

Kamux

Laaja raportti

25.09.2024 08.00 EEST



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yhtiön huoltotauko on venynyt

Kamuxin tulos pyöri samoilla tasoilla jo kolmatta vuotta ja ennustamme 2024 tuloksen jäävän lievästi viime vuodesta ja ohjeistuksesta. Näemme kuitenkin edelleen yhtiössä potentiaalia selvästi parempaan tulostasoon, eikä ulkomaiden toimintojen potentiaali mielestämme heijastu osakkeen arvossa. Toistamme lisää –suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 4,5 euroon (aik. 4,7e).

Käytettyjen autojen vähittäiskauppaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa

Kamux on puhtaasti käytettyihin autoihin sekä niihin liittyviin palveluihin erikoistunut vähittäiskaupan ketju. Kamuxin toimintamalli perustuu monikanavaisuuteen, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Integroitujen palveluiden myynti (kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutus tuotteet sekä oma lisävastuusitoumus Kamux Plus) on tärkeä osa liiketoimintamallia, sillä niiden myynnillä on selvä positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Kamux on todistanut mallinsa toimivuuden Suomessa, missä yhtiö on yksi suurimmista käytettyjen autojen myyjistä (markkinaosuus ~8 %). Ruotsissa ja Saksassa markkinaosuus on pieni ja kannattavuus on heikko.

Strategia ja tavoitteet uudistettiin viime keväänä – tehostaminen ja keskittäminen lähiaikojen agendalla

Kamux päivitti viime keväänä strategiansa vuosille 2024-26. Kamuxin visio Euroopan suurimmasta käytettyjen autojen myyjästä on ennallaan, mutta kasvu näyttää olevan toistaiseksi taka-alalla. Lähiaikojen toimet keskittyvät mielestämme vahvemmin yhtiön toimintojen integrointiin, tehostamiseen ja teollistamiseen. Tämä onkin tarpeen sillä yhtiö on käsityksemme mukaan toiminut, ja toimii osittain edelleen, varsin hajanaisesti/paikallisesti, ja toimintaa halutaan nyt selvemmin yhtenäiseksi ja konsernijohtoiseksi. Näemme tämän pääosin positiivisena, joskaan se ei saa liikaa jäykistää organisaation toimintaa. Konkreettisesti toimet ovat tähän mennessä näkyneet 5-7 MEUR:n tehostamisohjelman julkistamisena Q2'24-tuloksen yhteydessä sekä myymälöiden sulkemisina.

Ennustamme tälle vuodelle tulosvaroitusta, mutta ensi vuodelle reipasta parannusta

H1-tulos oli viime vuoden tasolla, mutta ennustamme 2024 oik. liikevoiton jäävän ohjeistusta heikommaksi 16,6 MEUR:oon. Mielestämme yhtiöllä on kuitenkin potentiaalia selvästi parempaan tulokseen jo ensi vuonna, kun Ruotsin tappiot saadaan leikattua ja tehostamistoimet, orgaaninen kasvu (Suomi ja Saksa) sekä Secto-yrityskauppa (Suomi) tukevat tuloskasvua. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteina on 1,5 mrd. euron liikevaihto, johon ennusteissamme päästään vasta noin 10 vuoden kuluttua, sekä 4 %:n oik. liikevoittomarginaali, joista 2,5-3 % ennusteemme jäävät selvästi. Tähän vaikuttavat sekä ulkomaiden kasvanut osuus ja heikompi tulostaso että Suomen toimintojen marginaalin jääminen historiallisia tasoja heikommaksi voimistuneen kilpailun takia. Lisäsimme Secto-kaupan ennusteisiimme tässä raportissa 2025 alusta alkaen, joka nosti ensi vuoden ennusteita.

Osien summa ja DCF ovat mielestämme parhaat arvostusmenetelmät, lähiaikojen riski tuo varovaisuutta

Uskomme, että Ruotsin ja Saksan toimintojen nykyiset tappiolliset tulokset eivät heijasta niiden potentiaalia. Siksi katsomme Kamuxia nykykertoimien sijaan mieluummin osien summa -mallilla. Perusskenaariomme arvo on 6,0 euroa / osake, mutta sen saavuttamiseen menee 2-3 vuotta, jolloin arvoa pitää osin diskontata. Raportissa esitämme myös pari vaihtoehtoista skenaariota. DCF-mallimme arvo on 5,8 euroa/osake. Viimeaikainen heikko tulostrendi ja tulosvaroitusriski huomioiden 12 kuukauden näkemyksemme on näitä varovaisempi.

Suositus

Lisää

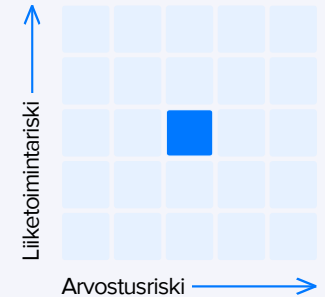
(aik. Lisää)

4,50 EUR

(aik. 4,70 EUR)

Osakekurssi:

3,90



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1002	1021	1121	1176
kasvu-%	3 %	2 %	10 %	5 %
EBIT oik.	18,0	16,6	27,2	30,5
EBIT-% oik.	1,8 %	1,6 %	2,4 %	2,6 %
Nettotulos	9,6	9,4	20,4	22,3
EPS (oik.)	0,29	0,26	0,51	0,56

P/E (oik.)	19,4	15,1	7,6	7,0
P/B	2,0	1,4	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	3,0 %	4,4 %	5,1 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	15,7	13,4	8,2	7,1
EV/EBITDA	9,8	7,5	5,5	4,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,2

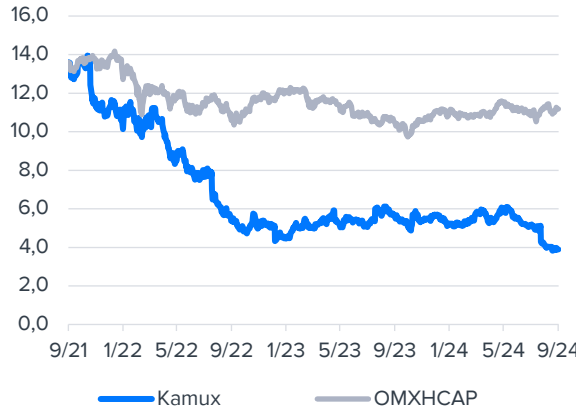
Lähde: Inderes

Ohjeistus

Ennallaan

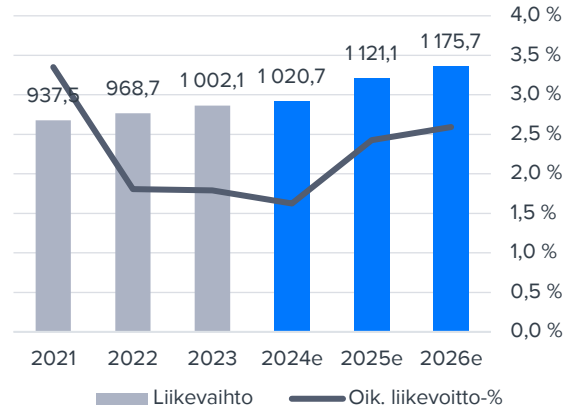
Kamux arvioi vuoden 2024 oikaistun liikevoiton ylittävän vuoden 2023 oikaistun liikevoiton, joka oli 18,0 MEUR.

Osakekurssi



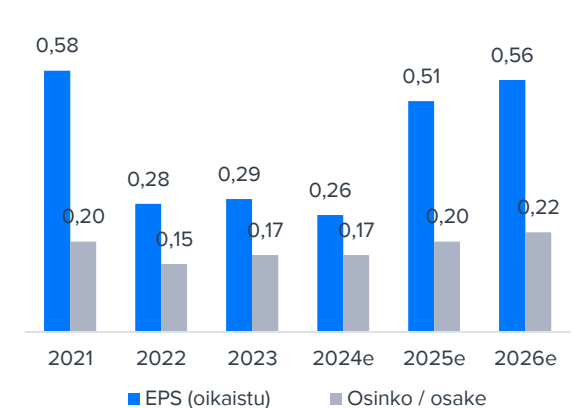
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus
- Varastonkierron nopeutuminen
- Integroitujen palvelujen (nykyisten tai uusien) kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut
- Hyvä pääoman tuotto Suomessa



Riskitekijät

- Ruotsin ja Saksan liiketoimintojen kannattavuuden jääminen heikoksi
- Alalle tulon kynnyks on matala
- Puhtaasti digitaalisten toimintamallien ja palveluiden lisääntyminen
- Autoverolainsäädännön mahdolliset muutokset
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvon alentuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,90	3,90	3,90
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	156	156	156
Yritysarvo (EV)	222	223	215
P/E (oik.)	15,1	7,6	7,0
P/E	16,6	7,6	7,0
P/B	1,4	1,2	1,1
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	7,5	5,5	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,4	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)	72 %	39 %	40 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitus- ja riskiprofiili	13-15
Toimiala ja markkinakatsaus	16-21
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	22-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26-28
Ennusteet	29-34
Arvostus	35-37
Taulukot	38-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Kamux lyhyesti



Kamux on käytettyihin autoihin sekä niihin liittyviin palveluihin erikoistunut vähittäiskaupan ketju, jolla on toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Yhtiön visio on olla Euroopan #1 käytettyjen autojen vähittäiskaupassa.

2003

Ensimmäinen Kamux-autoliike avataan Suomessa

1002 MEUR (+3 % vs. 2023)

Liikevaihto 2023

18,0 MEUR (EBIT 1,8 %)

Oikaistu liikevoitto 2023

68 257 (8 % vs. 2022)

Myytyjen autojen lukumäärä 2023

906

Henkilöstö kokoaikaisiksi muutettuna keskimäärin H1'24

78 autoliikettä

Suomi 46 kpl, Ruotsi 22 kpl ja Saksa 10 kpl (H1'24 lopussa)

2003 - 2012

- Kamux kasvaa Suomessa avaamalla uusia liikeitä
- Liikevaihto 150 MEUR vuonna 2013, kannattavuus 4-5 % liikevoittotasolla

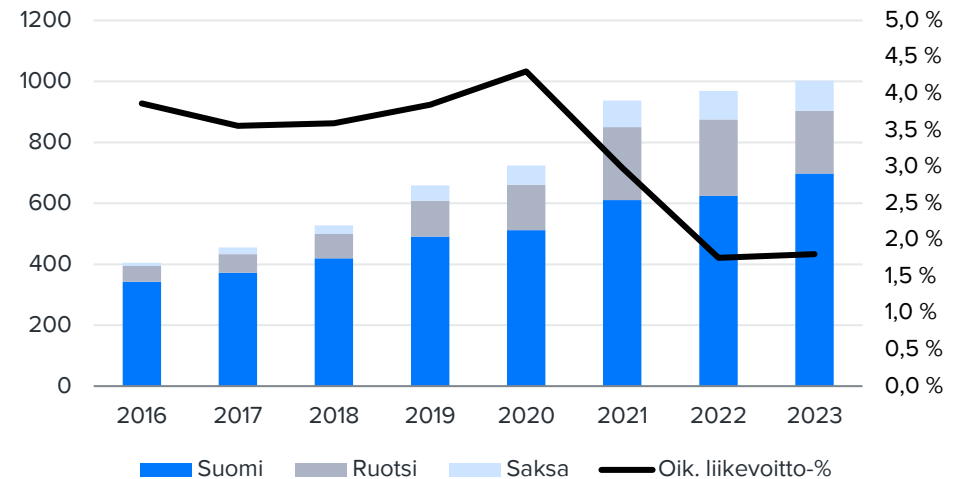
2013 - 2021

- Orgaaninen kasvu ulkomaille, Ruotsi 2012 ja Saksa 2015
- Pörssiin 2017
- Liikevaihto kasvaa voimakkaasti ja on yli 900 MEUR 2021, mutta kannattavuus kääntyy laskuun

2022 -

- Markkinan heikentyessä kasvu hiipuu
- Kannattavuus heikolla tasolla
- Yhtiön perustaja Juha Kalliokoski jättää toimitusjohtajan tehtävän ja Tapio Pajuharju tulee Kamuxin johtoon 1.6.2023

Kamuxin liikevaihto maittain ja liikevoitto-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/7)

Kamux ostaa ja myy käytettyjä autoja

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva Käytettyihin autoihin ja niihin liittyviin lisäpalveluihin keskittyvä vähittäiskauppaketju. Yhtiön liiketoiminta perustuu monikanavaisuuteen, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palvelujen myyntiin.

Integroituina palveluina Kamux myy kolmansien osapuolten rahoitustuotteita Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Lisäksi Kamux tarjoaa kolmansien osapuolten vakuutus tuotteita ja sen omaa lisävastuusitoustuotetta, Kamux Plussaa, auton korjauskustannusten varalle Suomessa ja Ruotsissa. Kamux ei harjoita uusien autojen myyntiä eikä korjaamotoimintaa, mikä mahdollistaa keskittymisen sen ydinliiketoimintaan.

Autojen myynti ja autovalikoima

Kamux myy kaikilla markkinoilla käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa ja kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta, joskin historiallisesti paino on ollut hieman edullisemmissä autoissa. Tarjonnan joustavuus on hyvä asia, sillä Kamux myy sitä mitä kuluttajat kulloinkin haluavat, eikä yhtiö ole sidottu tiettyyn merkkiin, käyttövoimaan tms.

Suurin osa Kamuxin myymistä käytetyistä autoista on henkilöautoja, mutta Kamux myy myös käytettyjä pakettiautoja ja muita hyötyajoneuvoja (erityisesti Suomessa). Kamuxin myytyjen autojen keski-ikä oli 2023 markkinasta riippuen 6-9 vuotta ja keskihinta 15 tuhatta euroa. Suomessa keskihinta on hieman alempi, kun Suomen markkinan keskimääräinen pyyntihinta oli 2022-23 autoalan mukaan 22 tEUR. Lisäksi Kamux myy

käytettyjen autojen verkkohuutokaupassa tai suoraan pienemmille autokauppiaille sellaisia autoja, jotka eivät esimerkiksi auton ikääntymisen, heikon kunnon tai ajatun kilometrimäärän johdosta enää täytä Kamuxin laatuvaatimuksia.

Kamuxin monikanavainen liiketoimintamalli mahdollistaa asiakkaan palvelemisen digitaalisissa kanavissa ja mahdollistaa myymälöiden välisen ristiinmyynnin. Kamuxin koko autovalikoima on kaikkien myyjien käytössä kaikissa autoliikkeissä. Kamux siirtää tarvittaessa auton liikkeestä tai maasta toiseen, kun kaupasta on sovittu.

Käytettyjen autojen hankinta on kriittinen osa toimintaa

Hyväkuntoisten käytettyjen autojen hankinta hintaan, joka mahdollistaa kilpailukykyisen jälleenmyyntihinnon, on keskeisessä roolissa Kamuxin toiminnassa. Kamux hankkii osan myymistään autoista asiakkailtaan vaihdossa osana kauppa. Lähes mikä tahansa ajoneuvo otetaan vastaan vaihdossa osana kaupantekoa. Käytettyjä autoja hankitaan myös huutokaupoista, muilta autoliikkeiltä, leasingyhtiöiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojilta, yksityishenkilöiltä ja muista lähteistä.

Ostokanavana nettihuutokauppa-alustat (esim. Autovex) ovat kasvaneet ja Kamuxin historiallisesti vahva suoraan kuluttajilta ostaminen on jossain määrin vaikeutunut. Tämän myötä Kamux pyrkiikin entistä enemmän hankkimaan autoja myös kumppanuuksilla, josta tuore sopimus Secton kanssa on esimerkki. Yksityishenkilöiltä hankittujen autojen ikä on tyypillisesti vanhempi kuin muualta hankittujen autojen.

Kamuxin liiketoimintamallin kulmakivet

Ammattimainen hankinta ja myynti



- Lähes kaikki käytetyt autot kelpaavat (vaihtoautona)
- Autoja hankitaan useista eri lähteistä, mutta uusia kaivataan
- Laaja myymäläverkosto ja digitaaliset myyntikanavat
- Läpinäkyvä ja dokumentoitu laatu

Nopea varastonkierto



- Markkinaehtoinen reilu hinnoittelu
- Koko autovalikoima kaikkien myymälöiden käytettävissä
- Matala riski arvonalenemiselle

Alhaiset kiinteät kulut



- Kevyt organisaatorakenne
- Myyjien ja ostajien palkkaus merkittävästi suoritusperusteista
- Kamux pääosin vuokralaisena myymälätiloissaan

Integroitujen palvelujen myynti



- Rahoitus, vakuutus, lisävastuusitoutus Kamux Plus, rengasmyynti ja kotiintoomitus
- Lisäpalveluiden myynti tukee merkittävästi Kamuxin marginaalia ja mahdollistaa matalamman ns. rautakatteen etenkin Suomessa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/7)

Suomessa autoliikkeiden myyjät toimivat itsenäisesti tehdessään autohankintoja käyttäen osto-organisaation tukea hinnoittelussa. Ruotsissa ja Saksassa autojen osto on keskitetympää, osittain markkinan rakenteesta johtuen (autoja saadaan vähemmän vaihdossa), mutta myyjät ostavat myös itse autoja. Kamux pyrkii jatkossa entistä keskitetympään ostamiseen tai ainakin ostoprosessin hallintaan

Kamux ei itse huolla tai kunnosta ostamiaan autoja vaan teettää nämä työt muilla tahoilla. Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen. Toimintamallin kannalta on äärimmäisen tärkeää, että hankintoja tehdään jatkuvasti ja hyvään hintaan.

Autoja myydään omissa liikkeissä ja verkossa

Kamux myy käytettyjä autoja Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Autovalikoimaa markkinoidaan omilla verkkosivuilla ja kolmansien osapuolten verkkosivuilla (mm. Nettiauto, Blocket, Mobile).

Digitaaliset kanavat näyttävät kasvavaa roolia asiakkaan ostoprosessissa ja vain 1 % asiakkaista asioi yhtiön arvion mukaan alusta loppuun myymälässä. Toisaalta myös täysin puhtaasti verkossa tehty osto ilman kontaktia myyjään on vielä harvinaista. Vaikka asiakas aloittaa usein auton oston yleiseltä markkinapaikalta, Kamuxin verkkosivut ovat käsityksemme mukaan myös olennainen osa yhtiön asiakaskohtaamista ja liiketoimintamallia ja sinne tulee myös suoraan jonkin verran liikennettä.

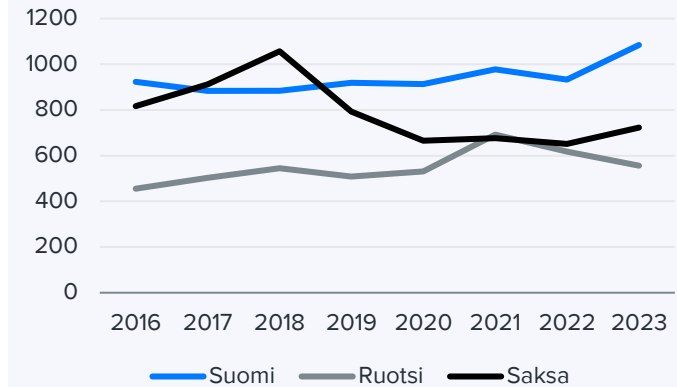
Suurin osa Kamuxin autoliikkeistä sijaitsee suurten tai keskikokoisten kaupunkien vaikutusalueilla.

Tällä hetkellä trendi on kohti suurempia myymälöitä, jotka käsityksemme mukaan ovat tyypillisesti kannattavuudeltaan parempia. Tämä ei ole kuitenkaan heijastunut kovin selvästi yhtiön luvuissa tähän mennessä. Kamux on sulkenut Ruotsissa ja Saksassa myymälöitä tänä vuonna ja uskomme etenkin Ruotsissa tämän jatkuvan. Kamuxin konseptin mukaisesti myymälöillä on tunnistettava ulkonäkö, joskaan ei erityisesti kilpailijoista poikkeava.

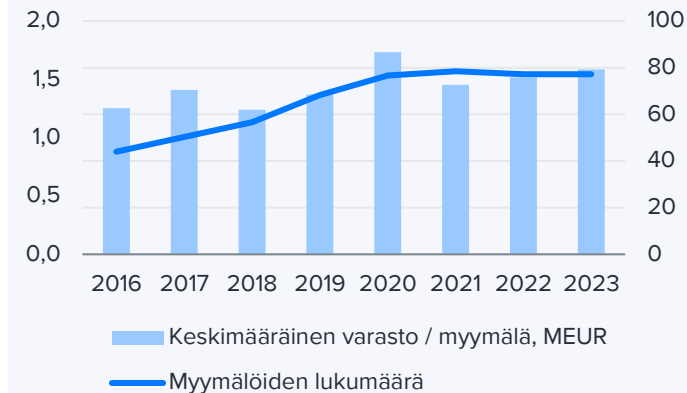
Kamuxin kussakin autoliikkeessä autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä. Keskimäärin yhdessä myymälässä myydään 500-1100 autoa vuodessa maasta riippuen (ks. kuva). Myyjien määrä per liike vaihtelee tyypillisesti 4-12 välillä. Kamuxin kokemuksen perusteella yksi automyyjä myy keskimäärin 150-200 autoa vuosittain maasta riippuen ja parhaat myyjät voivat myydä jopa 300-400 autoa vuodessa.

Kamuxilla on myymälöitä tällä hetkellä yhteensä reilut 70 kolmessa maassa. Kamuxilla on myös ns. prosessointikeskus Oulussa, joka palvelee autojen käsittelyssä ennen niiden siirtämistä myymälöihin myyntiä varten. Myymälät toimivat pääosin vuokratiloissa eivätkä vaadi isoja investointeja. Kasvu vaatii kuitenkin pääomia, sillä uuden autoliikkeen avaamisen yhteydessä autovarastoon sitoutuu käyttöpääomaa noin 1-1,5 MEUR per uusi myymälä (riippuen tietysti kuinka laaja autovalikoima myymälään mahtuu). Keskimääräinen varasto / myymälä oli poikkeuksellisen korkea 2020 lopussa, mutta sen jälkeen myymälän kasvava keskikoko on näkynyt lievänä keskimääräisen varaston nousuna.

Myyty auto / myymälä, kpl



Myymälöiden kasvu tasaantunut



Lähde: Kamux, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/7)

Nopea varastonkierto tavoitteena

Kamux pyrkii hinnoittelemaan autonsa houkuttelevasti edistääkseen varastonkiertoa ja minimoidakseen autovaraston arvon alenemisen. Autojen hinnat laskevat tyypillisesti noin 1-2 % kuukaudessa, joten myyntiajan venyminen syö myynnin katetta. Tehokas varastonkierto on myös riskienhallinnan ja tietysti pääoman tuoton kannalta kriittinen asia vaihtoautokaupassa. Varastonkierron nopeutta edesauttaa se, että Kamuxin koko autovarasto on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin liikkeissä.

