

Relais Group

Yhtiöraportti

9.5.2024 11:25



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Tommi Saarinen
+358 400530573
tommi.saarinen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vauhdikasta menoa

Relaisin Q1-luvut pesivät ennustemme kirkkaasti, minkä taustalla oli selvästi odotuksiamme paremmin orgaanisesti kasvanut tekninen tukku- ja tuoteliiketoiminta. Odotuksiamme paremmat Q1-luvut yhdessä hiljattain toteutetun yritysoston kanssa ovat kohottaneet kuluvan ja lähivuosien ennusteitamme. Näkemyksemme mukaan osake on edullinen ja siten toistamme Osta-suosituksemme ja 15,0 euron tavoitehintamme.

Vauhdikasta orgaanista kasvua

Relaisin liikevaihto kasvoi Q1:llä peräti 20 % vajaaseen 83 MEUR:oon, mikä oli karkeasti kaksinkertainen kasvuvauhti suhteessa noin 76 MEUR:n ennusteeseemme. Toteutetut SET-, Adita- ja AutoMateriell-yritysostot tukivat liikevaihtoa odotuksiemme mukaisesti. Vastaavasti peräti 12 %:n tasolle kivunnut epäorgaaninen kasvu oli selvästi ennustamaamme ripeämpi tahti. Orgaaninen kasvu oli varsin reipasta eritoten Tekninen tukkukauppa ja tuotteet -liiketoiminta-alueella. Tämä heijastelee osin alkuvuoden ankarien talviolosuhteiden vahvistamaa kysyntää, mutta yhtiön mukaan se onnistui alkuvuonna kasvamaan markkinaa nopeammin. Myös huolto- ja korjaamo liiketoiminta-alueen orgaaninen kasvu oli hyvällä 5 %:n tasolla. Q1:n myyntikate-% ylitti ennustemme, mikä yhdessä odotuksia suuremman liikevaihtomassan kanssa veti jakson EBITAn 9,7 MEUR:oon ja kirkkaasti yli ennustemme. Selkeästä operatiivisesta tulositylyksestä huolimatta Q1:n osakekohtainen tulos asettui ennustemme tasolle 0,25 euroon osakkeelta. Osakekohtaista tulosta kuitenkin rasitti ei-kassavirtavaikutteiset rahoituskustannukset ja tyypillisesti Q1:n tavanomaista korkeampi veroaste, joka tasoittunee vuoden kuluessa.

Q1-raportista ja yritysostosta nostetta etenkin kuluvan vuoden ennusteillemme

Relais ei ole antanut numeerista tulosohjeistusta kuluvalle tilikaudelle. Kaikkiaan kysyntäkuva on kuitenkin arviomme mukaan kohtuullisen hyvä vaisusta talouskehityksestä huolimatta, sillä arvioimme hyvän alkuvuoden ja toimialan defensiivisyyden tukevan kysyntää jatkossakin. Lisäksi arvioimme hyötyajoneuvotoimijoiden tarpeen etsiä kustannustehokkaita huolto- ja korjausratkaisuja satavan merkkiriippumattoman Relaisin laariin jatkossakin. Kuluvan vuoden EBITA-ennustemme kohosi selvän Q1-ennusteiden ylityksen sekä [tuoreen yritysoston](#) ansiosta 9 %. Laskimme kuitenkin hieman orgaanisen kasvun ennustettamme lähivuosille selvästi kohonneen vuoden 2024 ennusteen vuoksi. Tämän taustalla on se, ettei nyt nähdyn kaltaisen alkuvuoden kasvutahdin toistuminen ei ole arviomme mukaan tavanomaista, vaikka yhtiön mukaan Q1:n vahva kasvutahdi ei pohjautunut ainoastaan sen kannalta suotuisiin sääolosuhteisiin. Yrityskauppaa heijastellen lähivuosien EBITA-tulosennusteemme kohosivat 1-2 %.

Matalassa arvostuksessa on mielestämme selkeää nousuvaraa

Vuosien 2024 ja 2025 P/E-luvut (oik.) ovat 12x ja 11x ja oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 10x. Näkemyksemme mukaan lähivuosien absoluuttiset arvostuskertoimet ovat matalat ja niissä on selkeää nousuvaraa. Tätä samaa arvostuskuvaa peilaa kassavirtamallimme (15e/osake) ja suhteellinen arvostus, sillä toimialaverrokkeihinsa nähden osake arvostetaan reilun 15 %:n alennuksella. Vastaavasti sarjayhdistelijoista muodostettuun verokkiryhmään nähden osake arvostetaan merkittäväällä alennuksella. Historialliseen sijoitetun pääoman tuottoon nähden pidämme alennusta suhteessa sarjayhdistelijöiden mediaaniin suhteutettuna perusteltuna, mutta kokonaisuutena suhteellinen arvostus mielestämme tukee näkemystämme arvostuksen nousuvarasta.

Suositus

Osta

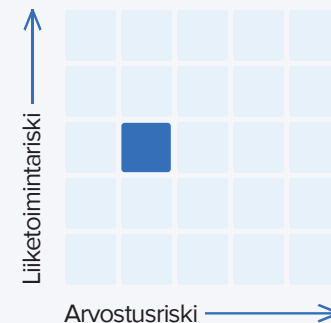
(aik. Osta)

15,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

12,50



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	284,3	317,1	322,4	332,1
kasvu-%	9 %	12 %	2 %	3 %
EBIT oik.	28,6	33,9	33,5	34,8
EBIT-% oik.	10,0 %	10,7 %	10,4 %	10,5 %
Nettotulos	13,7	16,4	17,3	19,6
EPS (oik.)	0,95	1,09	1,16	1,26
P/E (oik.)	14,3	11,5	10,8	9,9
P/B	2,2	1,9	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	3,7 %	3,9 %
EV/EBIT (oik.)	13,9	10,9	10,8	10,1
EV/EBITDA	9,1	7,5	7,3	6,9
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,1

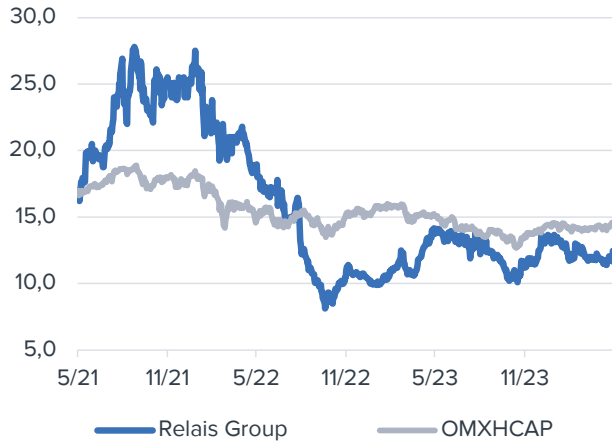
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

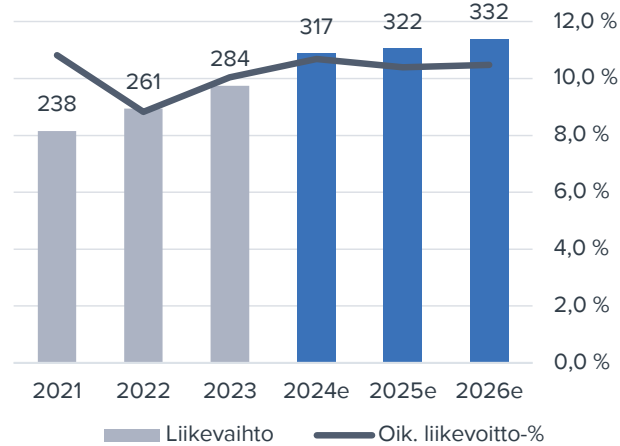
Relais ei anna numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2024.

