

# Kamux

## Laaja raportti

26.9.2023 19:18



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Koneesta löytyy enemmän tehoa

Kamuxin fokuksen kääntyessä enemmän kannattavuuteen tuoreen toimitusjohtajan johdolla, uskomme yhtiön pystyvän parantamaan marginaaliaan lähivuosina. Uskomme ulkomaiden toimintojen pystyvän keskipitkällä aikavälillä nykyistä parempaan kannattavuuteen, jonka arvoa olemme mallintaneet osien summa –metodilla. Nostimme hieman ennusteitamme tässä raportissa. Toistamme lisää suosituksen ja 6,4 euron tavoitehinnan.

## Käytettyjen autojen vähittäiskauppaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa

Kamux on puhtaasti käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Yhtiön ensimmäinen liike avattiin Suomeen vuonna 2003. Yhtiö laajeni Ruotsiin 2012 ja Saksaan 2015. Kamuxin toimintamalli perustuu myymälöiden ja verkon yhdistelmään, 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 noussut yhdeksi suurimmista käytettyjen autojen myyjistä. (markkinaosuus ~8 %). Ruotsissa ja Saksassa markkinaosuus on vielä pieni ja kannattavuus on heikko.

## Strategiakausi päätymässä, painopiste siirtynyt kannattavuuteen

Kamuxilla oli vuosille 2021-23 tavoitteena kasvaa yli 20 % vuodessa ja ylläpitää vähintään 3,5 %:n liikevoittomarginaali. Markkinan kääntymisen ja yhtiön omien haasteiden myötä näistä tavoitteista tullaan jäämään selvästi. Yhtiö onkin jo tämän vuoden alussa viestinyt painottavansa enemmän kannattavuutta. Kamuxin johdossa kesäkuussa aloittanut Tapio Pajuharju on kertonut varsin selkeästi, että hän näkee yhtiössä tarpeita parannustoimiin mm. asiakaskokemuksessa ja yleisessä tuottavuudessa/ tehokkuudessa. Tarkemmin näistä toimista kuultaneen ensi vuoden alussa, kun yhtiön on määrä julkaista päivitetty strategia ja taloudelliset tavoitteet.

## Odotamme ulkomaiden kääntyvän kestävästi plussalle tulevina vuosina

Kamux odottaa 2023 oikaistun liikevoiton kasvavan vuodesta 2022 (17,5 MEUR). H1:n jälkeen kasassa on vain 5 MEUR, joka on 5 MEUR viime vuotta jäljessä. H2:22 oli kuitenkin tulostasoltaan heikko, joten normaalimmalla kannattavuustasolla Kamuxin pitäisi pystyä kuromaanku alkuvuonna syntynyt ero umpeen. Ennusteemme on edellisvuoden tasolla, joten näemme edelleen riskiä tulosoheistuksessa. Oleellisempaa on kuitenkin, että yhtiön tulostaso paranee vuoden vaihteen heikoista kvartaaleista. Uskomme tämän positiivisen trendin jatkuvan myös tulevina vuosina, kun Suomen liiketoiminta yltää normaalimmalle tulostasolle ja uskomme myös Ruotsin ja Saksan pääsevän hiljalleen positiiviseen liikevoittoon yhtiön keskittyessä enemmän kannattavuuteen. Nostimme ennusteitamme 1-4 % lähivuosille viime kuukausien hyvän markkinakehityksen ja ennustemallin läpikäynnin myötä.

## Osien summa ja DCF ovat mielestämme parhaat arvostusmenetelmät

Uskomme, että etenkin Ruotsin ja Saksan toimintojen nykyiset tulostasot eivät heijasta niiden arvoa/potentiaalia. Tämän vuoksi katsomme Kamuxia nykykertoimien sijaan mieluummin osien summa mallilla. Perusskenaariomme on, että Suomi pystyy noin 5 %:n liikevoittomarginaaliin ja Ruotsi ja Saksa parantavat keskipitkällä aikavälillä 2 %:n marginaalitasoon. Tämän skenaarion arvo on 7,7 euroon / osake, mutta sen saavuttamiseen menee 2-4 vuotta, jolloin arvoa pitää diskontata. DCF-mallimme arvo on 6,6 euroa/osake.

## Suositus

### Lisää

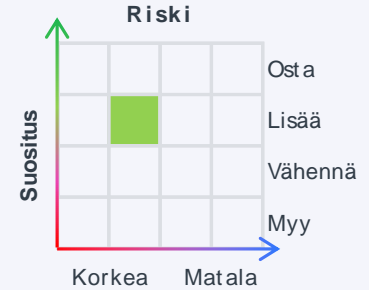
(aik. Lisää)

**6,40 EUR**

(aik. 6,40 EUR)

### Osakekurssi:

5,48



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	969	970	1019	1099
<b>kasvu-%</b>	3 %	0 %	5 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	17,5	17,5	23,0	29,5
<b>EBIT-% oik.</b>	1,8 %	1,8 %	2,3 %	2,7 %
<b>Nettotulos</b>	10,8	11,4	17,0	22,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,28	0,31	0,43	0,55

<b>P/E (oik.)</b>	15,3	18,0	12,9	9,9
<b>P/B</b>	1,6	1,9	1,8	1,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,5 %	2,7 %	3,3 %	4,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,3	16,0	11,9	9,0
<b>EV/EBITDA</b>	7,9	9,5	7,6	6,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,3	0,3	0,2

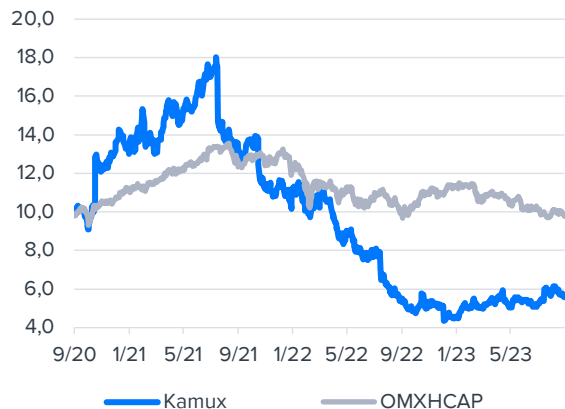
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

Ennallaan

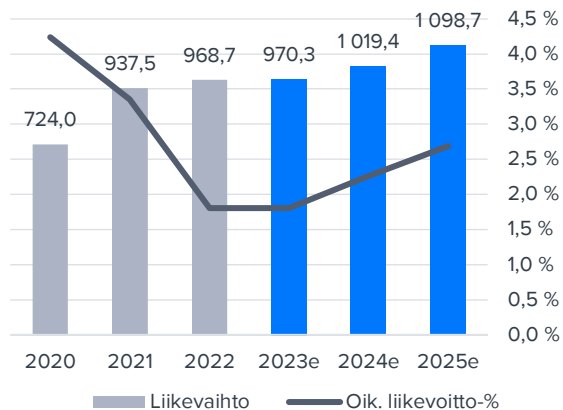
Vuonna 2023 Kamux odottaa oikaistun liikevoiton kasvavan vertailukauden tasolta (2022: 17,5 MEUR).

## Osakekurssi



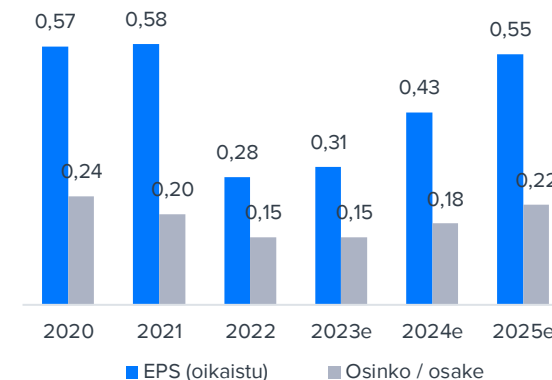
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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 arvonalentuminen
- Käytettyjen autojen heikentynyt saatavuus

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	5,48	5,48	5,48
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	40,0	40,0	40,0
<b>Markkina-arvo</b>	219	219	219
<b>Yritysarvo (EV)</b>	280	274	266
<b>P/E (oik.)</b>	18,0	12,9	9,9
<b>P/E</b>	19,2	12,9	9,9
<b>P/B</b>	1,9	1,8	1,6
<b>P/S</b>	0,2	0,2	0,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,2
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	9,5	7,6	6,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	16,0	11,9	9,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	52,6 %	42,3 %	40,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,7 %	3,3 %	4,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-12</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>13-15</b>
Toimiala ja markkinakatsaus	<b>16-21</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>22-24</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>25-28</b>
Ennusteet	<b>29-33</b>
Arvostus	<b>34-36</b>
Taulukot	<b>37-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Kamux lyhyesti



Kamux on käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju, jolla on toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Yhtiön visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut vähittäiskaupan ketju Euroopassa.

## 2003

Ensimmäinen Kamux-autoliike avataan Suomessa

## 969 MEUR (+3 % vs. 2022)

Liikevaihto 2022

## 17,5 MEUR (EBIT 1,8%)

Oikaistu liikevoitto 2022

## 62 922 (-8 % vs. 2021)

Myytyjen autojen lukumäärä 2022

## 883

Henkilöstö keskimäärin 2022

## 77 autoliikettä

Suomi 46 kpl, Ruotsi 23 kpl ja Saksa 8 kpl (syyskuussa 2023)

### 2003 - 2012

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

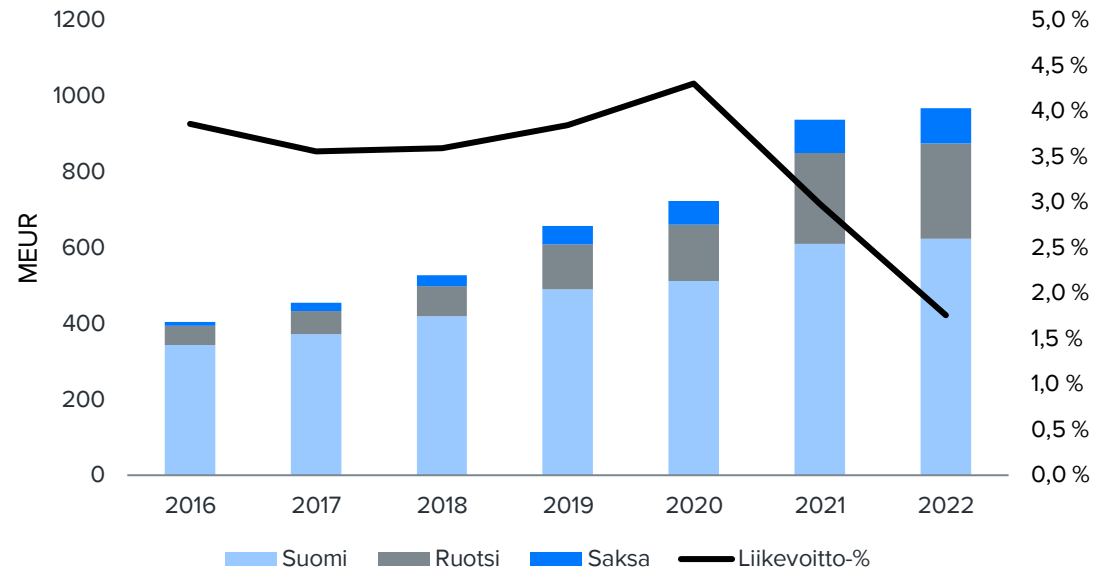
### 2013 - 2021

- 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 ja kannattavuus heikkenee
- Yhtiön perustaja Juha Kalliokoski jättää toimitusjohtajan tehtävän ja Tapio Pajuharju tulee Kamuxin johtoon 1.6.2023

Kamuxin liikevaihto maittäin ja liikevoitto-%



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/7)

## Kamux ostaa ja myy käytettyjä autoja

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen myyntiin keskittyvä vähittäiskauppaketju. Yhtiön liiketoiminta perustuu autoliikkeiden ja digitaalisen läsnäolon yhdistelmään, 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 lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussia, auton korjauskustannusten varalle Suomessa ja Ruotsissa. Kamux ei harjoita uusien autojen myyntiä eikä korjaamotoimintaa, mikä mahdollistaa keskittymisen ydinliiketoimintaan ja liiketoimintaprosessien parantamiseen.

## 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. Kamuxin keskeisin käytettyjen autojen luokka liikevaihdolla mitattuna ovat noin 2-6 vuoden ikäiset autot, joiden hintaluokka on noin 10-25 tuhatta euroa. 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. Vuonna 2022 myymälöiden välinen ristiinmyynti oli Suomessa 36 % ja konsernitasolla 32 %.

Kamuxin laaja autovalikoima ja kilpailukykyiset hinnat mahdollistava tehokkuus mm. hankinnoissa toimivat sen kilpailuetuina hajanaisilla käytettyjen autojen markkinoilla, missä kaikilla kilpailijoilla ei ole tarjota yhtä kattavaa valikoimaa.

## Käytettyjen autojen hankinta on kriittinen osa toimintaa

Hyväkuntoisten käytettyjen autojen hankinta hintaan, joka mahdollistaa kilpailukykyisen jälleenmyyntihinnoittelun, 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, maahantuojiilta, yksityishenkilöiltä ja muista lähteistä. Ostokanavana nettihuutokauppa-alustat (esim. Autovex) ovat kasvaneet, mutta ne ovat Kamuxin kannalta yksi kanava muiden joukossa.

## Kamuxin liiketoimintamallin kulmakivet

**Ammattimainen hankinta ja myynti**



- Lähes kaikki käytetyt autot kelpaavat
- Autoja hankitaan useista eri lähteistä
- IT-järjestelmät tukevat autojen reaaliaikaista hinnoittelua
- Laaja myymäläverkosto ja hyvät digitaaliset myyntikanavat

**Nopea varastonkierto**



- Hinnoittelu markkinan halvimpia
- Koko autovalikoima kaikkien myymälöiden käytettävissä
- Matala riski arvonalenemiselle

**Alhaiset kiinteät kulut**



- Kevyt organisaatorakenne
- Myyjien palkkaus pääosin suoritusperusteista
- Kamux pääosin vuokralaisena myymälätiloissaan

**Integroitujen palvelujen myynti**



- Auton ostamiseen liittyvät palvelut saman katon alta
- Rahoitus, vakuutus, lisävastuusitoumus Kamux Plus ja kotiintointitus
- Kamux Huoleton -kuukausimaksullinen autoilu

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/7)

Autojen tyypillinen ikäjakama on 3-10 vuotta yksityishenkilöiltä hankittujen autojen kohdalla. Oman osto-organisaation kautta tulevat autot ovat tyypillisesti 1-5 vuotta vanhoja. 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 ei itse huolla tai kunnosta ostamiaan autoja vaan teettää nämä työt muilla tahoilla. Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen. Kamuxin 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 näyttelevät 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 runsaasti liikennettä.

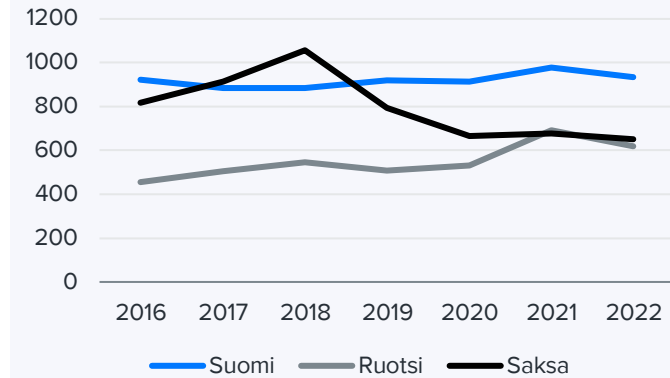
Suurin osa Kamuxin autoliikkeistä sijaitsee suurten tai keskikokoisten kaupunkien vaikutusalueilla.

Tällä hetkellä trendi on kohti suurempia myymälöitä, jotka käsityksemme mukaan ovat tyypillisesti kannattavuudeltaan parempia. Uskomme myös, että yksittäisiä heikompia myymälöitä voidaan lähiaikoina sulkea. Kamuxin liiketilakonseptin mukaisesti myymälöillä on yhtenäinen ja tunnistettava ulkonäkö. Myymäläkonsepti on kustannustehokas ilman tarpeettomia somisteita ja materiaaleja.