Kamuxin varastonkierto hidastui 2021-23 aikana ja on tuoreimpien lukujen osalta historiaa heikommalla tasolla. Mielestämme yksi selittävä tekijä on, että yhtiön hankinta nojaa takavuosia enemmän autojen tuomiseen ulkomailta ja autojen liikuttamiseen, mikä logistiikan vuoksi hidastaa varaston kiertoa. Toinen selitys kehityksen taustalla on maakohtainen vaihdossa saatavien autojen määrä sekä niiden yleinen lasku. Käsityksemme mukaan Suomessa noin puolet asiakkaita myy Kamuxille vaihdossa oman autonsa, kun taas taso on noin 30 % Ruotsissa ja Saksassa vielä hieman matalampi. Ruotsissa suurin ostokanava on suoraan kuluttajilta ostaminen, Saksassa taas B2B-ostot eli kaupallisilta toimijoilta ostaminen. Muista kanavista kuin vaihtoautona hankittujen autojen siirtely hidastaa varastonkiertoa ja vaihdossa saadut autot mahdollistavat tyypillisesti myös paremman katteen. Saksassa on myös autojen prosessoinnin takia esim. Suomea hitaampi varastonkierto. Ulkomailta laajentuminen siis hidastaa hieman kiertoa.

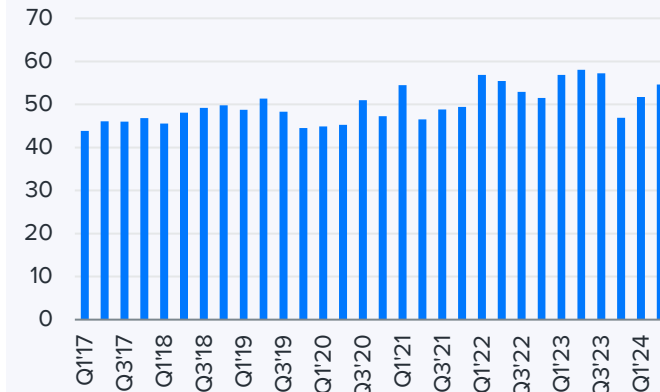
Kamux on panostanut oman toiminnanohjausjärjestelmän kehittämiseen ja tiedolla johtamiseen. Yhtiön mukaan järjestelmästä ei kuitenkaan edelleenkään saada täyttä hyötyä irti ja yleisestikin pidämme tätä normaalina kehitysprosessina, josta ei synny jatkossakaan esim. näkyvää tulosvaikutusta. Prosesseja pitää silti parantaa ja tehostaa jatkuvasti, joka yhdessä muun toiminnan kanssa pitäisi tukea myös tuloksentekoa.

Varastonkierto kilpailijoita hitaampi

Kamuxin varastonkiertoa voi verrata sen kilpailijoista puhtaisiin käytettyjen autojen myyjiin eli suurimpina Suomessa SAKA:an ja Ruotsissa Riddermarkiin. Näiden tasot ovat Kamuxia parempia. Saka pystyi viime vuonna 42 päivän pääoman kiertoon ja Riddermark on ollut samoilla tasoilla aiempina vuosina (2023 lukuja ei saatavilla). Tämä on huomattavasti Kamuxin viime aikaista yli 50 päivän tasoilla olevaa kiertonopeutta parempi. SAKA ja Riddermark tosin toimivat vain yhdessä maassa, jolloin niiden logistiikka on jossain määrin helpompaa (ja etäisyydet lyhyempiä) kuin kolmessa maassa ja niiden välillä autoja siirtelevä Kamux.

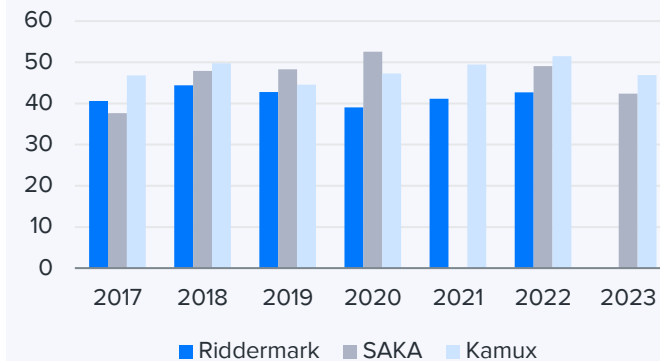
Tästä huolimatta näemme Kamuxilla olevan potentiaalia parantaa varastonkiertoa kohti kilpailijoiden ja omaa muutaman vuoden takaista tasoaan. Tähän voi vaikuttaa esim. autovalikoiman kiinnostavuudella (ja siten lyhyemmällä myyntiajalla) sekä omien prosessien tehostamisella.

Varastonkierto historiaa heikommalla tasolla, päivää



Lähde: Kamux, Inderes

Kamuxin ja pääkilpailijoiden varastonkierto



Lähde: Kamux, Riddermark, SAKA, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/7)

Kulurakenne on joustava kiinteiden kulujen ollessa matalat

Suurin osa Kamuxin kuluista voidaan luokitella muuttuviksi kuluiksi, mikä vähentää liikevaihdon muutosten vaikutusta suhteelliseen kannattavuuteen. Suhteellisen kannattavuuden lisäksi huomiota kannattaa kiinnittää autokohtaisiin lukuihin, sillä esim. autojen keskihinnan nousu ei välttämättä tarkoita korkeampaa tulosta Kamuxille. Tällöin absoluuttinen autokohtainen tulos pysyisi ennallaan, mutta keskihinnan nousu heikentäisi suhteellisia lukuja. Käytettyjen autojen hankintakulujen (joka luonnollisesti on valtaosa kaikista kuluista) sekä autoihin liittyvien korjaus-, kunnostus- ja kuljetuskulujen jälkeen Kamuxin kulut muodostuvat pääasiassa henkilöstökuluista ja toimitiloihin liittyvistä kuluista. Tämän jälkeen merkittävimmät kuluerät ovat markkinointi ja IT-kulut. Kamuxin kustannusrakenteessa näkyvä ulkomaiden kasvaneen osuuden tuoma kulujen nousu (eli kannattavuuden heikentyminen).

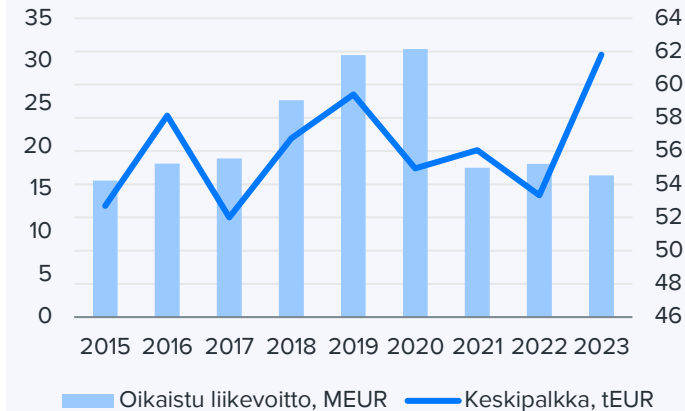
Kamuxin liikkeet toimivat paria poikkeusta lukuun ottamatta vuokratiloissa. Vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta. Kamuxin kanssa kilpailevat merkkiiliikkeet ovat tyypillisesti sitoutuneita autovalmistajien määrittämiin toimintamalleihin, jotka voi vaatia esim. kalliimpia toimitiloja. Tämä voi antaa Kamuxille pientä etua kulurakenteen osalta merkkitoimijoihin nähden. Kamuxilla ei nähdäksemme ole kuitenkaan tässä suhteessa etua muihin enemmän käytettyihin autoihin keskittyneisiin toimijoihin nähden. Toisaalta uusia autoja myyvät liikkeet saavat luontaisesti vaihtoautoja myytäväksi ihmisten vaihtaessa uuteen autoon.

Henkilöstöstä pääosa provisiopalkkaisia myyjä

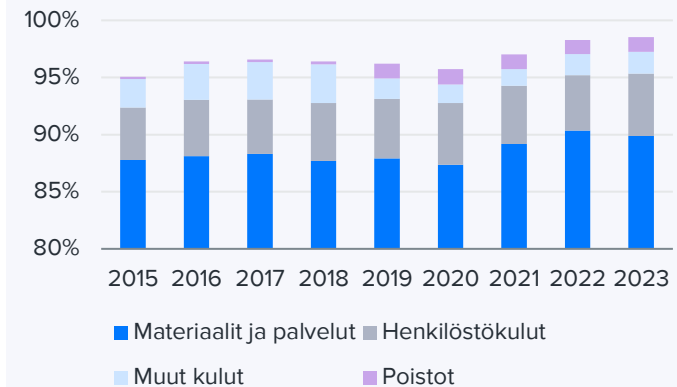
Kamuxin organisaatorakenne on kevyt. Henkilöstökulut ovat pysyneet 4,5-5,5 %:n haarukassa 2015-2023, toki yhdenkin %-yksikön muutoksella on jo oleellinen merkitys matalien katteiden liiketoiminnassa. Henkilöstömäärä keskimäärin vuoden 2023 aikana oli 885. Vakituksista työntekijöistä suurin osa on myyntihenkilöstöä ja loput hallintohenkilöstöä. Kiinteät henkilöstökulut ovat alhaiset, sillä muuttuva palkka muodostaa merkittävän osan henkilöstökuluista, etenkin myyjillä. Käsitksemme mukaan noin 30 % henkilöstökuluista on kiinteää ja 70 % muuttuvaa, joka maksetaan suhteessa myynti/hankintamääriin, katteeseen ja/tai muihin kannustinjärjestelmän mittareihin, joilla pyritään tukemaan yhtiön kannattavuutta.

Palkitsemismalli mahdollistaa henkilöstökulujen joustamisen alaspäin jaksoilla, joilla myynti jää heikoksi. Toisaalta henkilöstökulut liikkuvat myös ylöspäin tulospalkkioiden ansiosta, jos myyntiluvut ovat hyviä. Kovin selvää korrelaatiota myytyjen autojen määrän tai tuloksen suhteessa keskipalkkaan ei tosin ole historiassa havaittavissa (ks. kuvaaja) ja etenkin viime vuonna keskipalkka nousi selvästi heikosta tuloksesta huolimatta. Tähän vaikutti mm. volyymien kasvu, yleinen palkkainflaatio ja johdon vaihtuvuus. Palkkausmallin takia Kamuxin suhteellinen kannattavuus ei skaalaudu voimakkaasti ylöspäin liikevaihdon kasvaessa. Henkilöstö pois lukien kiinteät kulut (suurimpana vuokrat) ovat olleet noin 3 % liikevaihdosta. Tämän osuuden pitäisi skaalautua jos myymäläkohtainen myynti laskee tai nousee, mutta vaikutus ei luonnollisesti ole %-yksiköissä suuri kulujen pienen osuuden takia.

Tuloksen ja keskipalkan kehitys



Kustannusrakenteen kehitys, % liikevaihdosta



Lähde: Kamux, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/7)

Integroitujen palvelujen myynti

Integroitujen palvelujen tarjoaminen osana autokauppaa on tärkeä osa Kamuxin liiketoimintamallia. Kamux tarjoaa seuraavia integroituja palveluja automyynnin yhteydessä:

- Kolmansien osapuolten rahoitustuotteita
- Kolmansien osapuolten vakuutustuotteita
- Kamuxin omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt kriteerit täyttävien autojen korjauskustannuksia

Integroitujen palvelujen myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus kannattavuuteen, sillä rahoituksen tai vakuutuksen myynnistä ei koidu suoria kuluja. Toisin sanoen näiden tuotteiden myyntikate on Kamuxille käytännössä 100 %. Välillisenä kuluna voidaan kuitenkin ottaa huomioon esim. myyjän integroitujen palvelujen myyntiin käyttämä aika. Integroitujen palvelujen tuottoa voidaan uskoaksemme myös hyödyntää pienentämään Kamuxin käytettyjen autojen myynnistä saatavan katteen vaatimusta, mikä mahdollistaa autojen kilpailukykyisemmän hinnoittelun. Pelkän autokaupankin tulee kuitenkin olla kannattavaa. On siis hyvä huomata, että palveluiden kasvu ei välttämättä näy suoraan parempana tuloksena. Kamux Plussan osalta yhtiölle aiheutuu myös jonkin verran kuluja palvelun menojen kattamisesta, mutta käsityksemme mukaan tämäkin tuote on katetasoltaan erittäin korkea.

Kamux on suuren myyntivolyyminsä johdosta etenkin Suomessa houkutteleva kumppani integroituja palveluja tarjoaville tahoille kuten

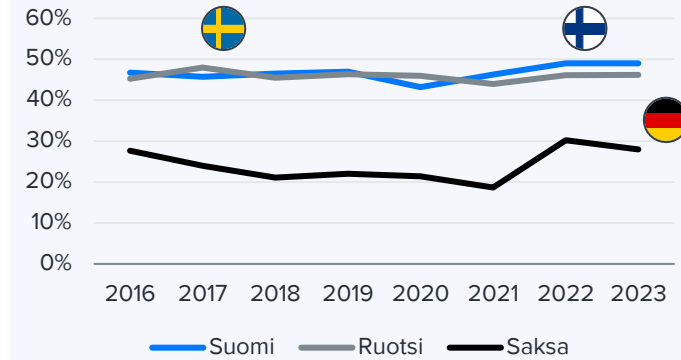
rahoitus- ja vakuutusyhtiöille. Kolmannet osapuolet saavat laajan myyntiverkoston kautta omille tuotteilleen/palveluilleen uuden jakelukanavan ja Kamux ottaa välittäjän roolissa itselleen toteutuneista kaupoista myyntipalkkion ja Suomessa myös korkokatteeseen sidotun osan rahoitussopimuksista. Sopimusehdot vaihtelevat maittain ja Suomessa Kamuxin palkkiot ovat ulkomaita paremmat.

Rahoitustuotteet ovat tärkein palvelu

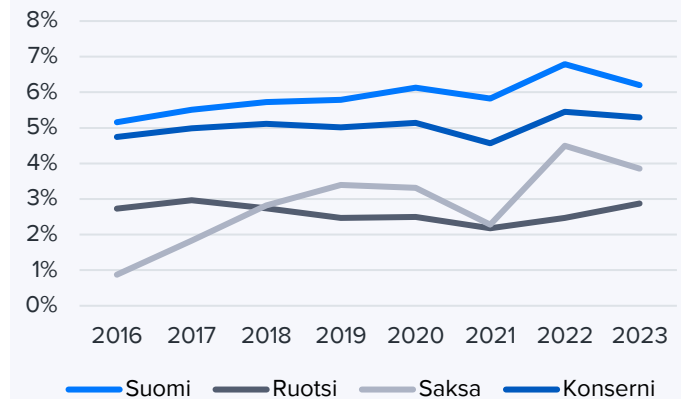
Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin riski rahoituksen osalta rajoittuu sen rahoitusyhtiöltä saamiin palkkioihin. Luottopäätöksen tekee aina rahoitusyhtiö, joka myös kantaa luottoriskin. Kamux on myymiensä rahoitustuotteiden osalta oikeutettu palkkioihin, jotka sisältävät kiinteitä nosto- ja laskutus-palkkioita sekä muuttuvia korko- ja vuosibonus-palkkioita. Lähtökohtaisesti Kamux siirtää muutokset yleisessä korkotasossa sen hintoihin, mutta viime vuosien voimakas korkojen nousu vaikutti negatiivisesti Kamuxin muuttuviin palkkioihin Suomessa, joka näkyi 2023 luvuissa. Rahoitustuotteiden tarjoajat kilpailutetaan vuosittain ja niiden vaihtelut voi vaikuttaa hieman myös palkkion muodostumiseen ja ajoittumiseen vuoden sisällä.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet on integroiduista palveluista Kamuxille tärkein ryhmä tuloksentekomielessä. Kamux myy rahoitustuotteita noin puoleen Suomessa ja Ruotsissa myydyistä autoista sekä noin 30 %:iin Saksassa myydyistä autoista.

Rahoituspalveluiden penetraatio



Integroidut palvelut, % liikevaihdosta



Lähde: Kamux, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/7)

Suomen ja Ruotsin taso on jo pitkään ollut 45-50 %, joten penetraation osalta nousuvaraa on mielestämme lähinnä Saksassa. Siellä 50 %:n saavuttaminen on mielestämme kuitenkin haastavaa. Jos Kamux saisi rahoitusyhtiöiltä parempia ehtoja etenkin Ruotsin palkkiotaso voisi nousta mielestämme oleellisesti. Näemme tämän kuitenkin epätodennäköisenä lähivuosina.

Kamux kirjaa pääsääntöisesti tulokseensa rahoitustuotteiden myyntipalkkioita juoksevasti kuukausittain, kun asiakkaat lyhentävät rahoitusyhtiölle auton kuukausimaksuja. Palkkiotuotot tulevat siten pääsääntöisesti hieman ”jälkijunassa” liikevaihdon kasvuun verrattuna. Jos Kamux tänään lopettaisi kolmansien osapuolten rahoitustuotteiden myynnin, tulisi yhtiölle vielä viimeisiä palkkiotuottojen häntiä 72 kuukauden päästä. Saksassa rahoitustuotteiden tulo kirjataan kerralla eli etupainotteisemmin, joskin sielläkin järjestelmä sisältää erikseen maksettavia vuosibonusia Rahoitustuotteiden tulon erilainen kirjaus kuitenkin vahvistaa Saksan kausiluonteisuutta, kun myös integroitujen palveluiden tulot kohdistuvat vilkkaammille autojen myyntikvartaaleilla (yleensä Q2-Q3).

Vakuutustuotteet ovat pienemmässä roolissa

Kamux tarjoaa myymiinsä autoihin Suomessa ja Ruotsissa kolmannen osapuolen liikenne- ja kaskovakuutusta. Kaskovakuutus on tarjolla Kamuxin asiakkaille vain liikennevakuutuksen yhteydessä. Yhtiö toimii vakuutusasiamiehenä, ei vakuutuksenantajana, joka on siis vakuutusyhtiö. Kamux on oikeutettu kiinteään palkkioon per myyty vakuutustuote ja myytyjen vakuutusten määrään perustuvaan vuosipalkkioon. Kamux ei

myy Saksassa autovakuutuksia emmekä näe siinä merkittävää potentiaalia jatkossakaan. Ruotsissa auton mukana tulee lähes aina vakuutus, jonka asiakas voi myöhemmin päättää ottaa tai perua. Tämä selittää Ruotsin korkeaa penetraatiota vakuutustuotteissa, mutta Kamuxille tuotto näistä jää käsityksemme mukaan pieneksi.

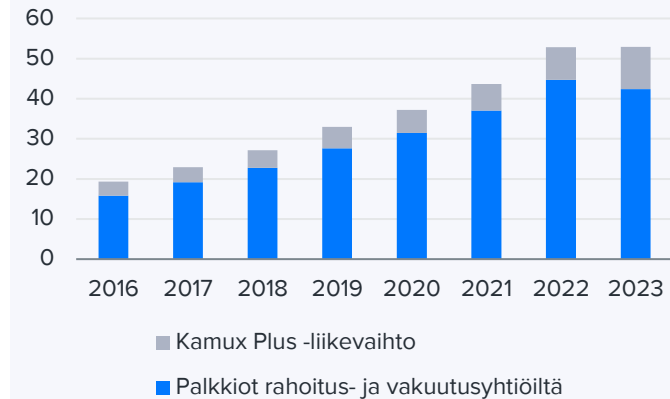
Kamux ei erittele miten palkkiot jakautuvat rahoitus- ja vakuutustuotteiden kesken, mutta rahoitus on yhtiölle selkeästi tärkeämpi komponentti.

Kamux Plus lisävastuusitoumus korjausten varalle

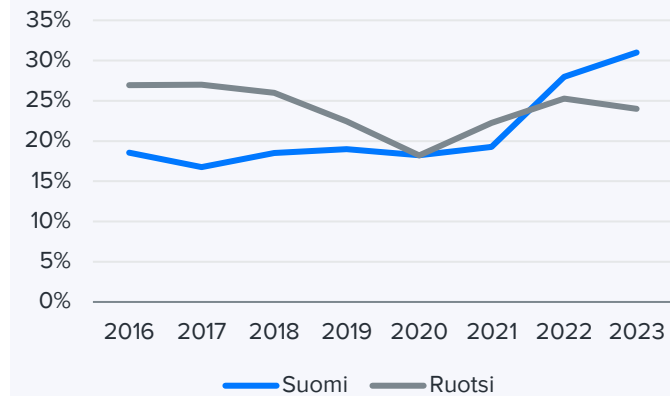
Kamux tarjoaa Suomessa ja Ruotsissa autojen myynnin yhteydessä myyjän lakisääteistä virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoumusta, Kamux Plussaa, jonka hinta vaihtelee portaittain ajettujen kilometrien, moottorin tehon ja sopimustyyppin mukaan. Kamux Plussan tarkoitus on antaa auton ostajalle turvaa korjauskustannusten varalle. Kamux korjaa ennalta sopimuksessa määritetyt viat, jotka havaitaan 12-24 kk kuluessa auton ostamisesta tai tiettyyn ajokilometriin mennessä. Saksassa yhtiö myy kolmannen osapuolen tarjoamaa vastaavaa palvelua, jonka myynnistä se saa palkkion.

Kamux Plus –palvelun penetraatio on Suomessa noin 30 %, kun se oli vielä 2021 vajaat 20 %. Ruotsissa taso on noin 25 %. Liikevaihto keskimääräisestä Kamux Plus sopimuksesta on noussut merkittävästi viime kvartaaleina ja tuo siten lisätuloja Kamuxille. Tämä näkyi Kamux Plus –palvelun liikevaihdon lähes 50 % kasvuna (reilut 2 MEUR) H1'24. Tällä pitäisi olla myös positiivinen tulosvaikutus.

Intergoitujen palveluiden liikevaihto



Kamux-plus penetraatio



Lähde: Kamux, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (7/7)

Perustaja Kalliokoski yhä suurin omistaja

Kamuxin suurin omistaja on edelleen yhtiön perustaja Juha Kalliokoski, joka jätti toimitusjohtajan tehtävän viime vuonna. Hänellä on reilun 13 %:n omistus Kamuxista. Yhtiön toiseksi suurin omistaja on hiljattain yli 5 %:n omistuksen (liputushetkellä 6 %) liputtanut Saray Value Fund. Saray on myös Kamuxin Brittiläisen verrokin Motorpointin pääomistaja, mutta käsityksemme mukaan kuitenkin finanssisijoittaja. Muut suurimmat omistajat ovat lähinnä suomalaisia instituutiosijoittajia sekä joitakin henkilöomistajia, jotka ovat pääasiassa Kamuxin pitkäaikaisia omistajia. Hallintarekisterissä omistajia Kamuxilla on noin 13 %, joista lähes puolet on Sarayn omistus, muiden ulkomaalaisten osuuden jäädessä pieneksi.

Yhtiön hallitus koostuu seitsemästä jäsenestä ja sitä johtaa Keskolla pitkän uran tehnyt Terho Kalliokoski. Perustaja Juha Kalliokoski siirtyi viime vuonna hallitukseen jätettyään toimitusjohtajan paikan. Yhtiöön tuli tänä vuonna ensimmäinen ulkomaalaisjäsen, Saksalainen Maren Kroll. Ottaen huomioon yhtiön kansainvälisen liiketoiminnan laajuuden ja tavoitteen olla Euroopan johtava toimija, näkisimme isomman ulkomaalaisedustuksen hyvänä yhtiölle.