Osakekurssi



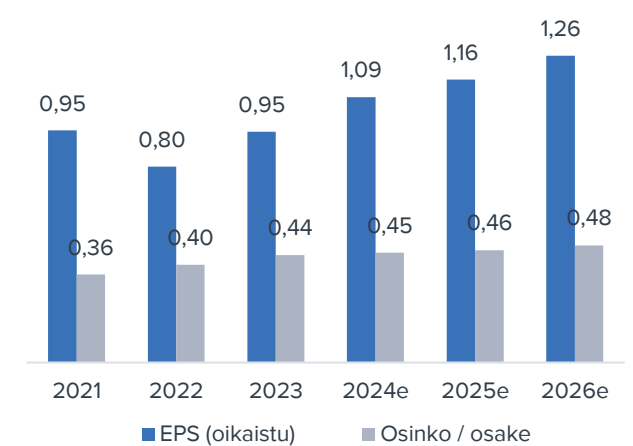
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yli ajan vakaa ja defensiivinen markkina on Relaisin kokoluokassa erittäin suuri
- Pirstaleisella ajoneuvojen jälkimarkkinalla riittää konsolidoitavaa
- Sarjayhdistelijän liiketoimintamallin ja kasvustrategian arvonluontipotentialiaali on varsin hyvä
- Omistettujen liiketoimintojen keskinäiset myyntisynergiat tukevat kasvun edellytyksiä



Riskitekijät

- Käyttöpääoman sitoutuminen tukkuliiketoiminnassa jarruttaa kassavirtaa
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Rajallisen hinnoitteluvoimaan ja kilpailutilanteeseen liittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Korkean inflaation aiheuttama kustannusten nousupaine ja rahoituksen kustannuksen merkittävä nousu

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	12,50	12,50	12,50
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	228	228	228
Yritysarvo (EV)	371	362	350
P/E (oik.)	11,5	10,8	9,9
P/E	13,9	13,2	11,7
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	7,5	7,3	6,9
EV/EBIT (oik.)	10,9	10,8	10,1
Osinko/tulos (%)	50,0 %	48,5 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,7 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Vauhdikasta orgaanista kasvua

Orgaaninen kasvu pesi odotuksemme kirkkaasti

Relaisin liikevaihto kasvoi Q4:llä 20 % vajaaseen 83 MEUR:oon. Tämä ylitti 10 %:n kasvua odottaneen ennusteemme kirkkaasti. Toteutetut SET-, Adita- ja AutoMateriell-yritysosot tukivat liikevaihdon kasvua täysin odotuksiemme mukaisesti 8 %-yksiköllä. Samaa aikaan orgaaninen kasvu kipusi peräti 12 %:iin, mikä oli selkeästi 2 %:n orgaanista kasvua vauhdikkaampi tahti.

Liikevaihdon orgaaninen kasvu oli erityisen voimakasta Tekninen tukkukauppa ja tuotteet liiketoiminta-alueella. Muun muassa tämän myötä liikevaihdon jakauma painottui vertailukautta vahvemmin Tekninen tukku ja -tuoteliiketoimintaan (69 % lv:sta vs. Q1'23 64 %), mihin on lisäksi vaikuttanut tehdyt yritysotot. Korjaamo ja huolto-liiketoiminta kasvoi orgaanisesti 5 %, mikä käsityksemme mukaan heijastelee maltillista hintojen nousua, mutta yhä merkkiriippumattoman toimijan

suhteellisesti parempaa asemaa nykyisessä kustannusinflatorisessa ympäristössä.

Liikevaihto ja marginaali tulositytyksen taustalla

Q1:n EBITA kipusi peräti 9,7 MEUR:oon (EBITA-% 11,7 %), mikä ylitti ennusteemme selkeästi. Tulositytystä veti luonnollisesti odotuksiamme voimakkaammin kasvanut liikevaihtotasoa, mutta myös vertailukauden tasolle yltänyt myyntikate-% oli odotuksiamme vahvempi. Vakaa myyntikate-% oli mielestämme hyvä suoritus, ottaen huomioon, että liikevaihdon jakauma on muuttunut vertailukaudesta enemmän tuotevetoiseksi.

Alariveillä nettorahoituskulut olivat selvästi ennustettamme suuremmat, minkä taustalla vaikutti jälleen ei-kassavirtavaikutteiset erät (eri valuutoissa olevien tytäryhtiöiden taseiden konsolidointi). Myös Q1:n veroaste oli totuttua korkeampi 34 %. Relais on historiallisesti kirjannut Q1:lle yhteisöverokantaa

korkeammat verot, jotka kuitenkin tasaantuvat vuoden edetessä. Tätä taustaa vasten yrityskauppojen poistoista oikaistu EPS asettui ennusteemme mukaiselle tasolle 0,25 euroon osakkeelta

Käyttöpääoma nakersi rahavirtaa

Q1:n liiketoiminnan rahavirta jäi vain 4,6 MEUR:oon, kun oletettavasti liikevaihdon kasvun seurauksena kohonneet saamiset sitoivat käyttöpääomaa. Tämän uskomme jokseenkin tasoittuvan vuoden edetessä, joskin kasvuvaiheessa tukku liiketoiminnalle on ominaista käyttöpääoman sitoutuminen. Tavanomaisten orgaanisten investointien ja vuokravelkojen lyhennysten jälkeen vapaa rahavirta jäi vain 0,6 MEUR:oon (ed. 12 kk 8,1 MEUR). Q1:n lopussa Relaisin nettovelka ilman IFRS16 vastuita oli 85 MEUR eli 1,9x edellisen 12 kuukauden käyttökatteeseen nähden. Siten yhtiön rahoitusasema on tukevalla pohjalla.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	69,0	82,8	76,2				9 %	317
EBITA	7,5	9,7	7,6				27 %	33,9
Tulos ennen veroja	4,5	5,8	4,6				27 %	21,2
EPS (oik.)	0,21	0,25	0,25				0 %	1,09
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	20,1 %	10,4 %				9,6 %-yks.	11,6 %
EBITA-%	10,9 %	11,7 %	10,0 %				1,7 %-yks.	10,7 %