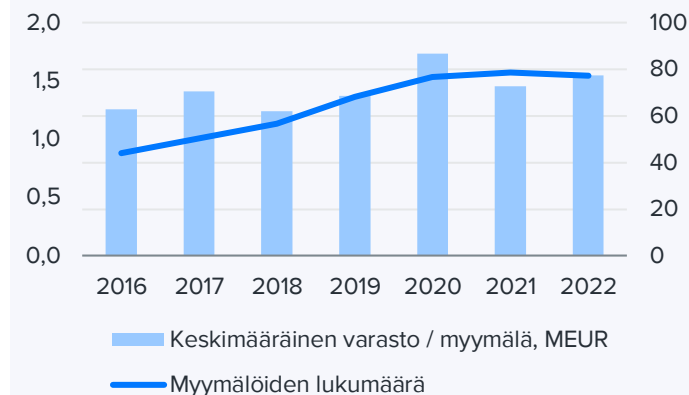
Kamuxin kussakin autoliikkeessä autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä. Keskimäärin yhdessä myymälässä myydään 600-1000 autoa vuodessa maasta riippuen (ks. kuva). Myyjien määrä per liike vaihtelee tyypillisesti 4-12 välillä. Kamuxin kokemuksen perusteella yksi automyyjä myy keskimäärin 150-200 autoa vuosittain maasta riippuen ja parhaat myyjät voivat myydä jopa 300-400 autoa vuodessa.

Kamuxilla on myymälöitä yhteensä vajaat 80 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, koska Kamux osti tiukassa markkinassa autoja etupainotteisesti. Myymälän kasvava keskikoko pitäisi näkyä myymäläkohtaisen varaston nousuna 2021 eteenpäin.

## 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 mitä pidemmäksi myyntiajat nousevat, sitä pienemmäksi kate muodostuu. Tehokas varastonkierto on myös riskienhallinnan kannalta kriittinen asia vaihtoautokaupassa. Se auttaa selviytymään tilanteessa, jossa autojen hintatasolle tapahtuisi markkinan muuttumisen tai ulkoisen shokin takia nopeasti jotain (esim. verotusmuutoksen myötä). Varastonkierron nopeutta edesauttaa se, että Kamuxin koko autovarasto on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin liikkeissä. Tehokas varaston hallinta mahdollistaa autojen hankinnan suurella volyymilla ja yhtiö voi hankkia kerralla kymmeniä autoja esim. muilta autoliikkeiltä tai leasingyhtiöiltä.

Kamuxin varastonkierto on viime vuosina hidastunut selvästi. 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. Käsitksemme mukaan Suomessa noin puolet asiakkaista myy Kamuxille vaihdossa oman autonsa, kun taas taso on noin 30 % Ruotsissa ja Saksassa vielä hieman matalampi. Muista kanavista hankittujen autojen siirtely hidastaa varastonkiertoa ja vaihdossa saadut autot mahdollistavat tyypillisesti myös paremman katteen.

Kamux on panostanut oman, autokaupan tarpeisiin suunnitellun toiminnanohjausjärjestelmän

kehittämiseen ja tiedolla johtamiseen, mikä auttaa yhtiötä mm. yhdistämään kysynnän ja tarjonnan sekä tunnistamaan esim. nopeasti liikkuvia ja pieniä korjauskuluja aiheuttavia automalleja. Toistaiseksi hankalan markkinan keskellä hyötyjä kyseisestä järjestelmästä ei ole nähty, emmekä usko niiden vaikutusten olevan kovin selkeitä yhtiön raportoimissa luvuissa jatkossakaan. Prosesseja pitää silti parantaa ja tehostaa jatkuvasti, joka yhdessä muun toiminnan kanssa pitäisi tukea myös tuloksentekoa.

## Varastonkierto kilpailijoita hitaampi

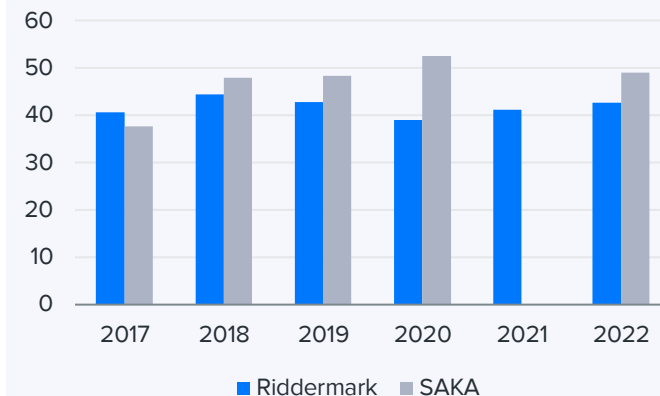
Kamuxin varastonkiertoa voi verrata sen kilpailijoista puhtaisiin käytettyjen autojen myyjiin eli suurimpina Suomessa SAKA:an ja Ruotsissa Riddermarkiin. Näiden tasot ovat Kamuxia parempia, joskin SAKA:llakin näkyy hidastumista. Saka on viime vuosina pystynyt noin 50 päivän pääoman kiertoon, kun Riddermark on selvästi parempi, vain noin 40 päivän tasolla. Tämä on huomattavasti Kamuxin viime aikaista noin 55 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 tasoa kohti. Tähän voi vaikuttaa esim. autovalikoiman kiinnostavuudella (ja siten lyhyemmällä myyntiajalla) sekä omien prosessien tehostamisella. Tämä tukisi myös katetta, kun autojen hinnan laskun vaikutus olisi pienempi.

## Varastonkierto hidastunut hiljalleen, päivää



## Pääkilpailijoiden varastonkierto



Lähde: Kamux, Riddermark, SAKA, Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/7)

## Kulurakenne on joustava ja matala

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 autoliikkeet toimivat vuokratiloissa (pl. Saksan Nedderfeldin myymälä ja Oulun prosessointikeskus). Vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta. Kamuxin kanssa kilpailevat merkki-liikkeet ovat tyypillisesti sitoutuneita autovalmistajien ja maahantuojien määrittämiin toimintamalleihin, jotka koskevat esimerkiksi liiketiloihin ja laitteita. Kalliimmat toimitilat antavat vähemmän joustoa autokaupan marginaalin suhteen, mikä voi antaa Kamuxille pientä etua kulurakenteen osalta merkkitoimijoihin nähden. Kamuxilla ei nähdäksemme ole kuitenkaan tässä suhteessa etua käytettyihin autoihin keskittyneisiin toimijoihin nähden. Toisaalta uusia autoja myyvät liikkeet saavat luontaisesti vaihtoautoja myytäväksi ihmisten vaihtaessa uuteen autoon.

## Henkilöstöstä pääosa myyjiä, palkat joustavat

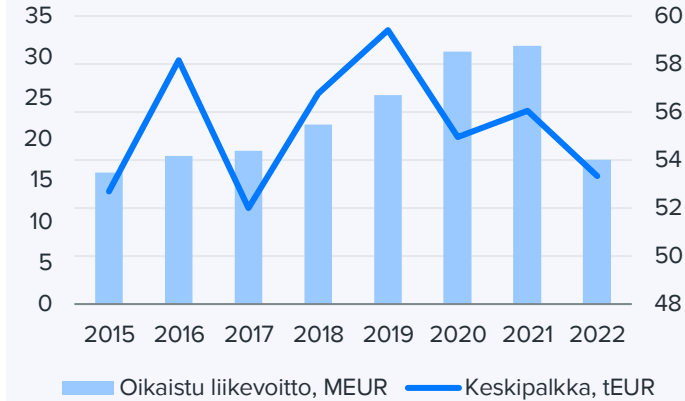
Kamuxin organisaatorakenne on kevyt. Henkilöstökulut ovat pysyneet 4,5-5,5 %:n haarukassa 2015-2022, toki yhdenkin %-yksikön muutoksella on jo oleellinen merkitys matalien katteiden liiketoiminnassa. Henkilöstömäärä keskimäärin vuoden 2022 aikana oli 883. Vakituista työntekijöistä suurin osa on myyntihenkilöstöä ja loput hallintohenkilöstöä.

Kiinteät henkilöstökulut ovat alhaiset, sillä muuttuva palkka muodostaa merkittävän osan henkilöstökuluista, etenkin myyjiä. Käsitksemme mukaan noin 30 % henkilöstökuluista on kiinteää ja 70 % muuttuvaa, joka maksetaan suhteessa myyntiin tai muihin kannustinjärjestelmän mittareihin, joilla pyritään tukemaan yhtiön kannattavuutta.

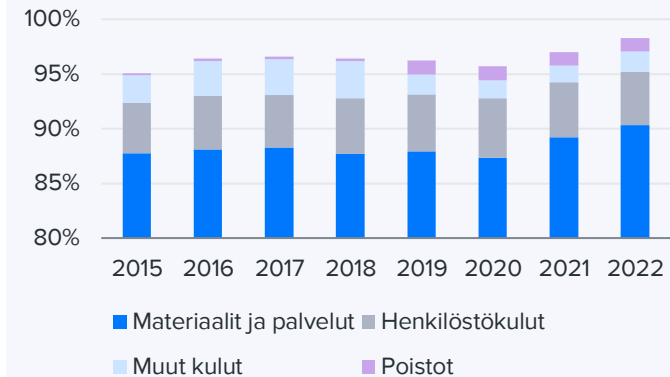
Palkitsemismalli mahdollistaa henkilöstökulujen joustamisen alaspäin jaksoilla, joilla myynti jää heikoksi. Toisaalta henkilöstökulut liikkuvat myös ylöspäin tulospalkkioiden ansiosta, jos myyntiluvut ovat hyviä. Kovin selvää korrelaatiota myytyjen autojen määrän tai tuloksen suhteessa keskipalkkaan ei tosin ole historiassa havaittavissa (ks. kuvaaja). Palkkausmallin takia Kamuxin suhteellinen kannattavuus ei skaalaudu voimakkaasti ylöspäin liikevaihdon kasvaessa.

Henkilöstö pois lukien kiinteät kulut 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



# 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 %. Välihallinnassa 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

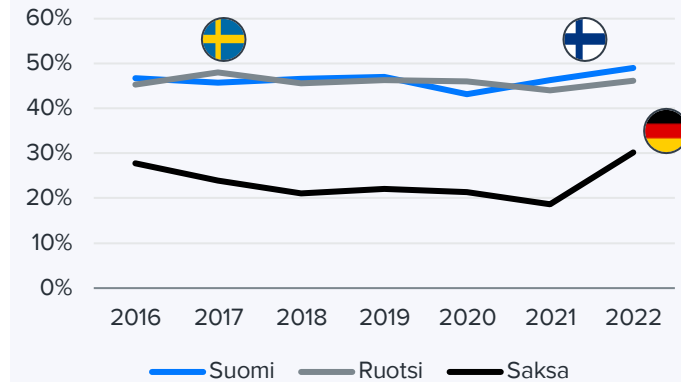
saavat laajan myyntiverkoston kautta omille tuotteilleen/palveluilleen uuden jakelukanavan ja Kamux ottaa välittäjän roolissa itselleen toteutuneista kaupoista myyntipalkkion. Sopimusehdot vaihtelevat maittain ja Suomessa Kamuxin palkkiot ovat ulkomaita parempia, jossa se pyrkii kasvamaan merkittävämmäksi toimijaksi markkinalla ja sen turvin parantamaan palkkioprofiiliaan integroiduista palveluista.

## Rahoitustuotteet ovat tärkein palvelu

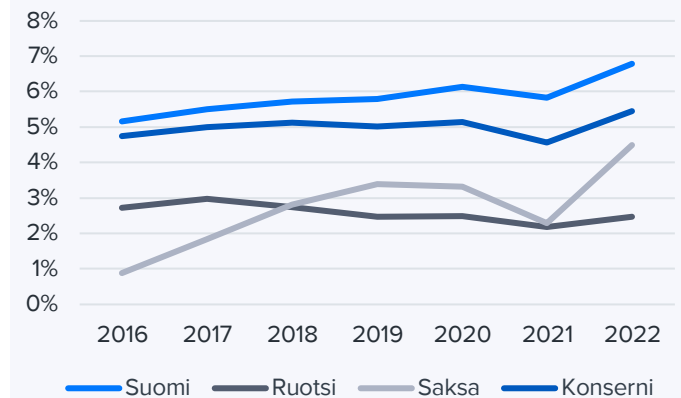
Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin riski rahoituksen osalta rajoittuu sen rahoitusyhtiöltä saamiin palkkioihin. Luottopäätöksen tekee aina rahoitusyhtiö, joka myös kantaa luottoriskin. Kamux on myymiensä rahoitustuotteiden osalta oikeutettu palkkioihin, jotka sisältävät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

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. Suomen ja Ruotsin taso on jo pitkään ollut 45-50 %, joten penetraation osalta nousuvaraa on mielestämme lähinnä Saksassa. Siellä 50 % tason saavuttaminen on mielestämme kuitenkin haastavaa.

## Rahoituspalveluiden penetraatio



## Integroidut palvelut, % liikevaihdosta



Lähde: Kamux, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/7)

Jos Kamux saisi rahoitusyhtiöiltä parempia ehtoja etenkin Ruotsin palkkiotaso voisi nousta mielestämme oleellisesti.

Kamux kirjaa pääsääntöisesti tulokseensa rahoitustuotteiden myyntipalkkioita juoksevasti kuukausittain, kun asiakkaat lyhentävät rahoitusyhtiölle auton kuukausimaksuja. Palkkiotulot tulevat siten pääsääntöisesti hieman ”jälkijunassa” liikevaihdon kasvuun verrattuna. Jos Kamux tänään lopettaisi kolmansien osapuolten rahoitustuotteiden myynnin, tulisi yhtiölle vielä viimeisiä palkkiotuloja häntä 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 vain Kamuxin asiakkaille 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. Emme näe tässä 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.

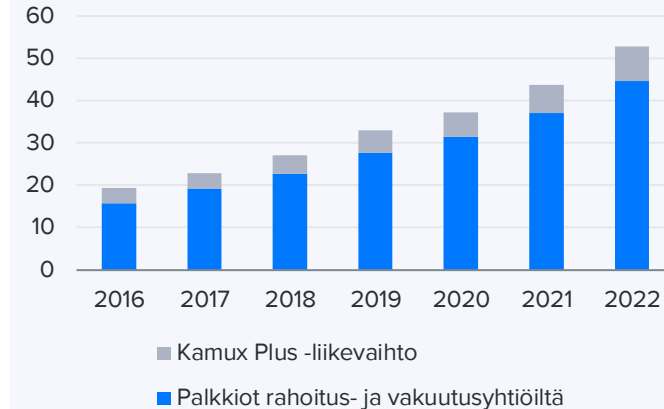
Kamux ei erittele miten palkkiot jakautuvat rahoitus- ja vakuutustuotteiden kesken, mutta rahoitus on yhtiölle selkeästi tärkeämpi komponentti.

## Kamux Plus lisävastuusitoumus korjausten varalle

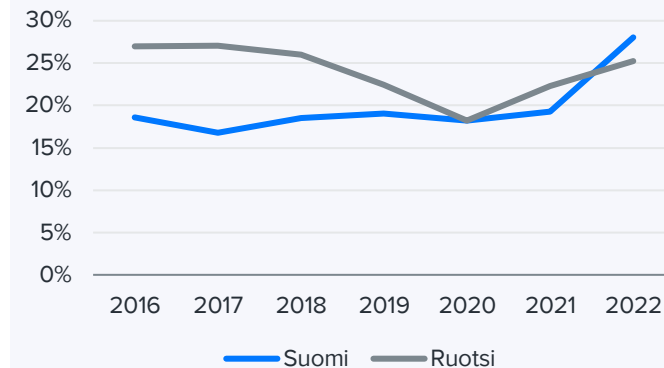
Kamux tarjoaa Suomessa ja Ruotsissa autojen myynnin yhteydessä lakisääteistä myyjän lakisääteistä virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoumusta, Kamux Plussia, jonka hinta vaihtelee portaittain ajettujen kilometrien ja moottorin tehon mukaan. Kamux Plussin tarkoitus on antaa auton ostajalle turvaa korjauskustannusten varalle. Kamux korjaa ennalta määrätyt 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 %. Näemme pientä nousuvaraa tuotteen tulojen suhteen. Kamux Plus –palvelun liikevaihto on kuitenkin alle 10 MEUR vuodessa.

## Integroitujen palveluiden liikevaihto



## Kamux-plus penetraatio



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (7/7)

## Perustaja Kalliokoski yhä suurin omistaja

Kamuxin suurin omistaja on edelleen yhtiön perustaja Juha Kalliokoski, joka aiemmin tänä vuonna jätti toimitusjohtajan tehtävät. Hänellä on reilun 13 %:n omistus Kamuxista. Muut suurimmat omistajat ovat lähinnä suomalaisia instituutiosijoittajia sekä joitakin henkilöomistajia, jotka ovat pääasiassa Kamuxin pitkäaikaisia omistajia. Hallintarekisterissä eli todennäköisesti ulkomaalaisia omistajia Kamuxilla on noin 14 %.

