

Relais Group

Yhtiöraportti

15.08.2024 23.59 EEST



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ennätyksellinen alkuvuosi

Relaisin torstaina julkaisema Q2-raportti oli odotuksiamme parempi liikevaihdon ja etenkin kannattavuuden ylitettyä ennusteemme. Tätä taustaa, kohonneita kannattavuusennusteitamme ja hiljattain tehtyä pientä yritysostoa heijastellen kuluvan ja ensi vuoden ennusteemme nousivat. Osakkeen arvostus ei päätä huimaa, mutta viimeaikainen kurssinousu on nähdäksemme purkanut räikeimmän aliarvostuksen. Nostamme ennustemuutosten myötä tavoitehintamme 16,5 euroon (aik. 15,0 euroa), mutta laskemme suosituksen Lisää-tasolle (aik. Osta).

Orgaaninen kasvu sekä myyntikate-% olivat Q2:n ilonaiheita

Relaisin liikevaihto kasvoi Q2:lla 16 % 74,3 MEUR:oon ylittäen ennusteemme. Toteutetut yritysostot tukivat liikevaihtoa hieman odotuksiamme vähemmän, joten ennusteylitys oli erittäin vahvan orgaanisen kehityksen harteilla. Kasvua tuki arviomme mukaan edelleen Q1'24:n suotuisat sääolosuhteet, mutta Relais vaikuttaa onnistuneen lisäksi kasvattamaan markkinaosuuttaan. Relaisin myyntikatetta parantavat toimet purivat Q2:lla selvästi odotuksiamme paremmin, mikä yhdessä odotuksia suuremman liikevaihtomassan kanssa veti jakson EBITAn 7,3 MEUR:oon ja kirkkaasti yli 5,3 MEUR:ssa olleen ennusteemme. Operatiivista ennusteylitystä heijastellen myös Q2:n 0,22 euron oikaistu osakekohtainen tulos ylitti ennusteemme.

Tulosennusteet nousivat, mutta odotamme liikevaihdon kasvun rauhoittuvan alkuvuoden tahdista

Relais ei ole antanut numeerista tulosohjeistusta kuluvalle vuodelle ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti. Alkuvuoden osin suosiollisista sääolosuhteista kummunneen vahvan orgaanisen kasvun (H1'24: + 10 %), markkinaosuusvoittojen ja toteutettujen yritysostojen ansiosta kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteemme odottaa 13 %:n kasvua 320 MEUR:oon. Arvioimme kuitenkin sääolosuhteiden tukeman kysyntätilanteen olleen H1:llä keskimääräistä vuotta vahvempi, minkä myötä odotamme vuonna 2025 orgaanisen kasvun olevan tiukassa etenkin H1:n vahvan vertailukauden vuoksi. Saavutetut markkinaosuusvoitot vahvistavat luottoamme yhtiön kilpailukykyä kohtaan, mutta odotamme lisänäyttöjä ennen kuin olemme valmiita sisällyttämään ennusteisiimme orgaanisia markkinaosuuden voittoja pidemmällä aikavälillä. Näin ollen odotamme orgaanisen liikevaihdon kasvun tasaantuvan lähivuosina Relaisin kohdemarkkinoiden arvioidun kasvun tasolle noin 3 %:iin. Sisällytimme heinäkuussa tiedotetun pienen yritysoston ennusteisiimme, mikä yhdessä nousseiden myyntikate-%:n ennusteidemme kanssa kohotti vuosien 2024–2025 EBITA:n ennusteitamme 7–4 %.

Osa aliarvostuksesta on mielestämme purkaantunut kurssinousun myötä

Vuosien 2024–2025 P/E-luvut (oik.) ovat 12x ja oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 10x. Näkemyksemme mukaan lähivuosien absoluuttiset arvostuskertoimet ovat edullisen puoleiset. Toimialaverrokkeihinsa nähden osake arvostetaan lähes 10 %:n alennuksella, kun taas sarjayhdistelijoista muodostettuun verokkiryhmään nähden osake arvostetaan merkittäväällä alennuksella. Nähdäksemme perusteltu arvostustaso löytyy näiden verokkiryhmien välimaastosta. Kassavirtamallimme indikoima arvo on 16,5 eurossa, mitä pidämme kelvollisena mittatikkuna nykyliiketoiminnan arvostukselle. Tämän lisäksi sijoittajalle jää mielestämme positiivinen odotusarvo yhtiön yritysostostrategian arvonluonnista. Kaikkiaan pidämme osakkeen arvostusta houkuttelevan eri arvostusmenetelmien pohjalta arvioituna, vaikkakin viime aikainen kurssinousu onkin mielestämme purkanut osan aliarvostuksesta.

Suositus

Lisää

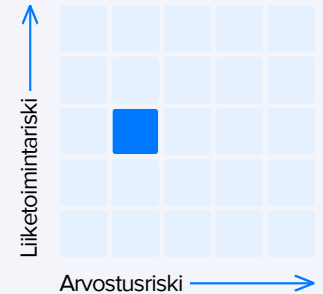
(aik. Osta)

16,50 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

14,45



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	284,3	320,4	330,5	340,4
kasvu-%	9 %	13 %	3 %	3 %
EBIT oik.	28,6	36,1	35,0	35,0
EBIT-% oik.	10,0 %	11,3 %	10,6 %	10,3 %
Nettotulos	13,7	18,5	18,4	19,7
EPS (oik.)	0,95	1,18	1,22	1,26
P/E (oik.)	14,3	12,2	11,9	11,5
P/B	2,2	2,2	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,1 %	3,2 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	13,9	11,3	11,4	11,1
EV/EBITDA	9,1	7,9	7,9	7,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,2	1,1

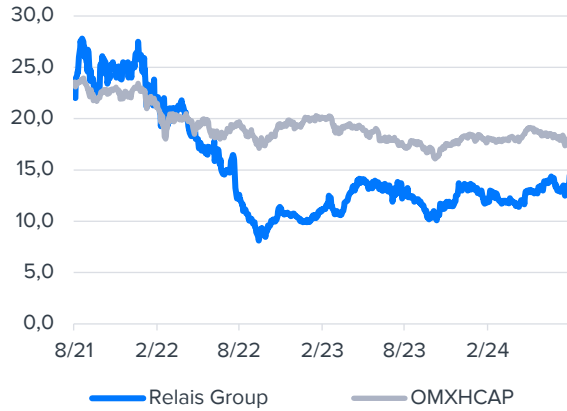
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

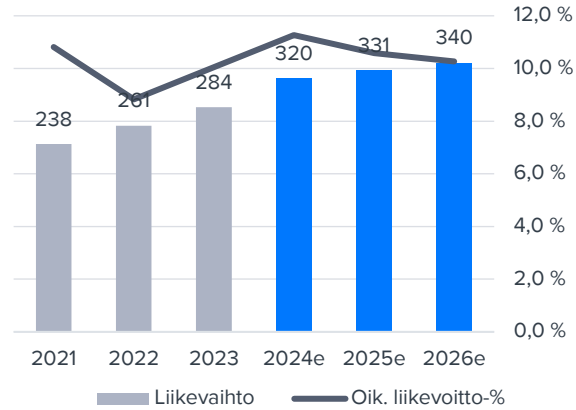
Relais ei anna numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2024.

