

Relais

Yhtiöraportti

14.10.2021 23:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hankinnoilla Helsingborgissa

Relaisin eilen ilmoittama yritysosto Ruotsista oli strategiselta yhteensopivuudeltaan hyvä. Maksettu kauppahinta oli kuitenkin kohdeyhtiön tulospöytäkirjoihin nähden korkeahko ja edellyttää synergioiden täysimittaista toteutumista. Siten yrityskaupan osakkeenomistajille synnyttämä lisäarvo jää odottamaan lisänäyttöjä. Myös ennuste-muutoksemme ovat melko vähäisiä. Niiden perusteella nostamme tavoitehintamme 25,00 (24,00) euroon, mutta säilytämme vähennä-suosituksemme.

Yhteensopivuus näyttää hyvältä

Relais jatkaa strategiansa toteuttamista ja ilmoitti eilen ostaneensa ruotsalaisen STS Sydhamnens Trailer Service AB:n, joka on maan suurin riippumaton valtakunnallinen raskaiden ja kevyiden hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoketju. Noin 23 MEUR:n liikevaihdosta (2021e) puolet tulee vetoautojen ja puolet perävaunujen huollosta. Korjaamoja on 15 kpl ulottuen Malmöstä Luulajaan. STS:n yhteensopivuus Relaisin nykyisiin Ruotsin-liiketoimintoihin on mielestämme erittäin hyvä. Relais tavoittelee hankinnalla 0,5-1,0 MEUR:n tulosvaikutteisia synergioita vuoden 2023 loppuun mennessä. Suurimmat synergiat syntyvät yhteishankinnoista Huzellsin ja TD Tunga Delarin kanssa ja lisämahdollisuuksia avautuu valojärjestelmien ja varusteiden myynnissä.

Vaativuuden kannattavuushistoria, mutta parempaa on luvassa

STS:n aiemmat kannattavuusnäytöt ovat vaatimattomia: vuosien 2016-2020 EBITDA-marginaali on ollut 1,9-3,8 %. Yhtiö on kuitenkin viime aikoina tehnyt rakenteellisia uudistuksia kuten korjaamojen yhdistämisiä sekä johtamisjärjestelmien ja -mittareiden päivityksiä, minkä seurauksena mekaanikkokohtaisten laskutettavien tuntien määrä on noussut ja kannattavuus parantunut. Kuluvalle vuodelle odotetaan yli 5 %:n EBITDA-marginaalia, mikä sekään ei ole hyvä taso mutta suunta on oikea. Odotamme STS:n liikevaihdon kasvuksi 5 % (CAGR) vuosina 2022-2024 ja synergioiden avulla arvioimme EBITDA-marginaalin nousevan noin 8 %:iin vuonna 2024.

Ei halpa eikä kallis

Relais maksaa STS:n osakkeista 9,2 MEUR käteisenä ja vuoden 2021 EBITDA:n perusteella kauppahinta voi nousta 11,4 MEUR:on. Relaisin tiedotteesta ei ilmennyt kaupan yritysarvoa, mutta tietävästi STS:n nettovelat ovat vähäiset. Olemme olettaneet niiden määräksi 0,5 MEUR, jolloin vuoden 2021 luvuilla kaupan EV/EBITDA on 8x, jos lisäkauppahinta jätetään huomioimatta. Olemme aiemmin laajassa [raportissamme](#) todenneet, että Relaisin kannattaa tehdä akvisitioita niin kauan kuin kohteiden EV/EBITDA on alle 9x ja tämän ehdon STS täyttää. Vaikutus Relaisiin kokonaisuutena on kuitenkin pieni eli vuosien 2022-2023 käyttökateparannus on 4-5 % ja tällöinkin synergioiden tulee toteutua odotetusti. Raportoitua tulosta tulevat myös rasittamaan kaupasta seuraavat arviolta 0,7 MEUR:n liikearvopoistot vuodesta 2022 eteenpäin.

Relaisin arvostuskuva ei muuttunut

STS:n vaikutus Relaisin konserniennusteisiin on vähäinen (oikaistu EPS n. +4 %) ja sama koskee mm. DCF-mallin tulosta. Kauppahinta huomioiden vaikutus Relaisiin sijoituskohteena on mielestämme neutraali. Kuten edellisen [yhtiöpäivityksemme](#) arvostuspohdinnassa totesimme, hyväksymme Relaisille nykyisen strategian ja näkyvien pohjalta 18-19x:n P/E-kertoimet ja vuoden 2022 P/E (18x) osuu edelleen tähän haarukkaan.