Yhtiön hallitus koostuu kuudesta jäsenestä ja sitä johtaa Keskolla pitkän uran tehnyt Terho Kalliokoski. Perustaja Juha Kalliokoski siirtyi tänä vuonna hallitukseen jätettyään toimitusjohtajan paikan. Kaikki hallituksen jäsenet ovat suomalaisia, jota pidämme heikkoutena ottaen huomioon yhtiön kansainvälisen liiketoiminnan laajuuden ja tavoitteen olla Euroopan johtava toimija.

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

## Pajuharju aloitti kesällä toimitusjohtajana

Perustaja Kalliokosken jätettyä toimitusjohtajan tehtävät 20 vuoden jälkeen Kamux siirtyi uuteen aikaan, kun yhtiön toimitusjohtajaksi palkattiin Harviassa aiemmin toimitusjohtajana toiminut Tapio Pajuharju. Pajuharju oli istunut Kamuxin hallituksessa aiemmin ja siten tuntee yhtiön jossain määrin entuudestaan. Mielestämme Pajuharjulla on Harviasta 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. Näemme silti johdossa tapahtuneen muutoksen hyvänä asiana yhtiölle, kun ulkopuolinen kokenut johtaja katsoo toimintaa uudesta kulmasta.

CFO on Marko Lehtonen, joka on ollut yhtiössä 2019 lähtien. Johtoryhmässä on lisäksi kunkin kolmen maan maajohtaja sekä neljä eri toimintojen johtajaa. Kamuxiin Saksan ja Ruotsin maajohtajat ovat paikallisia, muuten johtoryhmä on suomalainen. Johtoryhmässä on ollut suhteellisen paljon vaihtuvuutta, sillä neljä henkilöä on aloittanut Kamuxille viime vuonna, kaksi 2021 ja yksi 2020, Lehtosen ollessa pitkäaikaisin Kamuxlainen johtoryhmässä.

Pajuharjulla, Lehtosella ja kolmella muulla on 10-25 tuhatta osaketta, mutta neljän henkilön osalta omistukset ovat 500-2000 osaketta välillä, joka on mielestämme vähäinen määrä. Sinällään kaikkien sekä johtoryhmän että hallituksen jäsenten omistus on mielestämme positiivinen merkki.

Johdon palkitseminen on sidottu tänä vuonna loppuvaan strategiakauteen, jossa historiallisesti paino on ollut kasvussa, mutta tänä vuonna enemmän kannattavuudessa. Pajuharjulle laadittu osakepohjainen kannustinjärjestelmä vuosille 2023-26 ei sisällä enää lainkaan kasvukriteeriä, vaan mittarit ovat tulos, markkina-arvo ja ESG-mittari. Pidämme tätä hyvänä suuntana, kannattavuuden parantamisen ollessa meidänkin mielestä ensisijaista, eikä se toisaalta poissulje kasvua.

## Suurimmat omistajat

31.8.

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

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.

Vahva tase

6.

Laajentuminen uusiin palveluihin voi tukea kannattavuutta

## Potentiaali



- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus
- 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 on vahvuus

Suomen liiketoiminta on mielestämme Kamuxin selkeä vahvuus. Kamux on pystynyt kasvattamaan Suomessa markkinaosuuttaan koko historiansa ajan ja tekemään samalla hyvää tulosta ja pääoman tuottoa, vaikka viimeiset 1,5 vuotta onkin ollut haastavampaa. Tämä mielestämme kertoo Kamuxin liiketoimintamallin toimivuudesta ja siitä, että sillä on tiettyjä vahvuuksia kilpailijoita vastaan, vaikka selkeistä pysyvistä kilpailueduista ei välttämättä 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. Joihinkin kilpailijoihin nähden myös suhteellisen vahva tase on Kamuxin vahvuus, sillä se mahdollistaa laajentumisen ja keskittymisen kannattavuuteen (eikä kassavirtaan) myös heikommassa markkinatilanteessa.

## 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 volyyymiä. Myös nykyistä parempien integroitujen palvelujen koskevien sopimusten kautta voidaan parantaa kannattavuutta keskipitkällä aikavälillä etenkin

Ruotsissa.

Lisäksi Kamuxilla on mielestämme mahdollisuus tuoda uusia palveluita valikoimaansa, vaikka käytetyt autot pysyisivätkin sen ydintuotteena. Näitä voisi olla esim. renkaat & vanteet, huoltotoiminta ja katsastus. Näitä Kamux voisi myydä joko itse tai alihankkijan avulla. Käsittääksemme myös yritystason kautta uusiin palveluihin laajentuminen voisi olla mahdollista. Näistä mahdollisuuksista uskomme kuulevamme yhtiöltä lisää, kun alkuvuonna 2024 julkaistaan päivitetty strategia ja taloudelliset tavoitteet.

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 tehnytään kuin yhden yritysoston.

## 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.

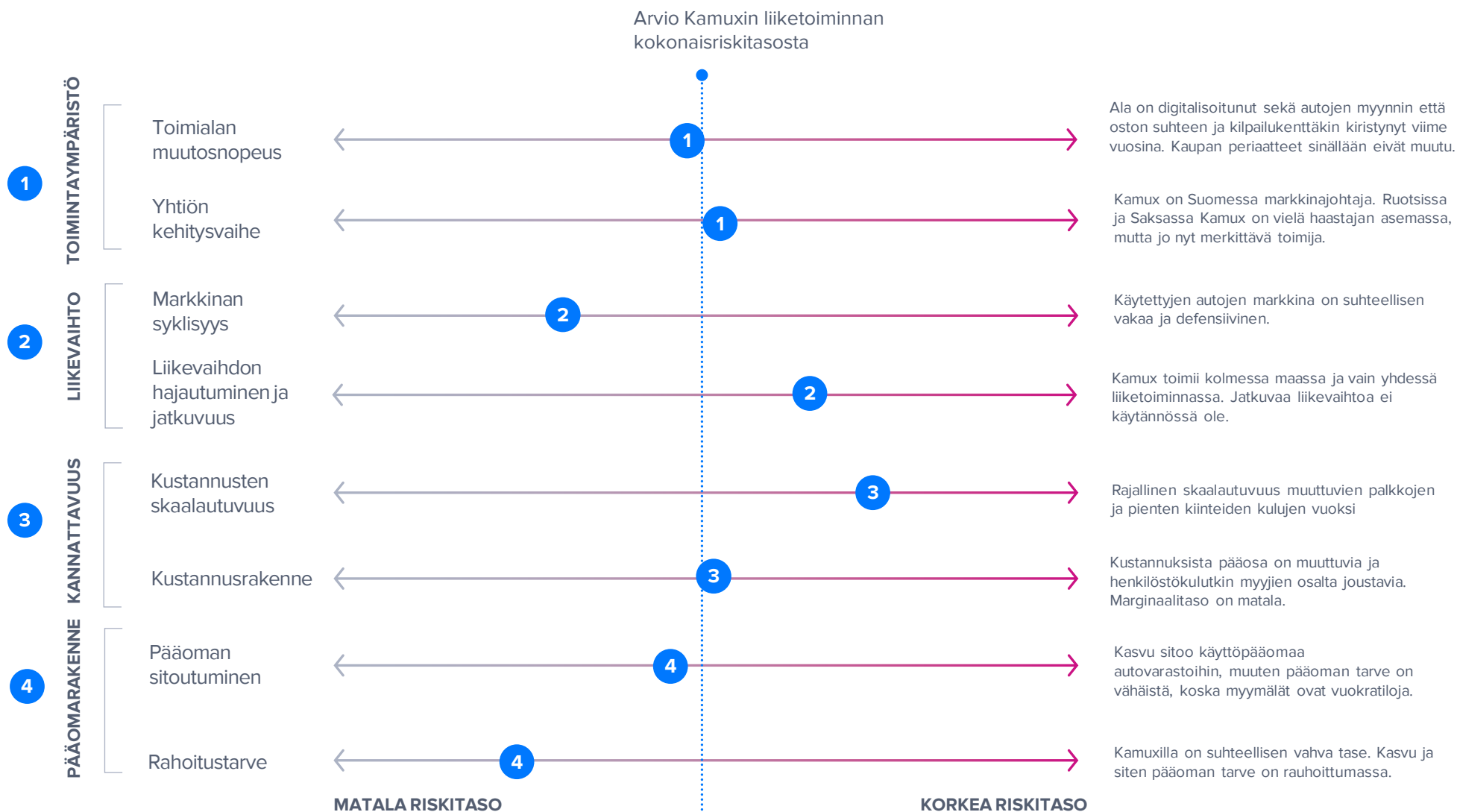
Toisena selvänä heikkoutena pidämme hidastunutta varastonkiertoa, joka liittyy osin

ulkomaille laajentumiseen ja jota jo aiemmin käsitelimme. Suhteellisena 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 uusimmalla ja tehokkaalla konseptilla pystyy varsin hyvin tuloksiin. Tähän liittyy myös Kamuxin työntekijöiden viime vuosien suhteellisen korkea vaihtuvuus eli myös henkilöstön liikkuvuus on korkeahko, jota voi pitää heikkoutena alalle/Kamuxille.

## Kuluttajakäynnän ja 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 merkki-autoliikkeistä yksityishenkilöihin. Käytettyjen autojen myyntikanavat voidaan jakaa seuraaviin kategorioihin:

- 1. Uusia autoja myyvät merkki-autoliikkeet**, 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 merkki-autoliikkeet 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 pitkässä juoksussa maltillisesti, jos lainkaan, minkä takia yksittäisten toimijoiden mahdollinen voimakkaampi kasvu tulee pääasiassa markkinaosuuksien voittamisesta. Pitkässä juoksussa näemme edelleen alalla painetta konsolidoitua ja suurilla toimijoilla edellytykset kasvaa pienempien toimijoiden kustannuksella. Tätä tukee myös kuluttajien välisen kaupan trendinomainen vähentyminen.

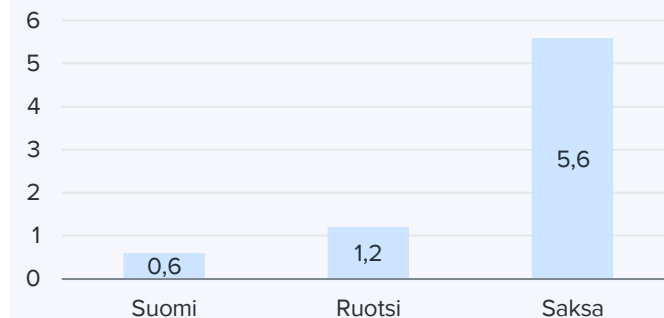
## Kamuxin kohdemarkkinat

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Näiden kolmen maan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkinakoko on yhtiön mukaan noin 100 miljardia euroa (~7,4 miljoonaa käytettyä autoa vuonna 2022). Kamuxin visio on tulla johtavaksi käytettyjen autojen kauppaan erikoistuneeksi vähittäiskaupan ketjuksi Euroopassa.

## Autokanta, m kpl



## Käytettyjen autojen markkina 2022, m kpl





# Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

## Käytettyjen autojen markkina Suomessa

Autoalan keskusliiton mukaan Suomessa tehdään vuosittain 550 000-650 000 käytetyn auton kauppaa. Näistä kaupoista arviolta puolet tapahtuu merkki- ja yleisliikkeissä, neljäsosa järjestäytymättömissä autoliikkeissä ja noin neljännes vaihtaa omistajaa kuluttajien välisessä kaupassa. Markkina tippui viime vuonna merkittävästi, lähelle 550 tuhannen auton tasoa (arvossa noin 6 mrd. EUR), usean vuoden noin 630 tuhannen auton myyntitason jälkeen. Markkina vaikuttaa välillisesti uusien autojen myyntiä, sillä se vaikuttaa käytettyjen autojen saatavuuteen, sekä yleinen kuluttajakäyttäytyminen/luottamus, jota ajaa kuluttajien ostovoima. Myös koron taso / muutokset vaikuttavat. Nämä ajurit ovat olleet paineissa viime ja tämän vuoden alun, kun ostovoima on laskenut ja uusien autojen myynti on ollut vaisua.

Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin mukaan maailman keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhtiön arvion mukaan yhteensä noin 25 %:n markkinaosuus. Tästä Kamuxilla on noin 8 % (myydyistä autoista) ja Sakalla vain hieman vähemmän. Näemme markkinaosuuskeskittävän tulevaisuudessa, kun pienemmät toimijat ja kuluttajien välinen kauppa hiljalleen pienenevät. On tosin syytä huomata, että liikkeissä myydään tyypillisesti uudempiä käytettyjä autoja ja vanhemmilla autoilla tyypillinen myyntitapa on kuluttajien välinen kauppa, joten emme usko liikkeiden osuuden nousevan merkittävästi tai nopeasti.

Suomen markkinoilla suurimpia toimijoita autokaupassa ovat mm. Veho, Hedin Automotive, Kamux, K-Auto (Kesko), SAKA, Käyttöauto ja Rinta-

Joupin Autoliike. Kamux on keskittynyt käytettyihin autoihin, kun monet kilpailijat myyvät myös uusia autoja sekä huolto- ja varaosapalveluita.

Käytettyjen autojen kaupassa suurimmat toimijat ovat Kamux, SAKA, Rinta-Joupin Autoliike, Veho, K-Auto, Bilar99e, Hedin ja Jarmo Rinta-Jouppi. 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 2022 oli 570 MEUR. SAKA on jatkanut kasvua tänä vuonna ja oli H123 liikevaihdoltaan käytännössä tasoissa Kamuxin kanssa. Sakalla on Suomessa 24 autoliikettä. SAKA on 2020-22 pystynyt hieman Kamuxia parempaan kannattavuuteen, vaikka senkin marginaali laski viime vuonna.

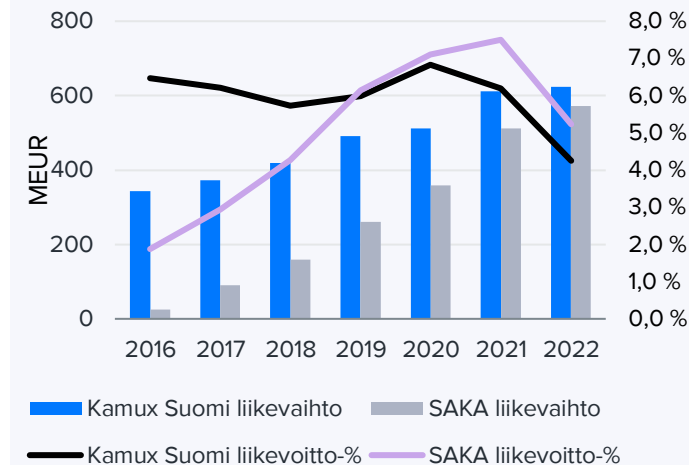
Käytettyjen autojen markkinoiden kolmanneksi suurin toimija on arviomme mukaan Rinta-Joupin Autoliike ja sen osuus käytettyjen autojen markkinasta on arviomme mukaan vajaat 5 %. Käytettyjen autojen lisäksi yhtiö myy mm. uusia autoja, matkailuautoja ja -vaunuja. Yhtiöllä on myös huolto-, korjaamo- ja varaosaliiketoimintaa. Muut käytettyjen autojen myyjät ovat arviomme mukaan alle puolet Kamuxin koosta ja siten markkinaosuudeltaan alle 5 %. Hedin Automotive on laajentunut nopeasti Suomessa ostamalla mm. Laakkosen ja Delta Auton, jonka avulla se on myös merkittävä käytettyjen autojen myyjä. Konserniin kuuluu uusien ja käytettyjen autojen kauppaa sekä myös huolto- ja varaosaliiketoimintaa. Keskon K-Auton käytettyjen autojen myynti oli yhtiön mukaan viime vuonna noin 25 % koko Keskon autokaupan liikevaihdosta eli noin 230 MEUR.