Kalliokosken merkittävän osakeomistuksen lisäksi kolmella hallituksen jäsenellä on 10-100 tuhatta osaketta, joka on mielestämme kohtuullinen määrä ja siten positiivista. Kolmella muulla jäsenellä on vain muutaman tuhannen osakkeen omistus.

Iso vaihtuvuus johtoryhmässä

Kamuxin toimitusjohtaja on Tapio Pajuharju.

Pajuharju oli istunut Kamuxin hallituksessa ennen nimitystä ja siten tunsu yhtiön jossain määrin entuudestaan. Mielestämme Pajuharjulla on aiemmasta roolistaan Harvian johdossa hyvät näytöt yhtiön kansainvälisestä kasvusta ja myös yritysostoista. Toki liiketoiminta on eri (vähittäiskauppa vs. kuluttajatuotteet), joten suoraan aikaisemmin tehtyjä toimia ei mielestämme voi Kamuxiin soveltaa.

Kamuxin CFO on tämän vuoden alussa aloittanut Jukka Havia, jolla on pitkä tausta talousjohtajana mm. Tikkurilassa sen pörssitaipaleen ajan 2010-19. Johtoryhmässä on ollut runsaasti vaihtuvuutta, kun neljä jäsentä on tämän vuoden aikana lähtenyt. Nykyisestä kuudesta jäsenestä jokainen on aloittanut Kamuxissa 2022 tai myöhemmin. Johtoryhmään kuulunee jatkossakin kunkin kolmen maan maajohtaja sekä eri toimintojen johtajia, kun korvaavat rekrytoinnit on tehty.

Pajuharju omistaa yhtiöstä yli 60 tuhatta osaketta ja kahdella muulla hieman pidempään Kamuxissa olleella johtoryhmän jäsenellä on noin 20 tuhatta osaketta. Nämä ovat mielestämme hyviä määriä. Puolella nykyisistä jäsenistä ei ole kuitenkaan käytännössä lainkaan omistusta.

Johtoryhmällä on osakepohjainen kannustinjärjestelmä vuosille 2024-26, jonka mittarit on sidottu tulokseen, osakkeen kokonaistuottoon ja ESG-mittariin. Tässä on merkittävä muutos Kamuxin aiempien vuosien kasvua painottaneisiin kannustimiin. Pidämme tätä hyvänä suuntana, kannattavuuden parantamisen ollessa meidänkin mielestä ensisijaista, eikä se toisaalta poissulje kasvua. Kannustinohjelma voi diluoida osakekantaa noin 1 % vuosittain.

Suurimmat omistajat 31.8.24

Juha Kalliokoski	13,4 %
Danske Invest Suomi	5,0 %
OP-Suomi	3,6 %
Jussi Mäkinen	3,4 %
Jyri Kalliola	3,4 %
eQ Pohjoismaat Pienyhtiö	3,2 %
Elo	3,1 %
OP-Suomi Pienyhtiöt	2,7 %
Aktia Capital	2,2 %
Ilmarinen	1,8 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

1.

Kasvupotentiaalia hajanaisessa käytettyjen autojen markkinassa

2.

Hyvä pääoman tuotto ja suhteellisen tasainen marginaali Suomessa

3.

Ulkomailla tuloksetko ollut heikkoa, mutta potentiaalia on

4.

Markkina aiempaa vaikeampi ja kilpailu kiristyy

5.

Laajentuminen uusiin palveluihin voi tukea kannattavuutta

Potentiaali



- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus
- Tehokuuden parantaminen läpi konsernin
- Varastonkierron nopeutuminen, joka parantaisi kassavirtaa ja pääoman tuottoja
- Integroitujen palveluiden myynnin / kannattavuuden parantaminen, myös uusien palveluiden kautta

Riskit



- Ruotsin ja Saksan jääminen heikolle kannattavuudelle
- Alalle tulon kynnyks on matala ja Kamuxin malli kopioitavissa
- Puhtaasti / vahvemmin digitaalisten toimijoiden ja palveluiden tulo alalle voi muuttaa kilpailukenttää / toimintatapoja
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentumisriski
- Autoverotuksen mahdolliset muutokset
- Autojen saatavuuden heikentyminen

Sijoitusprofiili 2/2

Suomen toiminnot ovat vahvuus

Suomen liiketoiminta on mielestämme Kamuxin selkeä vahvuus. Kamux on pystynyt kasvattamaan Suomessa markkinaosuuttaan trendinomaisesti koko historiansa ajan ja tekemään samalla hyvää tulosta ja pääoman tuottoa, vaikka viimeiset vuodet ovatkin olleet haastavampia tulomieleessä ja markkinaosuuden kehityskin on aaltoillut. Tämä mielestämme kertoo Kamuxin liiketoimintamallin toimivuudesta ja siitä, että sillä on ainakin historiallisesti ollut tiettyjä vahvuuksia kilpailijoita vastaan, vaikka pysyvistä kilpailueduista ei mielestämme voidakaan puhua. Näitä ovat mielestämme esim. integroitujen palvelujen kautta saatu tuotto, keskittyminen pelkästään käytettyjen autojen kauppaan ja sen tuoma järjestelmällisyys esim. ostotoimintaan sekä koon tuoma skaalaetu.

Potentiaalia ulkomaiden kannattavuudessa ja uusissa palveluissa

Mahdollisuuksia Kamuxilla on mielestämme edelleen runsaasti. Suomen markkinalla kauppa siirtyy edelleen hiljalleen isommille ketjuille, jonka pitäisi hyödyttää Kamuxia, joskin meidän ennuste odottaa vain hienoista markkinaosuuden kasvua. Ulkomailla Kamuxilla on selkeästi potentiaalia parantaa kannattavuustasoa, kun toiminnan tehokkuutta parannetaan ja etenkin Saksassa saadaan myös lisää volyymiä. Myös nykyistä parempien integroitujen palveluja koskevien sopimusten kautta voidaan mahdollisesti parantaa kannattavuutta pidemmällä aikavälillä.

Lisäksi Kamuxilla on mielestämme mahdollisuus tuoda uusia palveluita valikoimaansa, vaikka käytetyt autot pysyisivätkin sen ydintuotteena. Näitä voisivat olla esim. renkaat & vanteet (joita on

jo osin tuotukin), huoltotoiminta ja katsastus. Näitä Kamux voisi myydä joko itse tai alihankkijan avulla. Käsittääksemme myös yritysoston kautta uusiin palveluihin laajentuminen voisi olla mahdollista.

Laajentumista uusiin maihin emme sen sijaan lähivuosina odota, kun keskittyminen on nykyrakenteen tuloksen parantamisessa. Uskomme, että periaatteessa Kamux on avoin yritysostoille myös käytettyjen autojen kaupassa. Käytännössä yritysostolla tällä alalla saa kuitenkin melko vähän, koska liikkeitä on helppo perustaa itse, brändi yhtiöllä jo on ja ihmisiä voi palkata ilman yritysostoakin. Tämän vuoksi yritysostoista ei kannata mielestämme maksaa kovin paljon, eikä yhtiö historiassa ole tehnyt kukaan kuin kaksi pienehköä yrityskauppaa Suomessa.

Nykyinen tulostaso selkeä heikkous

Käänteisesti katsoen ulkomaiden tulostaso on mielestämme nykytilanteessa keskeinen heikkous ja sen pitääkin parantua jatkossa. Vaikka Kamux on onnistunut myyntimielessä laajentumaan hyvin Suomen ulkopuolelle, on liiketoimintamallin ansaintakyky siellä vielä todistamatta, vaikka ulkomailla on toimittu jo pitkään. Toisena selvänä heikkoutena pidämme hidastunutta varastonkiertoa, joka liittyy osin ulkomaille laajentumiseen ja jota jo aiemmin käsitelimme.

Suhteellisen heikkoutena voisi pitää myös sitä, että Kamuxin suorat kilpailijat eli käytettyjen autojen myyntiin keskittyneet Saka Suomessa ja Riddermark Ruotsissa ovat pystyneet viime vuosina kasvamaan ja tekemään tulosta Kamuxia paremmin. Uskomme tämän näyttävän, että alalle on kohtuullisen helppo tulla ja uudemmalla ja tehokkaalla konseptilla pystyy varsin hyvin

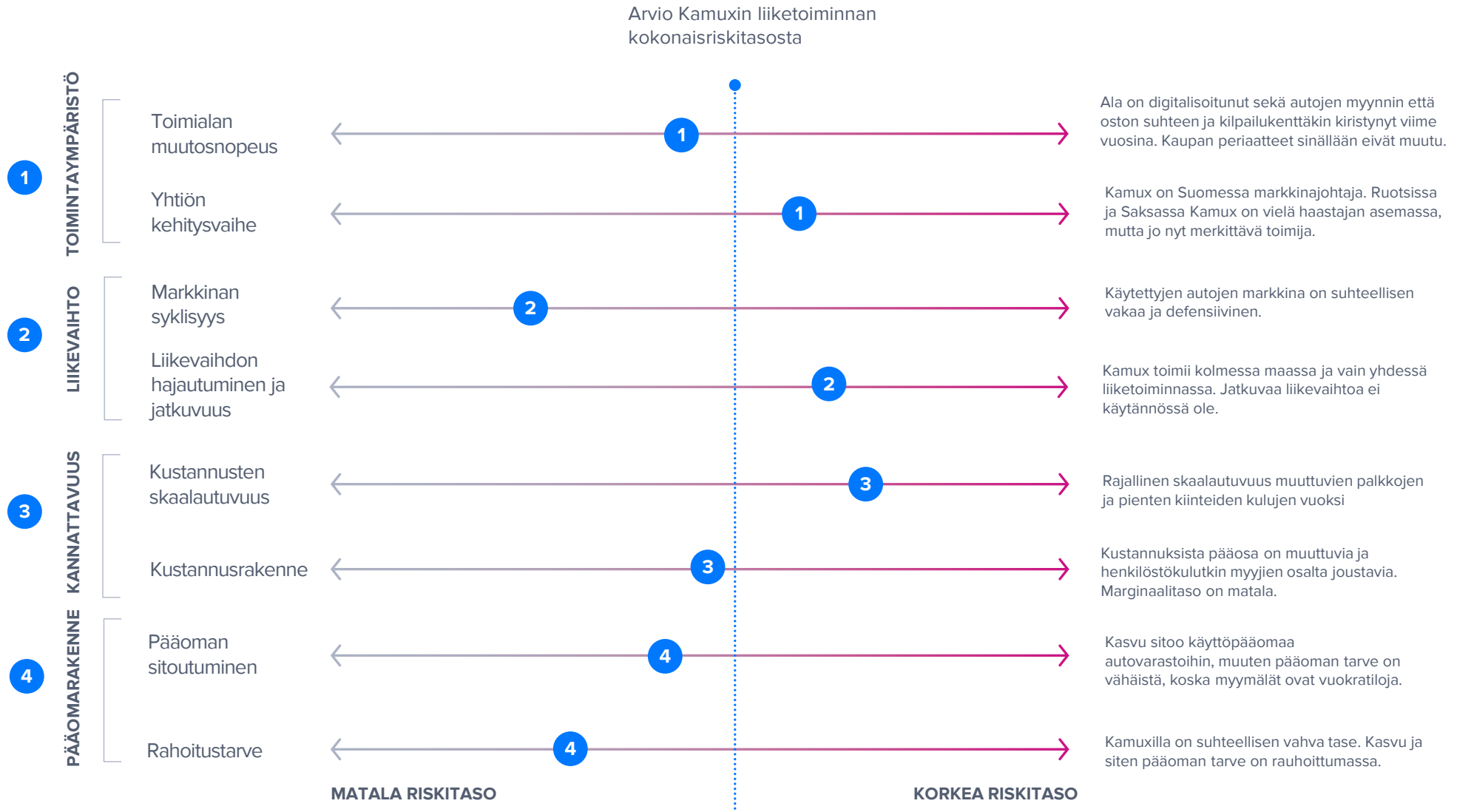
tuloksiin. Saka ja Riddermark toimivat isommissa myymälöissä ja vain yhdellä markkinalla, joka tuonee tehokkuutta kiinteisiin kuluihin, jotka ovat Kamuxia alemmat. Uskomme näiden toimijoiden olevan myös selkeämmin konseptoituja ja johdonmukaisesti ohjattuja, kun Kamuxilla on perinteisesti myymälätasolla ollut enemmän valtaa, joka on johtanut vaihtelevaan toimintaan ja laatuun. Etenkin Riddermarkilla ostotoiminta on käsityksemme mukaan erittäin aktiivista ja tehokasta ja myös lisäpalveluiden myynti on onnistunut Kamuxia paremmin. Myös erot myytyjen autojen iässä/laadussa voi tukea kilpailijoita, Kamuxin ollessa perinteisesti keskittynyt suhteellisen edullisiin autoihin, joissa kate voi jäädä pienemmäksi.

Kamuxin työntekijöiden viime vuosien vaihtuvuus on viime vuosina ollut korkeahko, jota voi pitää heikkoutena alalle/Kamuxille. Tämä on akuutisti vaivannut Kamuxia lähinnä Ruotsissa, muiden maiden tilanteen ollessa rauhallisempi.

Kuluttajakäynnän ja autojen hintatason muutokset pysyviä riskejä

Keskeinen riski yhtiön kannalta on luonnollisesti ulkomaiden heikon kannattavuuden jatkuminen tai jopa heikentyminen. Tämä rasittaisi myös pääoman tuottoa ja yhtiö mahdollisesti sitoisi vielä lisää pääomaa heikosti tuottavaan toimintaan. Pysyviä riskejä ovat verotuksen muutokset tai muut äkilliset muutokset autojen hintatasossa, jotka aiheuttavat Kamuxin varaston arvonalentumista. Samoin kuluttajakäynnän vaihtelu on luonnollisesti säännöllinen riski.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Markkina on vielä hajanainen

Käytettyjen autojen markkinat ovat kaikissa Kamuxin toimintamaissa hajanaiset ja toimijat vaihtelevat suurista valtakunnallisista merkkituoliikkeistä yksityishenkilöihin. Käytettyjen autojen myyntikanavat voidaan jakaa seuraaviin kategorioihin:

- 1. Uusia autoja myyvät merkkituoliikkeet**, jotka keskittyvät pääosin uusien autojen ja huolto- ja varasosalpalvelujen myyntiin, eikä käytettyjen autojen myynti ole niiden ydinliiketoimintaa. Liikkeet saavat käytetyt autot suurimmaksi osaksi vaihdossa uuden auton kaupassa, joten niiden valikoima on tyypillisesti rajallinen. Jotkut merkkituoliikkeet ovat tosin panostaneet enemmän käytettyihin viime aikoina
- 2. Isommat käytettyihin autoihin keskittyvät ketjut** kuten Saka ja Kamux. Näiden fokus on käytetyissä autoissa, valikoimat ovat laajat ja toiminta on hyvin toisiinsa vertautuvaa. Tällä ryhmällä on lähtökohtaisesti skaalaetu verrattuna muihin
- 3. Pienemmät käytettyjen autojen liikkeet** ovat usein paikallisia toimijoita, joilla on yksi tai muutama toimipiste. Autovalikoimat ovat yleensä rajallisia eivätkä ne hyödy suuren volyymin tuomista skaalaeduista.
- 4. Kuluttajien välinen autokauppa** sisältää monia piirteitä, jotka kuluttaja voi kokea rajoittavaksi autoliikkeisiin verrattuna. Kaupan

yhteydessä on harvoin mahdollista antaa oma auto vaihdossa, eikä kuluttajansuojalaki ulotu näihin kauppoihin.

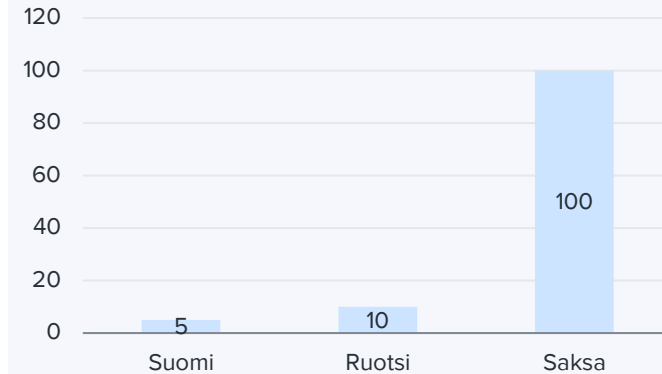
- 5. Autohuutokaupat** toimivat sekä digitaalisissa kanavissa että perinteisinä fyysisinä huutokauppoina. Huutokaupoissa voi olla myynnissä sekä huutokaupan järjestäjän omia kohteita että yritysten tai yksityishenkilöiden myyntiin asettamia autoja

Käytettyjen autojen kauppa on suhteellisen defensiivistä ja alan kysyntä on huomattavasti vakaampaa kuin esimerkiksi uusien autojen kaupassa. Markkina kasvaa pitkällä aikavälillä maltillisesti, jos lainkaan, minkä takia yksittäisten toimijoiden mahdollinen voimakkaampi kasvu tulee pääasiassa markkinaosuuksien voittamisesta. Näemme edelleen alalla painetta konsolidoitua ja suurilla toimijoilla edellytykset kasvaa pienempien toimijoiden kustannuksella. Tätä tukee myös kuluttajien välisen kaupan trendinomaisen vähentyminen.

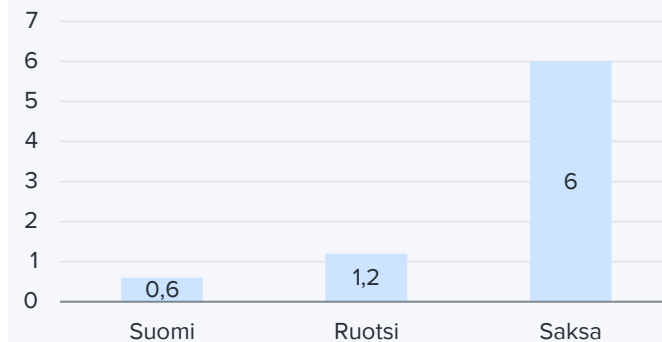
Kamuxin kohdemarkkinat

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Näiden kolmen maan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkinakoko on yhtiön mukaan noin 115 miljardia euroa (~7,8 miljoonaa käytettyä autoa vuonna 2023). Kamuxin visio on tulla johtavaksi käytettyjen autojen kauppaan erikoistuneeksi vähittäiskaupan ketjuksi Euroopassa.

Käytettyjen autojen markkina 2023, mrd. EUR



Käytettyjen autojen markkina 2023, m kpl



Lähde: Kamux

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Käytettyjen autojen markkina Suomessa

Autoalan keskusliiton mukaan Suomessa tehdään vuosittain 550 000-650 000 käytetyn auton kauppaa. Näistä arviolta 40 % on kuluttajien välistä kauppaa ja siten reilu puolet autoliikkeissä tehtyä. Markkina tippui 2022 merkittävästi, lähelle 550 tuhannen auton tasoa usean vuoden noin 630 tuhannen auton myyntitason jälkeen. Tänä vuonna myynnin odotetaan toipuvan takaisin yli 600 tuhannen auton tasoon, joka olisi historiaan nähden melko normaali määrä. Markkinaaan vaikuttaa välillisesti uusien autojen myynti, sillä se vaikuttaa käytettyjen autojen saatavuuteen, sekä yleinen kuluttajakysyntä/luottamus, jota ajaa kuluttajien ostovoima. Myös korkotaso ja sen muutokset vaikuttavat. Toisaalta vähän käytetty auto voi olla uuden auton vaihtoehto.

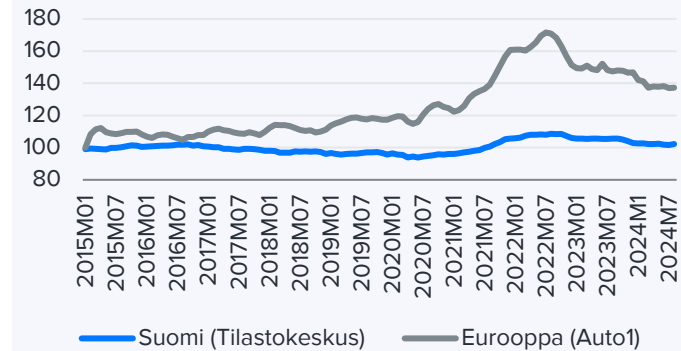
Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin mukaan maailman keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhtiön mukaan yhteensä noin 25 %:n markkinaosuus (eli liikkeissä tehdystä kaupasta lähes puolet). Tästä Kamuxilla on noin 8 % (myydyistä autoista) ja Sakalla suunnilleen yhtä paljon, seuraavien toimijoiden tullessa noin 5 %:n osuuksilla. Näemme markkinaosuuksien keskittyvän edelleen tulevaisuudessa, kun pienemmät toimijat ja kuluttajien välinen kauppa hiljalleen pienenevät. Tämä trendi on näkynyt jo useamman vuoden markkinalla. On tosin syytä huomata, että liikkeissä myydään tyypillisesti uudempia käytettyjä autoja ja vanhemmilla autoilla tyypillinen myyntitapa on kuluttajien välinen kauppa, joten läheskään kaikki kauppa tuskin siirtyy koskaan liikkeille.

Suomen markkinoilla suurimpia toimijoita autokaupassa ovat mm. Veho, Hedin Automotive, Kamux, K-Auto (Kesko), SAKA ja Rinta-Joupin Autoliike. Kamux on keskittynyt käytettyihin autoihin, kun monet kilpailijat myyvät myös uusia autoja sekä huolto- ja varaosapalveluita, joten tarkkoja lukuja käytettyjen autojen osalta ei ole tyypillisesti saatavilla. Samat nimet ovat kuitenkin myös käytettyjen autojen myynnissä suurimpia toimijoita. Keskon K-Auton käytettyjen autojen myynti oli yhtiön mukaan viime vuonna noin 27 % koko Keskon autokaupan liikevaihdosta eli noin 290 MEUR.

Pääkilpailija Saka suoriutuu Kamuxia paremmin

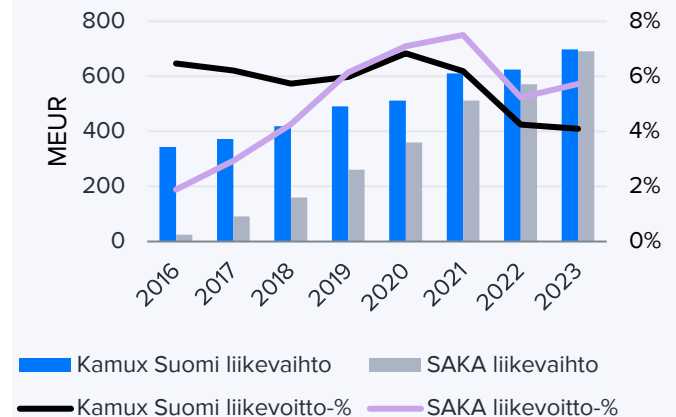
Kamuxin mallia eniten muistuttava kilpailija käytettyjen autojen kaupassa on 2015 perustettu Suomen Autokauppa, Saka, joka on Kamuxin ohella isommista ketjuista ainoa puhtaasti käytettyihin autoihin keskittyvä toimija. Sen liikevaihto vuonna 2023 oli käytännössä tasoissa Kamuxin (Suomi) kanssa ja sen kasvu on ollut vahvaa. Sakalla on Suomessa 25 autoliikettä eli selvästi Kamuxia vähemmän, mutta luvuista päätellen isommat myymälät ovat kulumielessä tehokkaampi. Saka on 2021-23 pystynyt Kamuxia parempaan kannattavuuteen, vaikka senkin marginaali on laskenut huippuvuosista. Sakan parempaa marginaalia tukee sekä korkeampi bruttokate että matalammat henkilökulut. Käsityksemme mukaan Saka myy keskihinnaltaan korkeampia autoja kuin Kamux ja on ollut Kamuxia vahvempi etenkin pääkaupunkiseudulla.