Suositus

Vähennä

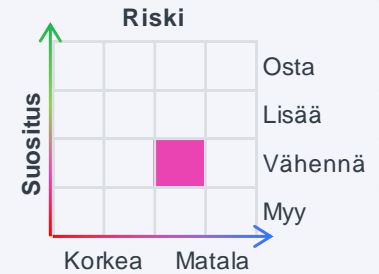
(aik. Vähennä)

25,00 EUR

(aik. 24,00 EUR)

Osakekurssi:

25,30



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	128,9	231,8	269,3	276,2
kasvu-%	30 %	80 %	16 %	3 %
EBIT oik.	18,7	28,9	34,2	36,2
EBIT-% oik.	14,5 %	12,5 %	12,7 %	13,1 %
Nettotulos	6,9	8,7	12,8	14,7
EPS (oik.)	0,87	1,15	1,38	1,46
P/E (oik.)	17,0	21,9	18,4	17,3
P/B	3,4	5,1	4,8	4,5
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	14,8	18,6	15,5	14,2
EV/EBITDA	14,5	17,4	14,8	13,8
EV/Liikevaihto	2,1	2,3	2,0	1,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vaikka markkinatilanne onkin kokonaisuutena ottaen vakaa, heikentävät liiketoimintojen näkyvyyttä Covid-19-pandemian jatkuminen sekä maailmanlaajuinen

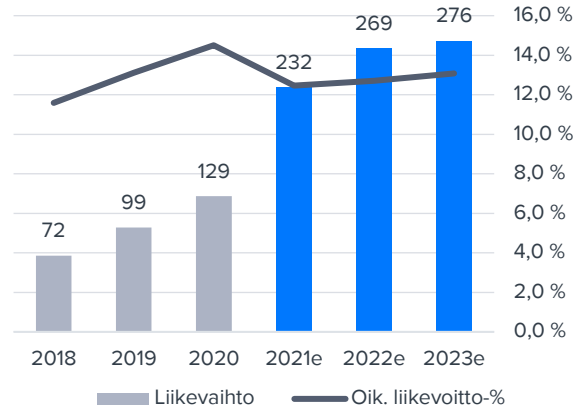
komponenttien ja puolijohteiden pula. Tämän johdosta yhtiö ei julkaise numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2021.

Osakekurssi



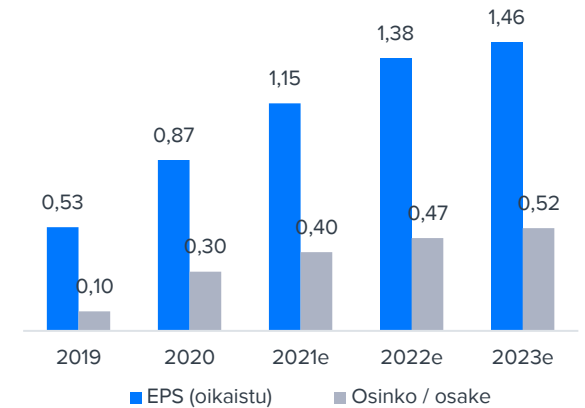
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	25,3	25,3	25,3
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	18,0	18,1
Markkina-arvo	452	452	452
Yritysarvo (EV)	538	529	513
P/E (oik.)	21,9	18,4	17,3
P/E	51,6	35,6	31,1
P/Kassavirta	neg.	25,7	17,1
P/B	5,1	4,8	4,5
P/S	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	2,3	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	17,4	14,8	13,8
EV/EBIT (oik.)	18,6	15,5	14,2
Osinko/tulos (%)	81,7 %	66,1 %	63,9 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset jäävät melko pieniksi