Osakekurssi



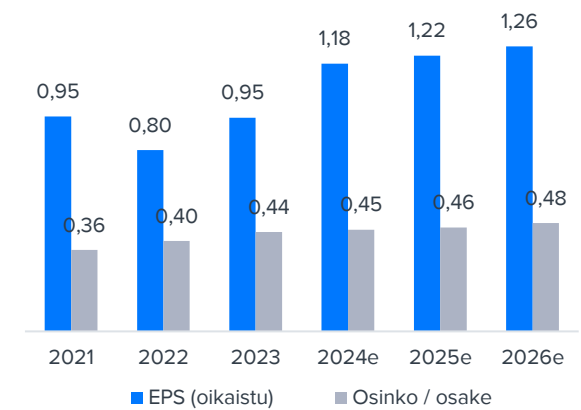
Lähde: Millstream Market Data AB

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 arvonluontipotentiaali on varsin hyvä
- Omistettujen liiketoimintojen keskinäiset myyntisynergiat tukevat kasvun edellytyksiä



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	14,45	14,45	14,45
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	263	263	263
Yritysarvo (EV)	408	399	387
P/E (oik.)	12,2	11,9	11,5
P/E	14,2	14,3	13,5
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,9	7,9	7,5
EV/EBIT (oik.)	11,3	11,4	11,1
Osinko/tulos (%)	44,3%	45,6%	44,8%
Osinkotuotto-%	3,1%	3,2%	3,3%

Lähde: Inderes

Positiiviset yllätykset sekä kasvun että kannattavuuden osalta

Orgaaninen kasvu vei liikevaihdon yli ennusteiden

Relaisin liikevaihto kasvoi Q2:lla 16 % 74,3 MEUR:oon, mikä ylitti 72,3 MEUR:n ennusteeseemme. Toteutetut AutoMateriell, Jyväskylä Truck Center ja Asennustyö M. Ahlqvist -yritysostot tukivat liikevaihtoa aavistuksen ennustamaamme vähemmän, mutta 8 %:n orgaaninen kasvu ylitti selvästi odotuksemme. Maantieteellisesti orgaaninen kasvu oli hurjaa etenkin Skandinaviassa (+12 %), kun taas Suomessa ja Baltiassa kasvu oli noin odotuksiemme mukaisella tasolla (3 %). Q1'24:n varaosien kysyntäpiikki heijastui odotuksiamme vahvemmin myös Q2:lle, sillä Tekninen tukkukauppa ja tuotteet-segmentti ylsi 9%:n orgaaniseen kasvuun. Tekninen tukkukauppa ja tuotteet segmentin sisällä tavallisesti loppuvuoteen painottuva valaisinten myynti toi positiivisen yllätyksen. Myös Korjaus ja huoltoliiketoiminta ylsi odotuksiamme rivakampaan orgaaniseen kasvuun (6

%). Arvioimme Relaisin liikevaihdon kehittyneen selvästi kohdemarkkinoiden kehitystä vauhdikkaammin, ja yhtiön voittaneen markkinaosuuksia alkuvuonna. Pidämme tätä rohkaisevana merkinä yhtiön kilpailukyvyistä.

Myyntikate-% yllätti positiivisesti

Q2'24:n EBITA asettui 7,3 MEUR:oon ylittäen sekä meidän, että konsensuksen ennusteet. Ennusteylityksen taustalla oli odotuksiamme korkeampi myyntikate-%. Selkeää yksittäistä ajuria myyntikate-%:n vahvistumiselle ei mielestämme ollut nähtävissä, vaan parannuksen taustalla oli useita tekijöitä, kuten hinnankorotukset, kulutehokkaampi hankinta, tehtyjen yritysostojen vaikutus sekä huoltamoiden parantunut tehokkuus reippaan kasvun myötä. Operatiivista ennusteylitystä heijastellen myös Q2:n 0,22 euron oikaistu EPS ylitti ennusteemme.

Vapaa rahavirta ei jää taseeseen makaamaan

Odotuksia parempi tulos kääntyi Q2'24:llä myös rahavirraksi, jota tuki käyttöpääomasta vapautuneet varat. Käyttöpääoma laski Relaisin lähihistoriaan nähden melko matalalle tasolle (20 % edellisen 12 kk liikevaihdosta). Vapaa rahavirta vuokrasopimusvelkojen lyhennyksien (leasingmaksut) sekä investointien jälkeen oli H1:llä 6,3 MEUR. Tästä huolimatta nettovelka kehittyi H1:llä vakaasti heijastellen osingon sekä yritysostojen kauppahintojen maksuja. Selvästi kasvaneen käyttökateen myötä käyttökateen ja nettovelan (sisältäen IFRS16-velan) suhde jatkoi laskussa ja asettui 3x tasolle, eli taseessa on tuntuvasti velkavipua. Relaisin rahoitussopimuksen puitteissa yhtiöllä on arvioimme mukaan noin 30 MEUR edestä tulivoimaa strategian mukaisten yritysostojen jatkamiseen.