Käytettyjen autojen hintakehitys, indeksi




Lähde: Tilastokeskus, Auto1

Kamux Suomi vs. Saka



Lähde: Kamux, SAKA, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä Suomessa 3/6

	2023 liikevaihto (~MEUR)	2023 liikevoitto-%	Uusien autojen myynti	Käytettyjen autojen myynti	Raskaan kaluston myynti	Huoltopalvelut ja varaosamyynti
KAMUX 	700	4,1 %		✓		
VEHO	910	3,5 %	✓	✓	✓	✓
K Auto	1080	6,8 %	✓	✓		✓
SAKA	690	5,7 %		✓		
HEDIN ¹ AUTOMOTIVE	610	-1,1 %	✓	✓		✓
Rinta-Joupin Autoliike	550	1,7 %	✓	✓		✓
KÄYTTÖAUTO	390	1,0 %	✓	✓	✓	✓
J.RINTA-JOUPPI oy	345	3,3 %	✓	✓		✓
WETTERI OHITTAMATON.	440	2,7 %	✓	✓	✓	✓
AUTOKESKUS	400	0,0 %	✓	✓		✓
LänsiAuto	300	0,2 %	✓	✓		✓
BILIA 	260	3,4 %	✓	✓		✓

Huom: Sisältää Kamuxin osalta vain Suomen liiketoimintojen luvut, Kamux, Kesko ja Wetteri oikaistu liikevoitto. Osalla yhtiöistä on myös autojen maahantuontia (esim. Kesko ja Veho)
Lähde: Asiakastieto, Wetteri, Kamux, Kesko, Saka, Hedin Mobility Group

1) Hedin Automotive osti 2023 Delta auton, joka näkyy vain osittain yhtiön luvuissa

Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

Käytettyjen autojen markkina Ruotsissa

Ruotsissa tilastoidaan alle 10-vuotiaiden käytettyjen autojen kauppaa, joka on mielestämme Kamuxin kannalta relevantimpi otos kuin koko käytettyjen autojen markkina. Näiden kauppojen määrä oli parhaimmillaan vuonna 2021 420 000, mutta 2022-23 vain 350 000. Käytettyjen autojen kokonaismarkkina on Ruotsissa yli miljoona autoa vuodessa. Maan suurin käytettyjen autojen myyntikanava autojen lukumäärällä mitattuna (kaikki autot mukaan lukien) on yksityishenkilöiden välinen suora myynti. Ruotsissa kuluttajien välinen suora kauppa on ollut yleisempää kuin Suomessa.

Kamuxin markkinaosuus Ruotsin käytettyjen autojen markkinasta on arviomme mukaan noin 1 % koko markkinasta (#6). Olettaen, että Kamux myy vain alle 10-v autoja, sen markkinaosuus siitä joukosta on noin 3 %. Suurimmat toimijat Ruotsissa ovat käsityksemme mukaan Din Bil, Bilia, Hedin Automotive (jotka ovat kaikki liikevaihdoltaan yli mrd. EUR) ja puhtaasti vaihtoautoihin keskittyvät KVD Kvarndammen sekä Riddermark. KVD:n liikevaihto laski 2023 150 MEUR:oon kasvettauan sitä ennen voimakkaasti. Riddermark on Ruotsin suurin käytettyihin autoihin keskittynyt ketju ja teki liikevaihtoa 2022 yli 600 MEUR (2023 lukuja ei saatavilla). Yhtiö on kasvanut lähes nollasta kymmenessä vuodessa ja pystynyt noin 3,5 %:n keskimääräiseen liikevoittomarginaaliin eli sekä kasvun että kannattavuuden suhteen huomattavasti samoihin aikoihin Ruotsissa aloittanutta Kamuxia parempaan. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin mukaan yhteensä noin 10 % markkinasta.

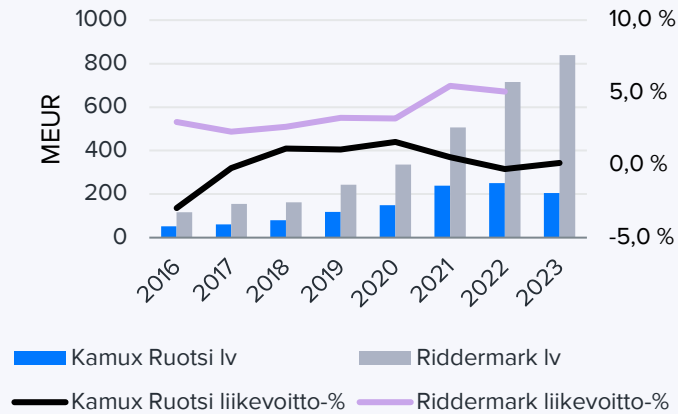
Käytettyjen autojen markkina Saksassa

Saksan käytettyjen autojen markkina on ollut historiallisesti noin 7 miljoonaa autoa, mutta viime vuonna taso oli vain 6m. Kamuxilla on Saksassa vain marginaalinen markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä koko maan tasolla. Kamuxin myymälät ovat lähinnä suur-Hampurin alueelle, joskin myymälöitä on viimeisen 1,5 vuoden aikana avattu myös muille alueille (kuten Niedersachsenin ja Nordrhein-Westfalenin).

Kamuxin näkemyksen mukaan auton ostajat ovat Saksassa hyvin merkki- ja laatutietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoilla on tyypillistä merkkiautoliikkeiden ja autovalmistajien keskeinen rooli sekä markkinoiden suuri hajanaisuus, jonka lisäksi Saksassa toimii myös alueellisia tai paikallisia käytettyjen autojen kauppaan keskittyviä toimijoita.

Suurimmat käytettyjen autojen myyjät Saksassa ovat käsityksemme mukaan AVAG Holding, Gottfried Schultz ja Feser-Graf Gruppe, jotka kaikki myyvät myös uusia autoja. Maassa on myös yksinomaan käytettyihin autoihin keskittynyt Autoland, jolla on vajaan 30 myymälän verkosto, sekä verkossa toimiva Auto1:n omistama Autohero. Autolandin myymälät ovat painottuneet Saksan itäosiin eli ne eivät kilpaile suoraan Kamuxin kanssa tällä hetkellä. Saksan markkina on Kamuxin muihin toimintamaihinn verrattuna teknologiselta kehitykseltään jäljessä ja kilpailutilanteeltaan hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin mukaan yhteensä vain 2 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen määrällä mitattuna.

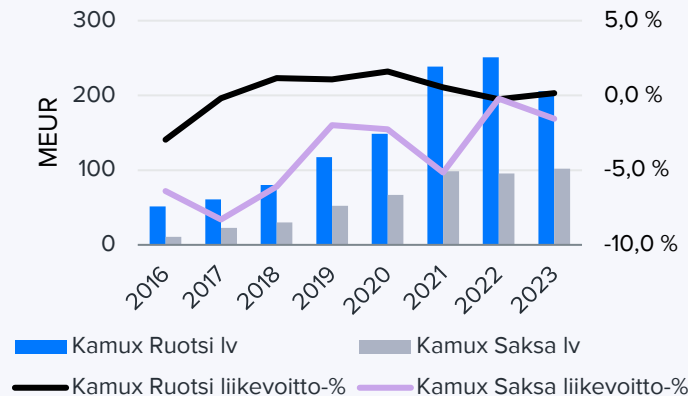
Kamux Ruotsi vs. Riddermark*



Lähde: Kamux, Riddermark

*Riddermarkin 2023 tilinpäätöstä ei julkaistu, liikevaihto: Aftonbladet

Kamux Saksa vs. Kamux Ruotsi



Lähde: Kamux

Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Käytettyjen automarkkinoiden keskeiset trendit

Markkinat, joilla Kamux toimii, ovat ominaispiirteiltään samankaltaisia, suhteellisen vakaita ja niihin vaikuttavat pääosin saman suuret trendit. Näitä trendejä ovat mm. ihmisten jatkuva liikkumisen tarve, internetin osuuden kasvu käytettyjen autojen markkinointi- ja myyntikanavana, yleinen vähittäiskaupan siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja tietynkaltaisten autojen kysyntään vaikuttavat muutokset lainsäädännössä ja esimerkiksi päästöveroissa.

Digitaalisten kanavien merkitys vähittäiskaupassa on 2000-luvulla kasvanut merkittävästi ja näin on myös käytettyjen autojen kaupassa. Lähes kaikki Kamuxin asiakaskontaktit alkavat verkossa ja käytettyjen autojen ostajat käyttävät yhä enemmän digitaalisia kanavia autojen etsimiseen. Hinnat muuttuvat yhä läpinäkyvimmiiksi ja informaation epäsymmetria ostajan ja myyjän välillä pienenee.

Tämä kehitys tehostaa mielestämme markkinoiden hinnoittelua sekä osto- että myyntipuolella ja sen voi siten nähdä laittavan painetta marginaaleihin. Toisaalta kehitys todennäköisesti keskittää kauppaa niille (isommille) toimijoille, joilla on ammattimainen osto-organisaatio, laaja valikoima ja varaa panostaa digitaalisiin kanaviin.

Euroopan johtavat toimijat

Kamuxin mukaan Euroopassa on kaksi sitä suurempaa puhtaasti käytettyjen autojen myyjää. Näistä suurin on tsekkiläinen Aures, joka on lähinnä Tsekin, Slovakian ja Puolan alueella toimiva yhtiö, jolla on yhteensä noin 45 myymälää viidessä maassa. Seuraavat sijat menevät selkeästi

online-toimijoiksi profiloituneille ranskalaisella Aramikselle (joka on Kamuxia isompi) sekä Saksalaiselle Auto1:n omistamalle Autoherolle (joka on hieman Kamuxia pienempi autojen lukumäärällä mitattuna). Nämä kaksi yhtiötä ovat kasvuvaiheessa ja kannattavuudeltaan vielä vaatimattomalla tasolla, joskin bruttokate/auto on niillä jo Kamuxia korkeammalla tasolla. Niiden erilainen liiketoimintamalli luo uhkaa perinteisille myymälävetoisille ketjuille, kuten Kamuxille. Näiden lisäksi merkittävä toimija on Brittiläinen Constellation Group, joka on verkossa toimiva autokauppias/huutokauppa. Kamuxin arvion mukaan se ei kuitenkaan ole kuluttajakaupassa niin suuri kuin aiemmat arviot osoittivat.

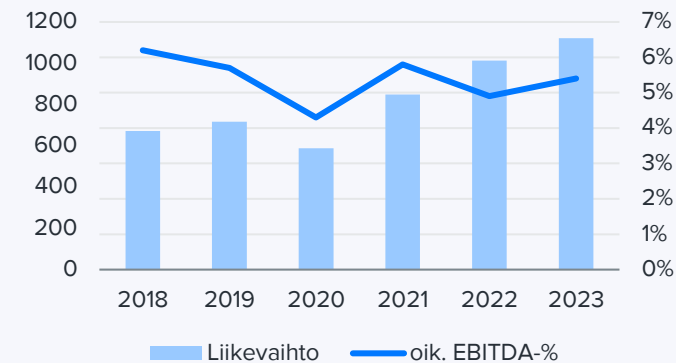
Liiketoimintamallin sekä myös toimintamaiden määrän suhteessa Aures on mielestämme Eurooppalaisista kilpailijoista parhaiten Kamuxiin verrattavissa olevan toimija. Myös pelkästään Britanniassa toimiva Motorpoint, on malliltaan Kamuxia vastaava. Aures on onnistunut kasvamaan myös viime vuonna ja sen oik. käyttökate-% on tyypillisesti liikkunut 5-6 %:n välillä. Liikevoittoprosenttina tämä tarkoittaa noin 3-4 %, joka on Kamuxin tavoitetaso (4 %) mukainen. Motorpointin luvut ovat olleet heikommät, viime vuosien liikevoittomarginaalin jäädessä keskimäärin alle 2 %:n ja viime vuodelta nollassa tasoon. Kilpailijoiden luvut tukevat mielestämme sitä, että Kamuxin tavoitetaso liikevoittomarginaalin suhteen on mahdollista saavuttaa myös Euroopan markkinoita laajemmin ajatellen. Ala on kuitenkin hyvin kilpailtu, eikä kaikkien toimijoiden ole mielestämme mahdollista saavuttaa kestävästi hyvää kannattavuustasoa.

Euroopan suurimmat käytettyjen autojen myyjät



Lähde: Kamux, Inderes

Aures Holdings - taloudellinen kehitys

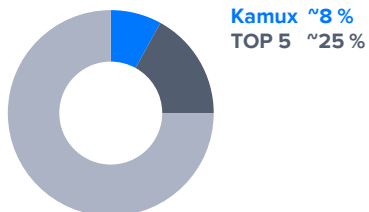


Lähde: Aures Holdings

Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

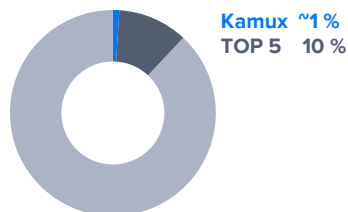
Suomi (71 % liikevaihdosta)¹

Markkinaosuudet



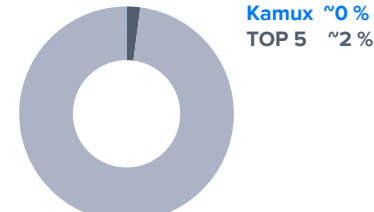
Ruotsi 19 % liikevaihdosta¹

Markkinaosuudet

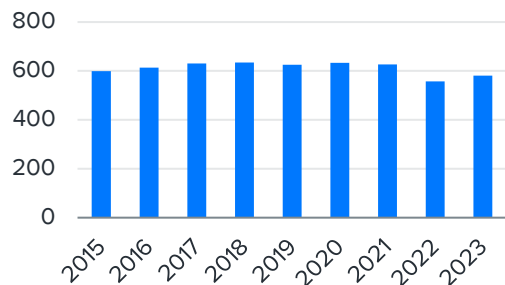


Saksa, 10 % liikevaihdosta¹

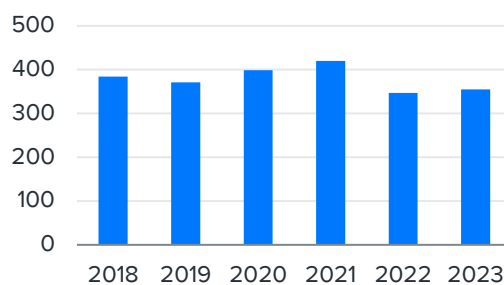
Markkinaosuudet



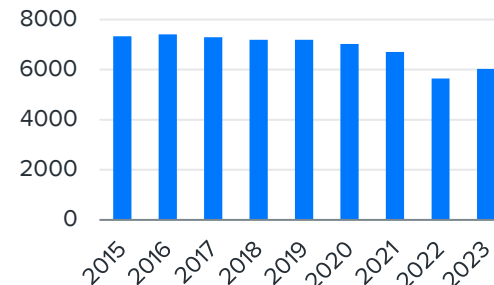
Käytettyjen autojen markkinakoko (t kpl)



Käytettyjen autojen (alle 10-v) markkinakoko (t kpl)



Käytettyjen autojen markkinakoko (t kpl)



Suurimmat toimijat

Autoliike

Kamux
Rinta-Joupin Autoliike
Veho
Jarmo Rinta-Jouppi
SAKA
K-Auto

Vain käytettyjä autoja

Kyllä
Ei
Ei
Ei
Kyllä
Ei

Suurimmat toimijat

Autoliike

Din Bil
Bilia
Riddermark
Hedin Automotive
KVD Kvarndammen

Vain käytettyjä autoja

Ei
Ei
Kyllä
Ei
Kyllä

Suurimmat toimijat

Autoliike

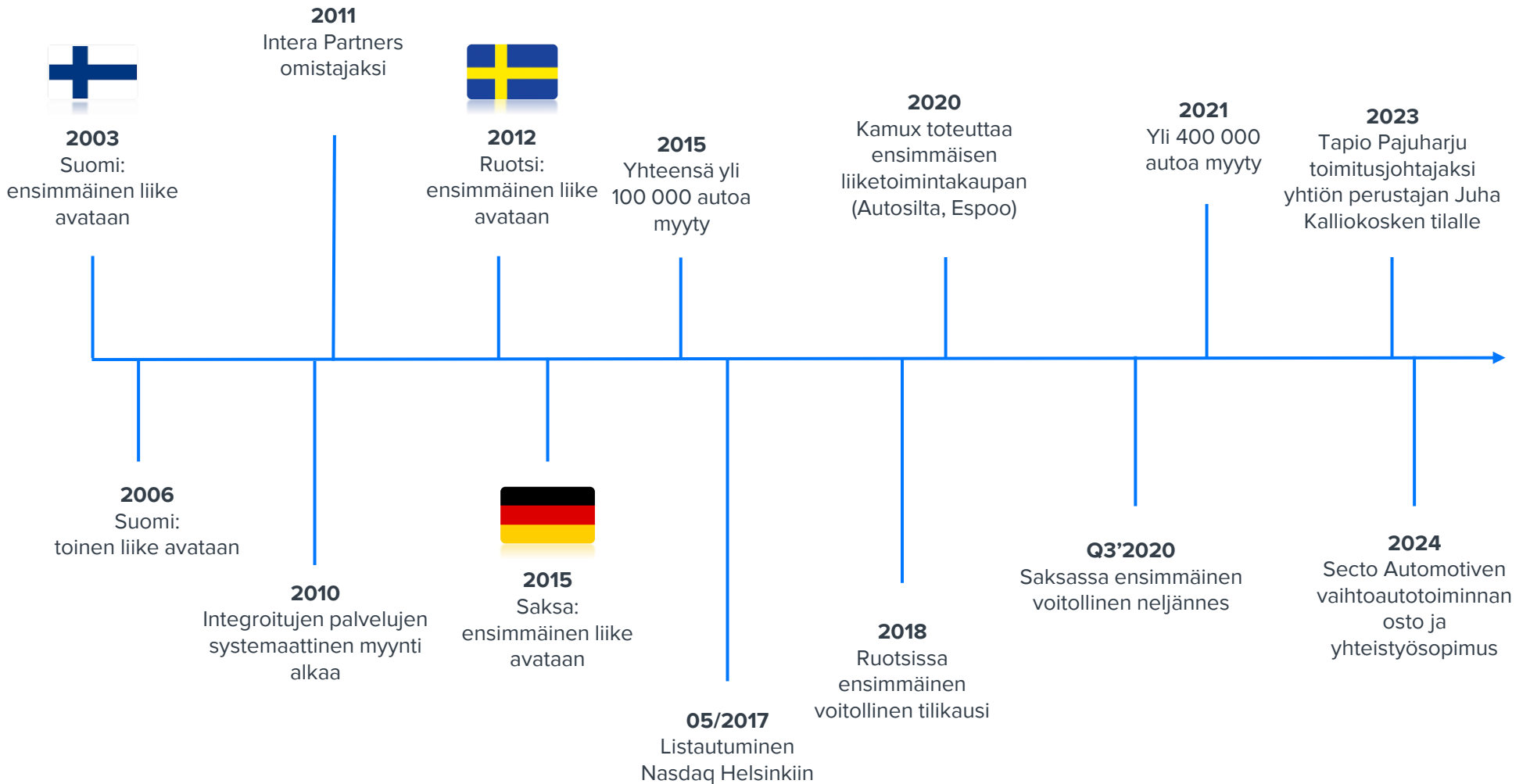
AVAG Holding
Gottfried Schultz
Feser-Graf Gruppe

Vain käytettyjä autoja

Ei
Ei
Ei

1) Rullaava 12 kuukauden luku ulkoisista liikevaihdoista.

Historiallinen kehitys 1/3



Historiallinen kehitys 2/3

Historiassa vahva kasvu ja tasainen kannattavuus, viime vuosina heikompaa

Kamuxin historiallinen liikevaihdon kasvu on ollut erittäin vahvaa. Vuosien 2007-2012 aikana liikevaihdon kasvu oli 43 % vuodessa, mikä koostui täysin kasvusta Suomen markkinoilla. Tällä aikavälillä liikevaihto kasvoi 19 MEUR:sta 112 MEUR:oon. Vuoden 2012 jälkeen yhtiö aloitti laajentumisen ulkomaille. Vuosien 2012-2023 välillä liikevaihto kasvoi 112 MEUR:sta 937 MEUR:oon, mikä tarkoittaa keskimäärin yli 20%:n kasvua vuodessa (CAGR) kahden viime vuoden väisystä kehityksestä huolimatta. Liikevaihtoa kasvatti pääosin myytyjen autojen lukumäärän kasvu, joskin vuosina 2021-22 myös keskihinta nousi selvästi.

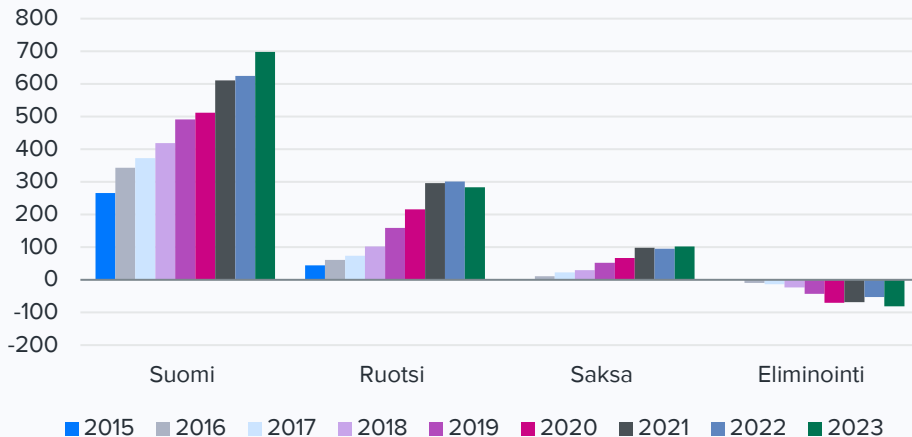
Kannattavuuden osalta yhtiöllä oli varsin tasainen liikevoittomarginaali, noin 5 %, aina 2019 asti. Suomessa kasvu oli alusta asti kannattavaa ja kannattavuus myös skaalautui kasvun mukana. 2019 jälkeen ensin ulkomaiden heikompi marginaalitaso painoi kannattavuutta ja sitten myös Suomen kannattavuus heikkeni markkinan muutosten myötä vahvojen 2020-21 vuosien tasosta historiallisen tasonsa alapuolelle vuonna 2022, jonka jälkeen se on pysynyt 4 %:n tuntumassa.