## Käytettyjen henkilöautojen hintakehitys Suomessa (indeksi)




Lähde: Tilastokeskus

## Kamux vs. SAKA



Lähde: Kamux, SAKA, Inderes

# Toimiala ja kilpailukenttä Suomessa 3/6

	2022 liikevaihto (~MEUR)	2022 liikevoitto-%	Uusien autojen myynti	Käytettyjen autojen myynti	Raskaan kaluston myynti	Huoltopalvelut ja varaosamyynti
<b>KAMUX</b> 	620	4,2 %		✓		
<b>VEHO</b>	810	2,9 %	✓	✓	✓	✓
<b>K</b> Auto	910	5,3 %	✓	✓		✓
<b>Saka</b>	570	5,2 %		✓		
<b>Rinta-Joupin Autoliike</b>	520	2,7 %	✓	✓		✓
<b>HEDIN</b> <sup>1,2</sup> AUTOMOTIVE	370	-1,1 %	✓	✓		✓
<b>KÄYTTÖAUTO</b>	360	2,5 %	✓	✓	✓	✓
<b>J.RINTA-JOUPPI</b> oy	370	2,9 %	✓	✓		✓
<b>AUTOKESKUS</b>	340	0,1 %	✓	✓		✓
<b>Delta</b> <sup>1</sup>	320	-0,2 %	✓	✓		✓
<b>WETTERI</b> OHITTAMATON.	290	1,3 %	✓	✓	✓	✓
<b>LänsiAuto</b>	270	0,2 %	✓	✓		✓
<b>BILIA</b>	230	3,7 %	✓	✓		✓

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

- 1) Hedin Automotive osti 2022 Autotalo Laakkosen ja 2023 Delta auton, joka tässä näkyy vielä oman yhtiönään 2022 osalta.  
2) Vuoden 2021 lukuja

# 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 toissa vuonna 420 000, mutta viime vuonna 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 Kamuxin mukaan 1,2 % ja se on käsityksemme mukaan markkinan 5. suurin toimija. Olettaen, että Kamux myy vain alle 10-v autoja, sen markkinaosuus siitä joukosta on noin 4 %. 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 lähes tuplasi liikevaihtonsa viime vuonna noin 100 MEUR:oon. Riddermark on Ruotsin suurin käytettyihin autoihin keskittynyt ketju ja teki liikevaihtoa viime vuonna yli 600 MEUR. Yhtiö on kasvanut lähes nolasta kymmenessä vuodessa ja pystynyt noin 3,5 %:n keskimääräiseen liikevoittomarginaaliin eli sekä kasvun että kannattavuuden suhteen huomattavasti samoihin aikoihin Ruotsissa aloittanutta Kamuxia parempaan.

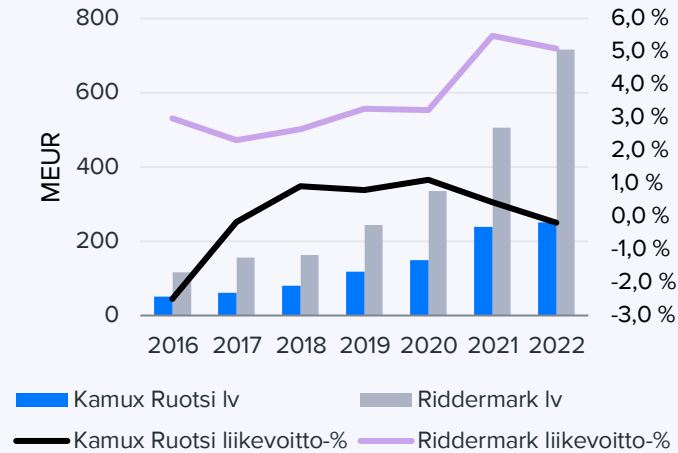
## Käytettyjen autojen markkina Saksassa

Saksan käytettyjen autojen markkina on ollut historiallisesti noin 7 miljoonaa autoa, mutta viime vuonna taso oli vain 5,6m. Kamuxilla on Saksassa lyhyen toimintahistoriansa takia vain marginaalinen markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä koko maan tasolla. Kamux keskittyy tällä hetkellä lähinnä suur-Hampurin alueelle ja se on kooltaan noin Suomen markkinan kokoinen. Huhtikuussa se avasi myymälän myös uudelle alueelle Düreniin, Kölnin lähelle.

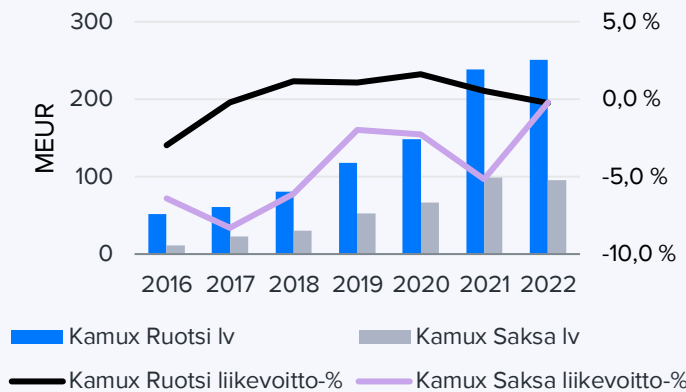
Kamuxin näkemyksen mukaan auton ostajat ovat Saksassa hyvin merkki- ja laatutietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoilla on tyypillistä merkkiautoliikkeiden ja autovalmistajien keskeinen rooli sekä markkinoiden suuri hajanaisuus, jonka lisäksi Saksassa toimii myös alueellisia tai paikallisia käytettyjen autojen kauppiaan 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 Auto!n omistama Autohero. Saksan markkina on Kamuxin muihin toimintamaihin verrattuna teknologiselta kehitykseltään jäljessä ja kilpailutilanteeltaan hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on käsityksemme mukaan yhteensä vain 2 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen määrällä mitattuna.

## Kamux Ruotsi vs. Riddermark



## Kamux Saksa vs. Kamux Ruotsi



Lähde: Kamux, Riddermark

# 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. Internet on Kamuxin tärkein markkinointikanava ja valtaosa Kamuxin markkinoinnista tehdään digitaalisissa kanavissa. Lähes kaikki Kamuxin asiakaskontaktit alkavat verkossa ja käytettyjen autojen ostajat käyttävät yhä enemmän digitaalisia kanavia autojen etsimiseen. Hinnat muuttuvat yhä läpinäkyvimiksi 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 neljä sitä suurempaa puhtaasti käytettyjen autojen myyjää.

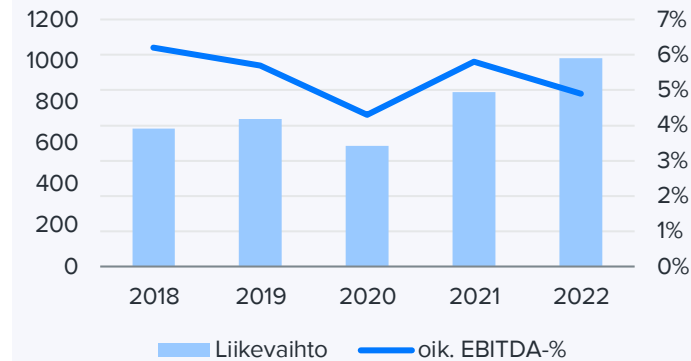
Näistä suurin on Brittiläinen Constellation Group, joka on verkossa toimiva autokauppias/huutokauppa. Toiseksi suurin on tsekkiläinen Aures, joka on lähinnä Tsekin, Slovakian ja Puolan alueella toimiva yhtiö, jolla on yhteensä noin 60 myymälää viidessä maassa. Seuraavat sijat menevät selkeästi online-toimijoiksi profiloituneille ranskalaisella Aramikselle sekä Saksalaiselle Auto1:n omistamalle Autoherolle. Nämä kaksi yhtiötä ovat kasvuvaiheessa ja kannattavuudeltaan vielä heikolla tasolla. Toisaalta niiden erilainen liiketoimintamalli luo uhkaa perinteisille myymälävetoisille ketjuille, kuten Kamuxille.

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 tavoitetason (3,5 %) mukainen. Motorpointin luvut ovat olleet heikommät, viime vuosien liikevoittomarginaalin jäädessä keskimäärin alle 2 %, joka on Kamuxin nykyistä tasoa vastaava. 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



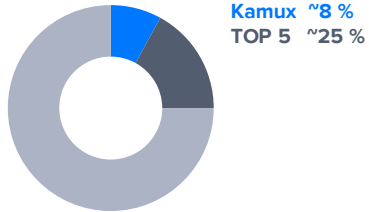
## Aures Holdings - taloudellinen kehitys



# Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

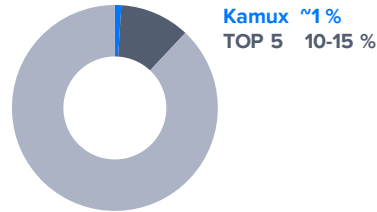
## Suomi (66 % liikevaihdosta)<sup>1</sup>

### Markkinaosuudet



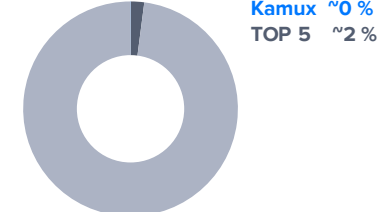
## Ruotsi 23 % liikevaihdosta<sup>1</sup>

### Markkinaosuudet

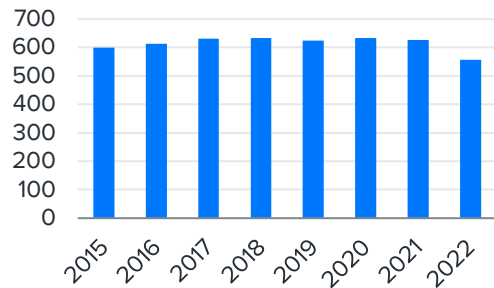


## Saksa, 10 % liikevaihdosta<sup>1</sup>

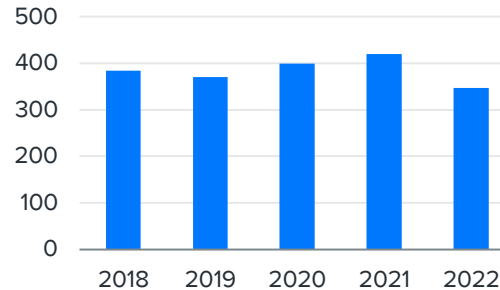
### Markkinaosuudet



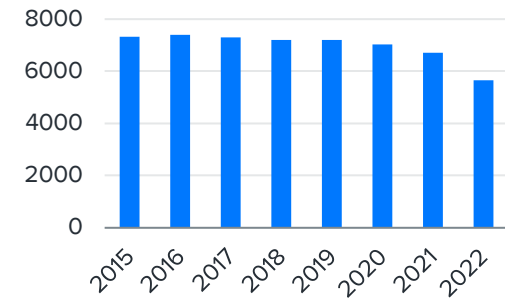
### Käytettyjen autojen markkinakoko (t kpl)



### 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-Caara/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

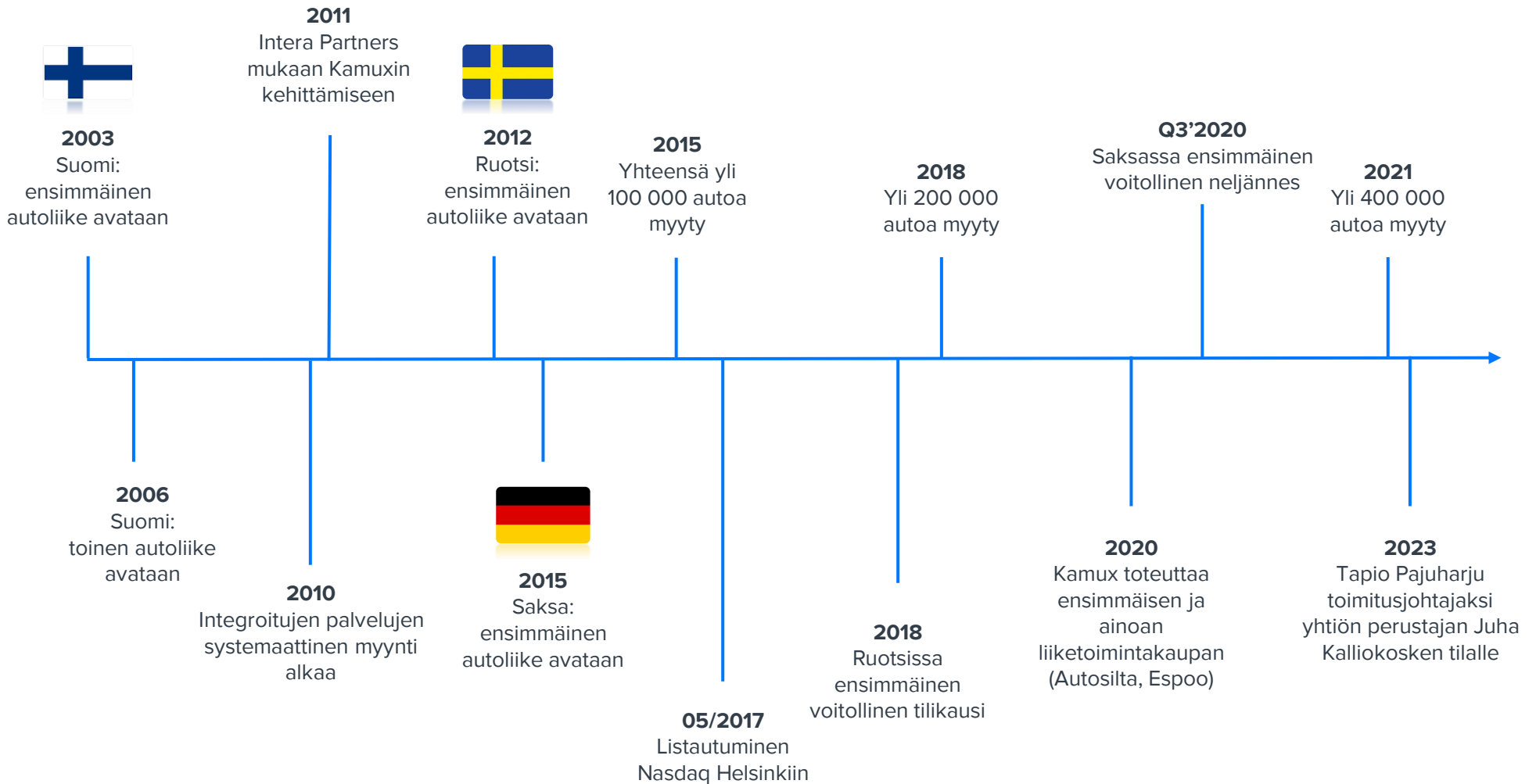
AVAG Holding  
Gottfried Schultz  
Feser-Graf Gruppe

#### 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 2012-2022 välillä liikevaihto kasvoi 112 MEUR:sta 937 MEUR:oon, mikä tarkoittaa keskimäärin 27 %:n kasvua vuodessa (CAGR). Liikevaihtoa kasvatti pääosin myytyjen autojen lukumäärän kasvu, joskin vuosina 2021-22 myös keskihinta nousi selvästi. Liikevaihdon kasvu kuitenkin hiipui viime vuonna, kun myytyjen autojen määrä laski.

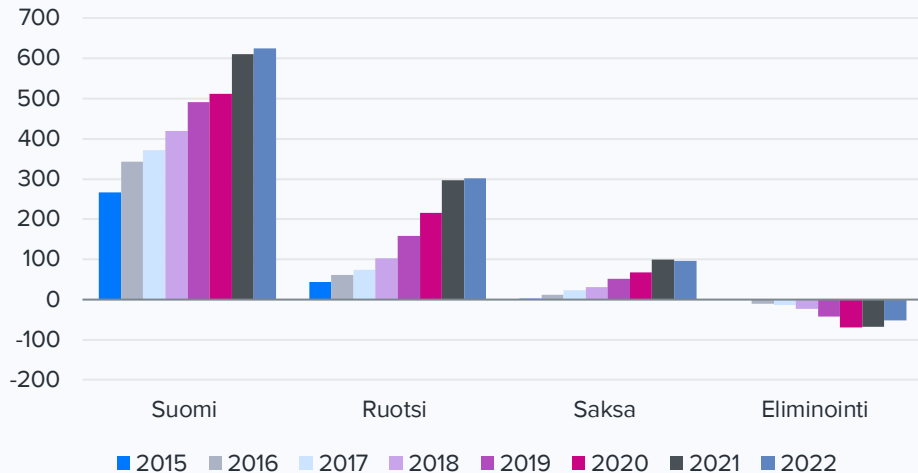
Kannattavuuden osalta yhtiöllä oli varsin tasainen liikevoittomarginaali, noin 5 %, aina 2019 asti. Suomessa kasvu oli alusta asti kannattavaa ja kannattavuus myös skaalautui kasvun mukana. 2019 jälkeen ensin ulkomaiden heikompi marginaalitaso painoi kannattavuutta ja sitten myös Suomen kannattavuus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

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

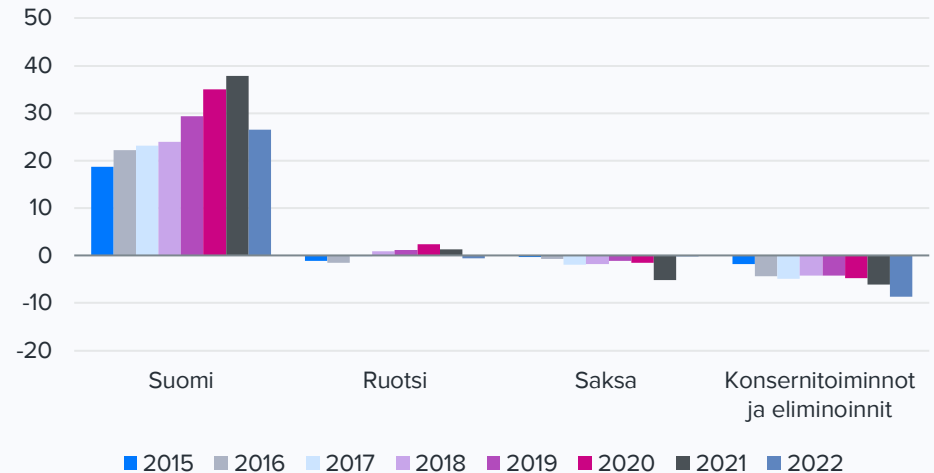
2022 myös Suomessa selvästi laskenut bruttokatemarginaali. Integroitujen palveluiden osuus liikevaihdosta on pysynyt noin 5 % tasolla, vaikka ulkomaille osuus onkin pienempi.