Ennustetaulukko	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	64,1	74,3	72,3	73,1	72,3	- 74,4	3 %	320
EBITA (oik.)	4,8	7,3	5,4	5,6	5,4	- 5,8	36 %	36,1
Tulos ennen veroja	1,2	4,9	2,3	-	-	-	109 %	24,0
EPS (oik.)	0,06	0,22	0,15	0,15	0,14	- 0,16	45 %	1,18
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	15,8 %	12,8 %	14,0 %	12,8 %	- 16,1 %	3,1%-yks.	12,7 %
EBITA-%	7,5 %	9,8 %	7,4 %	7,7 %	7,5 %	- 7,8 %	2,4%-yks.	11,3 %

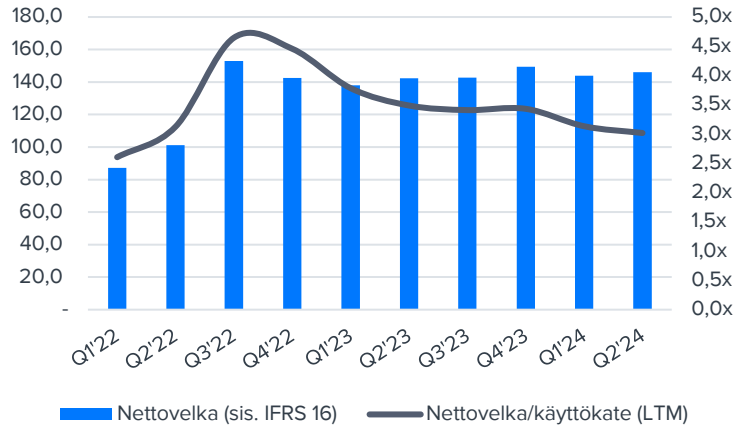
Lähde: Inderes & Bloomberg, 3 analytiikkaa (konsensus)

Relais Q2'24: "Nappisuoritus"

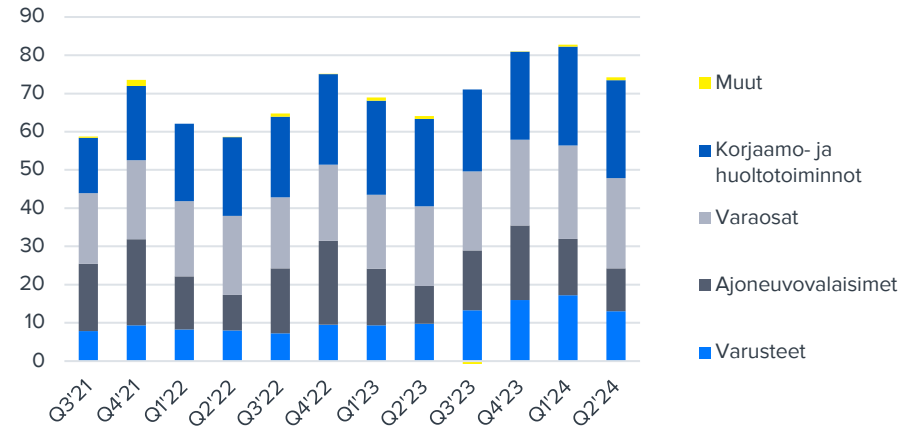


Relaisin liiketoiminnan tunnuslukuja

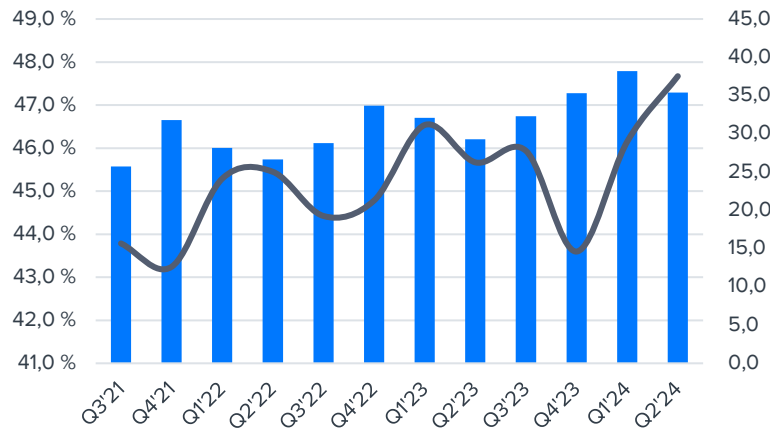
Nettovelka (MEUR) ja nettovelka/EBITDA



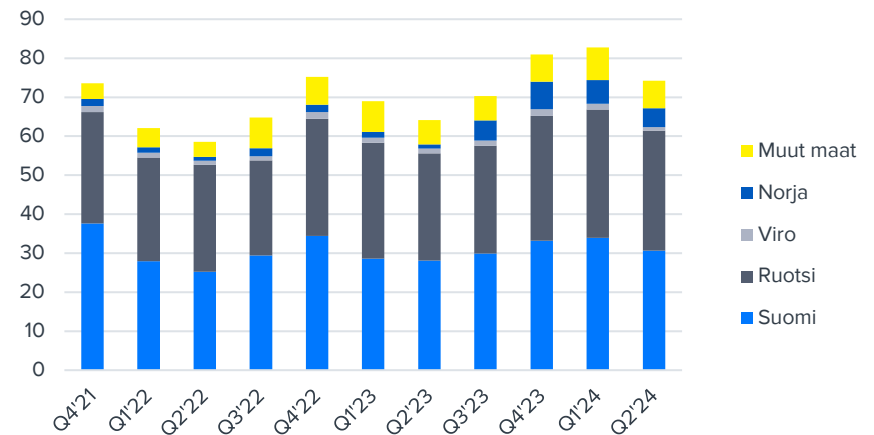
Liikevaihdon jakauma tuoteryhmittäin (MEUR)



Myyntikate (MEUR) ja myyntikate-%



Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti (MEUR)



Kannattavuusennusteet noususuunnassa

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Hienosäädimme kuluvan vuoden orgaanista liikevaihtoennustetta ylöspäin, kun taas lähivuosien liikevaihdon orgaanisen kasvuvauhdin ennusteemme ovat ennallaan
- Emme odota vuosien 2023–24 välisen talven aiheuttaman kysyntäpiikin toistuvan tulevana talvena, minkä myötä odotamme H2'24:llä hidastuvaa kasvua, ja ensi vuoden liikevaihdon kasvun olevan tiukassa H1:n vahvan vertailukauden ansiosta
- Nostimme vuosien 2024–2025 EBITAn ennusteitamme 7–4 % lähivuosille, sillä odotuksemme lähivuosina saavutettavasta myyntikate-%:sta nousi vahvan H1'24:n jälkeen
- Lisäsimme ennusteisiimme Q4'24:n alusta konserniin konsolidoitavat Göteborgin alueelta hankitut hyötyajoneuvojen korjaamot, joiden hankinnasta Relais tiedotti heinäkuussa. Kommentoimme yrityskauppa laajemmin [täällä](#).
- Ostettujen huoltamoiden vaikutus vuoteen 2024 jäi olemattomaksi, kun taas vuosien 2025–2026 liikevaihdon ennusteisiin vaikutus oli +2 % ja oikaistun käytökäteen ennusteisiin +1 %