Tuloslaskelmaa katsoessa marginaalin heikentyminen näkyy etenkin bruttokatemarginaalissa, kun taas kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat pysytelleet varsin hyvin historiallisen tasoa (noin 8 %) tuntumassa. Bruttokatteen heikentymiseen vaikutti vuosina

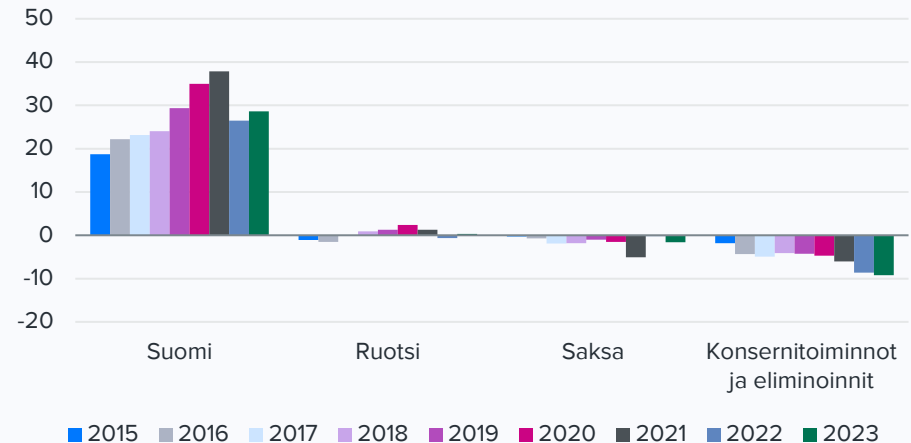
2021-22 ulkomaiden heikompi katetaso ja vuonna 2022 myös Suomessa selvästi laskenut bruttokatemarginaali, eikä 2023 tapahtunut merkittäviä muutoksia. Integroitujen palveluiden osuus liikevaihdosta on pysynyt yli 5 % tasolla Suomen hyvän kehityksen vuoksi, vaikka ulkomailta osuus onkin pienempi.

Luvuista ja alla olevasta kuvasta huomaa, että konsernikulut ovat 2021-22 kasvaneet selvästi. Tämä johtuu pääosin siitä, että Kamux tekee enemmän esim. digitaalista kehitystä nykyisin itse, kun aiemmin tämä oli ulkoistettu ja näkyi investoinneissa. Kassavirtamielessä eron ei siis pitäisi olla merkittävä. Toki konsernitoiminnot kasvavat tyypillisesti hiljalleen muutenkin yhtiön kasvaessa.

Liikevaihto segmenteittäin, MEUR

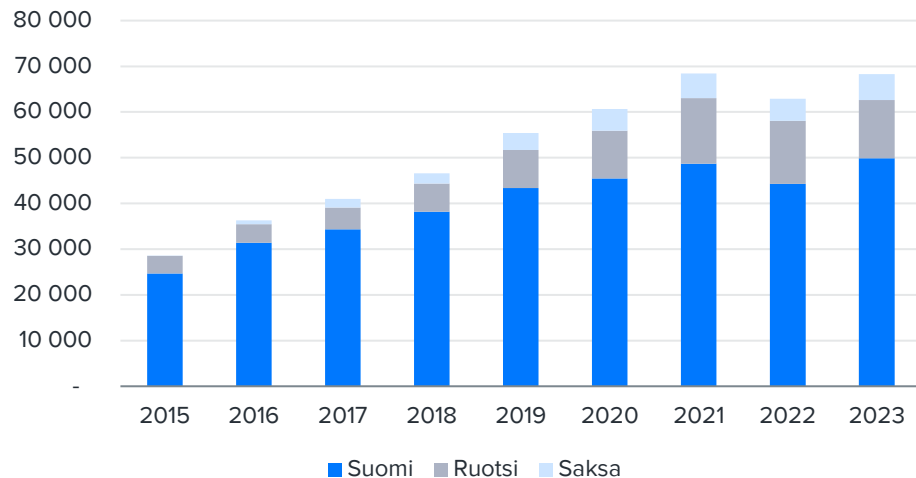


Liikevoitto segmenteittäin, MEUR

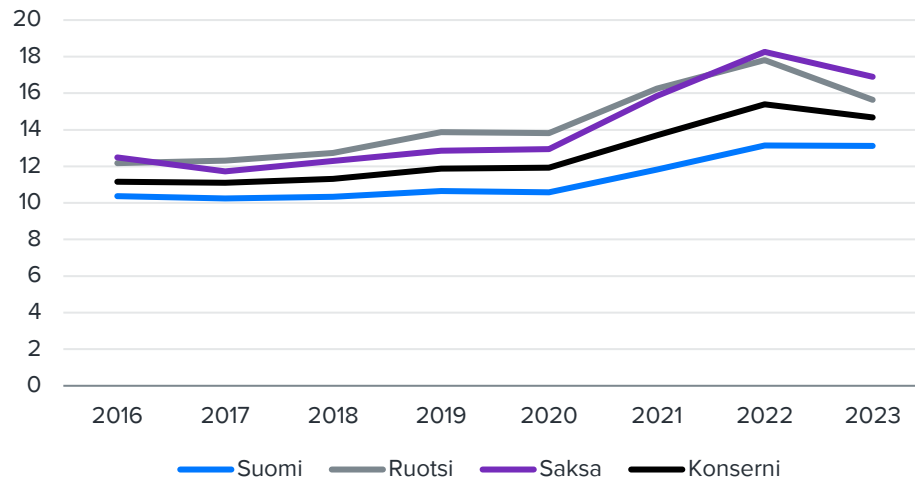


Historiallinen kehitys 3/3

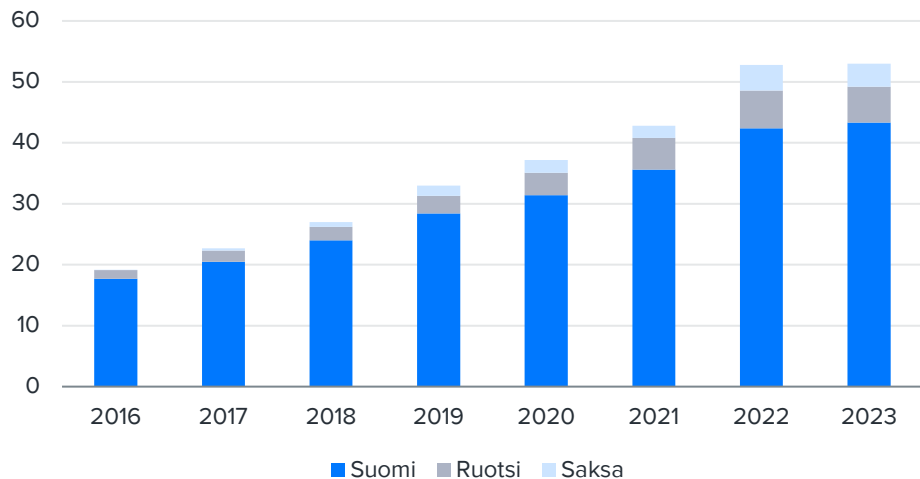
Myydyt autot (ei sisäistä myyntiä, kpl)



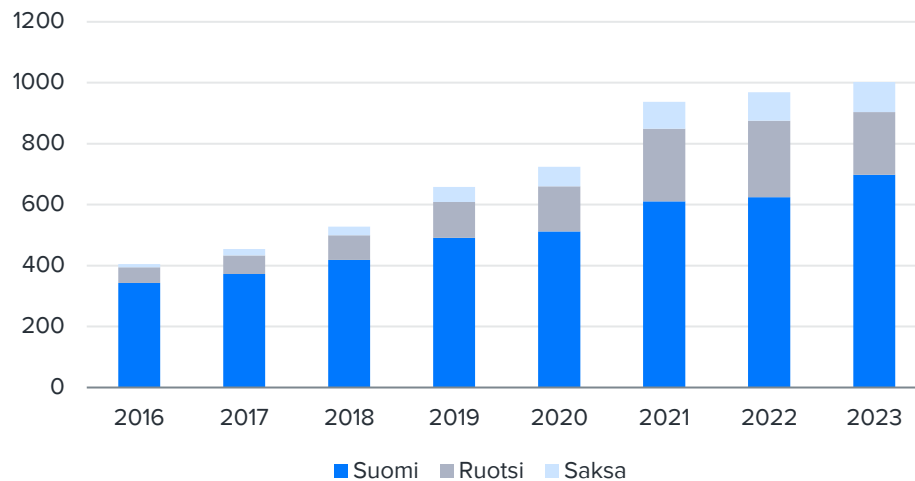
Myytyjen autojen keskihinta (tEUR)



Integroitujen palveluiden liikevaihto, MEUR



Liikevaihto, MEUR



Lähde: Kamux, Inderes

Taloudellinen tilanne

Varasto vie valtaosan taseesta

Kamuxin taseen varoissa yli puolet on vaihto-omaisuutta eli käytännössä yhtiön myymälöissä tai muualla käsittelyssä/kuljetuksessa olevia autoja. Autovalikoima on luonnollisesti Kamuxille tärkeä sen liiketoiminnan kannalta, eikä varaston kokoa tulekaan optimoida koon suhteen, vaan lähinnä laadun. Varaston kiertonopeus on kuitenkin tärkeä mittari Kamuxille ja kuten jo edellä kävimme läpi, se on vuosien varrella noussut jonkun verran ja Kamuxilla pitäisi sen suhteen olla mahdollisuuksia tehostaa pääoman käyttöä.

Varaston lisäksi Kamuxin taseesta vie 20 %:n siivun aineellinen omaisuus, josta pääosa kuitenkin on vuokravastuita eikä varsinaista kiinteää omaisuutta. 10 %:n osuus on sekä aineettomalla omaisuudella (sisältäen liikearvon) että myyntisaamisille. Liikearvon osuus on vähäinen (14 MEUR), eikä sen mahdollinen alaskirjaus aiheuttaisi nähdäksemme ongelmia Kamuxille. Rahavaroja Kamuxilla on toimintansa kokoon nähden vähän, Q2'24 lopussa 5 MEUR ja tyypillisesti vain joitakin miljoonia euroja. Varaston nopea kierto ja lyhyen aikavälin rahoituksen käyttö mahdollistaa nähdäksemme pienen kassan, joka pääoman käytön tehokkuuden puolesta on hyvä asia.

Velkapuolella yhtiöllä on omaa pääomaa vajaa puolet taseesta eli omavaraisuusaste on hyvä (45 %). Korolliset velat, vuokravelat ja ostovelat ovat kukin 15-20 % taseesta. Korolliset velat painottuivat Q2'24 lopussa lyhytaikaisiin velkoihin, koska yhtiö on uusimassa loppuvuoden aikana rahoitusjärjestelyjään. Kamux ei rahoita käyttöpääomatarpeitaan varastoa vakuutena hyödyntävällä velalla kuten monet muut alan toimijat.

Kamux haluaa pitää taseensa vahvana, mutta ei kerro sille numeerista tavoitetta

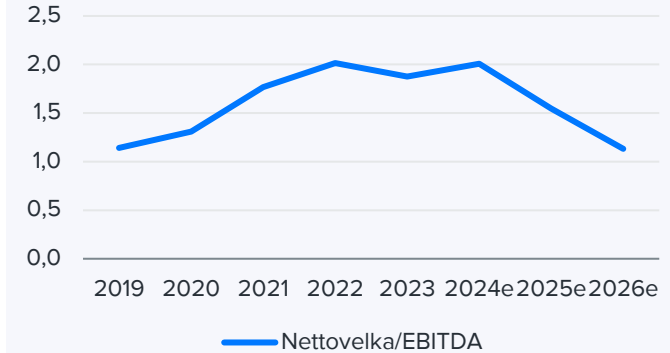
Kamux toistaa usein haluavansa pitää taseen vahvana ja näkevänsä sen hyvänä kasvun mahdollistajana niin vahvassa kuin heikossakin markkinassa. Mitään numeerista tavoitetasoa yhtiö ei ole kuitenkaan taseen suhteen antanut. Käsityksemme mukaan yhtiö haluaa kuitenkin pitää jonkinlaista velkavipua eli nettovelaton tasekaan ei ole tavoitteena.

Taseessa onkin ollut historiallisesti varsin maltillisesti velkaa, etenkin jos katsotaan varsinaisia rahoitusvelkoja eli ilman vuokraveloja. Q2'24 lopussa näiden määrä oli kuitenkin yhteensä noin 40 MEUR, joka noin 20 MEUR käyttökatteeseen (ilman IFRS 16 vaikutusta) suhteutettuna on noin 2x. Raportoiduilla luvuilla nettovelka/EBITDA oli Q2'24 noin 2,5x. Nämä luvut ovat kohtuullisia, mutta eivät anna tällä hetkellä kuvaa erityisen vahvasta taseesta. Uskomme kuitenkin tunnusluvun paranevan 2025 alkaen, kun tulos kääntyy kasvuun ja samaan aikaan kassavirta pienentää velkaa.

Taseasema mahdollistaa kasvun

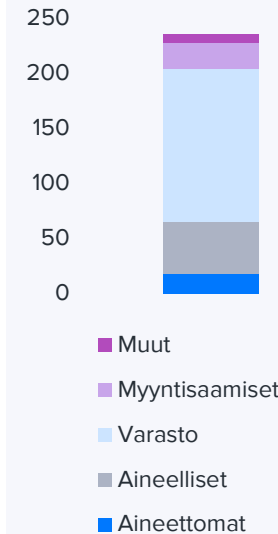
Mikäli ennustemme tulosparannuksesta toteutuvat, Kamuxin tase ja kassavirta riittävät hyvin rahoittamaan tulevaa kasvua. Etenkin orgaaninen kasvu tuskin lähivuosina vaatii merkittävästi pääomia, kun kasvuvauhti on ennusteissamme suhteellisen rauhallinen. Emme odota Kamuxilta rahallisesti merkittäviä yritysostoja, eikä tase siten nähdäksemme ole rajoittava tekijä myöskään mahdollisten yritysostojen suhteen.

Nettovelka/EBITDA

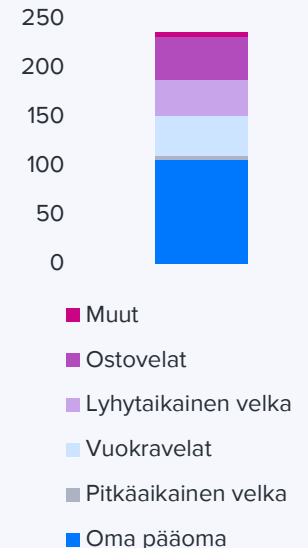


Lähde: Inderes

Taseen varat Q2'24 (MEUR)



Taseen velat Q2'24 (MEUR)



Lähde: Kamux, Inderes

Strategia (julkaistu maaliskuussa 2024)

Kamuxin visio on olla Euroopan ykkönen käytettyjen autojen vähittäiskaupassa



Asiakaskokemuksen kehittäminen – ystävällisin, helpoin ja luotettavin käytettyjen autojen kauppa

- Asiakaslähtöinen valikoima kuluttajille ja ammattilaisille
- Keskitetysti ohjatut reilut hinnat kaikissa kanavissa
- Läpinäkyvä laatu 3. osapuolen todentamalla tarkastuksilla
- Saumaton asiakaskokemus kaikissa kanavissa
- Innovatiiviset ja helpot liikkumisen palvelut

Toiminnallinen tehokkuus – Toimintojen standardointi ja teollistaminen läpi arvoketjun

- Konsernin hyödyntäminen ostotoiminnassa, globaalit ja paikalliset ostotiimit
- Keskitetympi autojen tarkastus-, kunnostus- ja myyntilaittoprosessi, keskitetty verkkokauppa
- Keskitetyt dataa hyödyntävät hinnoittelu- ja ostoprosessit sekä työkalut
- Motivoituneet työntekijät, joilla on selkeät roolit ja kannustimet, jotka on linjassa Kamuxin arvojen kanssa

Inderesin kommentit Kamuxin strategisista tavoitteista

- Kamuxin aiempiin tavoitteisiin kuului ”monikanavainen asiakaskokemus” ja ”datan hyödyntäminen ja tiedolla johtaminen”, joita asiakaskokemuksen tavoite tavallaan jatkaa
- Valikoiman osalta Kamuxilla on selkeästi pyrkimys muuttaa valikoimaa enemmän paikallisiin tarpeisiin sopivaksi (myymäläkohtaisesti) ja kokonaisuutena hieman arvokkaampien autojen suuntaan. Näemme tämän hyvänä suuntana, jolla yhtiö voi houkuttaa paremmin eri asiakasryhmiä
- Hintojen osalta Kamux pyrkii yhtenäistämään hinnoitteluaan ohjaamalla sitä vahvemmin yhtiötasolla. Tämä tekee yhtiöstä helpommin ohjattavan, mutta toisaalta vähentää paikallista päätöksenteon joustavuutta
- Asiakkaan luottamusta pyritään saamaan jatkossa selkeämmillä ja samanlaisilla tiedoilla auton kunnosta. Verkkokaupan lisääntyessä, mahdollisimman selkeä ja laajan tiedon jakaminen on mielestämme ehdoton vaatimus.
- Asiakaskokemuksen parantaminen ja liikkumiseen palveluihin liittyvät ratkaisut ovat mielestämme varsin ilmiselviä asioita ja perusvaatimuksia
- Pääosin tämän kohdan pointit on varsin perusasioita Kamuxin tapaiselle yhtiölle. Yhtiö on kuitenkin käsityksemme mukaan toiminut, ja toimii osittain edelleen, varsin hajanaisesti/paikallisesti, ja toimintaa halutaan nyt selvemmin yhtenäiseksi ja konsernijohtoiseksi. Näemme tämän pääosin positiivisena, joskaan se ei saa liikaa jäykistää organisaation toimintaa

- Tämä tavoite korvasi selvästi aiemman ”tehokkaat prosessit ja skaalautuvuus”, jossa oli osin samoja tavoitteita
- Näissäkin tavoitteissa keskeisenä teemana on toimintojen vahvempi yhdenmukaistaminen ja keskittäminen kautta linjan. Esim. autojen ostoihin ja käsittelyprosesseihin liittyen näemme tämän positiivisena, sillä suuremmalla skaalalla ja selkeillä prosesseilla on uskoaksemme saavutettavissa sekä tasaisen laadukasta toimintaa että kustannussäästöjä
- Data-avusteisesta hinnoittelusta yhtiön on puhunut jo vuosia, mutta käsityksemme mukaan yhtiö ei edelleenkaan hyödynnä esim. sen tietojärjestelmän potentiaalia läheskään täysimääräisesti liiketoiminnan tukena
- Ostotoiminnan osalta yhtiö pyrkii myös jatkossa vahvemmin ostamaan autoja kumppanuuksien kautta (kuten tuore yhteistyö Secto –leasingyhtiön kanssa)
- Tämänkin osa-alueen tavoitteet on pääosin varsin perustekemistä, mutta matalan katteen liiketoiminnassa ne pitää tehdä hyvin, jotta yhtiö pystyisi hyvään tulokseen. Tässä yhtiöllä on viime vuosiin verraten selvästi parantamisen varaa/tarvetta

Taloudelliset tavoitteet



Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet (annettu maaliskuussa 2024, tavoitteiden aikaa ei määritelty)

Liikevaihto 1,5 mrd. EUR
Mydyt autot 100 000

Oikaistu liikevoittomarginaali 4 %

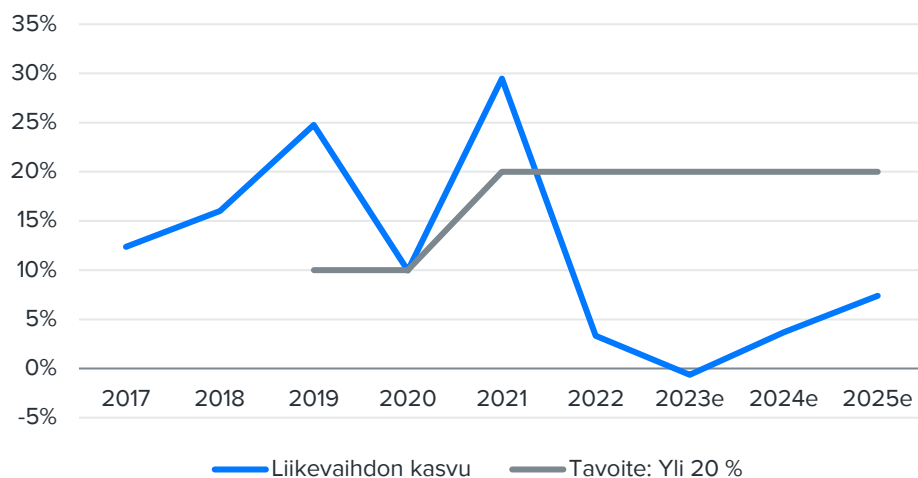
Osingonjakosuhte vähintään 25 %

- Molemmat tavoitteet tarkoittavat noin 50 % kasvua 2023 tasolta eli keskimäärin noin 8 % kasvua, jos tavoitteet saavutettaisiin 5 vuodessa (aiempi kasvutavoite oli 20 % pa.), kun viime vuodet on oltu lähes paikallaan
- Tavoitteista ei heijastu strategiasta välittyvä keskihintojen nousu, joka selittynee lähinnä tavoitteiden pyöristämisestä pyöreisiin lukuihin
- Emme usko yhtiön yltävän tavoitteisiin, sillä tavoitellut tasot ei toteudu meillä koko kymmenen vuoden ennusteperiodilla

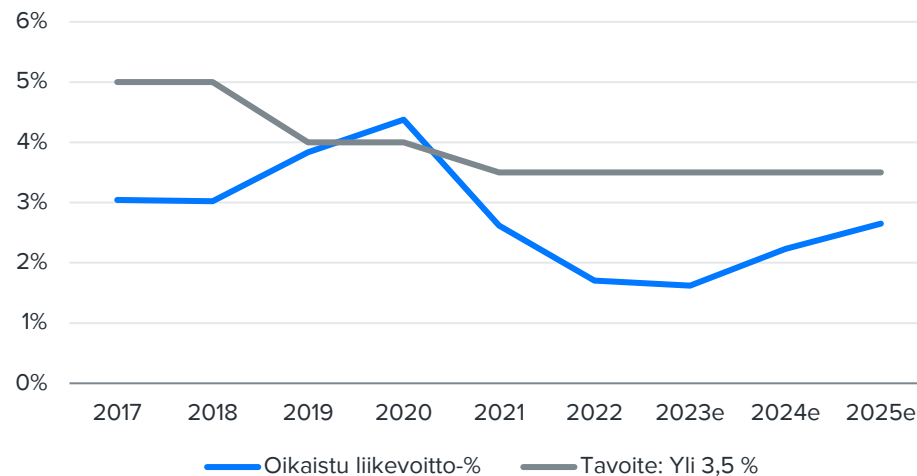
- Kamux nosti yllättäen marginaalitavoitettaan hieman 3,5 %:sta 4 %:iin, vaikka nykyinen kannattavuus on kaukana näistä, alle 2 %
- Ennustamme marginaalin ja tuloksen nousevan 2026-27, mutta pysyvän alle 3 %:n
- Pidemmälläkin aikavälillä uskomme marginaalin olevan 2,5-3 % välillä eli lähellekin tavoitetta yltäminen olisi selvästi positiivista
- Liikevaihto ja marginaali yhdessä tarkoittavat 60 MEUR liikevoittotasoa, nykyisen alle 20 MEUR tasoon nähden

- Tavoitteiden päivityksen yhteydessä Kamux pudotti pois aiemman oman pääoman tuottotavoitteen
- Varsinaisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi sillä on kuitenkin osingonjakotavoite, joka on varsin matala, ja jonka yhtiö onkin ylittänyt yleensä selvästi
- Kun yhtiön kasvuvauhti on selvästi laskenut takavuosista, osingonjako tulee hyvin todennäköisesti myös pysymään selvästi tavoitetta korkeampana, ennustamme noin 40 % vuosina 2024-26

Liikevaihdon kasvu



Oikaistu liikevoittomarginaali



Ilmastonmuutos ja taksonomia

Kamuxin liiketoiminta on taksonomian ulkopuolella

Kamuxin toimiala on käytettyjen autojen kauppa, joka ei tässä vaiheessa kuulu taksonomian piiriin. Tämä johtuu nähdäksemme siitä, että taksonomiassa on määritetty aluksi toimialoja joilla on merkittävin vaikutus ilmastonmuutokseen, joihin kuluttajatuotteet eivät kuulu. Yhtiö onkin todennut että sen taksonomiakelpoisuus ja –mukaisuus on tällä hetkellä kaikilta osin 0 %. Koska Kamuxin toiminta jää tällä hetkellä taksonomian ulkopuolelle, ei taksonomialle ole nähdäksemme vaikutusta yhtiöön.