Lähde: Inderes

Relais Q1'24: Osui lankulle



Q1-luvuista ja yritysoslostosta nostetta ennusteille

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteemme kohosi Q1-lukuja ja kotimaan huolto- ja korjaamoliiketoiminnassa [tehtyä yritysoslostoa heijastellen](#)
- Epäorgaaninen kasvu heijastui myös lähivuosien liikevaihdon ennusteisiin, mutta yhden neljänneksen erittäin vahvaa orgaanista kasvua emme ekstrapoloineet lähivuosille, vaikkakin johdon mukaan reippaaseen Q1:n orgaaniseen kasvuun vaikutti muutkin kuin sääolosuhteisiin liittyvät tekijät
- Edellä mainittuja liikevaihdon ajureita heijastellen myös kuluvan ja lähivuosien operatiivisen tuloksen ennusteet kohosivat
- Laskimme lievästi kuluvan vuoden tulevien neljänneksien veroastetta korkean Q1-veroasteen seurauksena
- Teimme lähivuosien ”vanhoihin” kustannusennusteisiin vain marginaalista hienosäätöä, minkä lisäksi niihin heijastui yritysosto
- Vuoden 2024 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteen nousua jarrutti Q1-tulos, mutta rahoituskulujen ennusteemme olemme pitäneet ennallaan. Emme ennusta ei-kassavirtavaikutteisia eriä, kun taas Q1:n korkokulut ja muut rahoituskulut vastasivat odotuksiamme

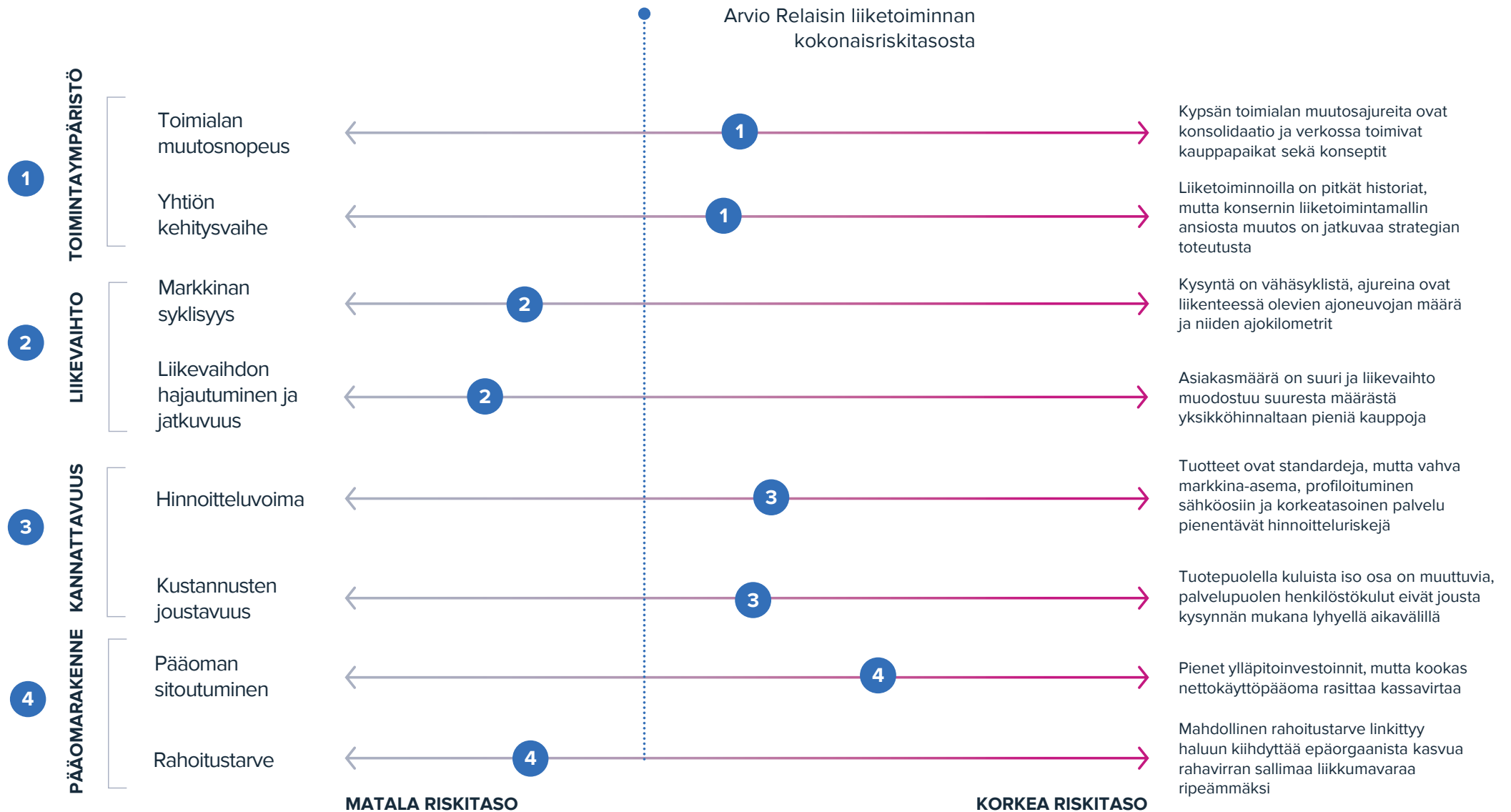
Operatiiviset tulosajurit 2024-2026e:

- Odotamme Relaisin 2024 liikevaihdon kasvavan vajaat 12 % 317 MEUR:oon, missä suurempi ajuri on epäorgaaninen kasvu tehtyjä yritysoslostoa mukaillen. Orgaanisen kasvun odotamme yltävän vuositasolla 5 %:iin Q1:n ripeän, mutta lähikvartaaleina maltillistuvan orgaanisen kasvun ansiosta
- Ennusteissamme Relaisin koko vuoden 2024 EBITA-marginaali kohooa vahvaa Q1-tasoa sekä lieviä tehokkuusparannuksia heijastellen vuoden 2023 10,0 %:sta 10,7 %:iin
- Vuoden 2025 ennusteemme sisältää epäorgaanista kasvua Asennustyö M. Ahlqvist ostosta neljältä kuukaudelta, mutta kokonaisuutena lähivuosien reilun 2 %:n keskimääräinen kasvu heijastelee ennustettua orgaanista kasvua
- Arviomme mukaan liiketoimintamallin operatiivisen tuloksen skaalautumispotentiaali on maltillinen ja siten lähivuosien kannattavuusennusteemme ovat pitkälti vakaat
- Arvioimme yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua, mutta sitä emme sisällytä ennusteisiimme tämän ollessa käytännössä mahdotonta

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	306	317	4 %	315	322	2 %	324	332	2 %
Käyttökate	46,8	49,6	6 %	48,3	49,2	2 %	50,4	51,0	1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,0	33,9	9 %	32,8	33,5	2 %	34,4	34,8	1%
Liikevoitto	27,4	30,5	11%	28,9	29,7	3 %	30,9	31,3	1%
Tulos ennen veroja	19,1	21,2	11%	21,7	22,2	3 %	24,8	25,1	1%
EPS (ilman kertaeriä)	1,04	1,09	5 %	1,14	1,16	2 %	1,24	1,26	1%
Osakekohtainen osinko	0,45	0,45	0 %	0,46	0,46	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuhakuisuus ja edellytykset luoda arvoa yritysostoilla

2.

Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali

3.

Joustava kulurakenne ja pääosin vakaa tuloshistoria

4.

Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa, mikä rajoittaa kasvupanostuksia

5.

Pitkässä juoksussa 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 jarruttaa kassavirtaa
- Epäorgaanisen kasvustrategian toteutukseen liittyvät tavanomaiset riskit
- Liiketoiminnassa ei tunnistettavia vahvojen ja kestävien kilpailuetujen lähteitä
- Osakkeen alhainen likviditeetti

Arvostus on matala

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Ennusteillamme vuoden 2024 IFRS16-vaikutuksilla oikaistu EV/EBITA-kerroin on vajaa 10x, kun taas vastaava P/E-kerroin 12x. Vuoden 2025 vastaavat arvostuskertoimet ovat niinkään vajaa 10x ja 11x.

Mielestämme Relaisin arvonluontimahdollisuudet muodostuvat sen liiketoimintamallia mukaillen kahdesta komponentista. Nämä ovat nykyisten liiketoimintojen tuloskasvu, kun taas toinen komponentti on yritysostostrategian arvonluontimahdollisuudet. Pidämmekin nykyistä arvostusta puhtaasti nykyisille liiketoiminnoille maltillisena ja yhtiön yritysostovetoinen kasvu ja pidemmän tähtäimen arvonluontimahdollisuudet huomioiden pidämme arvostuksen kokonaiskuvaa houkuttelevana. Nykyisen rahoitussopimuksen puitteissa yhtiöllä on laskelmiemme mukaan noin 31,5 MEUR rahoitusreservejä, joita yhtiö voisi allokoida epäorgaaniseen kasvuun. Yhtiön nykyinen velkaantuneisuus ja liiketoiminnan velankantokyky myös mahdollistaa tämän suuruisen lisävelkaantumisen.

Suhteellinen arvostus

Olemme haarukoineet Relaisille kaksi verrokkiryhmää, joista toinen muodostuu vastaavanlaisella tukkukaupan liiketoimintamallilla operoivista yhtiöistä. Toisen verrokkiryhmän olemme koonneet vastaavasti niin kutsutuista sarjayhdistelijöistä. Jälkimmäisen verrokkiryhmän liiketoimintamallit nojaavat etenkin aktiivisen epäorgaanisen kasvun tuomaan arvonluontiin, mikä pohjautuu etenkin onnistuneeseen pääoman allokointiin pitkällä tähtäimellä. Mielestämme Relaisin arvostusta on relevanttia verrata suhteellisesti näihin molempiin verrokkiryhmiin, sillä pelkästään operatiivisen liiketoiminnan pohjalta tehtävä

arvonmääritys ei mielestämme anna yhtiön epäorgaanisen kasvun strategialle arvoa.

Pääosin kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista yhtiöistä muodostuvan verrokkiryhmän keskeisten lähivuosien tulos pohjaisten arvostuskertoimien mediaaniin suhteutettuna Relais arvostetaan keskeisillä mittareilla reilun 15 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, jonka arvostus on mielestämme kokonaisuutena järkevällä tasolla.

Niin kutsutuista sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden osake arvostetaan lähivuosien arvostuskertoimilla noin 45-50 %:n alennuksella. Mielestämme Relais tulisi arvottaa alennuksella suhteessa sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään, sillä verrokkiryhmän toimijoiden arvonluonti on ollut viime vuosina vauhdikkaampaa, mitä heijastellen niiden pääoman tuotot ovat mediaanitasolla olleet selvästi korkeammat. Molempiin verrokkiryhmiin nähden leveän arvostuseron myötä kokonaisuutena suhteellinen arvostus kuitenkin mielestämme tukee näkemystämme osakkeen arvostuksen nousuvarasta.

Kassavirtamalli nykykurssin yläpuolella

Päivitetyn kassavirtamallimme mukainen osakkeen arvo on 15,1 euroa. Emme pidä kassavirtamallia Relaisin arvonmäärityksessä ensisijaisena välineenä, sillä malli soveltuu heikosti yhtiön epäorgaanisen kasvun arvonluonnin hahmottamiseen. Nykyisten liiketoimintojen arvottamiseen malli kuitenkin soveltuu suhteellisen hyvin ja tämä arvostuksen mittatikka mielestämme osoittaa, ettei nykyinen osakkeen arvostus sisällä odotuksia tulevien järjestelyjen arvonluonnista ja puhtaasti nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvostus on maltillinen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	12,50	12,50	12,50
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	228	228	228
Yritysarvo (EV)	371	362	350
P/E (oik.)	11,5	10,8	9,9
P/E	13,9	13,2	11,7
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	7,5	7,3	6,9
EV/EBIT (oik.)	10,9	10,8	10,1
Osinko/tulos (%)	50,0 %	48,5 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,7 %	3,9 %

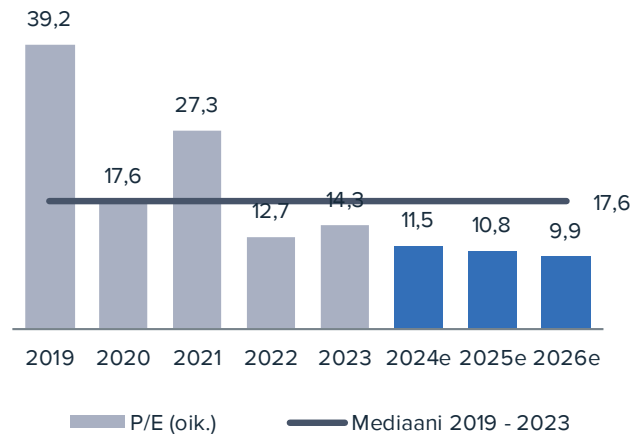
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