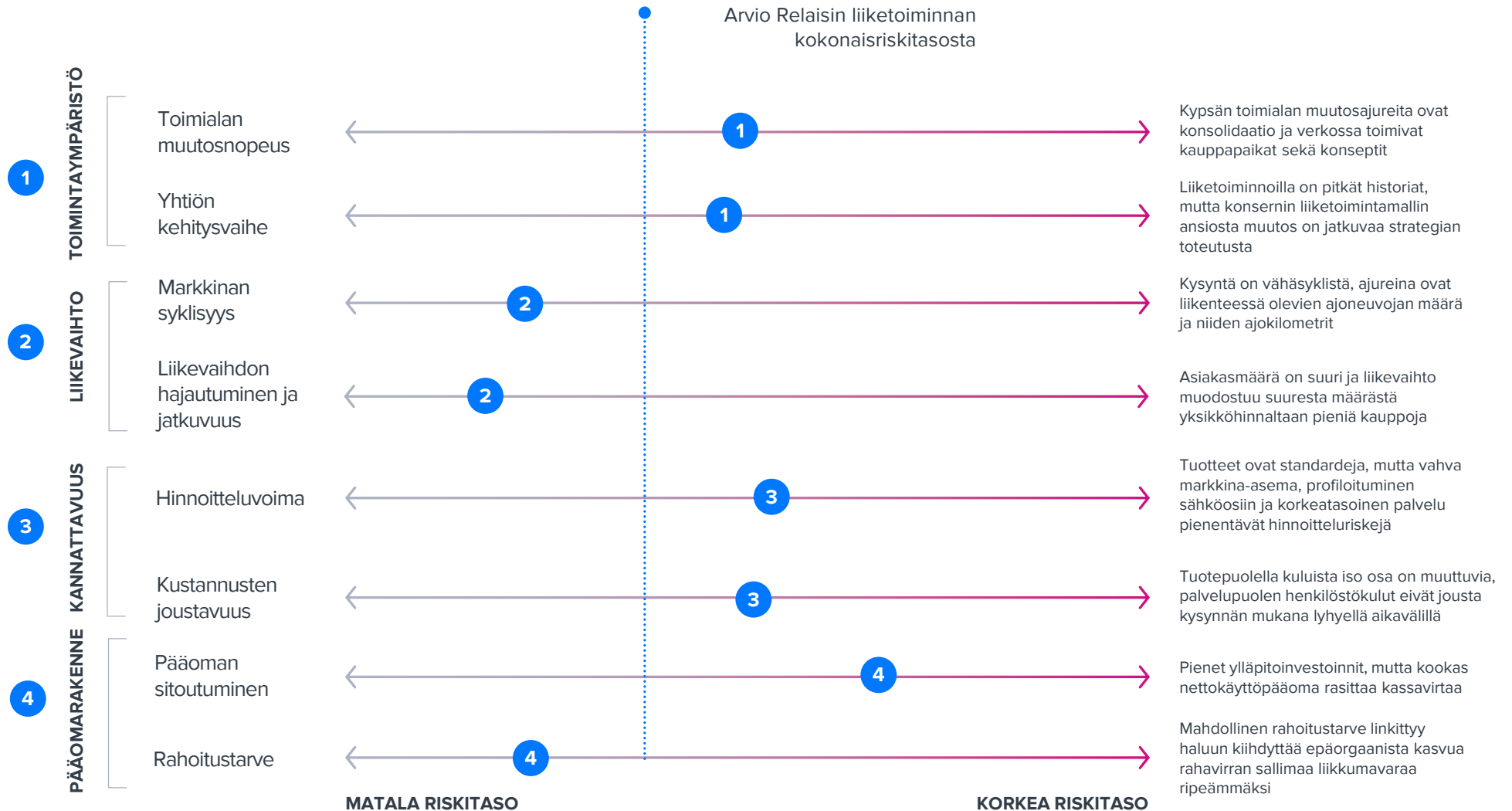
Operatiiviset tulosajurit 2024-2026e:

- Odotamme Relaisin 2024 liikevaihdon kasvavan vajaat 13 %
- Kasvusta karkeasti puolet koostuu orgaanisesta kasvusta ja puolet yritysostoista
- Koko vuoden 2024 EBITA-marginaali kohoaa ennusteessamme vahvan H1:n siivittämänä vuoden 2023 10,0 %:sta 11,3 %:iin
- Vuonna 2025 odotamme toteutettujen yrityskauppojen tuovan 2 %:n kasvun, mutta vuoden 2024 sääolosuhteiltaan suotuisan vertailukauden myötä ennustamme orgaanisen kasvun jäävän 1 %:iin
- Arviomme mukaan liiketoimintamallin operatiivisen tuloksen skaalautumispotentiaali on maltillinen nykyiseltä hyvältä tasola ja siten ennusteissamme kannattavuus kasvaa liikevaihdon tahtia
- Relais tavoittelee 50 MEUR:n pro forma EBITA:a vuoden 2025 loppuun mennessä, minkä saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan riittävän epäorgaanisen kasvun varmistamiseksi oman pääoman ehtoista lisärahoitusta.