Ei julkistettuja päästöjä, eikä selviä tavoitteita

Kamuxin oma toiminta luo vain rajallisesti päästöjä ja ilmastovaikutuksia. Sen toiminnan suurin vaikutus syntyy epäsuorasti, kun sen myymät ajoneuvot ovat liikenteessä. Kamuxin vaikutusmahdollisuudet liittyvätkin lähinnä sen myynnissä olevan autovalikoiman kehittämiseen vähäpäästöisempään suuntaan. Käytännössä yhtiö kuitenkin seuraa mielestämme tämän suhteen pitkälti markkinakysyntää, eikä siten pysty itse oleellisesti vaikuttamaan autokannan kehittymiseen, vaan muutos lähtee auton ostajista/käyttäjistä.

Kamux ei ole julkistanut sen päästömääriä, eikä sillä myöskään ole julkistettuja ilmastotavoitteita. Epäsuorasti tähän liittyen, Kamuxin seuraamiin vastuullisuusmittareihin kuuluu mm. tuontiautojen ikä ja ”vaihtoehtoisten” käyttövoimien osuus sekä polttoaineen kulutus per myyty auto. Näidenkään osalta yhtiö ei ole kuitenkaan julkistanut tavoitetasoja, joihin yhtiön suoriutumista voisi verrata. Kaiken kaikkiaan tietoja yhtiön arvioimiseksi ilmastotavoitteiden osalta on hyvin niukasti.

Ei-taloudelliset tavoitteet

Edellisen sivun taloudellisten tavoitteiden ohella Kamuxilla on kaksi ei-taloudellista tavoitetta. Nämä ovat NPS (Net Promoter Score) eli asiakkaiden suositteluindeksi, jossa Kamuxin tavoite on 60, viime vuoden arvon ollessa 50. Yhtiöllä on lisäksi eNPS eli työntekijöiden NPS-tavoite, joka on 40, kun tuorein vuoden 2023 arvo oli 33 ja 2022 vain 16. Tavoitteet näyttävät vaativan kohtuullista parannusta ja siten saavutettavilta ja järkeviltä tavoitteilta.

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

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

Ilmasto

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

Ennusteet 1/6

Ennustemalli ja pääpiirteet

Mallinamme Kamuxin autojen myynnistä syntyvän liikevaihdon kehitystä maakohtaisesti arvioidun markkinakehityksen ja markkinaosuuden sekä keskihinnan kehityksen avulla. Integroiduista palveluista syntyvä liikevaihto nojaa ennustamaamme autojen myyntimäärään sekä arvioon integroiduista palveluista saaduista tuloista. Mallinamme kannattavuuden kehitystä maakohtaisesti erikseen katteen ilman palveluita ("rautakate"), integroitujen palveluiden ja kiinteiden kuluja kautta.

Isossa kuvassa odotamme markkinakehityksen tasaantuvan ja Kamuxin kasvavan lähinnä Suomen Secto-yritysoston myötä sekä Saksassa, jossa Kamux on vielä pieni markkina-alue. Kannattavuuden odotamme paranevan kaikissa maissa nykytasoon verrattuna. Tosin Suomen osalta parannus on vain lievää ja Ruotsissa tulos jää vain hieman positiiviseksi liikevoittotasolla ennustevuosinakin. Suhteellisen kannattavuuden selkein parannus tulee Saksassa, jossa odotamme marginaalin paranevan kasvun myötä. Absoluuttisessa tulosparannuksessa Ruotsin tappioiden kääntäminen plussalle ja Suomen parantuminen ovat kuitenkin etenkin 2025 tärkeämpiä tulosajureita. Emme ennusta lähivuosille uusia toimintamaita, mutta jotain uusia palveluita Kamux on jo tuonut ja pyrkii luultavasti tuomaan jatkossakin valikoimaansa tukeakseen tulostaan (esim. renkaiden myynti, huolto, katsastus). Emme ole odottaneet kuitenkaan ennusteissamme merkittäviä tuloja mahdollisista

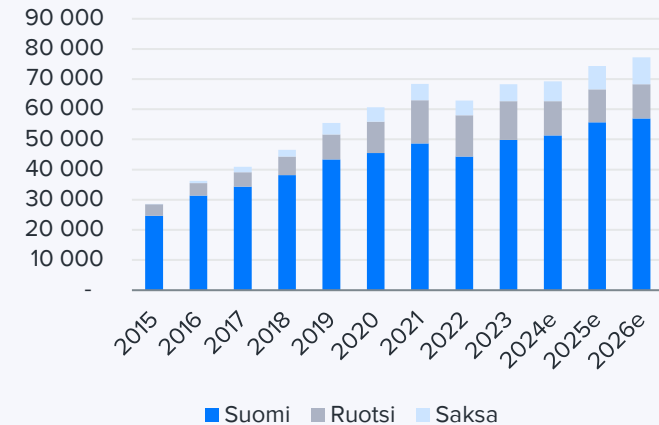
uusista palveluista. Kuten aiemmin kerroimme, lisätulot eivät välttämättä näy suoraan tuloksessa vaan niitä voidaan käyttää myös rautakatteen laskuun.

2024 ohjeistuksen saavuttaminen haastavaa

Muutaman kvartaalin kestäneen nousutrendin jälkeen Kamuxin Q2'24-tulos oli selkeä pettymys ja jäi vertailukauden tasosta. Koko H1-tulos oli vertailukauden tasolla, mutta vertailuluvut olivat suhteellisen heikkoja ja trendi oli alkuvuoden aikana heikompaan suuntaan. Kamux on ohjeistanut koko vuoden oik. liike tuloksen paranevan vertailukauteen nähden (18,0 MEUR), mutta meidän ennuste on ohjeistuksen alapuolella ja odotamme 16,6 MEUR. Tämä johtuu pitkälti siitä, että odotamme alkuvuonna tappiota tehneen Ruotsin jatkavan miinuksella myös Q3:lla sekä autojen puutteesta Q2:lla kärsineen Suomen suoriutuvan myös Q3:lla vertailukautta heikommin. Liikevaihdon osalta näemme hienoista kasvua koko vuodelle (2 %), joka syntyi pääasiassa jo Q1:llä.

Maakohtaisesti odotamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan hyvin Suomessa ja jonkin verran Saksassa, mutta laskevan selvästi Ruotsissa. Tuloksen osalta näemme parantumista Suomessa ja Saksassa, Ruotsin tuloksen kärsiessä selvästi laskeneista volyymeista ja myös rautakate heikkenee viime vuoteen nähden. Suomen ja Saksa osalta parannus tulee sekä kasvaneista volyymeistä, että parantuneesta rautakatteesta ja integroitujen palveluiden tuotoista.

Myytyt autot (ulkoinen myynti, kpl)



Liikevaihto, MEUR



Ennusteet 2/6

Oik. osakekohtaista tulosta ennustamme tälle vuodelle 0,26 euroa, hieman vertailukauden 0,29 euroa vähemmän. Tämän myötä ennustamme osingon pysyvän ennallaan 0,17 eurossa (jota laskettiin tämän raportin yhteydessä 1 sentti).

Selkeä tuloskäänne ennusteissa 2025

Odotamme käytettyjen autojen markkinoiden elpyvän lievästi mm. korkojen laskun tukemana ja olevan pitkälti historiallisten lukujen tasolla 2025. Edellisvuoteen verrattuna pieni markkinakasvu ja Kamuxin pieni markkinaosuuksien parantuminen Suomessa ja Saksassa vetää ennusteissamme autojen kappalemääräisen myynnin 7 %:n kasvuun, josta 3 % on Secto-kaupan vaikutusta. Olemme sisällyttäneet kaupan lukuihin 2025 alusta tämän raportin yhteydessä. Secto-kaupan nostaessa hieman autojen keskihintaa Suomessa ja integroitujen palveluiden kasvaessa hieman automyyntiä nopeammin nousee liikevaihto ennusteissamme kappalemääräistä myyntiä nopeammin, noin 10 %. Kasvusta puolet on orgaanista.

Tuloksen osalta uskomme sekä nousevan bruttokate/auto että laskevan kiinteät kulut/auto (Ruotsissa ja Saksassa) –suhdelukujen ajavan liikevoittomarginaalin parantumista kaikissa maissa 2025. Tätä tukee odotuksissamme tarkempi fokus kannattavuuteen ja yhtiön prosessien tehostaminen mm. käynnissä olevan tehostamisohjelman myötä, jolla tavoitellaan 5-7 MEUR säästöjä 2025 loppuun mennessä. Tehostamiseen liittyy myös esim. isompiin myymälöihin siirtyminen tai heikompien

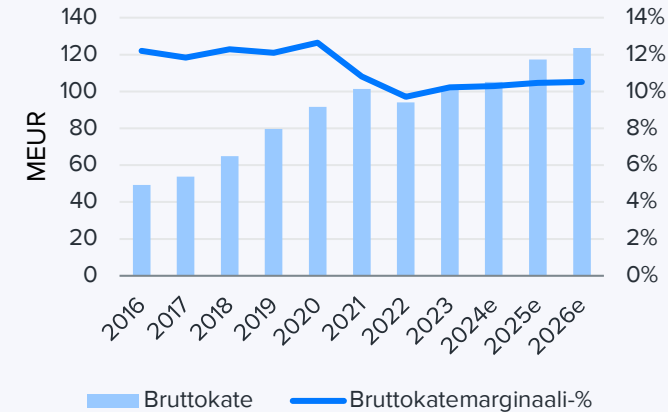
myymälöiden sulkeminen, joista Kamux on jo tehnyt ilmoituksia kesän ja syksyn aikana. Suomessa saavutetaan 2025 4,5 %:n marginaalitaso, jota pidämme kestäväenä tasona myös pidemmällä aikavälillä. Saksan osalta ennustamme marginaalin olevan noin 1%, joka on edelleen mielestämme vaatimaton taso. Ruotsin tuloksen odotamme nousevan nollatasolle 2025.

Konsernin absoluuttinen liikevoitto paranee ennusteissamme reippaasti 27 MEUR:oon vuonna 2025, joka tarkoittaa 2,4 % marginaalia. Osakekohtaisen tuloksen osalta 2025 ennusteemme on 0,51 eli lähes tuplaantuminen. Selkeä tulosparannus tukee myös osingon nostoa. Ennustamme 0,2 euron osinkoa vuodelta 2025.

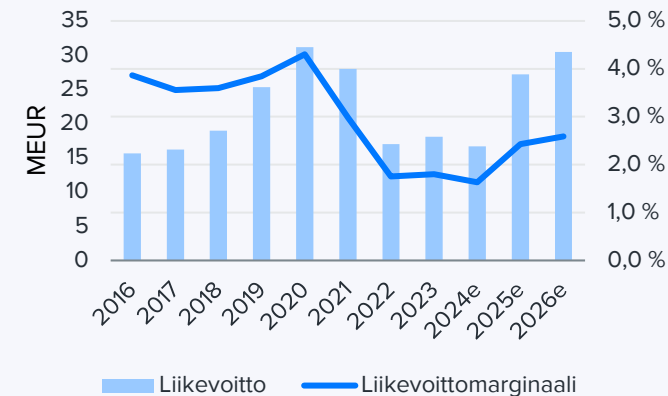
Kehitys tasaantuu 2026

Vuodelle 2026 ennustamme Ruotsin ja Suomen markkinaosuuksien pienen nousun ja Saksan kovemman kasvun vetämänä 4 %:n volyymikasvua ja 5 % liikevaihdon kasvua. Samalla uskomme integroitujen palveluiden sekä tehokkuuden kasvavan ulkomailla ja tukevan Ruotsin ja Saksan kannattavuusparannusta. Meidän 2026 ennusteissa Ruotsi kuitenkin pääsee vain hieman plussalle liikevoittotasolla, Saksa ylittää noin 2 %:n liikevoittomarginaaliin ja Suomi pysyy noin 4,5 %:n tasolla. Tämä alkaa mielestämme kohtuullisesti heijastamaan yhtiön kestävää tasoa, joskin Ruotsissa toki pitäisi pystyä parempaan, sillä ennustetulla tulostasolla siellä pääomantuotot jäävät luonnollisesti heikoksi, eikä pääomaa ole perusteltua allokoida sinne, mikäli tulosta ei tule.

Bruttokate ja bruttokate-%



Liikevoitto ja liikevoitto-%



Ennusteet 3/6

Absoluuttisena liikevoittona ennusteemme on reilut 30 MEUR ja marginaali 2,6 %. Tämä on edelleen merkittävästi yhtiön pitkällä aikavälillä tavoittelemaa 4 %:a matalampi. Marginaalia painaa sekä heikommin kannattavien ulkomaiden merkittävä osuus (vajaat 30 % liikevaihdosta) että Suomen historiallista tasoa heikompi marginaali.

Emme ole ennusteissamme odottaneet merkittäviä muutoksia integroitujen palveluiden sopimusehtoihin Kamuxin ja esim. rahoitusyhtiön välillä. Etenkin Ruotsissa tällainen parannus voisi tukea selkeästi tulosta, mutta emme usko sen neuvotteluaseman sopimusten suhteen muuttuvan lähivuosina oleellisesti, kun emme odota juurikaan kasvua Ruotsia.

Osakekohtainen tulosennusteemme on vuodelle 2026 on 0,56 ja osinkoennuste 0,22 euroa. Osingonjakosuhde on 2025 eteenpäin ennusteissamme 40 % tasolla, selvästi yli yhtiön minimitalvoitteen eli 25 %. Kasvun ollessa hidasta yhtiöllä on mielestämme varaa tämän suuruiseen voitonjakoon ja potentiaalisesti suurempaanakin. Toki siihen tulevana vuosina vaikuttavat myös mahdolliset avaukset uusiin maihin ja/tai yritysostot.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2026 jälkeen odotamme käytettyjen autojen markkinan olevan karkeasti samoilla tasoilla ja Kamuxin pystyvän 2027-2031 3-4 %:n kasvuun tasaisesti markkinaosuutta voittamalla. Tähänkään ennusteeseen ei sisälly mahdollisia uusia markkinoita. Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin stabiloituvan 3 %:n tuntumaan vuodesta 2028-31

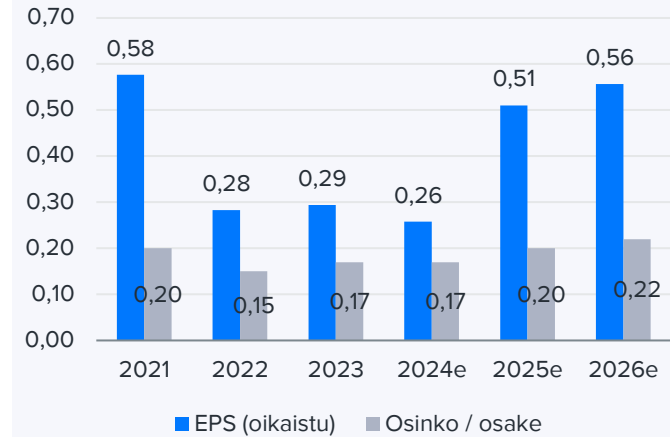
eteenpäin. Tämä tarkoittaa myös osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 3 %:n vauhtia 2027 jälkeen.

Pääoman tuotto palautuu arvoa luovalle tasolle

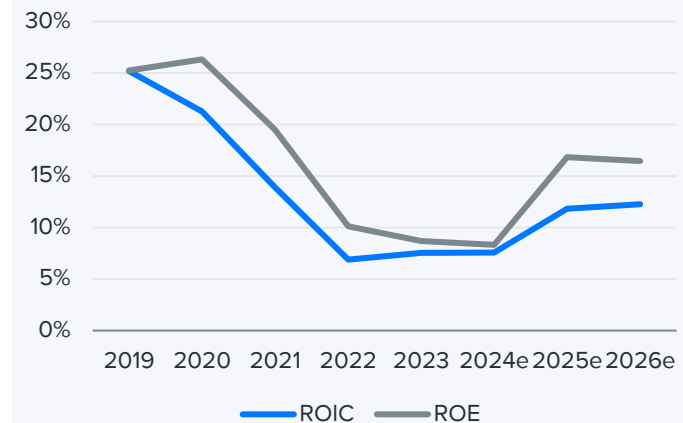
Heikon tulostason myötä Kamuxin pääoman tuotto (ROIC) ja oman pääoman tuotto ovat olleet alle 10 % viime vuonna ja ennustamme samaa tälle vuodelle. Odotamme tuloskasvun sekä hieman paranevan pääoman kierron myötä sijoitetun pääoman tuottolukujen nousevan yli 10 %:n ja oman pääoman tuoton yli 15 %:n 2025, joka on selvästi Kamuxin tuottovaatimusta suurempi ja siten yhtiö luo omistajilleen arvoa.

Kuten aiemmin todettu, Suomessa arvonnluonti on historiallisesti ollut hyvää ja kasvu täällä on lähtökohtaisesti arvoa luovaa. Ulkomailla sen sijaan yhtiön pitää pystyä parantamaan kannattavuuttaan vähintään odotustemme mukaisesti, jotta kasvu myös siellä loisi arvoa, eikä tuhoaisi sitä. Ruotsissa ennusteemme ei tällä hetkellä heijasta tätä lähivuosille ja siten liiketoiminnasta luopuminen voisi niihin nähden olla varteenotettava vaihtoehto pääoman allokoinnin ja osakkeenomistajien arvonnluonnin kannalta. Uskomme kuitenkin yhtiön keskittyvän nyt ulkomailla vahvasti kannattavuuteen kasvun edellä ja siten Kamuxin kasvu pidemmällä horisontilla on mielestämme arvoa luovaa, sillä se sitoo pääomia lähinnä laajentumiseen vaadittavan varaston kasvun verran.

Osakekohtainen tulos ja osinko (euroa)