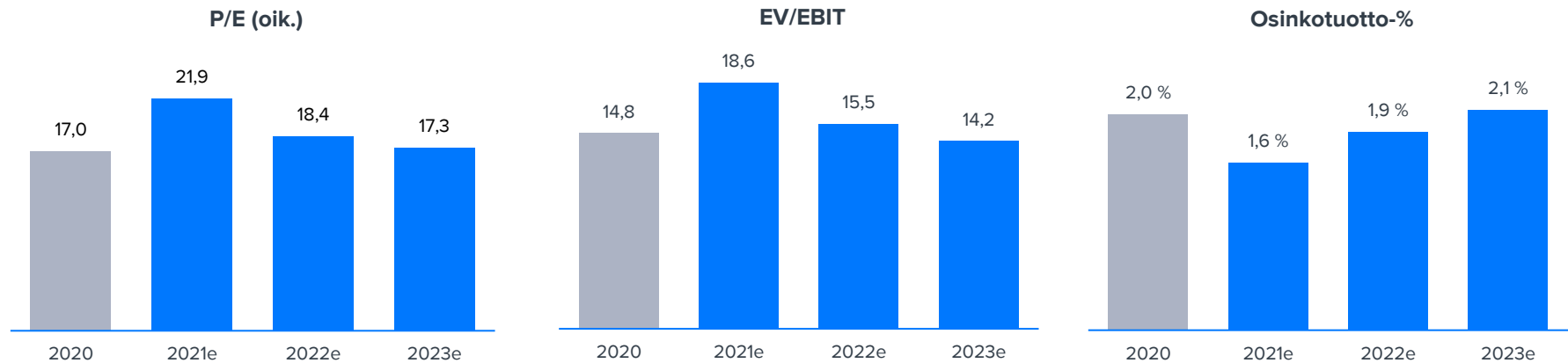
Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	230	232	1%	245	269	10%	251	276	10%
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,8	28,9	0%	33,0	34,2	4%	34,6	36,2	5%
Liikevoitto	17,0	17,1	0%	21,7	22,2	2%	23,5	24,4	4%
Tulos ennen veroja	14,4	14,4	0%	19,3	19,6	1%	21,4	21,9	2%
EPS (ilman kertaeriä)	1,15	1,15	1%	1,34	1,38	3%	1,41	1,46	4%
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0%	0,45	0,47	4%	0,50	0,52	4%

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,25	14,70	25,30	25,30	25,30	25,30
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	17,8	18,0	18,1	18,2
Markkina-arvo	134	247	452	452	452	452
Yritysarvo (EV)	168	277	538	529	513	496
P/E (oik.)	15,7	17,0	21,9	18,4	17,3	16,1
P/E	>100	35,6	51,6	35,6	31,1	27,2
P/Kassavirta	neg.	47,7	neg.	25,7	17,1	16,2
P/B	2,1	3,4	5,1	4,8	4,5	4,2
P/S	1,4	1,9	1,9	1,7	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	1,7	2,1	2,3	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,5	17,4	14,8	13,8	12,5
EV/EBIT (oik.)	13,0	14,8	18,6	15,5	14,2	12,9
Osinko/tulos (%)	421,4 %	72,7 %	81,7 %	66,1 %	63,9 %	59,1 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	1,6 %	1,9 %	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	13,10	524	591	19,5	15,8	14,1	12,0	0,7	0,6	22,6	18,6	1,7	1,9	5,0
Mekonomen AB	153,10	857	1288	12,4	12,1	7,4	7,1	1,1	1,0	11,5	11,2	1,6	2,4	1,7
Thule Group AB	438,00	4547	4640	20,2	20,7	19,0	19,3	4,6	4,5	26,4	26,9	2,9	2,8	8,5
Inter Cars SA	461,00	1430	1725	12,5	12,0	10,4	10,0	0,7	0,7	14,9	14,7	0,3	1,4	2,4
Motorpoint Group PLC	370,50	394	550	41,8	21,6	34,1	18,0	0,6	0,4	49,7	23,8			
LKQ Corp	54,11	13591	15457	11,8	11,4	10,1	9,8	1,4	1,3	14,6	14,0			2,5
Dorman Products Inc	100,21	2702	2568	15,6	13,5	12,9	11,2	2,3	2,1	21,1	18,3			3,3
Advance Auto Parts Inc	214,56	11431	11624	13,5	12,5	10,7	9,9	1,2	1,2	18,4	16,5	1,5	1,8	4,2
Uni-Select Inc	18,92	569	953	29,2	13,5	8,7	7,8	0,7	0,6	22,6	15,4			
Genuine Parts Co	126,93	15340	16673	15,4	14,0	12,3	11,7	1,0	1,0	19,4	18,4	2,6	2,8	5,4
AMA Group Ltd	0,47	300	625	24,6	71,8	9,8	11,6	1,1	1,1	29,2				1,1
Relais (Inderes)	25,30	452	538	18,6	15,5	17,4	14,8	2,3	2,0	21,9	18,4	1,6	1,9	5,1
Keskiarvo				19,7	19,9	13,6	11,7	1,4	1,3	22,8	17,8	1,8	2,2	3,8
Mediaani				15,6	13,5	10,7	11,2	1,1	1,0	21,1	17,4	1,6	2,2	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				19 %	14 %	63 %	32 %	119 %	90 %	4 %	6 %	-4 %	-13 %	54 %