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

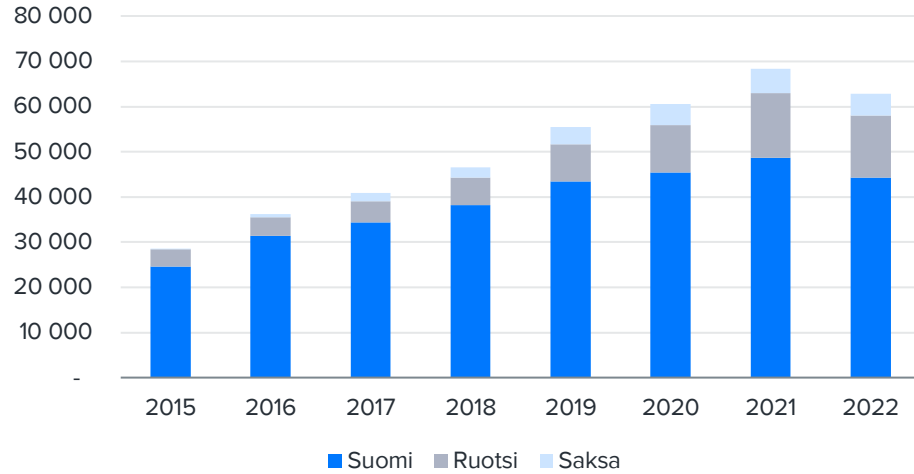


Liikevoitto segmenteittäin, MEUR

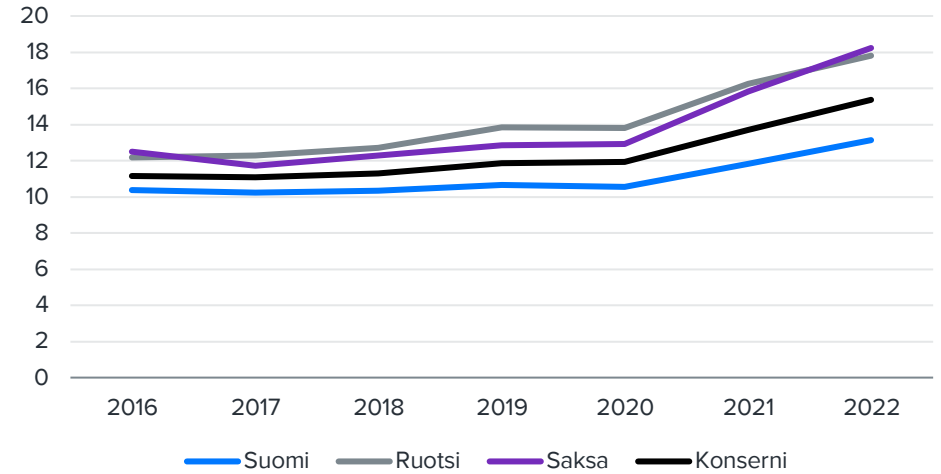


# Historiallinen kehitys 3/3

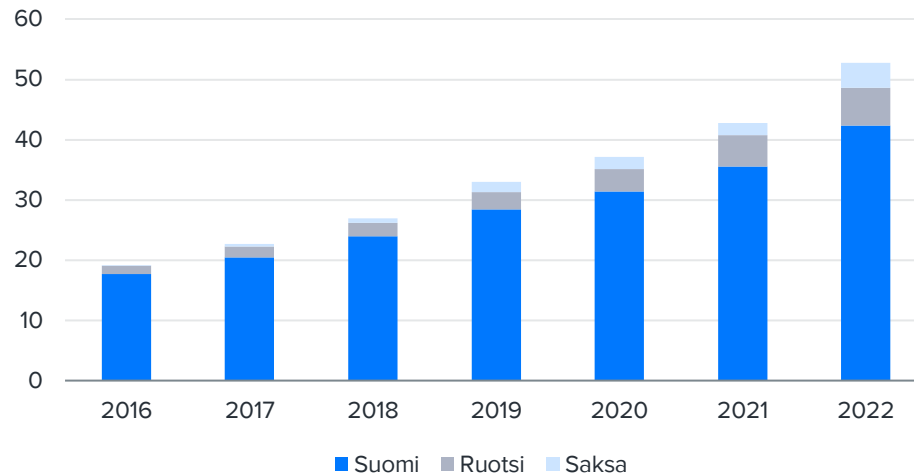
Myydyt autot (ei sisäistä myyntiä, kpl)



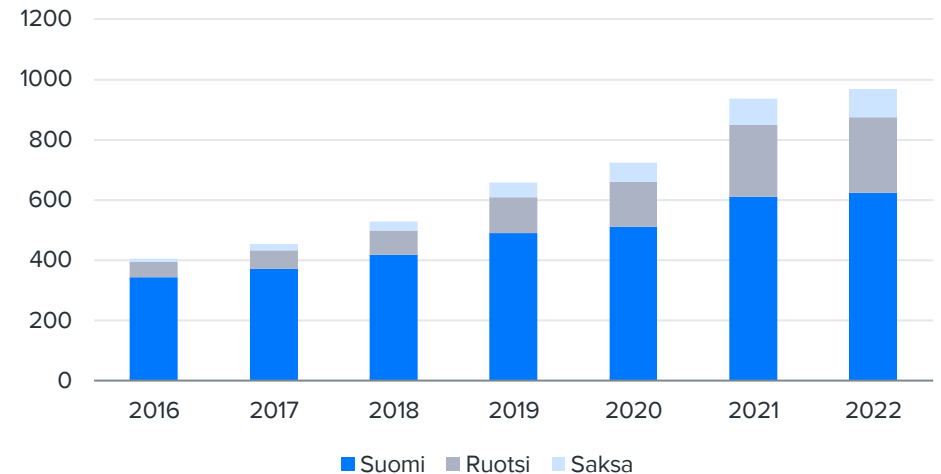
Myytyjen autojen keskihinta (tEUR)



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 % siivun aineellinen omaisuus, josta pääosa kuitenkin on vuokravastuita eikä varsinaista kiinteää omaisuutta. 10 % 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 hyvin vähän, Q223 lopussa vain 1 MEUR ja tyypillisestikin 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. Korolliset velat, vuokravelat ja ostovelat ovat kukin 15-20 % taseesta. Korolliset velat painottuivat Q223 lopussa lyhytaikaisiin velkoihin. Tämä johtunee viime aikojen heikon tulos/kassavirtatason tuomasta rahoitustarpeesta, jonka vuoksi lyhytaikainen velka nousi alkuvuoden aikana noin 20 MEUR:lla. Kamux ei rahoita käyttöpääomatarpeitaan varastoa vakuutena

hyödyntävällä velalla kuten monet muut alan toimijat.

## Kamux haluaa pitää taseen vahvana, mutta ei kerro sille numeerista tavoitetta

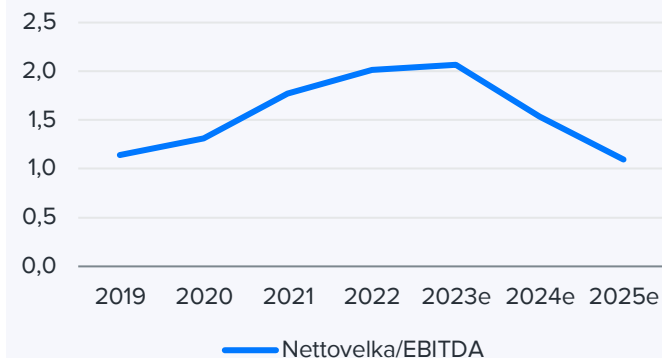
Kamux toistaa usein haluavansa pitää taseen vahvana ja näkevänsä sen hyvänä kasvun mahdollistajana niin vahvassa kuin heikossakin markkinassa. Mitään numeerista tavoitetasoa yhtiö ei ole kuitenkaan taseen suhteen antanut. Käsityksemme mukaan yhtiö haluaa kuitenkin pitää jonkinlaista velkavipua eli nettovelaton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

Taseessa onkin ollut historiallisesti varsin maltillisesti velkaa, etenkin jos katsotaan varsinaisia rahoitusvelkoja eli ilman vuokravelkoja. Q223 lopussa näiden määrä oli kuitenkin yhteensä yli 40 MEUR, joka noin 20 MEUR käyttökatteeseen (ilman IFRS 16 vaikutusta) suhteutettuna on noin 2x. Raportoiduilla luvuilla nettovelka/EBITDA oli Q223 yli 3x. Nämä luvut ovat kohtuullisia, mutta eivät anna tällä hetkellä kuvaa erityisen vahvasta taseesta. Uskomme kuitenkin tunnusluvun paranevan, kun tulos kääntyy kasvuun ja samaan aikaan kassavirta pienentää velkaa.

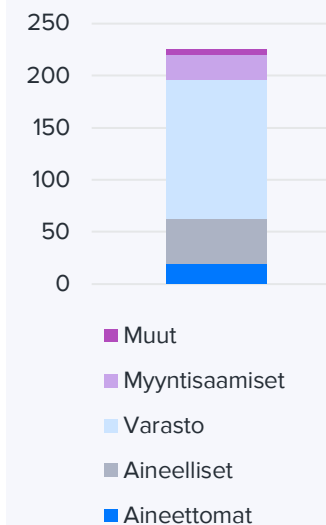
## Taseasema mahdollistaa kasvun

Mikäli ennusteemme 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.

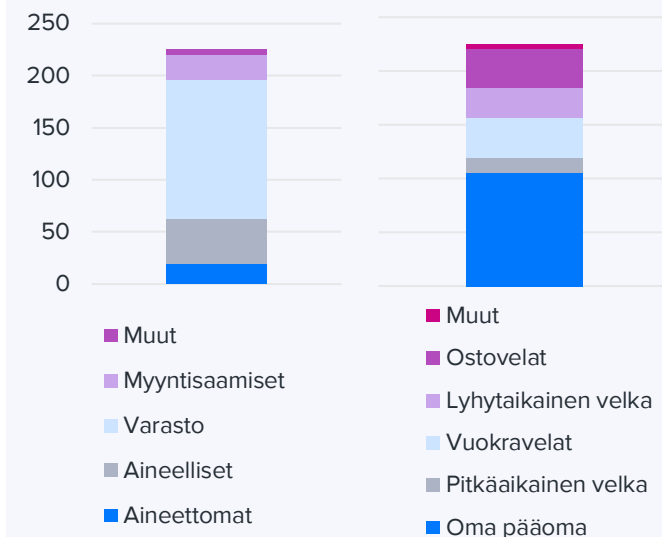
## Nettovelka/EBITDA



## Taseen varat Q223 (MEUR)

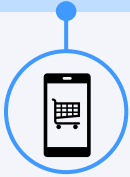


## Taseen velat Q223 (MEUR)



# Strategia

Kamuxin visio on olla Euroopan ykkönen käytettyjen autojen vähittäiskaupassa seuraavien strategisten panostusalueiden avulla:



## Monikanavainen asiakaskokemus

- Kamuxin tavoitteena on saumaton monikanavainen asiointi sekä markkinoiden paras digiostopolku. Asiakaspalvelussa hyödynnetään konseptin vahvuuksia, kuten ristiinmyyntiä. Asiakaslupauksen keskiössä ovat edulliset hinnat ja luottamus. Uusia palveluita kehitetään asiakaslähtöisesti



## Tehokkaat prosessit ja skaalautuvuus

- Prosessien ja logistiikan tehostaminen. Jatkossa vähemmän mutta isompia myymälöitä. Autojen tarkastusten ja autoihin liittyvän prosessoinnin kehittäminen. Kiinteiden kulujen pitäminen jatkossakin alhaisina.



## Datan hyödyntäminen ja tiedolla johtaminen

- Datan ja analytiikan tuella johdetaan myyntiä, ostoa ja hinnoittelua. Dataa hyödynnetään myös asiakkaan ostokokemuksen kehittämisessä, erityisesti verkkoasioinnissa.



## Kyvykkyyksien kehittäminen ja jatkuva oppiminen

- Systemaattinen kyvykkyyksien kehitys strategisen tahtotilan saavuttamiseksi. Panostetaan merkittävästi henkilöstömme osaamiseen ja jatkuvaan oppimiseen sekä urapolkuihin kaikilla organisaatiotasolla.

### Inderesin kommentit Kamuxin panostusalueista

- Asiakaskokemus on tärkeää ja asiakasta pitää palvella käsityksemme mukaan hyvinkin nopeasti – tässä Kamuxilla on edelleen parantamisen varaa toiminnassaan
- Toisaalta asiakaskokemus muodostuu myös oikean valikoiman ja hinnoittelun kautta, joka luonnollisesti on Kamuxin toiminnan ytimessä
- Uskomme Kamuxin pyrkivän laajentumaan myös uusin palveluihin kuten renkaiden myyntiin, huoltoon tms. joko oman toiminnan tai kumppanien kautta

- Tehokkaat prosessit toiminnan joka osassa ovat mielestämme matalien katteiden ja pienten erojen autokaupassa välttämättömiä
- Odotamme Kamuxin jatkavan myymälöiden koon kasvattamista, mutta toisaalta myös joidenkin sulkemista. Huomautamme että isompi myymälä on lähtökohtaisesti tehokkaampi (parempi kannattavuus), mutta vaatii myös isomman volyymin
- Kamuxin kiinteät kulut ovat mielestämme olleet kohtuullisesti hallinnassa. Etenkin ulkomailla kulut/myyty auto pitää kuitenkin saada paranemaan

- Datan hyödyntäminen kytkeytyy mielestämme suoraan prosessien tehokkuuteen ja myös hinnoitteluun. Siten tämä alue on tavallaan osa kahta edellistä. Datan hyödyntämisellä pitäisi myös pystyä parempaan ns. markkinan lukuun, joskin viime aikojen näytöt tästä yhtiöllä ovat heikot
- Kamuxin oma Kamux Management System on yhtiön mukaan riittävän hyvä työkalu datan hyödyntämiseen, mutta siitä ei vielä tällä hetkellä saada kaikkea mahdollista hyötyä irti. Tässäkin suhteessa yhtiöllä on siis vielä työtä prosessien tehostamisessa

- Käsityksemme mukaan Kamuxissa on varsin tyypillistä edetä myyjästä esim. myymäläpäälliköksi tai ostoorganisaatioon eli jonkinlaisia sisäisiä mahdollisuuksia yhtiössä on, vaikka valtaosa henkilöstöstä on samantyyppistä työtä tekeviä myyjiä
- Kamuxissa on myös viime vuosina ollut varsin suurta henkilöstön vaihtuvuutta, etenkin Ruotsissa käsityksemme mukaan liiallistakin. Tämä on nyt tasoittunut ja yhtiön olisikin tärkeä keskittyä myös henkilöstön pysyvyyteen

# Taloudelliset tavoitteet 1/2



## Taloudelliset tavoitteet vuosille 2021-2023 (annettu helmikuussa 2021)

### Liikevaihdon vuotuinen kasvu yli 20 %

- Kamux ylitti tavoitteen 2021 (jota tuki hintojen nousu, kappalemääräisen kasvun ollessa 13 %), mutta jäi voimakkaasti heikentyneen markkinan takia kasvutavoitteestaan selvästi viime vuonna ja tänä vuonna tavoite jää myös kauaksi
- Emme usko yhtiön saavuttavan tätä tavoitetta jatkossakaan
- Odotamme yhtiön laskevan kasvutavoitettaan, kun tavoitteita päivitetään. Yhtiö on jo indikoinut kannattavuuden olevan enemmän fokuksessa