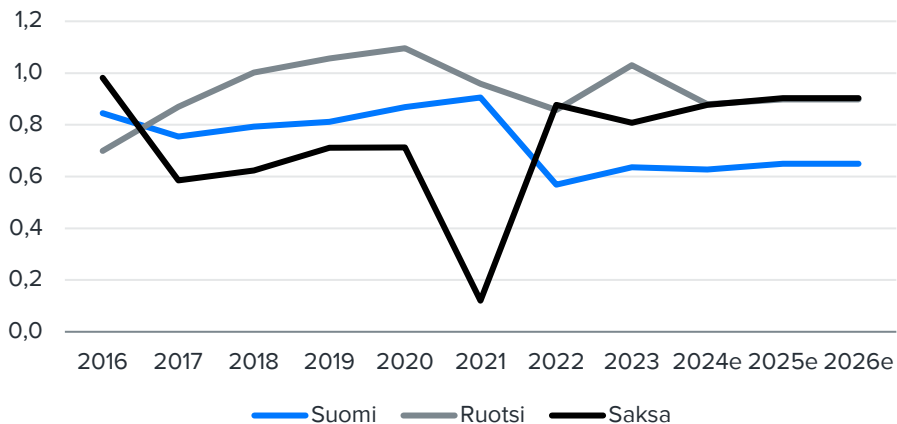
Sijoitetun ja oman pääoman tuotto



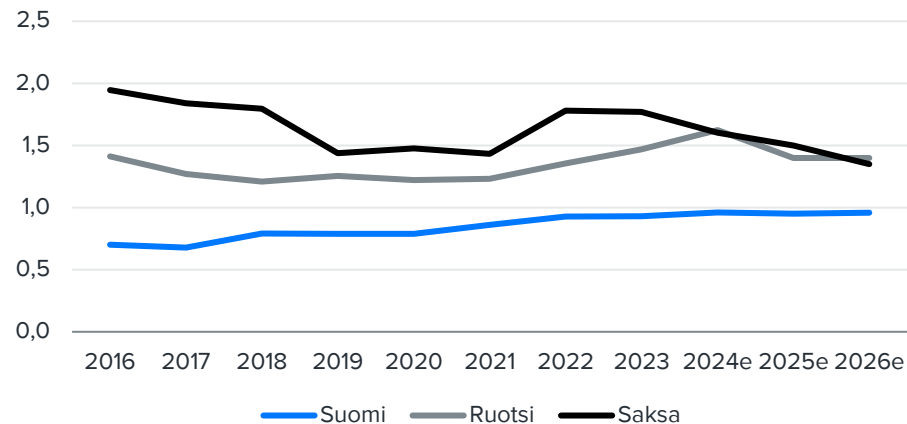
Lähde: Kamux, Inderes

Ennusteet 4/6

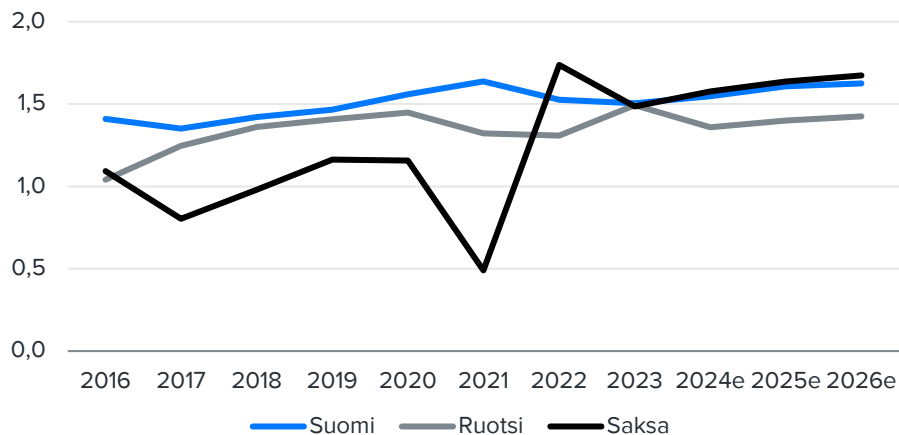
Rautakate / auto, tEUR



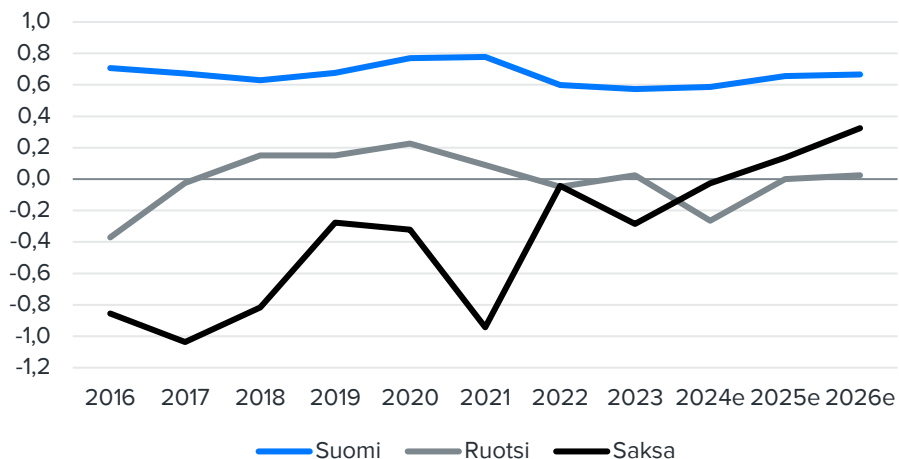
Kiinteät kulut / auto, tEUR



Bruttokate / auto, tEUR



Liikevoitto / auto, tEUR



Ennusteet 5/6

Liikevaihto (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Suomi	343,1	372,4	419,2	490,8	512,1	611,0	624,5	697,9	729,9	816,6	843,7
Ruotsi	60,8	73,3	102,0	158,5	215,5	296,7	301,3	283,4	282,6	282,1	293,5
Saksa	10,9	22,8	30,0	52,2	66,9	98,6	95,5	102,2	109,7	127,5	148,5
Eliminointi	-10,1	-13,5	-23,4	-43,0	-70,5	-68,7	-52,6	-81,4	-100,0	-105,0	-110,0
Yhteensä (MEUR)	404,7	455,1	527,8	658,5	724,1	937,5	968,7	1002,1	1022,2	1121,1	1175,7
Bruttokate (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Suomi (MEUR)	44,2	46,4	54,3	63,6	70,9	79,7	67,6	75,0	79,4	89,5	92,5
Ruotsi (MEUR)	4,3	6,0	8,3	11,6	15,2	19,0	18,0	19,1	15,5	15,3	16,1
Saksa (MEUR)	0,9	1,5	2,2	4,4	5,5	2,7	8,5	8,3	10,3	12,6	14,9
Eliminointi (MEUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Yhteensä (MEUR)	49,3	53,8	64,8	79,6	91,5	101,3	94,1	102,4	105,2	117,3	123,6
<i>Bruttokate-%</i>	<i>12,2 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>12,3 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,5 %</i>
Liikevoitto (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Suomi	22,2	23,1	24,0	29,4	35,0	37,8	26,5	28,6	30,1	36,6	37,9
Ruotsi	-1,5	-0,1	0,9	1,3	2,4	1,3	-0,7	0,3	-3,0	0,0	0,3
Saksa	-0,7	-1,9	-1,8	-1,0	-1,5	-5,1	-0,2	-1,6	-0,2	1,1	2,9
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-4,3	-4,9	-4,1	-4,3	-4,7	-6,0	-8,6	-9,2	-10,2	-10,4	-10,6
Yhteensä (MEUR)	15,6	16,2	19,0	25,3	31,2	28,0	17,0	18,1	16,7	27,2	30,5
Liikevoittomarginaali											
Suomi	6 %	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	4,2 %	4,1 %	4,1 %	4,5 %	4,5 %
Ruotsi	-2 %	0 %	1 %	1 %	1 %	0 %	-0,2 %	0,1 %	-1,1 %	0,0 %	0,1 %
Saksa	-6 %	-8 %	-6 %	-2 %	-2 %	-5 %	-0,2 %	-1,6 %	-0,2 %	0,8 %	1,9 %
Yhteensä	3,9 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %	4,3 %	3,0 %	1,8 %	1,8 %	1,6 %	2,4 %	2,6 %

Ennusteet 6/6: Secto-kauppa ennusteisiin, orgaanisesti laskua

Lisäsimme Secto-kaupan ennusteisiin 2025 alusta

Kamux ilmoitti elokuun lopussa ostaneensa Secto Automotiven vaihtoautoliiketoiminnan, samalla kun se teki yhtiön kanssa hankintayhteistyösopimuksen. Kamux kertoi ostetun vaihtoautoliiketoiminnan liikevaihdon olleen vuonna 2023 78 MEUR.

Arvioimme kuitenkin, että tämä ei siirry täysimääräisenä Kamuxin lukuihin, sillä Sectolta hankitut autot (jotka Secto siis aiemmin myi pääosin itse) tulevat nähdäksemme osin korvaamaan aiemmin muualta tehtyä autojen hankintaa.

Olemme arvioineet liikevaihtovaikutukseksi reilut 50 MEUR, joka näkyy ennusteissamme 2025 alusta. Secten autojen keskihinta on Kamuxin aiempaa myyntiä korkeampi, joka näkyy Suomen keskihinnan nousuna ennusteissamme 2025. Kauppa on tällä hetkellä kilpailuviranomaisten käsittelyssä. Samanaikaisesti laskimme orgaanisia

liikevaihtoennusteitamme etenkin Ruotsin osalta, jossa uskomme myymälöiden sulkemisien ja kannattavuusfokuksen johtavan tasaiseen liikevaihtokehitykseen 2025, tämän vuoden ison pudotuksen jälkeen ja kasvavan vain hieman 2026. Näiden nettona liikevaihtoennustemme nousi 2-3 % vuosille 2023-26.

Ensi vuoden tulosenuste ylös, muuten ennallaan

Emme tehneet muutoksia tämän vuoden tulosenusteisiin, jossa tuloksen suhteen odotamme oik. liikevoiton jäävän vertailukaudesta ja siten nykyistä ohjeistusta alemmaksi, kuten aiemmin todettu.

Ensi vuoden tulosenuste nousi 10 % Secto-kaupan sisällyttämisen ja pienien muiden ennustetarkistusten myötä. Secten vaihtoautokaupan kannattavuudesta ei tosin ole tietoa, mutta uskomme Kamuxin pystyvän

suhteellisen nopeasti saamaan/pitämään kannattavuuden Suomen toimintojen keskimääräisellä tasolla. Ruotsissa kulusäästöt kompensoivat matalamman liikevaihtoennusteen vaikutuksen.

Vuoden 2026 osalta laskimme odotuksia etenkin Suomen keskipitkän aikavälin kannattavuuden osalta mm. tiukentuneen kilpailutilanteen myötä. Tämä ja muut pienemmät ennusteviilaukset kumosivat Secto-kaupan positiivisen vaikutuksen ja tulosenusteet pysyivät ennallaan.

2024 osinko vertailukauden tasoon

Laskimme 2024 osinkoennustetta yhdellä sentillä ja se on nyt samalla tasolla vertailukauden kanssa. Uskomme osingon nousevan tuloskasvun myötä tulevina vuosina, emmekä muuttaneet myöhempien vuosien ennusteita.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1021	1021	0 %	1086	1121	3 %	1137	1176	3 %
Käyttökate	29,8	29,8	0 %	38,2	40,7	6 %	44,6	44,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,6	16,6	0 %	24,7	27,2	10 %	30,4	30,5	0 %
Liikevoitto	15,7	15,7	0 %	24,7	27,2	10 %	30,4	30,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,26	0 %	0,46	0,51	11 %	0,56	0,56	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,18	0,17	-6 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Ulkomaiden heikko tulostaso arvonmäärityksen haasteena

Kamux on historiallisesti ollut nopeasti kasvava ja hyvää pääoman tuottoa tekevä yhtiö. Viime vuosina kasvu on kuitenkin hiipunut ja kilpailun kiristymisen sekä ulkomaille laajentumisen myötä myös pääoman tuottotaso laskenut. Tämä heikentää historiallisten kertomien käyttökelpoisuutta arvostuksen tukena. Samoin yhtiön heikkoa tai negatiivista tulosta tekevät ulkomaantoiminnot heikentävät tuloskertomien käyttökelpoisuutta, sillä suoraan konsernin tuloksen kerrointa soveltamalla Ruotsin ja Saksan toiminnoille ei tule juurikaan arvoa, joka ei ole mielestämme perusteltua, vaikka sekin näkemys on toki mahdollinen.

Näin ollen mielestämme paras tapa tarkastella Kamuxin on arvioimalla maakohtaisesti sen liiketoimintojen arvo ja tekemällä osien summa - laskelma. Kamuxin kasvun tasoittuminen ja ennustamamme rauhallisempi kasvu tulevaisuudessa helpottaa DCF:n käyttöä arvostusmenetelmänä, jota pidämme myös kelvollisena arvostustapana. Katsomme Kamuxin arvostusta myös verrokkeihin nähden, mutta suorien verrokkien puutteen vuoksi pidämme verrokkiarvostusta vain suuntaa antavana.

Tuotto/riski-suhde positiivisen puolella

Isossa kuvassa Kamuxin nousuvara vaatii mielestämme ulkomaiden toimintojen kääntämisen pysyvästi selkeästi positiiviseksi, joskaan läheskään Suomen tasoa ei tarvitse saavuttaa. Etenkin 2024 kertoimet ovat Kamuxille korkeat, koska ulkomaiden tulostaso on heikko (Ruotsi selvästi tappiolla, Saksakin hienoisesti). Käyvän arvon haarukka osakkeelle on mielestämme 4,5-6 euroa, heijastellen mielestämme todennäköisimpiä osien summa

skenaarioita, DCF-arvoamme, sekä soveltamalla hyväksytyjä kertoimiamme. Tavoitehintamme on haarukan alalaidassa johtuen tulosvaroitusriskistä ja selvästi negatiiviseen suuntaan edellisellä kvartaalilla kääntyneestä tuloskehityksestä, joka luo huomattavaa epävarmuutta ensi vuoden tulosparannuksen toteutumiseen.

Osien summa arvostus hahmottaa eri maiden eroja

Kamuxin eri maiden kannattavuuserojen sekä Ruotsin ja Saksan tappiollisen / pienen tuloksen takia yhtiön arvostuksessa on hyvä katsoa osien summa arvostus, jossa voidaan käyttää erilaisia metodologioita. Käymme läpi osien summa skenaarioita alla.

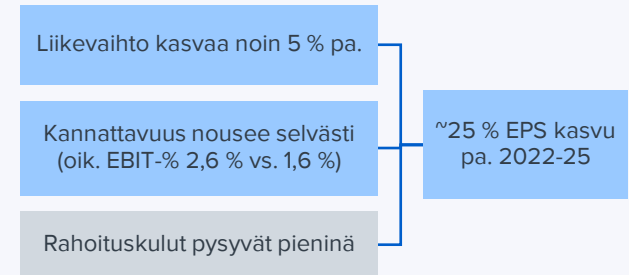
Suomen arvo helpommin hahmotettavissa

Kamuxin Suomen-liiketoiminta on jo vakiinnuttanut vahvan aseman markkinoilla ja se on pystynyt hyvään tulokseen jo vuosia, joskin tulostaso on viime aikoina ollut historiallista tasoa heikompi. Arvioimme Suomen normaalin tulostason olevan 35-40 MEUR (pieni nousu aiemmasta Secto-kaupan myötä) tai noin 4,5 % liikevoittotasolla. Tasainen kasvu ja pieni käyttöpääoman sitoutuminen huomioiden tämä tarkoittaisi reilun 30 MEUR kassavirtaa. Koko konsernin WACC:ia ja 2 %:n kasvuoletusta soveltamalla Suomen toimintojen arvoksi muodostuisi noin 370 MEUR. Tämä olisi 10-12x EV/EBIT lähivuosille, joka on mielestämme hyväksyttävä kerroin Kamuxin Suomen toiminnoille. Käytämme osien summassa Suomelle kerrointa EV/EBIT 11x vuoden 2024 tulokselle, joka johtaa noin 330 MEUR:n arvoon. Arvostuksessa on syytä huomioida noin 10 MEUR:n konsernikulut suunnilleen vastaavalla arvostuksella, jotka vaikuttavat arvoon 110 MEUR negatiivisesti.

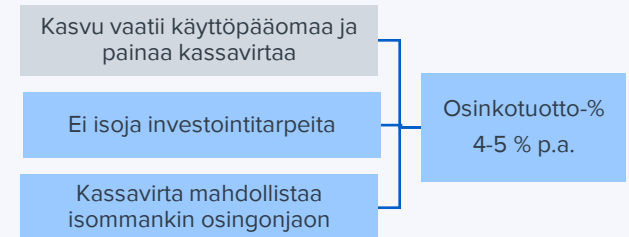
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

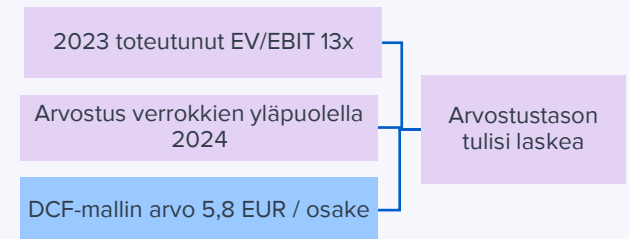
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ~20 % p.a.

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Ruotsin ja Saksan osalta eri skenaarioita

1) Meidän negatiivinen skenaariomme on Ruotsin ja Saksan toimintojen nolla-arvo. Tämä on mielestämme pessimististä huomioiden maissa olevat autovarastot, joiden myynti ja liiketoiminnan alasajo on suhteellisen yksinkertaista. Tosin Ruotsin nykyinen selvästi tappiollisella tulostasolla nolla-arvo ei toki ole myöskään negatiivisin vaihtoehto. Tämä tarjoaa kuitenkin hyvän vertailukohdan arvostuksen hahmotteluun. Tämä skenaario tuottaisi arviomme mukaan noin 4,7 euron osakekohtaisen arvon.

2) Olettamalla varaston arvon (2023 lopun taso) jakautuvan maiden liikevaihdon suhteessa, Ruotsin ja Saksan varastojen (ja siten karkeasti myös sitoutuneen pääoman) arvo on reilut 40 MEUR. Tätä voitaisiin pitää käypänä arvona, mikäli varastot myytäisiin pois.

Toinen tapa ajatella tämän skenaarion arvoa on olettaa, että ulkomaiden liiketoiminnot yltäisivät tuottovaatimuksen tasolle, jolloin niiden käypä arvo olisi yhtä suuri kuin sijoitettu pääoma. Jos käytämme jälleen yllämainittua varastojen arvoa sijoitetun pääoman arviona, tämä vaatisi vajaan 5 MEUR:n liiketulosta Ruotsin ja Saksan toiminnoilta yhteensä, kun tällä hetkellä taso on vielä negatiivinen. Noin 5 MEUR:n tulos saavutetaan ennusteissamme vasta vuonna 2027, lähinnä Saksan vetämänä. Tämä on skenaario tuottaa 5,8 euron arvon osakkeelle.

3) Mikäli olettaisimme Ruotsin ja Saksan ”normaalin” liikevoittomarginaalitason (koko liikevaihtoon nähden) olevan 2 % (edelleen selvästi Suomen 4,5 % heikompi) ja arvostaisimme nämä vuodelle 2024 EV/EBIT 10x-kertoimella, päätyisi osakekohtainen käypä arvo 6,7

euroon. Käytämme hieman Suomen toimintoja matalampaa kerrointa heikommasta pääoman tuotosta johtuen. Pidämme tätä kasvun jatkuessa ja toisaalta toiminnan tehostuessa realistisena keskipitkällä aikavälillä, mutta odotamme näiden kannattavuustasojen toteutuvan Saksan osalta vasta vuonna 2026, kun taas Ruotsin osalta emme odota kannattavuuden nousevan sille tasolle lähivuosina. Näin ollen arvoa pitää diskontata nykyhetkeen tavoitehintaa tai käypää arvoa mietittäessä.

Meidän olettamalla ”normaaleilla” marginaaleilla ulkomaiden pääoman tuotto olisi arviomme mukaan lievästi yli tuottovaatimuksemme eli ulkomaan toiminnot olisivat arvoa luovia, mutta pääoman tuotoltaan Suomea heikompia. Niiden voimakas kasvattaminen samalla riittävän korkea tulostasoa säilyttäen voi olla haastavaa, ellei Kamux pääse markkina-asemissa selvästi eteenpäin, joka parantaisi mm. integroitujen palveluiden tulospotentiaalia. Suhtaudumme siten varauksella merkittävään arvonluontipotentiaaliin ulkomaiden toimintojen kasvun kautta 2026 jälkeen.

4) Skenaarioiden 1-3 yhdisteleminen on luonnollisesti myös mahdollista, jos ajattelee että toinen ulkomaan markkinoista ei yllä kelvolliseen tulostasoon ja toinen yltäisi. Esim. arvostamalla Ruotsi vain oletuksellamme varastoarvosta (skenaario 2) ja Saksa skenaarion 3 mukaan, osien summa arvomme päätyisi 6,0 euroon. Ruotsin heikko suoriutuminen huomioiden tämä onkin mielestämme realistinen skenaario tällä hetkellä, joskin sekin vaatii ulkomaiden selkeää tulostason nousua nykyisestä. Tämä skenaario on kuvattu taulukossa oikealla.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,90	3,90	3,90
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	156	156	156
Yritysarvo (EV)	222	223	215
P/E (oik.)	15,1	7,6	7,0
P/E	16,6	7,6	7,0
P/B	1,4	1,2	1,1
P/S	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	7,5	5,5	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,4	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)	72 %	39 %	40 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Osien summa	Arvo	Metodologia
Suomi	331	2024 EV/EBIT 11x
Ruotsi	31	Varaston arvo
Saksa	22	2 % liikevoittomarginaali, EV/EBIT 10x
Konsernikulut	-112	2024 EV/EBIT 11x
EV yhteensä	271	
Nettovelat ilman IFRS 16	-30	
Osakepääoma	242	
Per osake	6,0	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/3

DCF-mallin arvo selvästi yli nykykurssin

DCF-mallissamme odotamme konsernin kasvun hiipuvan vuosina 2027-2032 3-4 %:iin ja sen jälkeen 2 %:iin. Liikevoittomarginaalin odotamme asettuvan 3 %:n tasolle 2027 eteenpäin ja olevan terminaalijaksolla 2,5 %.

Oman pääoman ja pääoman keskimääräinen kustannus on noin 9 %. Terminaalijakson arvo mallissa on vajait 60 %, koska odotamme kannattavuuden olevan jatkossa nykytasoa parempi. Mallimme antaa yhtiön velattomaksi arvoksi noin 290 MEUR, joka osakepääomalle tarkoittaa noin 230 MEUR tai noin 5,8 euroa/osake.

Absoluuttiset kertoimet matalahkoja jo 2025

Kamuxin tulostason ollessa heikko vuonna 2024, tuloskertoimetkin ovat korkeat, mutta laskevat jo ensi vuodelle selvästi. Koska uskomme Ruotsin ja Saksan toimintojen arvon kuitenkin olevan suurempi kuin lähivuosien tuloksesta voi suoraan laskea, katsomme mieluummin osien summa arvostusta tai DCF-mallia. Hyväksyttävät tuloskertoimet olisivat mielestämme nykyisillä kasvuoletuksilla noin EV/EBIT 10-12x ja P/E 11-13x, olettaen ”normaalin” marginaalitaso. Jo ensi vuonna kertoimet ovat haarukan alapuolella, sillä P/E ja EV/EBIT ovat noin 8x.

Kamuxin P/B-kerroin on 2024 1,4x ja 2025 1,2x. Odotamme Kamuxin yltävän lähivuosina 15-20 %:n oman pääoman tuottoon, jolloin P/B taso 2025 eteenpäin näyttää edulliselta.

Tuloksen ollessa potentiaaliaan heikompi ja

käyttöpääoman kasvaessa lähivuosien kassavirta ei ole erityisen vahvaa. Vapaan kassavirtatuotoksi käännettynä se on 2025-26 kuitenkin noin 10 % osakekurssin painuttua. Tämä yhdistettynä ennustamamme 2-3 %:n kasvuun vie jo kassavirran osalta tuotto-odotuksen kaksinumeroiseksi. Tähänkin toki menee hieman aikaa ja se vaatii ennustamamme marginaaliparannuksen toteutumisen.

Ennustamme Kamuxin osingonjakosuhteen pysyvän viime vuosien tapaan 40-50 %:n tasolla (eli selvästi yli sen 25 %:n tavoitteen). Absoluuttisen osingon noustessa tuloksen mukana, tämä tarkoittaa 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Yllämainittuun lähivuosien kassavirtatasoon verrattuna osinkojen taso on järkevä. Kamuxilla on edelleen myös kasvuhaluja ainakin keskipitkällä aikavälillä, joten emme odota yhtiön muuttuvan isojen osinkojen maksajaksi lähivuosina.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Verrokkiryhmästä löytyy paljon perinteisiä autokaupan toimijoita, jotka ovat myyvät ensisijaisesti uusia autoja ja/tai huoltopalveluita, vaikka valikoimaan kuuluu myös käytetyt autot. Näiden hinnoittelu on noussut viime aikoina ja on esim. P/E keskiarvoltaan hieman yli 10x tälle vuodelle. Kamux erottuu tästä ryhmästä käytettyihin autoihin keskittyneellä liiketoimintamallillaan, joskin ennustamamme kasvu- ja kannattavuusluvut eivät radikaalisti poikkea perinteisen autokaupan tasoista.