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	317	320	1%	323	331	2%	333	340	2%
Käyttökate	49,5	51,6	4%	49,3	50,5	2%	51,1	51,2	0%
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,9	36,1	7%	33,6	35,0	4%	34,9	35,0	0%
Liikevoitto	30,4	33,0	8%	29,8	31,1	5%	31,4	31,5	0%
Tulos ennen veroja	21,0	24,0	14%	22,3	23,6	6%	25,2	25,2	0%
EPS (ilman kertaeriä)	1,08	1,18	9%	1,16	1,22	5%	1,26	1,26	0%
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 kilpailualueiden lähteitä
- Osakkeen alhainen likviditeetti

Arvostus taipuu yhä maltilliseksi

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Ennusteillamme vuoden 2024 IFRS16-vaiikutuksilla oikaistu EV/EBITA-kerroin on 10x, kun taas vastaava P/E-kerroin 12x. Vuoden 2025 vastaavat arvostuskertoimet ovat samalla tasolla. Mielestämme Relaisin arvonluontimahdollisuudet muodostuvat sen liiketoimintamallia mukaillen kahdesta komponentista. Nämä ovat nykyiset liiketoiminnat, kun taas toinen komponentti on yritysostostrategian arvonluontimahdollisuudet. Pidämme tämänhetkistä arvostusta puhtaasti nykyisille liiketoiminnoille maltillisena ja mielestämme edellä mainitut tulos pohjaiset arvostuskertoimet asettuvat perustellun arvostushaarukan alalaidan tuntumaan. Lisäksi nykyisen rahoitussopimuksen puitteissa yhtiöllä on laskelmiemme mukaan noin 30 MEUR rahoitusreservejä, joita yhtiö voisi allokoida epäorgaaniseen kasvuun. Liiketoiminnan tämänhetkinen velankantokyky mahdollistaa tämän suuruisen lisävelkaantumisen, joskin velkaantuneisuus olisi tällöin mukavuusrajan ylärajalla. Siten näemme yhtiöllä edelleen kohtuulliset edellytykset luoda arvoa epäorgaanisesti, minkä edellytyksiä kassavirta jatkuvasti parantaa.

Suhteellinen arvostus

Olemme haarukoineet Relaisille kaksi verrokkiryhmää, joista toinen muodostuu vastaavanlaisella 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 arvonmäärittäminen 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 vajaan 10 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, jonka arvostus on mielestämme kokonaisuutena järkevällä tasolla.

Niin kutsutuista sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden osake arvostetaan lähivuosien arvostuskertoimilla noin 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. Lisäksi mediaanitasolla sarjayhdistelijöiden arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin korkeat. Kuitenkin molempiin verrokkiryhmiin nähden selkeä arvostusero mielestämme tukee näkemystämme osakkeen arvostuksen nousuvarasta.

Kassavirtamalli nykykurssin yläpuolella

Päivitetyt kassavirtamallimme mukainen osakkeen arvo on 16,5 euroa. Kassavirtamallin heikkous on se, ettei malli huomioi epäorgaanista kasvua. Nykyisten liiketoimintojen arvottamiseen malli soveltuu kuitenkin hyvin. Siten 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	14,45	14,45	14,45
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	263	263	263
Yritysarvo (EV)	408	399	387
P/E (oik.)	12,2	11,9	11,5
P/E	14,2	14,3	13,5
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,9	7,9	7,5
EV/EBIT (oik.)	11,3	11,4	11,1
Osinko/tulos (%)	44,3 %	45,6 %	44,8 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	3,3 %

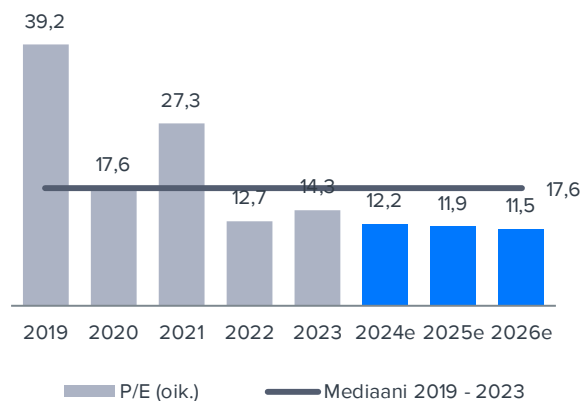
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

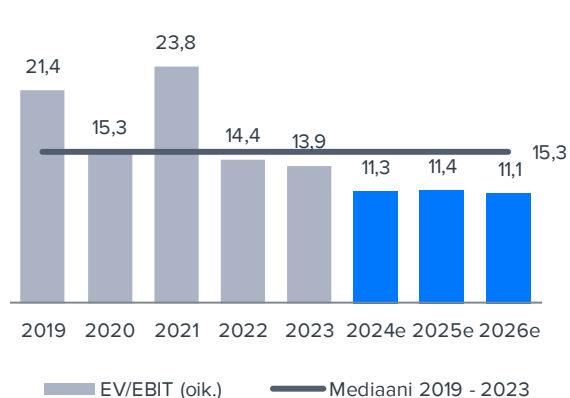
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,25	14,7	26,0	10,2	13,5	14,45	14,45	14,45	14,45
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	17,4	17,9	18,1	18,1	18,2	18,3	18,4	18,4
Markkina-arvo	134	256	466	185	245	263	263	263	263
Yritysarvo (EV)	168	285	613	332	396	408	399	387	374
P/E (oik.)	39,2	17,6	27,3	12,7	14,3	12,2	11,9	11,5	10,5
P/E	>100	36,9	32,5	18,4	17,8	14,2	14,3	13,5	12,1
P/B	2,1	3,6	4,5	1,8	2,2	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	1,4	2,0	2,0	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,6	1,3	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	12,6	14,9	17,0	9,1	9,1	7,9	7,9	7,5	7,0
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,3	23,8	14,4	13,9	11,3	11,4	11,1	10,0
Osinko/tulos (%)	421,1%	75,3%	44,9%	72,3%	58,1%	44,3%	45,6%	44,8%	41,8%
Osinkotuotto-%	1,2%	2,0%	1,4%	3,9%	3,3%	3,1%	3,2%	3,3%	3,5%

Lähde: Inderes

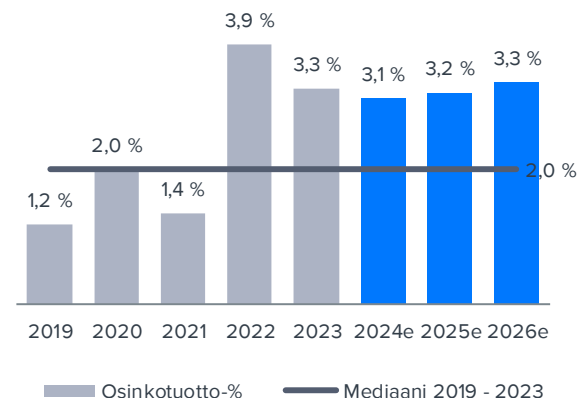
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus (1/2)