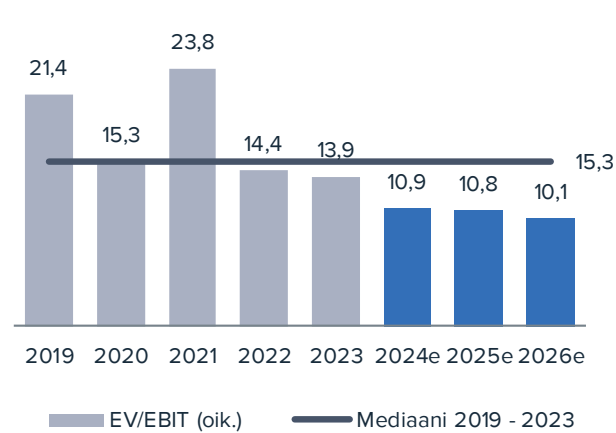
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,25	14,7	26,0	10,2	13,5	12,50	12,50	12,50	12,50
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	17,4	17,9	18,1	18,1	18,2	18,3	18,4	18,4
Markkina-arvo	134	256	466	185	245	228	228	228	228
Yritysarvo (EV)	168	285	613	332	396	371	362	350	337
P/E (oik.)	39,2	17,6	27,3	12,7	14,3	11,5	10,8	9,9	9,2
P/E	>100	36,9	32,5	18,4	17,8	13,9	13,2	11,7	10,6
P/B	2,1	3,6	4,5	1,8	2,2	1,9	1,8	1,6	1,5
P/S	1,4	2,0	2,0	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,6	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	12,6	14,9	17,0	9,1	9,1	7,5	7,3	6,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,3	23,8	14,4	13,9	10,9	10,8	10,1	9,1
Osinko/tulos (%)	421,1%	75,3%	44,9%	72,3%	58,1%	50,0%	48,5%	45,0%	42,4%
Osinkotuotto-%	1,2%	2,0%	1,4%	3,9%	3,3%	3,6%	3,7%	3,9%	4,0%

Lähde: Inderes

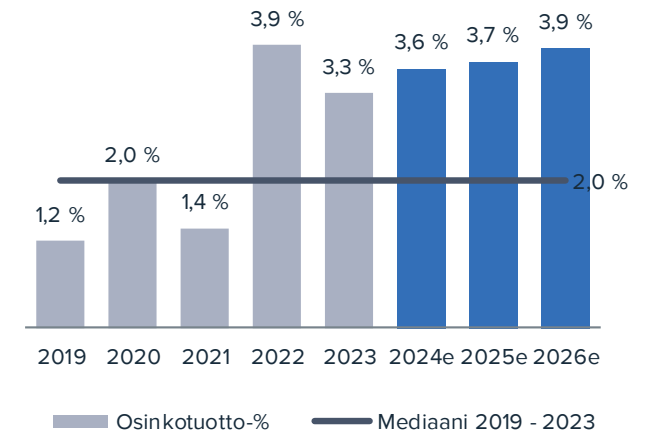
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus (1/2)

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Inter Cars SA	1754	2391	8,8	7,8	7,5	6,6	0,5	0,5	9,1	7,9	0,2	0,3	1,4
Advance Auto Parts Inc	4121	5311	15,2	13,7	8,3	7,8	0,5	0,5	19,6	16,8	1,3	1,3	1,5
Duell	38	68	136,3	12,4	17,0	7,6	0,6	0,5				5,4	0,7
Auto Partner SA	816	922	10,5	8,7	9,3	7,6	0,9	0,7	12,8	10,4	0,7	0,8	
Genuine Parts Co	20022	22658	12,4	11,5	10,8	10,1	1,0	1,0	15,6	14,4	2,6	2,7	4,4
LKQ Corp	11000	14635	9,9	9,1	8,4	7,8	1,0	1,0	11,3	10,2	2,7	2,9	1,8
O'Reilly Automotive Inc	55899	60723	19,3	18,1	16,9	16,0	3,9	3,7	24,2	21,8			
Autozone Inc	48011	55736	15,5	15,0	13,6	13,0	3,2	3,1	19,5	17,9			
Bapcor Ltd	934	1324	12,2	11,0	7,9	7,3	1,1	1,0	15,7	13,8	3,8	4,1	1,3
Mekonomen AB	572	1008	11,5	10,2	6,2	5,8	0,6	0,6	10,4	8,7	3,3	3,7	1,0
Relais Group (Inderes)	228	371	10,9	10,8	7,5	7,3	1,2	1,1	11,5	10,8	3,6	3,7	1,9
Keskiarvo			25,1	11,8	10,6	9,0	1,3	1,3	15,4	13,5	2,1	2,7	1,7
Mediaani			12,3	11,3	8,8	7,7	1,0	0,9	15,6	13,8	2,6	2,8	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-11 %	-4 %	-15 %	-5 %	21 %	30 %	-27 %	-22 %	40 %	31 %	35 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkiryhmän arvostus (2/2)