Verrokkiryhmä sisältää myös tuoreempia

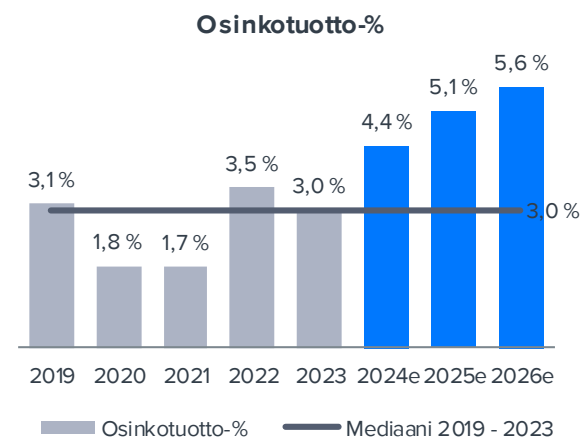
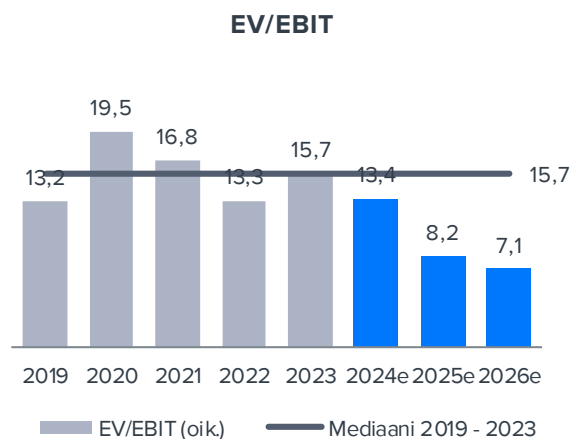
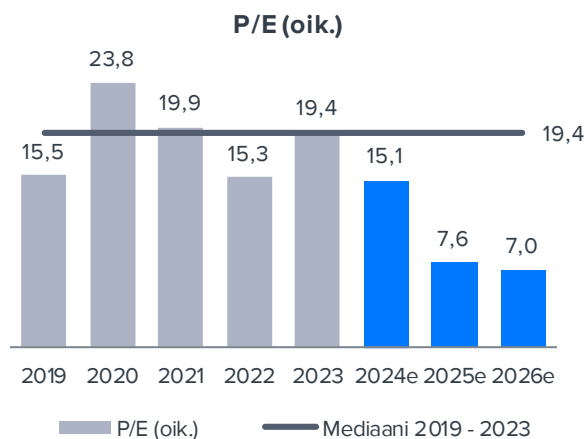
toimijoita, joiden liiketoimintamalli nojaa uusien teknologisten ratkaisujen hyödyntämisen pääosin digitaalisissa kanavissa. Näitä ovat mm. Auto1 Group (Saksa), Aramis (Ranska), Carmax (USA), MotorPoint (UK) ja Carvana (USA). Kamuxin kasvuvauhdin hiipuessa emme näe tätä ryhmää kovin hyvänä vertailukohtana Kamuxille. Näiden toimijoiden tulos on tyypillisesti tappiollinen tai varsin matala, joka vaikeuttaa tuloskertoimien vertailua. Nämä toimijat myös haastavat Kamuxin perinteisemmän myymälöihin tukeutuvan monikanavamallin.

Koko verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT on 2024-25 noin 13x ja P/E noin 11x, joka on samaa tasoa hyväksyttävien kertoimiemme kanssa. Mielestämme verrokkiryhmän arvostus ei kannata sellaisenaan soveltaa suoraan Kamuxiin. EV/EBIT-kertoimella Kamux on tämän vuoden kertoimilla arvostettu preemiolla verrokkeihin, mutta 2025 luvuilla selvällä alennuksella. Tämä kuvastaa mielestämme arvostuksen olevan edullinen, jos ennustamamme tulosparannus toteutuu.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,40	13,6	11,5	4,33	5,70	3,90	3,90	3,90	3,90
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	296	544	458	173	228	156	156	156	156
Yritysarvo (EV)	335	597	529	232	282	222	223	215	205
P/E (oik.)	15,5	23,8	19,9	15,3	19,4	15,1	7,6	7,0	6,3
P/E	15,6	23,3	23,4	16,0	23,9	16,6	7,6	7,0	6,3
P/B	3,6	5,7	4,3	1,6	2,0	1,4	1,2	1,1	1,0
P/S	0,4	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,8	0,6	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	9,9	14,6	13,3	7,9	9,8	7,5	5,5	4,8	4,3
EV/EBIT (oik.)	13,2	19,5	16,8	13,3	15,7	13,4	8,2	7,1	6,2
Osinko/tulos (%)	48,4 %	41,1 %	40,7 %	55,5 %	71,1 %	72,2 %	39,2 %	39,5 %	39,0 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	1,8 %	1,7 %	3,5 %	3,0 %	4,4 %	5,1 %	5,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Bilia AB	1006	1747	13,1	10,9	8,2	7,0	0,5	0,5	12,5	9,5	5,3	6,4	2,2
Inchcape PLC	3897	5040	6,9	6,5	5,6	5,4	0,4	0,4	10,7	9,2	4,3	4,5	2,0
Asbury Automotive Group Inc	4091	8532	10,0	9,6	9,8	9,3	0,6	0,5	8,4	7,9			1,3
Group 1 Automotive Inc	4611	8641	10,8	10,5	10,0	9,7	0,5	0,5	9,7	9,3	0,5	0,5	1,7
Sonic Automotive Inc	1753	5258	12,7	12,4	10,7	10,4	0,4	0,4	9,9	9,3	2,1	2,2	2,3
Eagers Automotive Ltd	1668	3478	10,6	10,6	8,9	8,7	0,5	0,5	11,4	11,4	6,1	6,0	2,2
AutoNation Inc	6306	10251	8,4	8,2	7,1	6,7	0,4	0,4	10,0	9,1			3,0
Lithia Motors Inc	7372	18934	14,0	12,7	13,0	11,8	0,6	0,5	10,7	9,1	0,7	0,7	1,2
Penske Automotive Group Inc	9564	14794	13,0	13,2	11,4	11,3	0,5	0,5	11,6	11,2	2,5	2,4	2,1
Carmax Inc	10719	27109	40,5	40,8	30,2	29,9	1,1	1,2	26,0	25,6			2,3
Motorpoint Group PLC	151	297	127,1	19,1	19,7	10,8	0,2	0,2		43,8			5,1
Auto 1	2008	2355	1930,2	59,6	45,9	26,8	0,4	0,4		106,7			3,5
Carvana	32953	36963	54,8	42,7	35,1	28,4	3,1	2,7	369,5	141,1			146,0
Aramis	505	682		31,4	18,2	10,6	0,3	0,3		47,7			3,0
Kamux (Inderes)	156	222	13,4	8,2	7,5	5,5	0,2	0,2	15,1	7,6	4,4	5,1	1,4
Keskiarvo			173,2	20,6	16,7	13,3	0,7	0,6	44,6	32,2	3,1	3,2	12,7
Mediaani			13,0	12,6	11,0	10,5	0,5	0,5	10,7	10,4	2,5	2,4	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	-35 %	-32 %	-48 %	-56 %	-56 %	41 %	-26 %	72 %	118 %	-40 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

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	969	223	255	282	242	1002	241	253	281	246	1021	1121	1176	1222
Suomi	625	152	173	199	174	698	172	177	205	176	730	817	844	871
Ruotsi	301	69	79	77	58	283	69	73	72	67	281	282	293	293
Saksa	95,5	25	26	27	24	102	25	29	29	28	111	127	149	167
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-53	-23	-24	-21	-14	-81	-25	-26	-25	-25	-101	-105	-110	-109
Käyttökate	29,3	3,8	7,1	10,1	7,7	28,7	5,8	5,7	9,6	8,7	29,8	40,7	44,7	47,6
Poistot ja arvonalennukset	-12,3	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-12,9	-3,5	-3,6	-3,5	-3,5	-14,1	-13,5	-14,2	-14,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,5	0,8	4,5	7,2	5,5	18,0	2,7	2,6	6,1	5,2	16,6	27,2	30,5	33,2
Liikevoitto	17,0	0,6	3,9	6,8	4,5	15,8	2,3	2,1	6,1	5,2	15,7	27,2	30,5	33,2
Suomi	26,7	5,0	7,3	9,0	7,3	28,6	6,5	6,7	9,5	7,4	30,1	36,6	37,9	39,3
Ruotsi	-0,6	-1,1	0,6	0,8	0,0	0,3	-1,3	-1,3	-0,7	0,1	-3,1	0,0	0,3	0,6
Saksa	-0,1	-0,7	-0,9	-0,4	0,4	-1,6	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-0,2	1,1	2,9	4,1
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-8,4	-2,5	-2,4	-2,2	-2,2	-9,3	-2,7	-2,5	-2,5	-2,5	-10,2	-10,4	-10,6	-10,8
Nettorahoituskulut	-1,8	-0,3	-0,5	0,3	-1,4	-1,9	0,0	-1,1	-0,5	-0,5	-2,1	-1,2	-2,1	-1,8
Tulos ennen veroja	15,2	0,3	3,3	7,1	3,1	13,9	2,3	1,0	5,6	4,7	13,6	26,0	28,4	31,3
Verot	-4,3	-0,3	-1,0	-2,2	-0,8	-4,3	-1,1	-0,9	-1,2	-1,0	-4,3	-5,6	-6,1	-6,7
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	10,8	0,0	2,3	4,9	2,3	9,6	1,2	0,1	4,3	3,7	9,3	20,4	22,3	24,6
EPS (oikaistu)	0,28	0,01	0,07	0,13	0,08	0,29	0,04	0,01	0,11	0,09	0,26	0,51	0,56	0,61
EPS (raportoitu)	0,27	0,00	0,06	0,12	0,06	0,24	0,03	0,00	0,11	0,09	0,23	0,51	0,56	0,61

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-%	3,3 %	-6,0 %	3,3 %	7,9 %	8,4 %	3,4 %	7,9 %	-0,9 %	-0,3 %	1,7 %	1,9 %	9,8 %	4,9 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-44,3 %	-85,1 %	-2,2 %	38,7 %	163,0 %	2,6 %	218,6 %	-41,6 %	-15,8 %	-4,4 %	-7,7 %	64,1 %	11,9 %	8,9 %
Käyttökate-%	3,0 %	1,7 %	2,8 %	3,6 %	3,2 %	2,9 %	2,4 %	2,3 %	3,4 %	3,5 %	2,9 %	3,6 %	3,8 %	3,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,8 %	0,4 %	1,7 %	2,5 %	2,3 %	1,8 %	1,1 %	1,0 %	2,2 %	2,1 %	1,6 %	2,4 %	2,6 %	2,7 %
Nettotulos-%	1,1 %	0,0 %	0,9 %	1,7 %	1,0 %	1,0 %	0,5 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %	0,9 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	67	68	75	75	75
Liikearvo	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Aineettomat hyödykkeet	5,9	4,6	4,0	3,9	3,7
Käyttöomaisuus	46,1	48,1	55,1	55,7	56,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	137	147	155	171	179
Vaihto-omaisuus	114	117	122	135	141
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	18,8	20,8	22,5	25,8	27,0
Likvidit varat	4,2	8,9	9,1	10,0	10,4
Taseen loppusumma	205	216	229	246	254

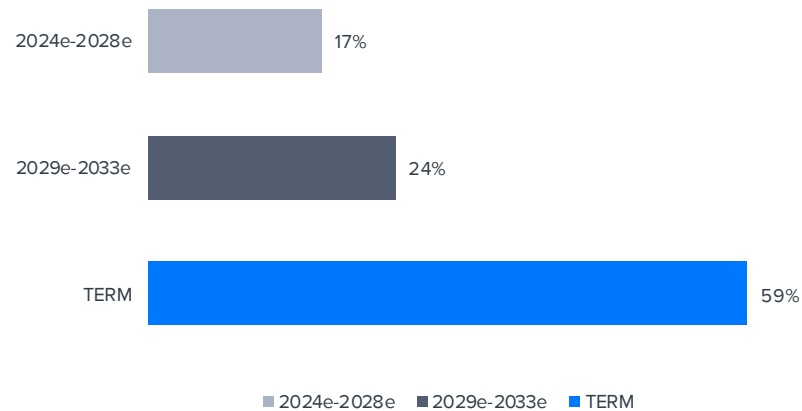
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	108	112	114	128	142
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	83,8	87,4	90,0	104	118
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	50	46	56	57	52
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	3,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	46,7	45,1	55,2	56,5	51,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	46	58	59	61	60
Korolliset velat	16,6	17,6	19,8	20,4	18,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,3	37,1	35,7	37,0	38,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	3,6	3,6	3,6	3,6
Taseen loppusumma	205	216	229	246	254

DCF-laskelma

Vuo	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,4 %	1,9 %	9,8 %	4,9 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,6 %	1,5 %	2,4 %	2,6 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto	15,8	15,7	27,2	30,5	33,2	38,1	39,3	40,5	41,7	35,8	36,5	
+ Kokonaispoistot	12,9	14,1	13,5	14,2	14,5	14,8	15,1	15,4	15,7	16,0	16,0	
- Maksetut verot	-4,4	-4,2	-5,6	-6,1	-6,7	-7,9	-8,2	-8,5	-8,8	-7,5	-7,7	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	5,7	-8,3	-14,1	-6,0	-5,1	-5,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,6	-3,1	
Operatiivinen kassavirta	29,5	16,9	20,7	32,1	35,4	39,3	41,7	42,8	43,9	39,5	41,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,6	-20,5	-13,9	-14,5	-14,8	-14,9	-15,3	-15,7	-16,0	-16,0	-16,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,8	-3,6	6,8	17,6	20,6	24,4	26,4	27,2	27,9	23,4	25,1	
+/- 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	12,8	-3,6	6,8	17,6	20,6	24,4	26,4	27,2	27,9	23,4	25,1	376
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,5	6,1	14,6	15,6	17,0	16,9	16,0	15,1	11,7	11,5	172
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		293	297	291	276	260	243	227	210	195	184	172
Velaton arvo DCF		293										
- Korolliset velat		-62,7										
+ Rahavarat		8,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,8										
Oman pääoman arvo DCF		233										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,8										

Rahavirranjakauma jaksoittain

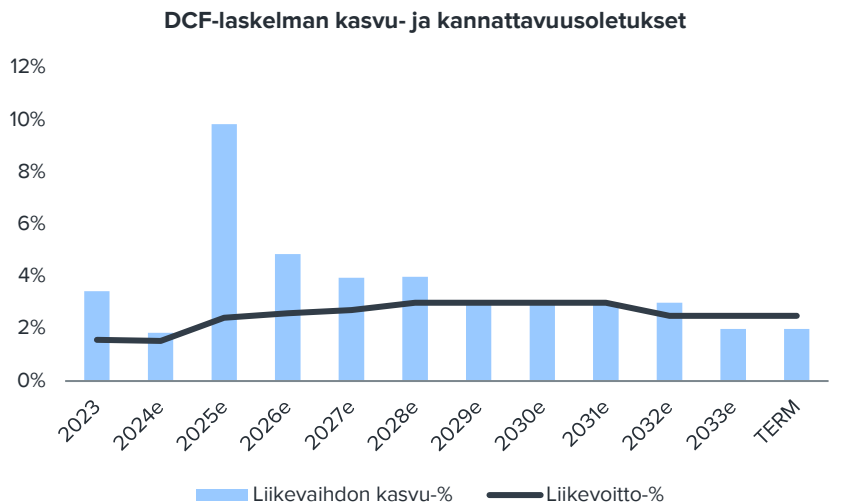
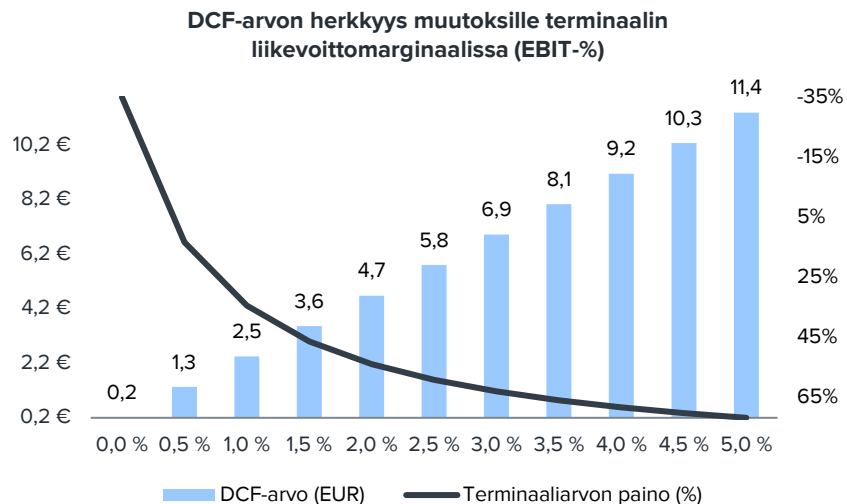
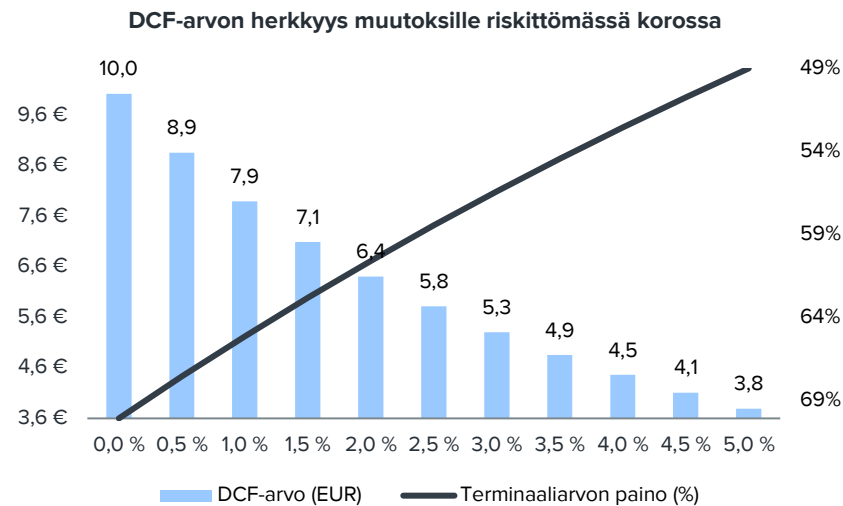
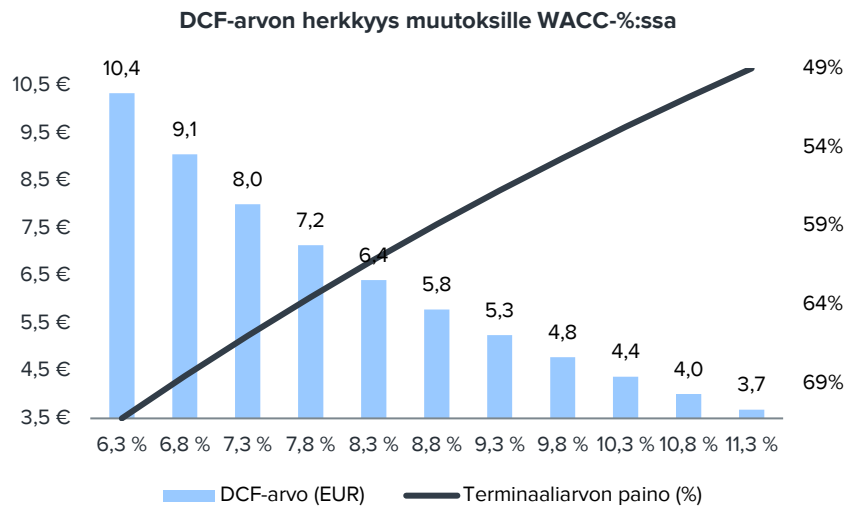


Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,37
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



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	937,5	968,7	1002,1	1020,7	1121,1	EPS (raportoitu)	0,49	0,27	0,24	0,24	0,51
Käyttökate	39,9	29,3	28,7	29,8	40,7	EPS (oikaistu)	0,58	0,28	0,29	0,26	0,51
Liikevoitto	28,0	17,0	15,8	15,7	27,2	Operat. kassavirta / osake	0,20	0,71	0,74	0,42	0,52
Voitto ennen veroja	26,4	15,2	13,9	13,6	26,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,16	0,52	0,32	-0,09	0,17
Nettovoitto	19,6	10,8	9,6	9,4	20,4	Omapääoma / osake	2,64	2,71	2,80	2,86	3,20
Kertaluontoiset erät	-3,4	-0,5	-2,2	-0,9	0,0	Osinko / osake	0,20	0,15	0,17	0,17	0,20
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	224,4	204,6	215,7	229,2	245,9	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	3 %	3 %	2 %	10 %
Oma pääoma	105,7	108,3	111,8	114,5	128,1	Käyttökateen kasvu-%	-2 %	-26 %	-2 %	4 %	37 %
Liikearvo	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	2 %	-44 %	3 %	-8 %	64 %
Nettovelat	70,5	59,1	53,8	66,0	66,9	EPS oik. kasvu-%	1 %	-51 %	4 %	-12 %	98 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	4,3 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	3,6 %
Käyttökate	39,9	29,3	28,7	29,8	40,7	Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	1,8 %	1,8 %	1,6 %	2,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-26,0	5,4	5,7	-8,3	-14,1	Liikevoitto-%	3,0 %	1,8 %	1,6 %	1,5 %	2,4 %
Operatiivinen kassavirta	8,1	28,4	29,5	16,9	20,7	ROE-%	19,5 %	10,1 %	8,7 %	8,3 %	16,8 %
Investoinnit	-14,5	-7,3	-13,6	-20,5	-13,9	ROI-%	16,6 %	9,8 %	9,1 %	8,7 %	13,8 %
Vapaa kassavirta	-6,3	20,9	12,8	-3,6	6,8	Omavaraisuusaste	47,1 %	53,2 %	51,8 %	49,9 %	52,1 %
						Nettovelkaantumisaste	66,7 %	54,5 %	48,1 %	57,6 %	52,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,2	0,3	0,2	0,2						
EV/EBITDA	13,3	7,9	9,8	7,5	5,5						
EV/EBIT (oik.)	16,8	13,3	15,7	13,4	8,2						
P/E (oik.)	19,9	15,3	19,4	15,1	7,6						
P/B	4,3	1,6	2,0	1,4	1,2						
Osinkotuotto-%	1,7 %	3,5 %	3,0 %	4,4 %	5,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 tehdyin arviot 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
14.5.2021	Lisää	17,00 €	15,60 €
21.7.2021	Lisää	18,50 €	17,36 €
16.8.2021	Osta	17,00 €	14,66 €
14.11.2021	Lisää	14,00 €	12,43 €
20.11.2021	Osta	14,00 €	11,76 €
<i>Analytiikko vaihtuu</i>			
23.1.2022	Osta	14,00 €	10,74 €
6.3.2022	Osta	13,00 €	10,26 €
16.5.2022	Osta	12,00 €	8,86 €
15.8.2022	Osta	8,00 €	6,48 €
21.11.2022	Osta	7,50 €	5,08 €
10.1.2023	Lisää	5,40 €	4,78 €
6.3.2023	Osta	6,00 €	5,09 €
15.5.2023	Lisää	6,00 €	5,50 €
<i>Analytiikko vaihtuu</i>			
25.7.2023	Lisää	5,60 €	5,08 €
14.8.2023	Lisää	6,40 €	6,00 €
27.9.2023	Lisää	6,40 €	5,48 €
7.11.2023	Lisää	6,40 €	5,70 €
13.11.2023	Lisää	6,40 €	5,57 €
27.12.2023	Lisää	6,40 €	5,70 €
4.3.2024	Osta	6,40 €	5,20 €
20.5.2024	Lisää	6,50 €	5,75 €
19.8.2024	Lisää	4,70 €	4,27 €
25.9.2024	Lisää	4,50 €	4,00 €

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.**