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	126	232	269	276	285
Relais Group -konserni	37,7	61,2	98,9	59,0	70,0	129	106	126	232	269	276	285
Käyttökate	4,0	9,3	13,3	7,7	11,4	19,1	13,0	17,9	30,9	35,8	37,1	39,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,0	-8,0	-6,9	-6,9	-13,9	-13,6	-12,7	-12,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,9	9,1	13,0	7,5	11,2	18,7	12,2	16,7	28,9	34,2	36,2	38,6
Liikevoitto	2,2	5,7	7,9	3,7	7,4	11,1	6,1	11,0	17,1	22,2	24,4	26,9
Relais Group -konserni	2,2	5,7	7,9	3,7	7,4	11,1	6,1	11,0	17,1	22,2	24,4	26,9
Nettorahoituskulut	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	0,7	-0,7	-1,5	-1,1	-2,6	-2,6	-2,5	-2,2
Tulos ennen veroja	0,2	2,3	2,5	2,3	8,1	10,4	4,5	9,9	14,4	19,6	21,9	24,7
Verot	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-2,1	-3,4	-2,2	-3,4	-5,6	-6,8	-7,2	-7,8
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,3	0,7	0,4	0,9	6,0	6,9	2,3	6,5	8,7	12,8	14,7	16,9
EPS (oikaistu)	0,17	0,36	0,53	0,28	0,58	0,87	0,47	0,68	1,15	1,38	1,46	1,58
EPS (raportoitu)	-0,02	0,04	0,02	0,06	0,36	0,41	0,13	0,36	0,49	0,71	0,81	0,93

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 %	80,2 %	79,8 %	16,2 %	2,6 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	23,3 %	44,2 %	63,0 %	48,9 %	54,5 %	18,4 %	5,7 %	6,8 %
Käyttökate-%	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	16,3 %	14,8 %	12,3 %	14,2 %	13,3 %	13,3 %	13,4 %	13,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	16,0 %	14,5 %	11,5 %	13,3 %	12,5 %	12,7 %	13,1 %	13,5 %
Nettotulos-%	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	8,6 %	5,4 %	2,1 %	5,1 %	3,8 %	4,8 %	5,3 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	55,4	59,7	113	99,5	87,8
Liikearvo	53,7	58,2	107	95,1	83,4
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	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	87,7	94,9	121	141	144
Vaihto-omaisuus	43,1	44,3	62,6	72,7	74,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	15,0	16,0	30,8	35,8	36,7
Likvidit varat	29,6	34,7	27,8	32,3	33,1
Taseen loppusumma	143	155	234	240	232

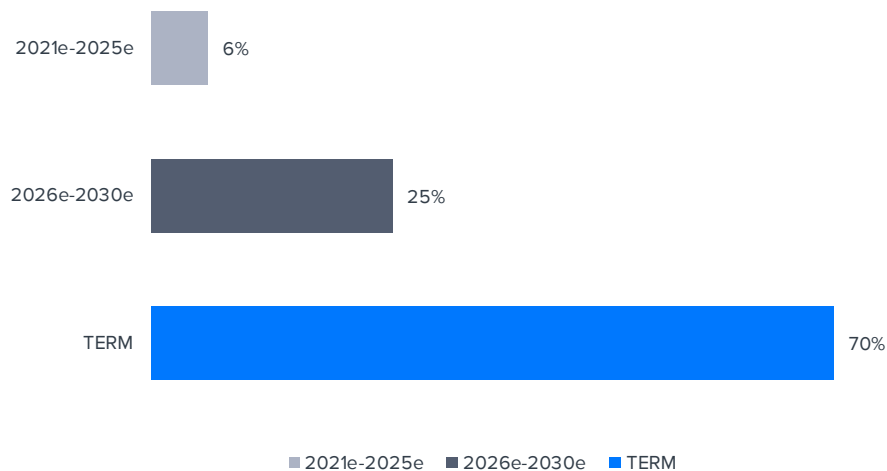
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	63,7	72,3	89,1	94,8	101
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,6	15,6	19,3	25,0	31,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	51,0	56,2	69,3	69,3	69,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	61,8	61,1	73,5	63,5	53,5
Laskennalliset verovelat	2,3	2,8	3,2	3,2	3,2
Varaukset	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	59,4	58,0	70,0	60,0	50,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	17,5	21,3	71,2	82,0	77,7
Lainat rahoituslaitoksilta	4,8	5,0	42,2	48,4	43,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,8	16,3	29,0	33,7	34,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	143	155	234	240	232