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Indutrade AB	8293	9021	26,8	24,6	19,0	17,8	3,3	3,1	33,6	30,1	1,2	1,3	6,0
Bergman & Beving AB	532	662	20,3	17,7	11,8	10,8	1,6	1,5	27,6	22,9	1,7	1,9	2,6
Momentum Group AB	587	633	26,4	24,5	18,0	17,0	2,6	2,4	29,5	26,7	1,0	1,2	8,9
Bufab AB (publ)	1145	1427	15,9	15,1	13,8	12,9	1,9	1,8	21,3	18,2	1,5	1,6	3,4
Christian Berner Tech Trade AB	50	61	9,7	8,7	6,5	6,1	0,7	0,7	12,4	10,7	3,3	3,7	2,4
Addtech AB	5484	5874	27,7	26,3	21,0	20,2	3,3	3,2	37,2	34,4	1,2	1,3	9,4
Beijer Ref AB (publ)	7177	7901	25,6	22,9	20,3	18,5	2,6	2,4	35,2	30,0	0,9	1,0	3,6
Beijer Alma AB	1083	1315	16,2	14,5	11,4	10,8	2,2	2,0	21,2	17,9	1,9	2,1	3,0
Lifco AB (publ)	9815	10489	26,2	23,2	19,6	17,8	4,8	4,5	38,0	34,2	0,8	0,9	7,0
Lagercrantz Group AB	3299	3506	32,4	29,3	24,0	21,9	4,9	4,5	37,4	33,3	1,1	1,3	9,3
Volati Ab	819	1057	19,0	15,4	12,0	10,5	1,5	1,4	21,5	16,4	1,2	1,5	4,4
Boreo	63	119	18,3	15,9	11,9	9,9	0,8	0,8		31,1		1,0	1,2
AddLife AB	1108	1559	26,2	22,6	12,2	11,2	1,8	1,7	50,7	30,9	0,8	1,5	2,5
Addnode Group AB	1326	1412	27,3	23,2	16,7	15,4	2,0	2,2	32,6	27,0	1,1	1,3	6,5
Instalco AB	814	1160	14,5	12,6	9,4	8,7	1,0	0,9	15,7	12,6	2,0	2,3	2,6
Seafire AB	21	40	21,4	11,0	6,1	5,0	0,5	0,5		18,4			0,4
Sdipotech AB	928	928	11,8	10,5	8,5	7,9	2,0	1,8	20,5	17,1			2,5
Fasadgruppen Group AB	289	395	10,0	8,4	7,9	6,8	0,9	0,8	11,6	8,9	2,7	3,2	1,4
Relais Group (Inderes)	228	371	10,9	10,8	7,5	7,3	1,2	1,1	11,5	10,8	3,6	3,7	1,9
Keskiarvo			21,0	18,3	14,0	12,9	2,2	2,0	28,3	23,8	1,5	1,7	4,3
Mediaani			21,4	17,7	12,2	11,2	2,0	1,8	29,5	26,7	1,2	1,3	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-49 %	-39 %	-39 %	-34 %	-41 %	-39 %	-61 %	-60 %	200 %	180 %	-37 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	260,7	69,0	64,1	70,3	80,9	284	82,8	72,3	76,4	85,7	317	322	332	342
Käyttökate	36,6	11,1	8,6	12,1	11,8	43,5	13,5	9,3	13,6	13,2	49,6	49,2	51,0	53,2
Poistot ja arvonalennukset	-16,9	-4,5	-4,6	-4,6	-4,8	-18,4	-4,5	-4,9	-4,9	-4,9	-19,1	-19,6	-19,7	-19,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,0	7,5	4,8	8,4	7,8	28,6	9,7	5,4	9,6	9,3	33,9	33,5	34,8	36,9
Liikevoitto	19,7	6,6	4,0	7,5	7,0	25,1	9,0	4,5	8,7	8,4	30,5	29,7	31,3	33,5
Nettorahoituskulut	-6,5	-2,2	-2,8	-1,5	-1,0	-7,4	-3,1	-2,1	-2,1	-2,0	-9,3	-7,4	-6,2	-5,7
Tulos ennen veroja	13,1	4,5	1,2	6,0	6,0	17,7	5,8	2,3	6,6	6,3	21,2	22,2	25,1	27,9
Verot	-3,1	-1,6	-1,0	-1,7	0,2	-4,0	-2,0	-0,5	-1,2	-1,1	-4,8	-4,9	-5,5	-6,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	10,0	2,9	0,2	4,3	6,3	13,7	3,9	1,9	5,4	5,2	16,4	17,3	19,6	21,7
EPS (oikaistu)	0,80	0,21	0,06	0,29	0,39	0,9	0,25	0,15	0,35	0,34	1,09	1,16	1,26	1,36
EPS (raportoitu)	0,55	0,16	0,01	0,24	0,35	0,76	0,21	0,10	0,30	0,29	0,90	0,95	1,07	1,18

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9,6 %	11,0 %	9,4 %	8,5 %	7,6 %	9,0 %	20,0 %	12,8 %	8,7 %	5,9 %	11,6 %	1,7 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,6 %	31,0 %	41,4 %	9,7 %	26,0 %	24,1 %	28,4 %	11,6 %	14,6 %	18,2 %	18,7 %	-1,2 %	3,9 %	6,1 %
Käyttökate-%	14,0 %	16,1 %	13,4 %	17,2 %	14,5 %	15,3 %	16,3 %	12,9 %	17,8 %	15,4 %	15,6 %	15,3 %	15,4 %	15,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,8 %	10,9 %	7,5 %	11,9 %	9,7 %	10,0 %	11,7 %	7,4 %	12,6 %	10,8 %	10,7 %	10,4 %	10,5 %	10,8 %
Nettotulos-%	3,8 %	4,3 %	0,3 %	6,2 %	7,8 %	4,8 %	4,7 %	2,6 %	7,1 %	6,1 %	5,2 %	5,4 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	194	200	198	195	191
Liikearvo	118	120	122	122	122
Aineettomat hyödykkeet	15,0	13,1	11,2	8,8	6,9
Käyttöomaisuus	60,3	65,8	65,0	63,8	62,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,9	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	119	129	134	137	141
Vaihto-omaisuus	67,8	74,1	80,2	82,2	85,4
Muut lyhytaikaiset varat	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Myyntisaamiset	32,8	41,4	40,0	40,6	41,8
Likvidit varat	13,9	9,7	9,5	9,7	10,0
Taseen loppusumma	313	329	332	331	333

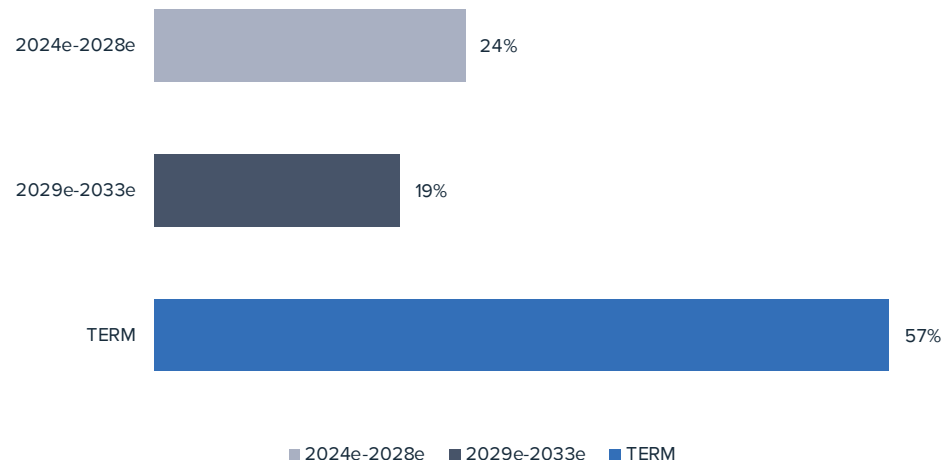
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	104	111	119	128	139
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,6	42,0	50,4	59,6	70,8
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	68,2	68,5	68,5	68,5	68,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	148	145	125	105	95,3
Laskennalliset verovelat	5,8	5,2	5,2	5,2	5,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	142	140	120	100,0	90,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	61,0	73,3	87,7	97,8	97,8
Korolliset velat	19,1	20,8	32,8	43,8	42,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,3	46,8	49,2	48,4	49,8
Muut lyhytaikaiset velat	6,6	5,7	5,7	5,7	5,7
Taseen loppusumma	313	329	332	331	333

