	23,7	25,1	27,2
Nettorahoituskulut	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	0,7	-0,7	-1,5	-1,4	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2
Tulos ennen veroja	0,2	2,3	2,5	2,3	8,1	10,4	4,5	10,6	15,2	21,1	22,6	25,0
Verot	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-2,1	-3,4	-2,2	-3,9	-6,1	-7,1	-7,3	-7,9
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,3	0,7	0,4	0,9	6,0	6,9	2,3	6,7	9,0	14,0	15,2	17,2
EPS (oikaistu)	0,17	0,36	0,53	0,28	0,58	0,87	0,47	0,74	1,21	1,44	1,49	1,59
EPS (raportoitu)	-0,02	0,04	0,02	0,06	0,36	0,41	0,13	0,38	0,50	0,78	0,84	0,95

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	57,8 %	36,6 %	56,3 %	14,3 %	30,3 %	79,4 %	84,3 %	82,1 %	16,7 %	3,2 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	23,3 %	44,2 %	63,0 %	64,8 %	64,1 %	16,4 %	3,0 %	5,9 %
Käyttökate-%	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	16,3 %	14,8 %	12,3 %	15,0 %	13,8 %	13,6 %	13,4 %	13,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	16,0 %	14,5 %	11,5 %	14,3 %	13,1 %	13,0 %	13,0 %	13,4 %
Nettotulos-%	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	8,6 %	5,4 %	2,1 %	5,2 %	3,8 %	5,1 %	5,4 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	55,4	59,7	112	98,5	86,8
Liikearvo	53,7	58,2	107	94,6	82,9
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,5	1,7	1,7	1,7
Käyttöomaisuus	0,7	0,7	2,7	1,6	1,7
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	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	87,7	94,9	123	143	148
Vaihto-omaisuus	43,1	44,3	63,4	73,9	76,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	15,0	16,0	31,2	36,4	37,6
Likvidit varat	29,6	34,7	28,2	32,9	33,9
Taseen loppusumma	143	155	234	242	235

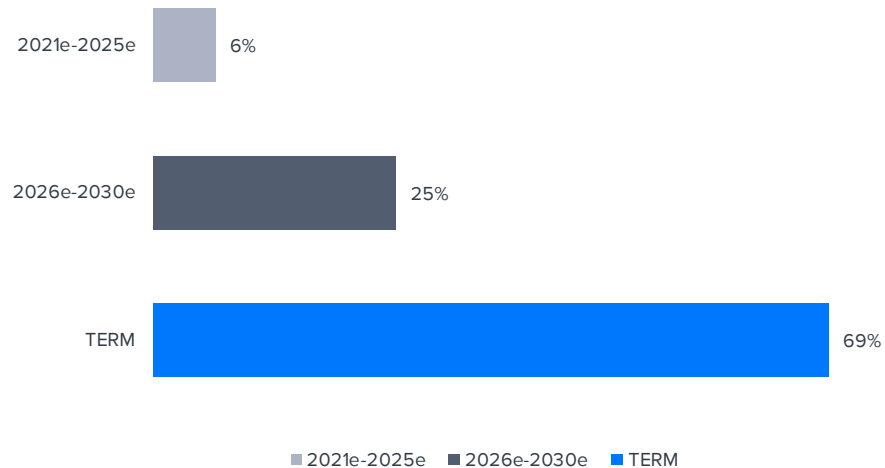
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	63,7	72,3	89,4	96,3	102
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,6	15,6	19,6	26,5	32,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	51,0	56,2	69,3	69,3	69,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	61,8	61,1	73,7	63,7	53,7
Laskennalliset verovelat	2,3	2,8	3,2	3,2	3,2
Varaukset	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	59,4	58,0	70,0	60,0	50,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	17,5	21,3	71,2	81,7	78,4
Lainat rahoituslaitoksilta	4,8	5,0	41,9	47,5	43,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,8	16,3	29,3	34,2	35,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	143	155	234	242	235