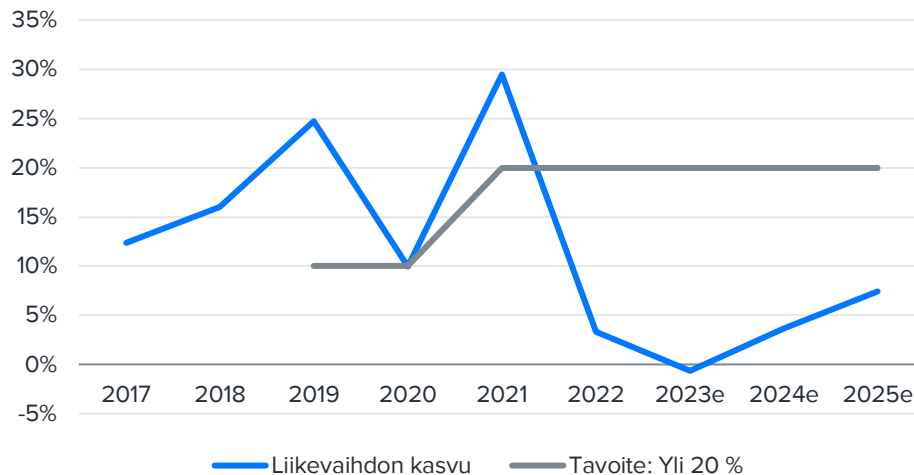
### Oikaistu liikevoittomarginaali 3,5 % ja vuosittain kasvava absoluuttinen liikevoitto

- Kannattavuus on jäänyt merkittävästi tavoitteesta viime vuosina heikentyneen markkinan ja toisaalta ulkomaiden heikomman kannattavuuden takia
- Tulos laski absoluuttisesti varsin selvästi 2021-22. Tälle vuodelle ohjeistetaan kasvua, mutta me ennustamme noin 2022 tasoa
- Ennustamme marginaalin ja tuloksen nousevan 2024-25, mutta pysyvän alle 3 %:n
- Uskomme 3,5 %:n tavoitetason olevan yhä Kamuxille relevantti 3-5 vuoden horisontilla

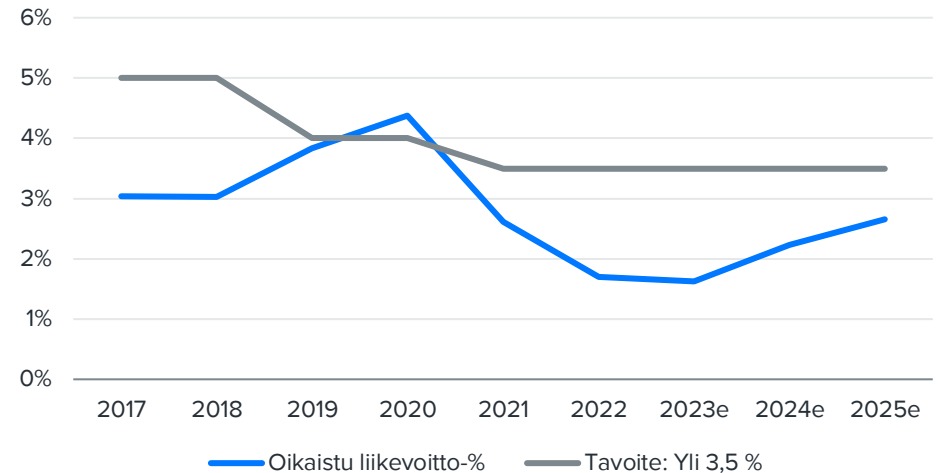
### Oman pääoman tuotto yli 25 %

- Heikon tuloskehityksen myötä ROE on heikentynyt ja on 2022-23e noin 10 %. Myös koronnoisuus painaa oman pääoman tuottoa
- Me ennustamme ROE:n nousevan yli 15 %:n vuonna 2025
- Tavoite on mielestämme haastava. Se vaatii sekä kannattavuuden että pääoman kierron selkeää parantumista vielä meidän 2025 ennusteisiin nähden
- Tavoitteen lasku ”yli 20 %” muotoon on mahdollista ja se olisi mielestämme paremmin linjassa 3,5 % marginaalitavoitteen kanssa

Liikevaihdon kasvu



Oikaistu liikevoittomarginaali



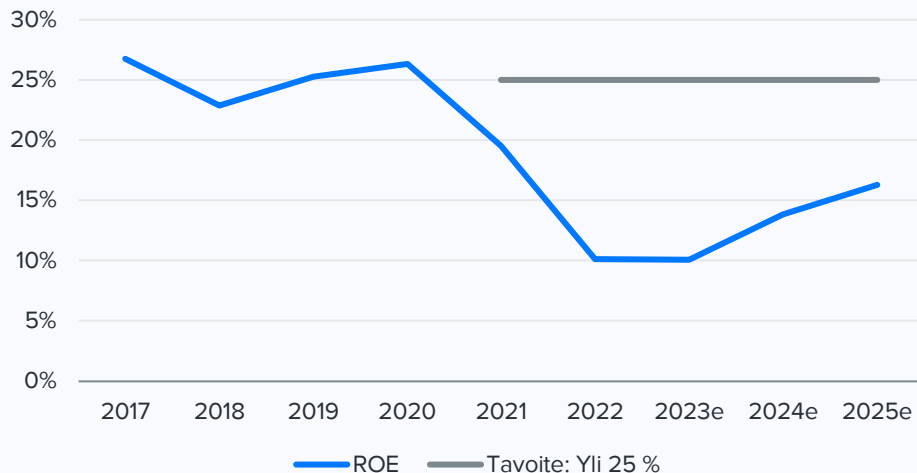
# Taloudelliset tavoitteet 2/2

## Osingonjakosuhtetavoitteessa nostovaraa

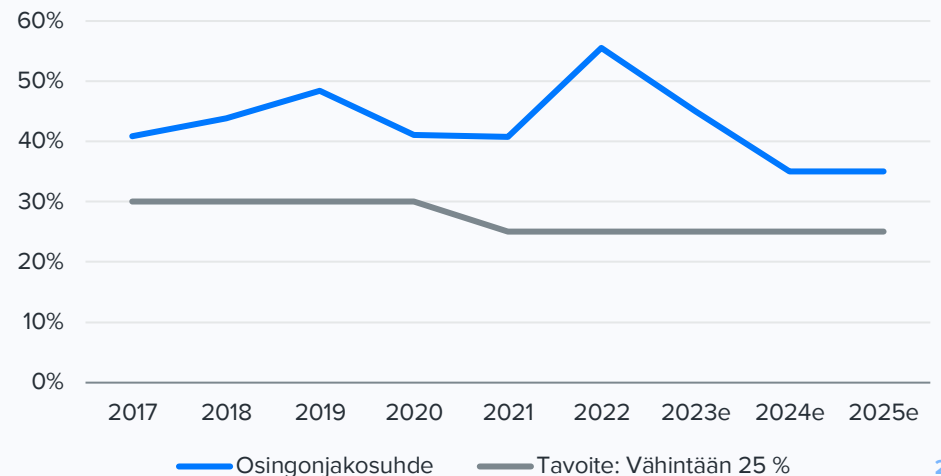
Edellisellä sivuilla mainittujen tavoitteiden lisäksi Kamuxin osinkopolitiikan mukaan tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 25 % tilikauden voitosta. Raja on asetettu varsin matalalle, sillä yhtiö on halunnut historiallisesti pystyä allokoimaan pääomia kasvuun. Viime vuoden heikosta tuloksesta osinkosuhte oli 55 %.

Odotamme osingonjakosuhteen pysyvän selvästi tavoitetason yläpuolella myös tulevina vuosina. Jos oletuksemme fokuksen siirtymisestä kasvun sijaan enemmän kannattavuuteen pitää paikkansa, osinkotavoitetta voitaisiin jopa nostaa. Toisaalta Kamuxilla tulee oletettavasti olemaan edelleen pidemmän aikavälin kasvutavoitteita, joiden toteuttamiseen on hyvä löytyä mahdollisuuksia taseen/kassavirran puolelta.

### Oman pääoman tuotto (ROE)



### Osingonjakosuhte



# Ennusteet 1/5

## 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 auton katteen ilman palveluita ("rautakate"), integroitujen palveluiden ja kiinteiden kulujen kautta.

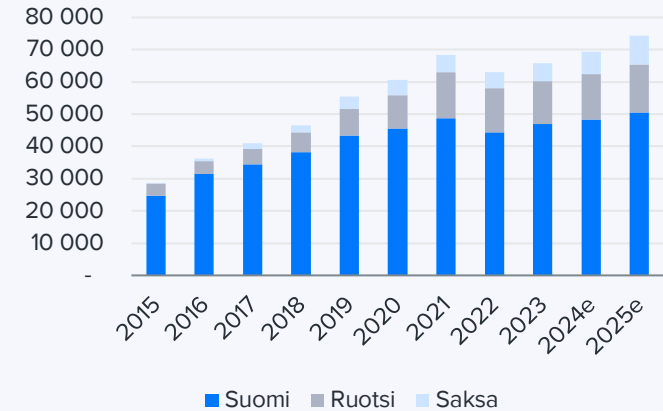
Isossa kuvassa odotamme lähivuosina Suomen ja Ruotsin osalta markkinaosuuden kehityksen olevan varsin tasaista ja kasvun tulevan lähinnä markkinan toipumisesta. Kamuxille vielä suhteellisen pienen Saksan segmentin odotamme kasvavan vauhdikkaammin. Kannattavuuden odotamme paranevan kaikissa maissa nykytasoon verrattuna ja ulkomaiden toimintojen kääntyvän kestävästi positiiviseen tulostasoon. Tätä tukee mielestämme uuden johdon selkeämpi fokus kannattavuuteen ja siihen liittyvä toiminnan tehostaminen sekä markkinoiden kysynnän toipuminen. Emme ennusta lähivuosille uusia toimintamaita, mutta jotain uusia lisäpalveluja Kamux todennäköisesti pyrkii tuomaan 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.

## Toipuminen jatkuu H2:lla, mutta ohjeistettuun 2023 tulosparannukseen vielä tekemistä

Kamuxin Q123 oli tulostasoltaan heikko, kun loppuvuonna 2022 markkinalla tapahtunut hintojen lasku heikensi vielä Kamuxin katteita. Q2 oli jo huomattavasti parempi etenkin Suomen osalta, vaikka yhtiö totesikin kannattavuuden asteittaisen paranemisen jatkuneen. Tämä lupailisi parempaa Q3:lle, joka tosin muutenkin on autokaupassa kausiluonteisesti vahvin kvartaali. Kamuxin Q4:ää taas tukee integroitujen palveluiden vuosibonusten kirjautuminen tulokseen.

Kokonaisuudessaan H1 liikevaihto oli käytännössä viime vuoden tasolla (-1 %) ja oikaistu liikevoitto noin puolittui ja oli 5,4 MEUR vs. 10,2 MEUR vertailukaudella. Kamux ohjeistaa tälle vuodelle oikaistun liikevoiton kasvua vuodesta 2022 (17,5 MEUR). Heikon alkuvuoden jälkeen, tämä vaatii selvää parantumista H2:lla. Q422 oli erittäin heikko, joten parantumista odotetaan myös meidän ennusteissamme, mutta koko vuoden ennusteemme on silti vain viime vuoden oik. liikevoiton tasolla. Näemme siis riskin ohjeistuksesta jäämisestä. Liikevaihdon osalta ennustamme viime vuoden tasoista liikevaihtoa. Maakohtaisesti odotamme liikevaihdon kasvavan Suomessa ja Saksassa, mutta laskevan Ruotsissa. Ruotsin lukuja painaa sekä heikentynyt kruunu että pienempi myytyjen autojen lukumäärä, mm. autojen heikon saatavuuden takia. Tuloksen osalta näemme parantumista etenkin Suomessa, kun rautakatteet toipuvat viime vuodenvaihteen heikolta tasolta.

## Myydyt autot (ulkoinen myynti, kpl)



## Liikevaihto, MEUR



# Ennusteet 2/5

Osakekohtaista tulosta ennustamme tälle vuodelle 0,30 euroa, hieman yli vertailukauden tason. Tämän myötä ennustamme osingon pysyvän ennallaan 0,15 eurossa.

## 2024 edelleen ”normaalin” tason alapuolella

Ensi vuonna uskomme markkinoiden toipuvan hieman paranevan kulutuskysynnän myötä, mutta pysyvän kaikissa toimintamaissa ennen koronaa nähtyjän historiallisten tasojen alapuolella. Tämä toipuminen tukee Kamuxin myytyjen auton lukumäärän ennusteissamme 5 % kasvuun ja, keskihintojen ollessa ennusteissamme tasaisia, liikevaihdon 6 % kasvuun.

Tuloksen osalta odotamme 2024 kaikissa maissa parannusta, osin 2023 alun heikkojen vertailulukujen takia, mutta myös liikevaihdon kasvun ja tehostamistoimien myötä. Ennustamme autokohtaisen bruttokatteen ja siten bruttomarginaalin paranevan hieman ja bruttokatteen parantumisen näkyvän myös liikevoittotasolla, kun kiinteät kulut kasvavat liikevaihtoa hitaammin.

Ennustamme liikevoiton nousevan positiiviseksi Ruotsissa, nollassa Saksassa ja lähelle 5 %:n marginaalia Suomessa. Nämä tasot ovat kuitenkin etenkin ulkomaiden osalta heikompia, kuin mihin näemme Kamuxin pystyvän keskipitkällä aikavälillä. Konsernitoimintojen kulujen odotamme vakiintuvan lievästi kasvuun vuoden 2023 tasoon nähden. Absoluuttisena liikevoittona tämä tarkoittaa 23 MEUR ensi vuodelle tai 2,3 %:n marginaalia.

Osakekohtaisen tuloksen osalta 2024

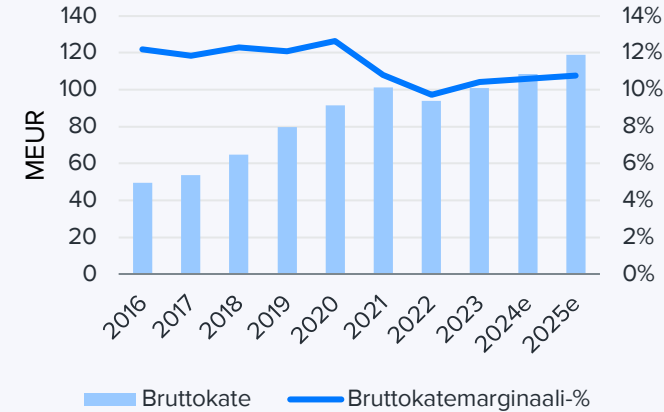
ennusteemme on 0,43. Selkeä tulosparannus tukee myös osingon nostoa. Ennustamme 0,18 euron osinkoa vuodelta 2024.

## Markkinat normaalihkot 2025

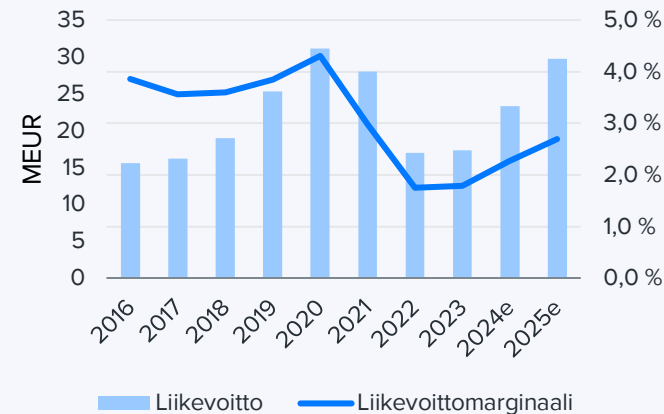
Odotamme käytettyjen autojen markkinoiden olevan pitkälti historiallisten lukujen tasolla 2025. Edellisvuoteen verrattuna pieni markkinakasvu ja Kamuxin pieni markkinaosuuksien parantuminen vetää ennusteissamme autojen kappalemääräisen myynnin 7 %:n kasvuun. Keskihinnan pysyessä ennallaan ja integroitujen palveluiden kasvaessa hieman automyyntiä nopeammin (etenkin Saksan nousevan penetraation myötä), tämä tukee 8 %:n liikevaihdon kasvua.

Tuloksen osalta uskomme sekä nousevan bruttokate/auto että laskevan kiinteät kulut/auto – suhteiden ajavan liikevoittomarginaalin parantumista kaikissa maissa myös 2025. Tätä tukee odotuksissamme edelleen tarkempi fokus kannattavuuteen ja yhtiön prosessien tehostaminen. Tehostamiseen voi liittyä myös esim. isompiin myymälöihin siirtyminen tai heikompia myymälöiden sulkeminen. Suomessa saavutetaan 2025 5 %:n marginaalitaso, jota pidämme kestävässä tasona myös pidemmällä aikavälillä. Saksan ja Ruotsin osalta ennustamme marginaalin olevan noin 1 %, joka on edelleen mielestämme vaatimaton taso. Ruotsin osalta kannattaa huomioida suuri sisäisen liikevaihdon määrä, josta kate on selvästi pienempi. Ulkoiseen liikevaihtoon suhteutettuna marginaali olisi noin 0,5 %-yksikköä korkeampi. Absoluuttinen liikevoitto paranee ennusteissamme 30 MEUR:oon vuonna 2025, joka tarkoittaa 2,7 % marginaalia.