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	11,1	17,1	22,2	24,4	26,9	28,4	28,7	28,9	29,1	33,5	32,5	
+ Kokonaispoistot	8,0	13,9	13,6	12,7	12,7	12,7	12,8	12,8	12,8	9,8	6,5	
- Maksetut verot	-2,9	-5,2	-6,8	-7,2	-7,8	-8,2	-8,3	-8,4	-8,5	-8,8	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,6	-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	-20,4	-10,4	-1,9	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	17,4	4,7	18,1	27,4	28,9	30,1	30,5	30,8	31,1	32,3	29,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,4	-66,8	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,2	-62,0	17,5	26,4	27,8	29,1	29,4	29,7	30,0	31,1	27,9	
+/- 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	-62,0	17,5	26,4	27,8	29,1	29,4	29,7	30,0	31,1	27,9	490
Diskontattu vapaa kassavirta		-61,0	16,0	22,4	21,9	21,2	19,9	18,6	17,4	16,8	14,0	245
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		352	413	397	375	353	332	312	293	276	259	245
Velaton arvo DCF		352										
- Korolliset velat		-63,0										
+ Rahavarat		34,7										
-Vähemmistöosuus		-1,8										
-Osinko/pääomapalautus		-5,0										
Oman pääoman arvo DCF		317										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,75										

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	231,8	269,3	EPS (raportoitu)	0,36	0,03	0,41	0,49	0,71
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	30,9	35,8	EPS (oikaistu)	0,67	0,53	0,87	1,15	1,38
Liikevoitto	5,7	7,9	11,1	17,1	22,2	Operat. kassavirta / osake	0,71	-0,19	1,04	0,27	1,00
Voitto ennen veroja	4,8	2,5	10,4	14,4	19,6	Vapaa kassavirta / osake	0,81	-0,98	0,31	-3,48	0,97
Nettovoitto	3,1	0,4	6,9	8,7	12,8	Omapääoma / osake	1,92	3,93	4,28	4,97	5,24
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	47,7	143,0	154,6	233,8	240,3	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	37 %	30 %	80 %	16 %
Oma pääoma	17,2	63,7	72,3	89,1	94,8	Käyttökateen kasvu-%	5 %	53 %	43 %	62 %	16 %
Liikearvo	4,9	53,7	58,2	107,1	95,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	37 %	55 %	44 %	55 %	18 %
Nettovelat	17,1	34,5	28,3	84,4	76,1	EPS oik. kasvu-%	-73 %	-21 %	65 %	33 %	20 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	12,1 %	13,5 %	14,8 %	13,3 %	13,3 %
Käyttökate	8,7	13,3	19,1	30,9	35,8	Oik. Liikevoitto-%	11,6 %	13,1 %	14,5 %	12,5 %	12,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,4	-15,1	1,3	-20,4	-10,4	Liikevoitto-%	7,9 %	7,9 %	8,6 %	7,4 %	8,2 %
Operatiivinen kassavirta	6,1	-3,1	17,4	4,7	18,1	ROE-%	22,7 %	1,0 %	10,2 %	10,9 %	14,0 %
Investoinnit	-0,8	-54,7	-12,4	-66,8	-0,5	ROI-%	15,8 %	9,6 %	10,1 %	10,2 %	11,0 %
Vapaa kassavirta	7,0	-15,9	5,2	-62,0	17,5	Omavaraisuusaste	36,0 %	44,5 %	46,7 %	38,1 %	39,4 %
						Nettovelkaantumisaste	99,7 %	54,2 %	39,2 %	94,7 %	80,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto		1,7	2,1	2,3	2,0						
EV/EBITDA (oik.)		12,6	14,5	17,4	14,8						
EV/EBIT (oik.)		13,0	14,8	18,6	15,5						
P/E (oik.)		15,7	17,0	21,9	18,4						
P/B		2,1	3,4	5,1	4,8						
Osinkotuotto-%		1,2 %	2,0 %	1,6 %	1,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 €

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

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

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

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

Inderes 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.**