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Inter Cars SA	1719	2343	8,5	7,5	7,3	6,4	0,5	0,4	9,0	7,9	0,2	0,3	1,4
Advance Auto Parts Inc	3269	4480	13,5	12,1	7,3	6,8	0,4	0,4	16,8	14,0	2,6	2,9	1,3
Duell	36	66		12,1	16,6	7,8	0,5	0,5				5,7	0,7
Auto Partner SA	696	771	9,6	7,8	8,5	6,9	0,8	0,6	10,9	8,8	0,9	0,9	
Genuine Parts Co	17321	20349	12,2	11,0	10,3	9,6	1,0	0,9	14,6	13,5	2,9	3,1	3,9
LKQ Corp	9397	13054	9,7	9,1	8,0	7,6	1,0	1,0	11,0	9,8	3,1	3,3	1,6
O'Reilly Automotive Inc	59359	64119	21,3	19,9	18,7	17,7	4,2	4,0	27,4	24,6			
Autozone Inc	49484	57387	16,4	16,0	14,4	13,9	3,4	3,3	21,1	19,5			
Bapcor Ltd	1006	1387	13,2	12,3	8,5	8,0	1,2	1,1	17,8	16,0	3,4	3,5	1,5
Mekonomen AB	515	953	11,3	9,7	6,0	5,5	0,6	0,6	8,8	7,8	3,8	4,1	0,9
Relais Group (Inderes)	263	408	11,3	11,4	7,9	7,9	1,3	1,2	12,2	11,9	3,1	3,2	2,2
Keskiarvo			12,9	11,7	10,5	9,0	1,4	1,3	15,3	13,5	2,4	3,0	1,6
Mediaani			12,2	11,5	8,5	7,7	0,9	0,8	14,6	13,5	2,9	3,2	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-8%	-1%	-7%	3%	48%	55%	-17%	-12%	7%	1%	56%

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkiryhmän arvostus (2/2)

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Indutrade AB	9749	10575	28,9	26,3	21,3	19,7	3,7	3,4	37,3	32,7	1,0	1,1	6,9
Bergman & Beving AB	706	836	23,6	22,6	14,6	13,2	2,0	1,9	35,6	30,6	1,3	1,4	3,4
Momentum Group AB	733	789	31,3	28,8	21,1	19,7	3,1	2,9	35,2	31,7	0,8	1,0	11,3
Bufab AB (publ)	1337	1619	20,2	18,6	16,5	15,5	2,3	2,3	27,2	22,7	1,4	1,4	4,0
Addtech AB	7697	8135	38,5	34,0	29,1	26,1	4,6	4,3	52,2	46,2	0,8	1,0	13,6
Beijer Ref AB (publ)	7526	8409	26,5	23,6	20,9	18,8	2,7	2,4	36,9	30,7	0,9	1,0	3,7
Beijer Alma AB	1058	1299	15,3	13,4	11,1	10,2	2,0	1,9	19,9	16,3	2,0	2,2	2,9
Lifco AB (publ)	11334	12152	28,3	25,5	21,3	19,4	5,4	5,0	42,4	38,4	0,7	0,8	8,0
Lagercrantz Group AB	3378	3626	33,1	29,3	24,5	21,7	5,0	4,5	38,1	35,2	1,1	1,2	9,4
Volati Ab	836	1078	19,4	15,9	13,2	11,4	1,6	1,4	24,7	18,4	1,2	1,6	4,6
Boreo	50	109	18,2	15,6	10,9	9,5	0,8	0,8		33,7		1,2	1,0
AddLife AB	1614	2061	33,0	28,8	15,5	14,4	2,3	2,2	72,0	45,8	0,5	1,0	3,6
Addnode Group AB	1205	1276	25,4	21,3	15,3	14,3	1,9	2,2	35,8	27,8	1,2	1,4	5,8
Instalco AB	1180	1531	18,9	16,5	12,3	11,4	1,2	1,2	22,3	18,0	1,4	1,6	3,7
Seafire AB	23	43	23,5	11,7	6,5	5,3	0,5	0,5		22,1			0,4
Sdiptech AB	1010	1010	12,5	11,1	9,1	8,2	2,1	1,9	24,1	20,1			2,7
Fasadgruppen Group AB	243	363	10,9	8,1	8,1	6,4	0,8	0,7	12,6	7,9	3,0	3,7	1,2
Relais Group (Inderes)	263	408	11,3	11,4	7,9	7,9	1,3	1,2	12,2	11,9	3,1	3,2	2,2
Keskiarvo			24,3	20,9	16,1	14,6	2,5	2,4	35,1	28,8	1,2	1,4	5,1
Mediaani			24,5	21,9	15,4	14,3	2,2	2,2	35,7	30,7	1,1	1,2	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-54 %	-48 %	-49 %	-45 %	-42 %	-45 %	-66 %	-61 %	194 %	164 %	-41 %

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	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	260,7	69,0	64,1	70,3	80,9	284	82,8	74,3	76,6	86,8	320	331	340	351
Tekninen tukkukauppa ja tuotteet	175	44,3	41,3	48,9	57,9	192	56,9	48,7	51,8	59,6	217	218	225	231
Korjaamo- ja huoltotoiminnot	85,6	24,7	22,8	21,4	23,1	91,9	25,9	25,6	24,7	27,2	103	112	116	119
Käyttökate	36,6	11,1	8,6	12,1	11,8	43,5	13,5	11,1	13,6	13,4	51,6	50,7	51,0	53,2
Poistot ja arvonalennukset	-16,9	-4,5	-4,6	-4,6	-4,8	-18,4	-4,5	-4,5	-4,8	-4,8	-18,6	-19,5	-19,5	-19,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,0	7,5	4,8	8,4	7,8	28,6	9,7	7,3	9,6	9,5	36,1	35,0	35,0	37,4
Liikevoitto	19,7	6,6	4,0	7,5	7,0	25,1	9,0	6,6	8,8	8,6	33,0	31,1	31,5	34,0
Relais Group	19,7	6,6	4,0	7,5	7,0	25,1	9,0	6,6	8,8	8,6	33,0	31,1	31,5	34,0
Nettorahoituskulut	-6,5	-2,2	-2,8	-1,5	-1,0	-7,4	-3,1	-1,7	-2,1	-2,1	-9,0	-7,5	-6,3	-5,7
Tulos ennen veroja	13,1	4,5	1,2	6,0	6,0	17,7	5,8	4,9	6,8	6,6	24,0	23,7	25,2	28,3
Verot	-3,1	-1,6	-1,0	-1,7	0,2	-4,0	-2,0	-1,6	-2,0	0,0	-5,5	-5,2	-5,5	-6,2
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	3,3	4,8	6,6	18,5	18,4	19,7	22,0
EPS (oikaistu)	0,80	0,21	0,06	0,29	0,39	0,9	0,25	0,22	0,31	0,41	1,18	1,22	1,26	1,38
EPS (raportoitu)	0,55	0,16	0,01	0,24	0,35	0,76	0,21	0,18	0,26	0,36	1,02	1,01	1,07	1,20