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	11,6 %	1,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,8 %	9,6 %	9,2 %	9,4 %	9,8 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	25,1	30,5	29,7	31,3	33,5	38,8	39,9	41,1	40,2	41,2	42,1	
+ Kokonaispoistot	18,4	19,1	19,6	19,7	19,6	19,3	17,0	16,9	16,9	16,9	16,9	
- Maksetut verot	-4,6	-4,8	-4,9	-5,5	-6,1	-7,5	-7,9	-8,1	-7,9	-8,1	-8,3	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ 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	-4,3	-2,3	-3,5	-2,9	-3,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,2	-2,3	-1,9	
Operatiivinen kassavirta	33,0	40,5	39,2	41,2	42,4	47,1	45,7	46,4	46,1	46,8	47,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,1	-17,5	-16,0	-16,2	-16,3	-16,5	-16,9	-17,0	-17,0	-17,1	-17,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9	22,9	23,2	25,0	26,1	30,6	28,7	29,5	29,0	29,7	30,1	
+/- 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	9,0	22,9	23,2	25,0	26,1	30,6	28,7	29,5	29,0	29,7	30,1	513
Diskontattu vapaa kassavirta		21,8	20,4	20,4	19,7	21,4	18,6	17,7	16,1	15,3	14,3	245
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		431	409	389	368	348	327	308	291	275	259	245
Velaton arvo DCF		431										
- Korolliset velat		-161										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,0										
Oman pääoman arvo DCF		272										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



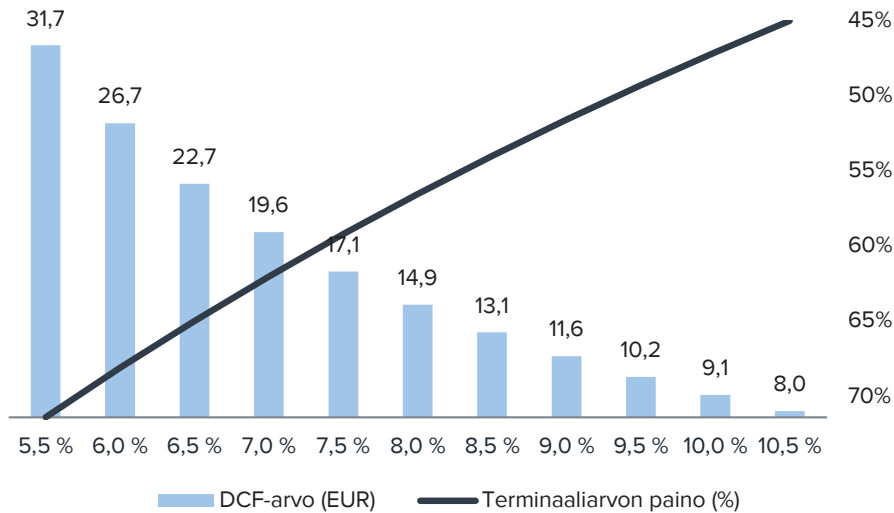
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,10 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

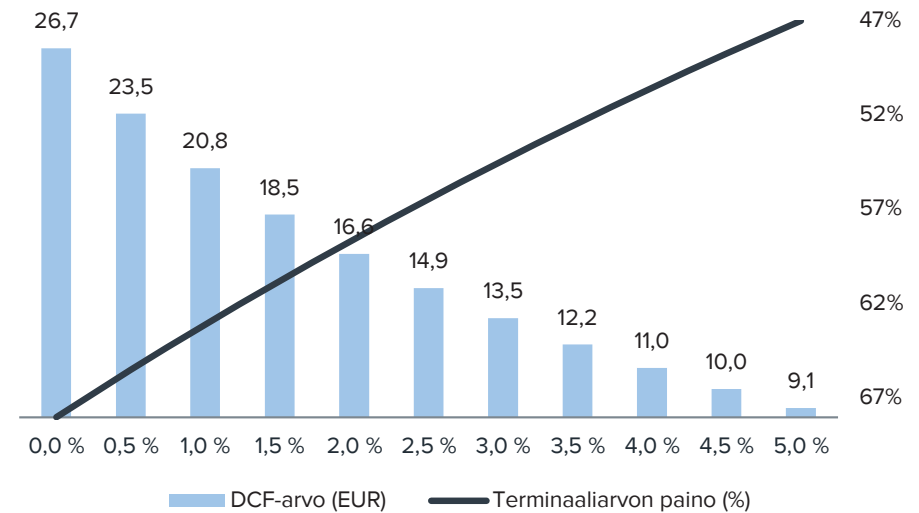
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina

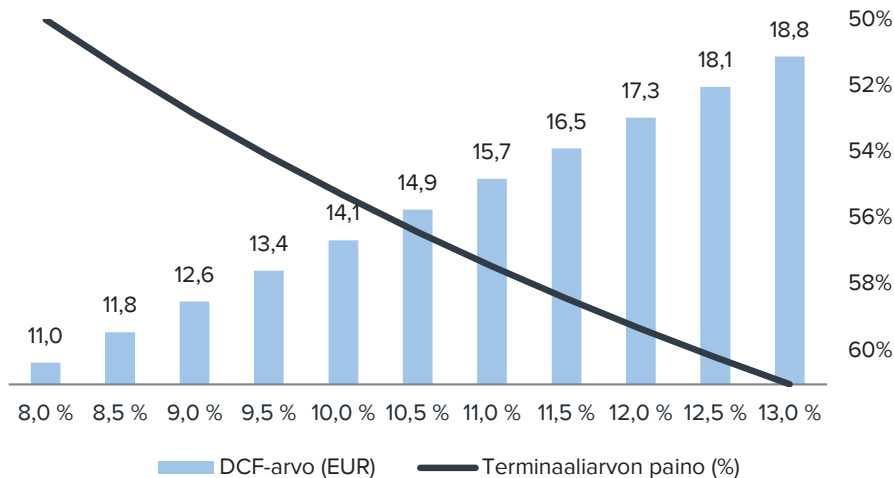
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