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	11,1	18,1	23,7	25,1	27,2	29,0	29,3	29,5	29,7	34,5	32,5	
+ Kokonaispoistot	8,0	14,3	13,6	12,7	12,7	12,8	12,8	12,8	12,9	9,8	6,5	
- Maksetut verot	-2,9	-5,7	-7,1	-7,3	-7,9	-8,3	-8,5	-8,6	-8,6	-9,0	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	-21,3	-10,9	-2,4	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	17,4	4,8	18,8	27,5	29,1	30,6	31,0	31,3	31,6	33,0	29,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,4	-66,2	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,2	-61,2	18,3	26,4	28,1	29,5	29,9	30,2	30,4	31,8	27,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,2	-61,2	18,3	26,4	28,1	29,5	29,9	30,2	30,4	31,8	27,8	489
Diskontattu vapaa kassavirta		-60,5	16,7	22,5	22,1	21,6	20,3	19,0	17,8	17,2	14,0	245
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		356	417	400	377	355	334	313	294	277	259	245
Velaton arvo DCF		356										
- Korolliset velat		-63,0										
+ Rahavarat		34,7										
-Vähemmistöosuus		-1,9										
-Osinko/pääomapalautus		-5,0										
Oman pääoman arvo DCF		321										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,98										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	72,5	98,9	128,9	234,7	273,9	EPS (raportoitu)	0,36	0,03	0,41	0,50	0,78
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	32,4	37,3	EPS (oikaistu)	0,67	0,53	0,87	1,21	1,44
Liikevoitto	5,7	7,9	11,1	18,1	23,7	Operat. kassavirta / osake	0,71	-0,19	1,04	0,27	1,04
Voitto ennen veroja	4,8	2,5	10,4	15,2	21,1	Vapaa kassavirta / osake	0,81	-0,98	0,31	-3,43	1,01
Nettovoitto	3,1	0,4	6,9	9,0	14,0	Omapääoma / osake	1,92	3,93	4,28	4,99	5,32
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	47,7	143,0	154,6	234,3	241,7	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	37 %	30 %	82 %	17 %
Oma pääoma	17,2	63,7	72,3	89,4	96,3	Käyttökateen kasvu-%	5 %	53 %	43 %	69 %	15 %
Liikearvo	4,9	53,7	58,2	106,7	94,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	37 %	55 %	44 %	64 %	16 %
Nettovelat	17,1	34,5	28,3	83,7	74,6	EPS oik. kasvu-%	-73 %	-21 %	65 %	40 %	19 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	12,1 %	13,5 %	14,8 %	13,8 %	13,6 %
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	32,4	37,3	Oik. Liikevoitto-%	11,6 %	13,1 %	14,5 %	13,1 %	13,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,4	-15,1	1,3	-21,3	-10,9	Liikevoitto-%	7,9 %	7,9 %	8,6 %	7,7 %	8,7 %
Operatiivinen kassavirta	6,1	-3,1	17,4	4,8	18,8	ROE-%	22,7 %	1,0 %	10,2 %	11,2 %	15,2 %
Investoinnit	-0,8	-54,7	-12,4	-66,2	-0,5	ROI-%	15,8 %	9,6 %	10,1 %	10,8 %	11,8 %
Vapaa kassavirta	7,0	-15,9	5,2	-61,2	18,3	Omavaraisuusaste	36,0 %	44,5 %	46,7 %	38,2 %	39,8 %
						Nettovelkaantumisaste	99,7 %	54,2 %	39,2 %	93,6 %	77,5 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto		1,7	2,1	2,3	1,9						
EV/EBITDA (oik.)		12,6	14,5	16,5	14,1						
EV/EBIT (oik.)		13,0	14,8	17,4	14,7						
P/E (oik.)		15,7	17,0	20,8	17,4						
P/B		2,1	3,4	5,1	4,7						
Osinkotuotto-%		1,2 %	2,0 %	1,6 %	2,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositus historia (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

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 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**