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9,6 %	11,0 %	9,4 %	8,5 %	7,7 %	9,0 %	20,0 %	15,8 %	9,0 %	7,3 %	12,7 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,6 %	31,0 %	41,4 %	9,7 %	26,0 %	24,1 %	28,4 %	52,2 %	14,8 %	21,1 %	26,4 %	-3,1 %	0,0 %	6,9 %
Käyttökate-%	14,0 %	16,1 %	13,4 %	17,2 %	14,5 %	15,3 %	16,3 %	14,9 %	17,7 %	15,5 %	16,1 %	15,3 %	15,0 %	15,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,8 %	10,9 %	7,5 %	11,9 %	9,7 %	10,0 %	11,7 %	9,8 %	12,6 %	10,9 %	11,3 %	10,6 %	10,3 %	10,7 %
Nettotulos-%	3,8 %	4,3 %	0,3 %	6,2 %	7,8 %	4,8 %	4,7 %	4,4 %	6,2 %	7,6 %	5,8 %	5,6 %	5,8 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	194	200	201	198	194
Liikearvo	118	120	123	123	123
Aineettomat hyödykkeet	15,0	13,1	11,5	9,6	7,8
Käyttöomaisuus	60,3	65,8	66,2	64,7	62,9
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	135	140	145
Vaihto-omaisuus	67,8	74,1	81,1	84,3	87,5
Muut lyhytaikaiset varat	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Myyntisaamiset	32,8	41,4	40,4	41,6	42,9
Likvidit varat	13,9	9,7	9,6	9,9	10,2
Taseen loppusumma	313	329	336	337	339

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	104	111	121	131	143
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,6	42,0	52,5	62,8	74,1
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	89,5	101	101
Korolliset velat	19,1	20,8	34,1	45,4	43,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,3	46,8	49,7	49,6	51,1
Muut lyhytaikaiset velat	6,6	5,7	5,7	5,7	5,7
Taseen loppusumma	313	329	336	337	339

DCF-laskelma

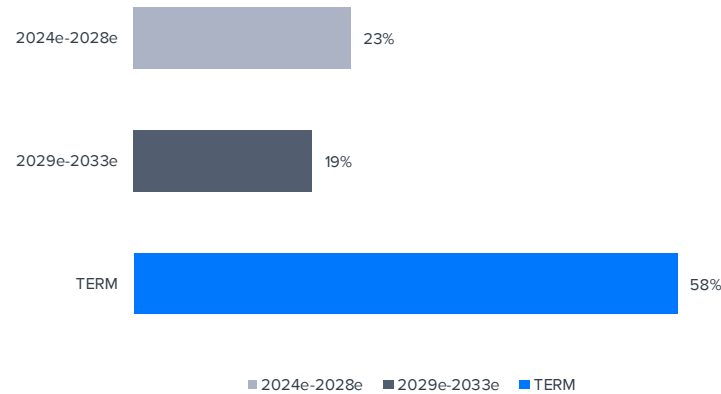
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	12,7 %	3,1%	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,8 %	10,3 %	9,4 %	9,3 %	9,7 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	25,1	33,0	31,1	31,5	34,0	39,7	40,9	42,1	41,2	42,3	43,1	
+ Kokonaispoistot	18,4	18,6	19,5	19,5	19,2	19,5	17,3	17,0	17,0	17,0	17,0	
- Maksetut verot	-4,6	-5,5	-5,2	-5,5	-6,2	-7,7	-8,1	-8,3	-8,1	-8,4	-8,6	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-2,1	-1,6	-1,4	-1,3	-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	-3,0	-4,6	-3,0	-3,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,3	-2,3	-1,9	
Operatiivinen kassavirta	33,0	41,0	39,2	41,1	42,3	48,0	46,7	47,3	46,9	47,6	48,7	
+ 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	-19,5	-16,0	-16,2	-16,3	-16,5	-16,9	-17,0	-17,0	-17,1	-17,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,0	21,4	23,2	24,9	26,0	31,5	29,8	30,3	29,8	30,5	31,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,0	21,4	23,2	24,9	26,0	31,5	29,8	30,3	29,8	30,5	31,7	540
Diskontattu vapaa kassavirta		20,8	20,9	20,8	20,0	22,5	19,7	18,6	16,9	16,0	15,4	263
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		455	434	413	392	372	350	330	312	295	279	263
Velaton arvo DCF		455										
- Korolliset velat		-161										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,0										
Oman pääoman arvo DCF		296										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,5										

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 %

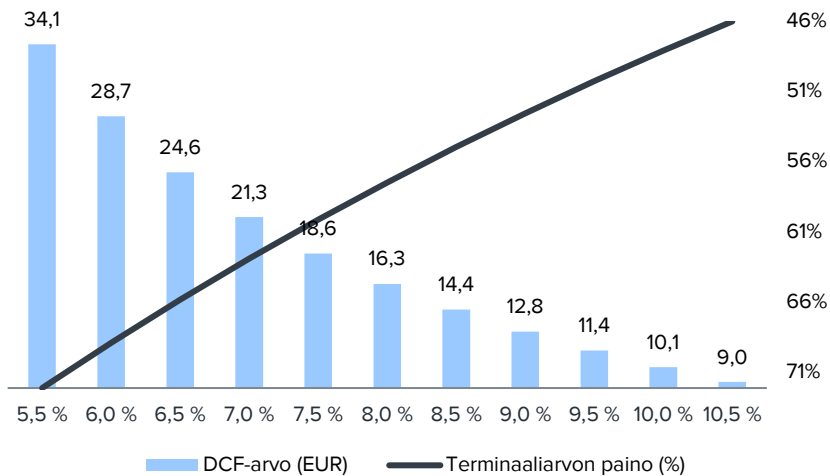
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