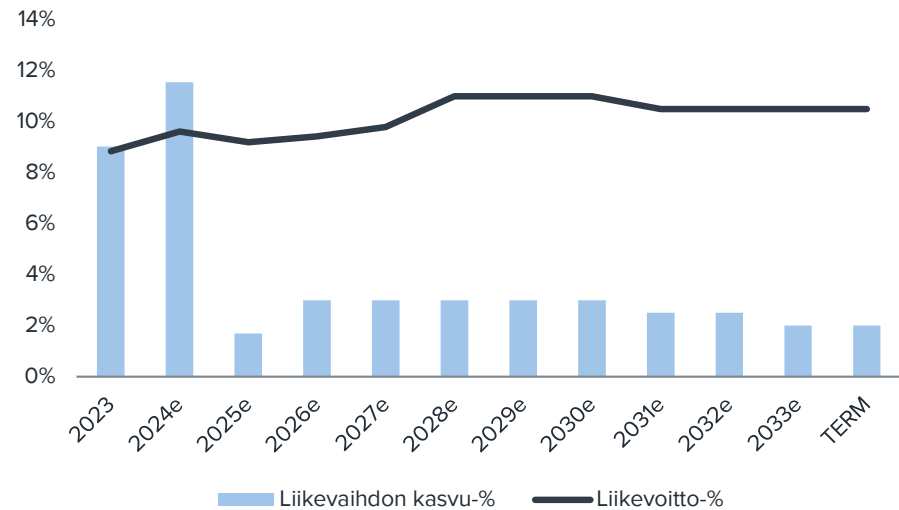
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	237,8	260,7	284,3	317,1	322,4	EPS (raportoitu)	0,80	0,55	0,76	0,90	0,95
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	49,6	49,2	EPS (oikaistu)	0,95	0,80	0,95	1,09	1,16
Liikevoitto	23,0	19,7	25,1	30,5	29,7	Operat. kassavirta / osake	0,98	1,64	1,82	2,22	2,15
Voitto ennen veroja	18,5	13,1	17,7	21,2	22,2	Vapaa kassavirta / osake	-7,28	0,72	0,49	1,26	1,27
Nettovoitto	14,4	10,0	13,7	16,4	17,3	Omapääoma / osake	5,80	5,73	6,10	6,54	7,01
Kertaluontoiset erät	-2,7	-3,3	-3,4	-3,4	-3,8	Osinko / osake	0,36	0,40	0,44	0,45	0,46
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	314,0	312,8	329,1	332,1	331,4	Liikevaihdon kasvu-%	84 %	10 %	9 %	12 %	2 %
Oma pääoma	104,4	103,9	110,7	119,1	128,2	Käyttökateen kasvu-%	88 %	2 %	19 %	14 %	-1 %
Liikearvo	116,6	118,2	120,1	122,1	122,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-11 %	24 %	19 %	-1 %
Nettovelat	144,8	147,2	151,0	143,3	134,1	EPS oik. kasvu-%	14 %	-16 %	18 %	15 %	7 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	15,1 %	14,0 %	15,3 %	15,6 %	15,3 %
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	49,6	49,2	Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	8,8 %	10,0 %	10,7 %	10,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-17,0	-1,8	-4,3	-2,3	-3,5	Liikevoitto-%	9,7 %	7,5 %	8,8 %	9,6 %	9,2 %
Operatiivinen kassavirta	17,6	29,8	33,0	40,5	39,2	ROE-%	16,3 %	9,6 %	12,8 %	14,3 %	14,0 %
Investoinnit	-148,6	-16,1	-24,1	-17,5	-16,0	ROI-%	11,6 %	7,5 %	9,4 %	11,2 %	10,9 %
Vapaa kassavirta	-130,6	13,1	9,0	22,9	23,2	Omavaraisuusaste	33,2 %	33,2 %	33,6 %	35,9 %	38,7 %
						Nettovelkaantumisaste	138,7 %	141,7 %	136,5 %	120,4 %	104,6 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	17,0	9,1	9,1	7,5	7,3						
EV/EBIT (oik.)	23,8	14,4	13,9	10,9	10,8						
P/E (oik.)	27,3	12,7	14,3	11,5	10,8						
P/B	4,5	1,8	2,2	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,6 %	3,7 %						

Lähde: Inderes

ESG

Relaisin tulkin mukaan vain pieni osa sen liiketoiminnoista on raportoitavien taksonomiatoimialojen piirissä. Tällä hetkellä Relaisin taksonomiakelpoisia toimintoja ovat mm.

- Liikenteen vähähiilisten teknologioiden valmistus
- Energiatehokkuuslaitteiden asennus, huolto ja korjaus
- Sähköajoneuvojen latausasemien asennus, huolto ja korjaus

Nämä kattavat vain hyvin pienen osan Relaisin liiketoiminnoista.

Liikenteen sähköistyminen on suuressa roolissa EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamisen näkökulmasta, minkä myötä Relaisin toimialan toiminnoista taksonomiakelpoisiksi ja -mukaisiksi luokitellaan tällä hetkellä lähinnä sähköajoneuvojen käytön yleistymistä tukevat toiminnot. Näin ollen nykyisen hyötyajoneuvokannan korjaus- ja huoltoliiketoiminta sekä varaosien tukkukauppa jäävät taksonomian ulkopuolelle. Relais tavoittelee käsityksemme markkinaosuutta myös sähköisten hyötyajoneuvojen jälkimarkkinalta. Näin ollen sähköisten hyötyajoneuvojen yleistyessä odotamme myös Relaisin taksonomiakelpoisiksi ja -mukaisiksi luokiteltujen toimintojen osuuden tulevaisuudessa kasvavan, vaikka hyötyajoneuvojen osalta sähköistyminen on vielä hyvin alkutekijöissään.

Emme usko, että matalat taksonomiaprosentit aiheuttavat välittömiä nousupaineita yhtiön rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita yhtiön liiketoimintaan.

Relais ei ole kommentoinut hiilirajamekanismin (CBAM) mahdollisia vaikutuksia sen liiketoimintaan, joten jäämme odottamaan lisätietoja sekä mahdollista

liitännäisyyttä tulevien ilmastotavoitteiden kanssa.

Liiketoimintoihin liittyy yhteiskunnallinen elementti

Relaisin liiketoimintaan liittyy mielestämme jonkin asteinen yhteiskunnallinen elementti, sillä raskaan kaluston huoltotoiminnot ovat avainasemassa edistämässä liikenneturvallisuutta sekä varmistamassa yhteiskunnan kannalta kriittisten kuljetusten varmistamisen. Etenkin liikenneturvallisuuden kannalta kysyntää ohjaa lainsäädäntö, joka velvoittaa ajoneuvon omistajat tiettyjen huoltotoimenpiteiden suorittamiseen. Liikenneturvallisuuteen liittyvän lainsäädännön riskit näemme Relaisille lähinnä positiivisen puoleisina, sillä liikenneturvallisuuteen liittyvän lainsäädännön odotamme ennemmin tiukentuvan kuin kehittyvän väljempään suuntaan.

Yhtiö työstää ympäristöraportointia

Relais jatkoi vuoden 2023 aikana vastuullisuusohjelmansa kehittämistä. Tavoitteiden ja mittareiden osalta ohjelma täydentyi vuoden 2024 aikana.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	0 %
OPEX	-	0 %
CAPEX	-	6 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	0 %
OPEX	-	0 %
CAPEX	-	0 %

Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakelpoisuudesta johtuen.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät ja väliilliset 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 kehoitukseksi 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 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 laatiineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.5.2022	Lisää	20,00 €	18,00 €
9.8.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
12.8.2022	Lisää	14,00 €	12,20 €
9.11.2022	Osta	13,00 €	10,45 €
11.11.2022	Osta	13,50 €	10,95 €
1.3.2023	Lisää	13,50 €	11,50 €
3.3.2023	Lisää	13,50 €	12,50 €
5.5.2023	Lisää	15,50 €	14,00 €
30.5.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
11.8.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
3.11.2023	Osta	15,50 €	11,35 €
7.3.2024	Osta	15,00 €	12,65 €
9.5.2024	Osta	15,00 €	12,50 €



Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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



Olli Koponen

2020



Joni Grönqvist

2019, 2020



Erkki Vesola

2018, 2020



Petri Gostowski

2020



Atte Riikola

2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**