## Bruttokate ja bruttokate-%



## Liikevoitto ja liikevoitto-%



Lähde: Kamux, Inderes

# Ennusteet 3/5

Osakekohtaisen tuloksen kasvu jatkuu ennusteissamme 0,56 euroon, jolloin ennustamme myös osingon kasvavan 0,22 euroon.

## Potentiaali näkyvä ennusteissamme 2026

Vuodelle 2026 ennustamme edelleen pienen markkinakasvun ja Saksan kovemman kasvun vetämänä noin 5 % liikevaihdon kasvua. Samalla uskomme integroitujen palveluiden sekä tehokkuuden kasvavan ulkomailla ja tukevan Ruotsin ja Saksan kannattavuusparannusta. Meidän 2026 ennusteissa nämä maat yltävät noin 2 %:n liikevoittomarginaaliin ja Suomi pysyy noin 5 %:n tasolla. Tämä alkaa mielestämme kohtuullisesti heijastamaan yhtiön potentiaalista kestävää tasoa. Absoluuttisena liikevoittona ennusteemme on 37 MEUR ja marginaali 3,2 %, joka on edelleen yhtiön tavoitteleman 3,5 %:n tason alapuolella, joskin jo melko lähellä sitä.

Emme ole ennusteissamme odottaneet merkittäviä muutoksia integroitujen palveluiden sopimusehtoihin Kamuxin ja esim. rahoitusyhtiön välillä. Etenkin Ruotsissa tällainen parannus voisi tukea selkeästi tulosta, mutta Kamuxin kasvun jäädessä ennusteissamme melko pieneksi, emme usko sen neuvotteluaseman sopimusten suhteen muuttuvan lähivuosina oleellisesti.

Osakekohtainen tulosennusteemme on vuodelle 2026 on 0,69 ja osinko 40 % siitä eli 0,28 euroa. Osingonjakosuhte on läpi ennustevuosien 40-50 % tasolla, selvästi yli yhtiön minimitalvoitteen eli 25 %. Kasvun hidastuessa yhtiöllä on mielestämme varaa tämän suuruiseen voitonjakoon. Toki siihen tulevana vuosina vaikuttavat myös mahdolliset avaukset uusiin maihin ja/tai yritysostot.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

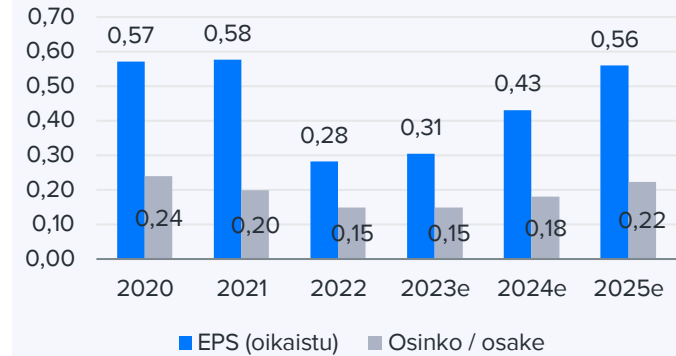
Vuoden 2026 jälkeen odotamme käytettyjen autojen markkinan olevan karkeasti samoilla tasoilla ja Kamuxin pystyvän 2027-2031 3-4 %:n kasvuun tasaisesti markkinaosuutta voittamalla. Tähänkään ennusteeseen ei sisälly mahdollisia uusia markkinoita. Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin stabiloituvan 3 %:n tuntumaan vuodesta 2027 eteenpäin. Tämä tarkoittaa myös osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 3 %:n vauhtia 2027 jälkeen.

## Pääoman tuotto palautuu arvoa luovalle tasolle

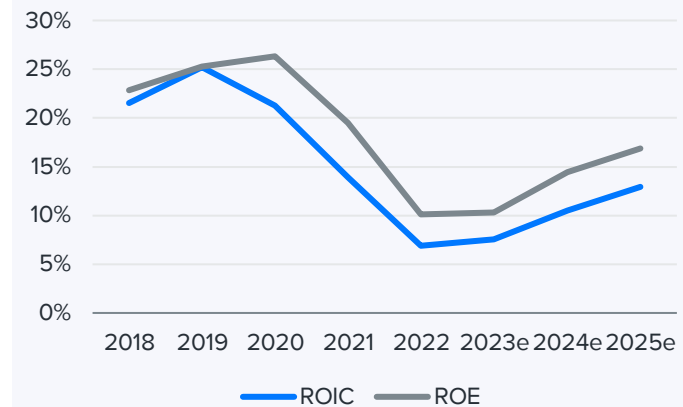
Heikon tulostason myötä Kamuxin pääoman tuotto (ROIC) on ollut alle 10 % viime vuonna ja ennustamme samaa tälle vuodelle. Oman pääoman tuotto on kuitenkin noin 10 %:n tasolla nykyisellä heikollakin tuloksella. Odotamme tuloskasvun sekä hieman paranevan pääoman kierron myötä pääoman tuottolukujen nousevan 15 %:n tuntumaan 2025, joka on selvästi Kamuxin tuottovaatimusta suurempi ja siten yhtiö luo omistajilleen arvoa.

Kuten aiemmin todettu, Suomessa arvionluonti 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. Uskomme tämän toteutuvan keskipitkällä aikavälillä ja siten Kamuxin kasvu pidemmällä horisontilla on mielestämme arvoa luovaa, sillä se sitoo pääomia lähinnä laajentamiseen vaadittavan varaston kasvun verran.

## Osakekohtainen tulos ja osinko (euroa)



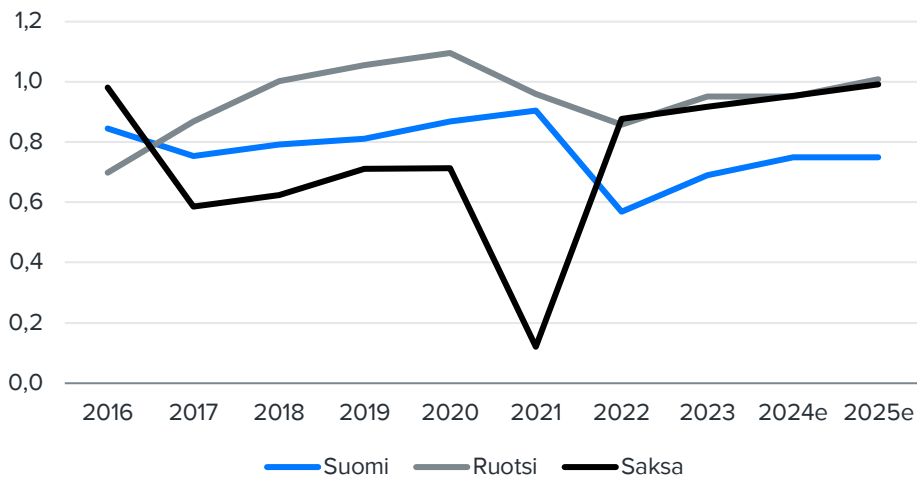
## Sijoitetun ja oman pääoman tuotto



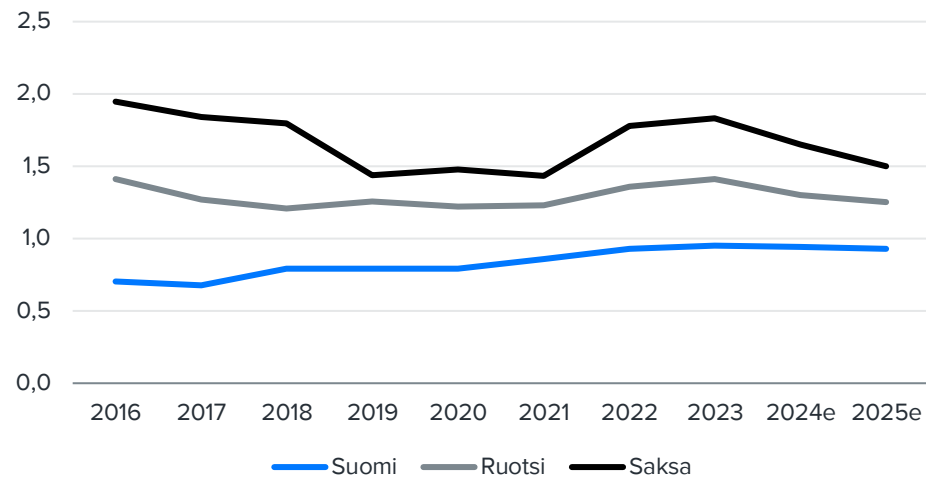
Lähde: Kamux, Inderes

# Ennusteet 4/5

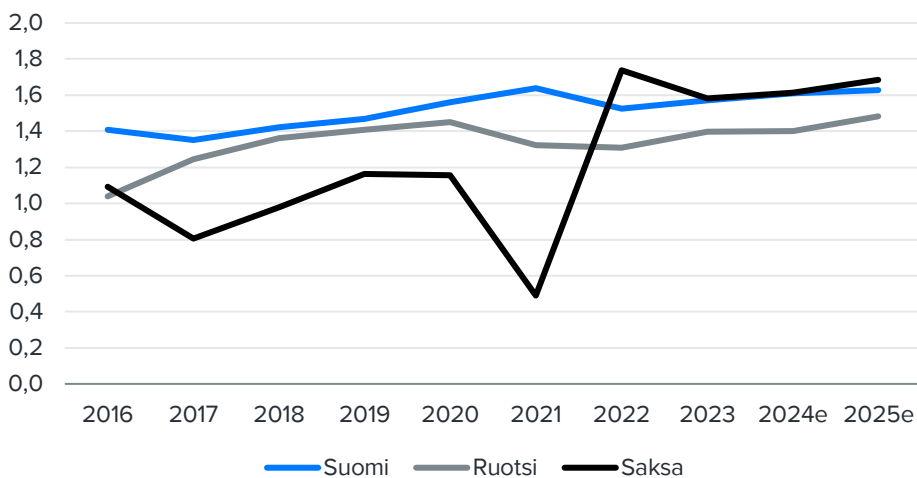
## Rautakate / auto, tEUR



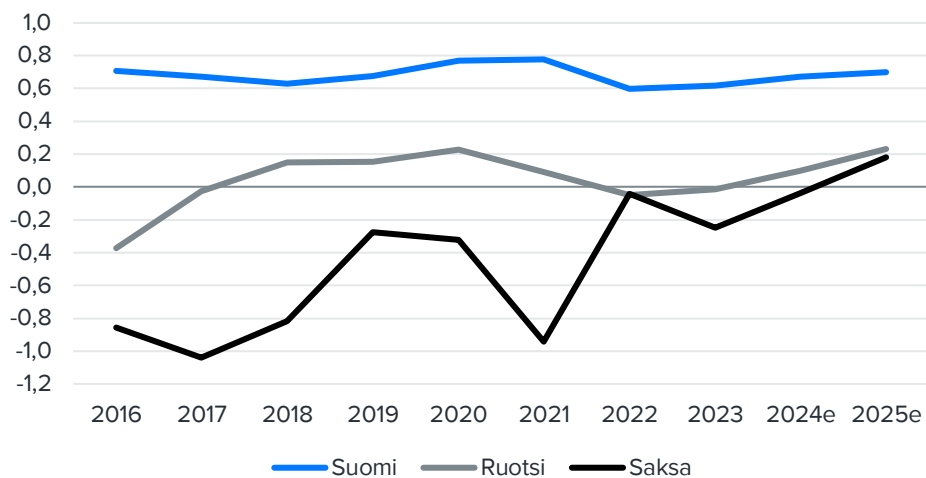
## Kiinteät kulut / auto, tEUR



## Bruttokate / auto, tEUR



## Liikevoitto / auto, tEUR





# Ennusteet 5/5

<b>Liikevaihto (MEUR)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Suomi	265,9	343,1	372,4	419,2	490,8	512,1	611,0	624,5	653,7	673,1	702,8	725,7
Ruotsi	43,9	60,8	73,3	102,0	158,5	215,5	296,7	301,3	301,7	315,5	332,9	348,4
Saksa	0,1	10,9	22,8	30,0	52,2	66,9	98,6	95,5	106,0	130,8	168,0	192,4
Eliminointi	0,0	-10,1	-13,5	-23,4	-43,0	-70,5	-68,7	-52,6	-91,2	-100,0	-105,0	-110,0
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>309,9</b>	<b>404,7</b>	<b>455,1</b>	<b>527,8</b>	<b>658,5</b>	<b>724,1</b>	<b>937,5</b>	<b>968,7</b>	<b>970,3</b>	<b>1019,4</b>	<b>1098,7</b>	<b>1156,5</b>
<b>Bruttokate (MEUR)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Suomi (MEUR)	35,5	44,2	46,4	54,3	63,6	70,9	79,7	67,6	73,6	77,9	82,2	85,8
Ruotsi (MEUR)	2,6	4,3	6,0	8,3	11,6	15,2	19,0	18,0	18,7	19,3	21,6	23,0
Saksa (MEUR)	0,0	0,9	1,5	2,2	4,4	5,5	2,7	8,5	8,8	11,2	15,0	17,6
Eliminointi (MEUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>38,1</b>	<b>49,3</b>	<b>53,8</b>	<b>64,8</b>	<b>79,6</b>	<b>91,5</b>	<b>101,3</b>	<b>94,1</b>	<b>101,0</b>	<b>108,4</b>	<b>118,8</b>	<b>126,3</b>
<i>Bruttokate-%</i>	<i>12,3 %</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>10,4 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>10,9 %</i>
<b>Liikevoitto (MEUR)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Suomi	18,7	22,2	23,1	24,0	29,4	35,0	37,8	26,5	29,0	32,4	35,2	37,3
Ruotsi	-1,1	-1,5	-0,1	0,9	1,3	2,4	1,3	-0,7	-0,2	1,1	3,1	5,9
Saksa	-0,3	-0,7	-1,9	-1,8	-1,0	-1,5	-5,1	-0,2	-1,4	-0,3	1,6	3,8
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-1,8	-4,3	-4,9	-4,1	-4,3	-4,7	-6,0	-8,6	-10,0	-10,2	-10,4	-10,7
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>16,2</b>	<b>19,0</b>	<b>25,3</b>	<b>31,2</b>	<b>28,0</b>	<b>17,0</b>	<b>17,3</b>	<b>23,0</b>	<b>29,5</b>	<b>36,4</b>
<b>Liikevoittomarginaali</b>												
Suomi	7 %	6 %	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	4,2 %	4,4 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %
Ruotsi	-3 %	-2 %	0 %	1 %	1 %	1 %	0 %	-0,2 %	-0,1 %	0,4 %	0,9 %	1,7 %
Saksa	-178 %	-6 %	-8 %	-6 %	-2 %	-2 %	-5 %	-0,2 %	-1,3 %	-0,2 %	1,0 %	2,0 %
<b>Yhteensä</b>	<b>5,0 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,1 %</b>

<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2023e</b>	<b>2023e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2024e</b>	<b>2024e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2025e</b>	<b>2025e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
<b>Liikevaihto</b>	961	970	1 %	1006	1019	1 %	1077	1099	2 %
<b>Käyttökate</b>	29,2	29,5	1 %	35,3	36,0	2 %	41,9	43,0	3 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	17,2	17,5	2 %	22,3	23,0	3 %	28,4	29,5	4 %
<b>Liikevoitto</b>	16,4	16,7	2 %	22,3	23,0	3 %	28,4	29,5	4 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,30	0,31	2 %	0,41	0,43	4 %	0,53	0,55	4 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,15	0,15	0 %	0,18	0,18	0 %	0,22	0,22	1 %

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 on mielestämme väärin (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 myös 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

Odotamme Kamuxin tulostason parantuvan Q3:lla alkuvuoden tasoista (jota kausiluonteisuuskin tukee) ja yltävän noin vertailukauden tasolle. Tämän jälkeen Kamuxilla on vastassa erittäin heikkoja kvartaaleja (Q422 ja Q123) jolloin tuloksen pitäisi vertailukauteen nähden parantua selvästi.

Isossa kuvassa Kamuxin nykyarvostus sekä etenkin nousuvara vaatii mielestämme ulkomaiden toimintojen kääntämisen pysyvästi selkeästi positiiviseksi, joskaan läheskään Suomen tasoja ei tarvitse saavuttaa. Etenkin 2023 kertoimet ovat Kamuxille korkeat ja vielä 2024 kertoimetkin ovat korkeahkoja, koska ulkomaiden tulostaso on vielä nousutrendistä huolimatta heikko.