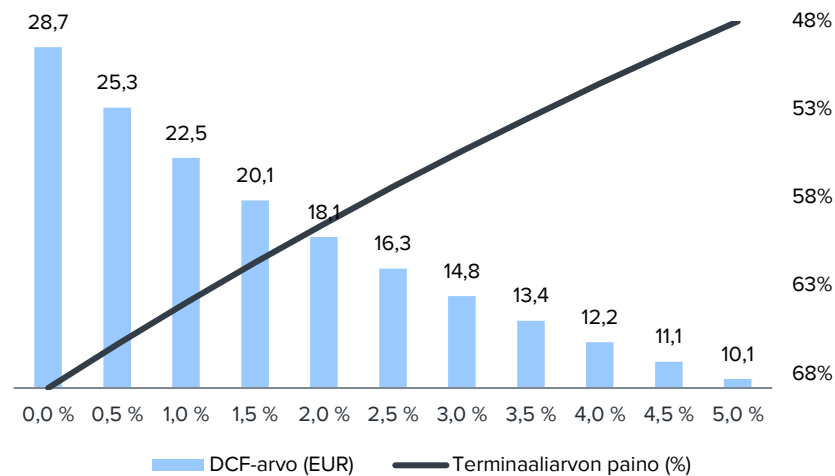


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

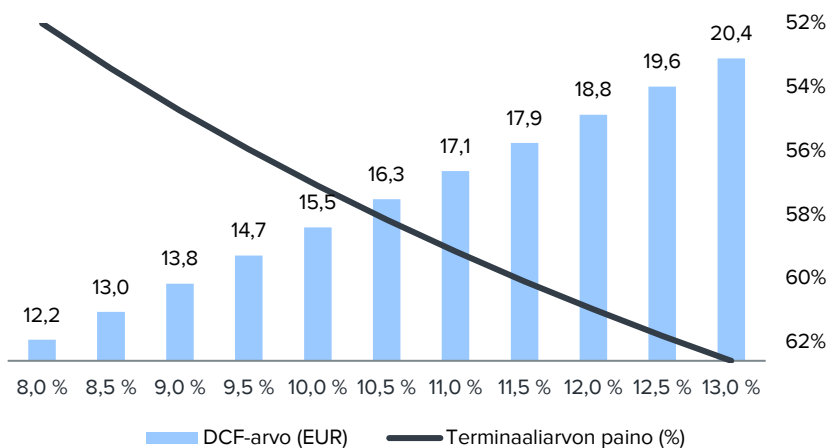
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



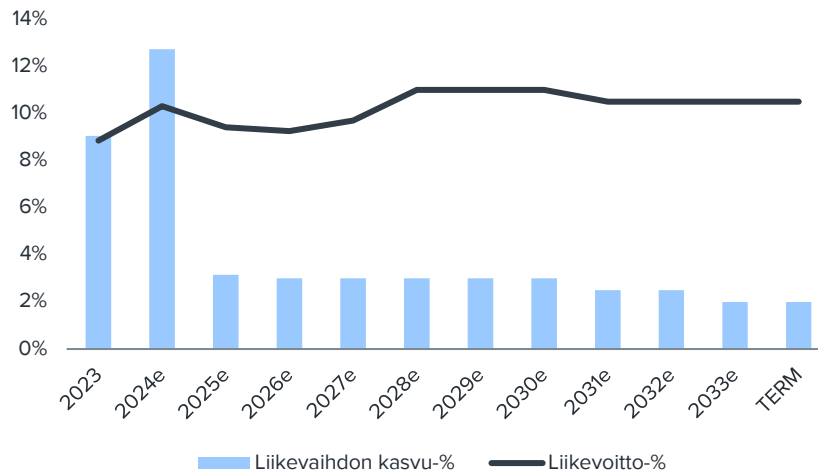
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	Osaakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	237,8	260,7	284,3	320,4	330,5	EPS (raportoitu)	0,80	0,55	0,76	1,02	1,01
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	51,6	50,5	EPS (oikaistu)	0,95	0,80	0,95	1,18	1,22
Liikevoitto	23,0	19,7	25,1	33,0	31,1	Operat. kassavirta / osake	0,98	1,64	1,82	2,25	2,14
Voitto ennen veroja	18,5	13,1	17,7	24,0	23,6	Vapaa kassavirta / osake	-7,28	0,72	0,49	1,18	1,26
Nettovoitto	14,4	10,0	13,7	18,5	18,4	Omapääoma / osake	5,80	5,73	6,10	6,66	7,19
Kertaluontoiset erät	-2,7	-3,3	-3,4	-3,1	-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	335,9	337,4	Liikevaihdon kasvu-%	84 %	10 %	9 %	13 %	3 %
Oma pääoma	104,4	103,9	110,7	121,2	131,4	Käyttökateen kasvu-%	88 %	2 %	19 %	18 %	-2 %
Liikearvo	116,6	118,2	120,1	123,1	123,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-11 %	24 %	26 %	-3 %
Nettovelat	144,8	147,2	151,0	144,5	135,4	EPS oik. kasvu-%	14 %	-16 %	18 %	25 %	3 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	15,1 %	14,0 %	15,3 %	16,1 %	15,3 %
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	51,6	50,5	Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	8,8 %	10,0 %	11,3 %	10,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-17,0	-1,8	-4,3	-3,0	-4,6	Liikevoitto-%	9,7 %	7,5 %	8,8 %	10,3 %	9,4 %
Operatiivinen kassavirta	17,6	29,8	33,0	41,0	39,1	ROE-%	16,3 %	9,6 %	12,8 %	16,0 %	14,6 %
Investoinnit	-148,6	-16,1	-24,1	-19,5	-16,0	ROI-%	11,6 %	7,5 %	9,4 %	12,1 %	11,3 %
Vapaa kassavirta	-130,6	13,1	9,0	21,4	23,1	Omavaraisuusaste	33,2 %	33,2 %	33,6 %	36,1 %	39,0 %
						Nettovelkaantumisaste	138,7 %	141,7 %	136,5 %	119,2 %	103,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,3	1,2						
EV/EBITDA	17,0	9,1	9,1	7,9	7,9						
EV/EBIT (oik.)	23,8	14,4	13,9	11,3	11,4						
P/E (oik.)	27,3	12,7	14,3	12,2	11,9						
P/B	4,5	1,8	2,2	2,2	2,0						
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,1 %	3,2 %						

Lähde: Inderes

ESG

Relaisin tulkinnan 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 liittyvä 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 täydentyy 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 (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 suosituksiin 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 yksilöityinä 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa 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
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 €
5.6.2024	Osta	15,00 €	12,70 €
15.8.2024	Lisää	16,50 €	14,45 €

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 sijoittajatieta. 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.**