## Osien summa arvostus hahmottaa eri maiden eroja

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

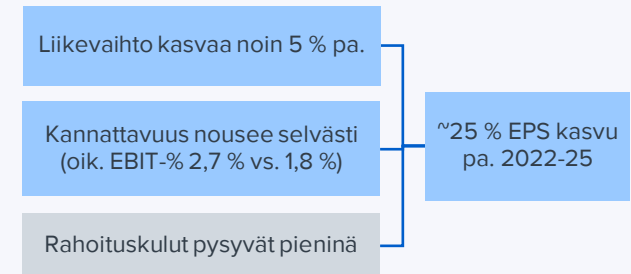
## Suomen arvo helpommin hahmotettavissa

Kamuxin Suomen-liiketoiminta on jo vakiinnuttanut vahvan aseman markkinoilla ja se on pystynyt hyvään tulokseen jo vuosia, joskin tulostaso on viime aikoina ollut heikompi. Arvioimme Suomen normaalin tulostason olevan 30-35 MEUR tai noin 5 %:n liikevoittotasolla. Tasainen kasvu ja pieni käyttöpääoman sitoutuminen huomioiden tämä tarkoittaisi ehkä noin 30 MEUR kassavirtaa. Koko konsernin WACC:ia ja 2 %:n kasvuoletusta soveltamalla Suomen toimintojen arvoksi muodostuisi noin 350 MEUR. Tämä olisi siis 10-12x EV/EBIT lähivuosille, joka on mielestämme hyväksyttävä kerroin Kamuxin Suomen toiminnoille. Arvio on hieman aiempaa korkeampi. Arvostuksessa on syytä huomioida noin 10 MEUR:n konsernikulut suunnilleen vastaavalla arvostuksella, jotka vaikuttavat siis arvoon 110 MEUR negatiivisesti.

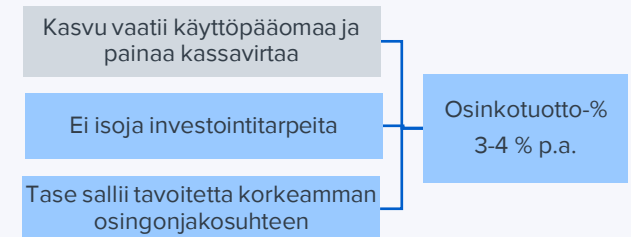
## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

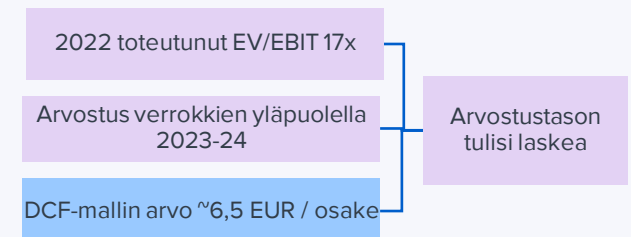
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus 10-15 % p.a.

# Arvonmääritys ja suositus 2/3

## Ruotsin ja Saksan osalta eri skenaarioita

1) Negatiivinen skenaario on antaa Ruotsin ja Saksan toiminnolle nolla-arvo. Tämä on mielestämme yltiöpessimististä huomioiden maissa olevat autovarastot, joiden myynti ja liiketoiminnan alasajo on suhteellisen yksinkertaista. Tämä tarjoaa kuitenkin hyvän pohjatason arvostuksen hahmotteluun. Tämä skenaario tuottaisi arviomme mukaan noin 5,5 euron osakekohtaisen hinnan. Nykykurssi on yllättävän lähellä tätä tasoa.

2) Oletamalla varaston arvon (2022 lopun taso) jakautuvan maiden liikevaihdon suhteessa, Ruotsin ja Saksan varastojen (ja siten karkeasti myös sitoutuneen pääoman) arvo on noin 45 MEUR. Tätä voitaisiin pitää käypänä arvona mikäli varastot myytäisiin pois tai jos liiketoimintojen tuottotasoa jätettäisiin tasolle.

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 noin 5 MEUR:n liiketulosta Ruotsin ja Saksan toiminnoilta yhteensä, kun tänä vuonna taso on vielä negatiivinen. 5 MEUR:n tulos saavutetaan ennusteissamme vuonna 2025.

Tämä on mielestämme mahdollinen skenaario, joka tuottaa 6,5 euron arvon.

3) Mikäli olettaisimme Ruotsin ja Saksan ”normaalin” liikevoittomarginaalitason (koko liikevaihtoon nähden) olevan 2 % (edelleen selvästi Suomen 5 % heikompi) ja arvostaisimme nämä vuodelle 2024 EV/EBIT 10x-kertoimella, päätyisi osakekohtainen käypä arvo 7,7 euron tasoon. 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 vasta vuonna 2026, joten arvoa pitää diskontata nykyhetkeen tavoitehintaa asettaessa.

Mikäli uskoo Ruotsin ja Saksan markkinan jatkavan tuloskasvua liikevaihdon kasvun tai marginaalin parantumisen kautta myös tämän jälkeen, arvostus voisi mielestämme olla korkeampikin kuin 10x. Esim. 12x kertoimella käypä arvo / osake olisi noin 8,5 euroa.

## DCF-mallin arvo linjassa tavoitehinnan kanssa

DCF-mallissamme odotamme konsernin kasvun hiipuvan vuosina 2027-2032 3-4 %:iin ja sen jälkeen 2 %:iin. Liikevoittomarginaalin odotamme jäävän vajaan 3 %:n tasolle 2027 eteenpäin.

Oman pääoman ja pääoman keskimääräinen kustannus on noin 9 %. Terminaalijakson arvo mallissa on suhteellisen korkea, 60 %, koska odotamme kannattavuuden olevan jatkossa nykytasoa parempi. Mallimme antaa yhtiön velattomaksi arvoksi noin 330 MEUR, joka osakepääomalle tarkoittaa noin 260 MEUR tai noin 6,6 euroa/osake.

## Absoluuttiset kertoimet lähivuosille koholle

Kamuxin tulostason ollessa heikko vuonna 2023, tuloskertoimetkin ovat korkeat, eivätkä vuoden 2024 arvostukseen anna tukea osakkeen nousulle. Koska uskomme Ruotsin ja Saksan toimintojen arvon kuitenkin olevan suurempi kuin lähivuosien tuloksesta voi suoraan laskea, katsomme mieluummin osien summa arvostusta tai DCF-mallia. Jos/kun ulkomaiden marginaalitaso asettuu, hyväksyttävät tuloskertoimet olisivat mielestämme nykyisillä kasvuoletuksilla noin EV/EBIT 10-12x ja P/E 11-13x.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,56	5,56	5,56
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	222	222	222
Yritysarvo (EV)	283	278	270
P/E (oik.)	18,2	12,9	9,9
P/E	19,5	12,9	9,9
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	9,6	7,7	6,2
EV/EBIT (oik.)	16,2	11,9	9,1
Osinko/tulos (%)	52,6 %	41,8 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,2 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa	Arvo	Metodologia
Suomi	350	Kassavirta & EV/EBIT 2 % liikevoittomarginaali,
Ruotsi	63	EV/EBIT 10x 2 % liikevoittomarginaali,
Saksa	26	EV/EBIT 10x
Konsernikulut	-113	2024 EV/EBIT 11x
EV yhteensä	327	

## Nettovelat ilman IFRS

16	-19
Osakepääoma	308
Per osake	7,7

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kamuxin P/B-kerroin on 2023-24 ennusteillamme 2x ympärillä. Odotamme Kamuxin yltävän lähivuosina 15-20 %:n oman pääoman tuottoon, jolloin P/B taso näyttää suhteellisen perustellulta.

Tuloksen ollessa potentiaaliaan heikompi ja käyttöpääoman kasvaessa lähivuosien kassavirta ei ole erityisen vahvaa. Vapaan kassavirtatuotoksi käännettynä se on 2024-25 5-6 %. 2026 taso nousee kuitenkin 9 %:iin, kun kannattavuus ulkomailla paranee. 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 3-4 %: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. Näitä hinnoitellaan yleensä vaisujen kasvu- ja kannattavuusnäkömien takia suhteellisen matalilla arvostuskertoimilla (EV/EBITDA ka. noin 7x ja P/E keskiarvo 8-9x). Kamux erottuu tästä ryhmästä

käytettyihin autoihin keskittyneellä liiketoimintamallillaan, joskin ennustamamme kasvu- ja kannattavuusluvut eivät radikaalisti poikkea perinteisen autokaupan tasoista.

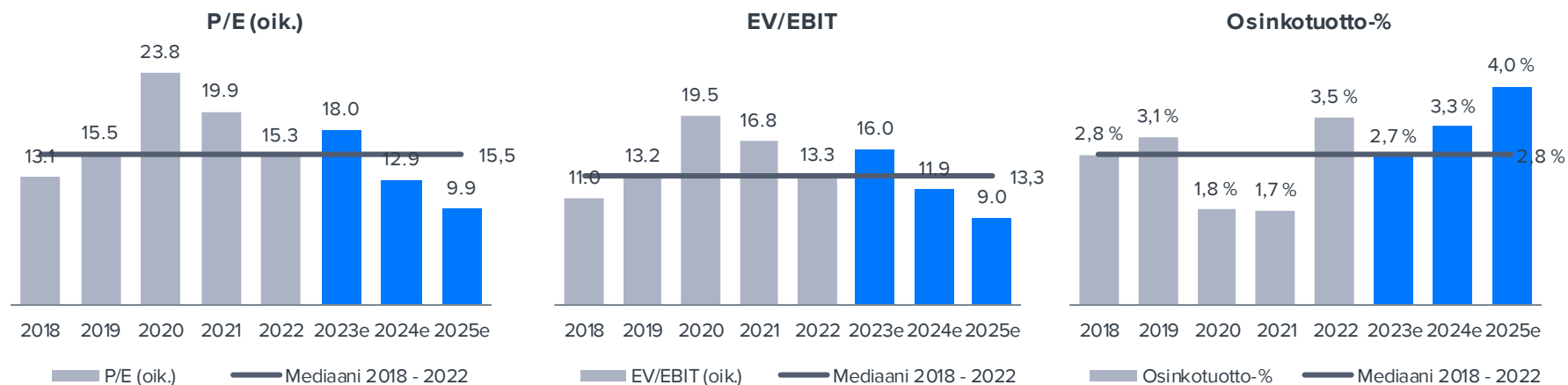
Verrokkiryhmä sisältää myös tuoreempia toimijoita, joiden liiketoimintamalli nojaa uusien teknologisten ratkaisujen hyödyntämisen pääosin digitaalisissa kanavissa. Näitä ovat mm. Auto1 Group (Saksa), Aramis (Ranska), Carmax (USA), Cazoo (UK), MotorPoint (UK) ja Carvana (USA). Kamuxin kasvuvauhdin hiipuesssa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

Koko verrokkiryhmän mediaanin EV/EBITDA on i 2023-24 noin 8x (kun käytetään molemmille vuosille arvon sisältäviä yhtiöitä) ja P/E noin 9x. Mielestämme verrokkiryhmän arvostus ei kannata sellaisenaan soveltaa suoraan Kamuxiin. EV/EBITDA-kertoimella Kamux on jo 2024 kertoimella verrokkiryhmää halvempi, joskin P/E:llä edelleen selvästi kalliimpi. Tämä johtuu tosin osittain heikommien kannattavien yhtiöiden puuttumisesta kokonaan P/E-tasolla. Mikäli yhtiön kasvu jää hitaaksi ja kannattavuus tasaantuu, näemme perinteisten autokauppojen kertoimien olevan relevantti vertailukohta. Tällä hetkellä uskomme Kamuxin vielä ansaitsevan korkeamman arvostuksen sen marginaaliparannus- ja kasvupotentiaalin sekä keskittyneemmän liiketoimintamallin takia.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,76	7,40	13,6	11,5	4,33	<b>5,48</b>	<b>5,48</b>	<b>5,48</b>	<b>5,48</b>
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>
Markkina-arvo	230	296	544	458	173	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>219</b>
Yritysarvo (EV)	240	335	597	529	232	<b>280</b>	<b>274</b>	<b>266</b>	<b>254</b>
P/E (oik.)	13,1	15,5	23,8	19,9	15,3	<b>18,0</b>	<b>12,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>
P/E	15,8	15,6	23,3	23,4	16,0	<b>19,2</b>	<b>12,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>
P/B	3,3	3,6	5,7	4,3	1,6	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
P/S	0,4	0,4	0,8	0,5	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,8	0,6	0,2	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	11,9	9,9	14,6	13,3	7,9	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>
EV/EBIT (oik.)	11,0	13,2	19,5	16,8	13,3	<b>16,0</b>	<b>11,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,0</b>
Osinko/tulos (%)	43,8 %	48,4 %	41,1 %	40,7 %	55,5 %	<b>52,6 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>40,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	1,8 %	1,7 %	3,5 %	<b>2,7 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Bilia AB	877	1495	10,3	10,1	6,6	6,6	0,5	0,7	9,2	8,7	8,3	8,4	2,2
Lookers PLC	579	627	5,4	5,2	3,5	3,4	0,1	0,1	9,1	8,8	2,8	2,9	
Pendragon PLC	470	749	6,1	6,0	4,0	3,8	0,2	0,2	9,9	9,4			
Inchcape PLC	3606	4821	6,5	6,2	5,3	5,1	0,4	0,4	9,1	8,3	4,5	4,9	1,6
Asbury Automotive Group Inc	4351	7378	7,1	7,5	6,7	7,2	0,5	0,5	6,7	7,1			1,4
Group 1 Automotive Inc	3439	6641	7,5	8,4	6,9	7,6	0,4	0,4	5,9	6,4	0,6	0,6	1,3
Sonic Automotive Inc	1658	4747	10,6	10,4	8,4	8,3	0,4	0,3	7,4	7,3	2,3	2,4	2,2
Eagers Automotive Ltd	2167	3440	10,6	10,9	9,1	9,3	0,6	0,6	12,4	13,1	5,1	4,9	2,7
AutoNation Inc	6288	10315	6,7	7,5	5,9	6,5	0,4	0,4	6,6	7,1			2,7
Lithia Motors Inc	7564	16404	10,2	10,1	9,3	9,0	0,6	0,5	7,6	7,6	0,7	0,7	1,3
Penske Automotive Group Inc	10314	14874	11,3	11,9	9,9	10,3	0,5	0,5	9,8	10,2	1,7	1,7	2,4
Carmax Inc	11632	28742	42,3	40,6	31,3	30,1	1,0	1,1	27,4	26,1			2,7
Motorpoint Group PLC	94	279	34,4	35,5	15,1	13,3	0,2	0,2	529,4				
Auto 1	1449	1521				51,3	0,3	0,2					2,4
Cazoo	20	430					0,5	0,3					
Carvana	7209	12500			61,2	42,5	1,2	1,1					26,1
Aramis	334	542				22,1	0,3	0,3					1,9
<b>Kamux (Inderes)</b>	<b>219</b>	<b>280</b>	<b>16,0</b>	<b>11,9</b>	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>18,0</b>	<b>12,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,0</b>	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>	<b>14,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>50,0</b>	<b>10,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>57 %</b>	<b>18 %</b>	<b>24 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>97 %</b>	<b>52 %</b>	<b>8 %</b>	<b>24 %</b>	<b>-12 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>937</b>	<b>237</b>	<b>247</b>	<b>262</b>	<b>223</b>	<b>969</b>	<b>223</b>	<b>255</b>	<b>268</b>	<b>224</b>	<b>970</b>	<b>1019</b>	<b>1099</b>	<b>1156</b>
Suomi	611	153	156	169	146	625	152	173	181	148	654	673	703	726
Ruotsi	297	80,4	82,4	78,7	59,8	301	68,6	79,2	83,9	70,0	302	315	333	348
Saksa	98,5	22,9	25,0	24,6	23,0	95,5	25,0	26,2	27,0	27,7	106	131	168	192
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-68,7	-19,1	-16,9	-10,8	-5,9	-52,6	-22,5	-23,6	-24,0	-21,2	-91,3	-100,0	-105,0	-110,0
<b>Käyttökate</b>	<b>39,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>4,8</b>	<b>29,3</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>	<b>29,5</b>	<b>36,0</b>	<b>43,0</b>	<b>50,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-11,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2	-12,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-12,8	-13,0	-13,5	-14,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>31,4</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>2,1</b>	<b>17,5</b>	<b>0,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>17,5</b>	<b>23,0</b>	<b>29,5</b>	<b>36,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>28,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>1,6</b>	<b>17,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>16,7</b>	<b>23,0</b>	<b>29,5</b>	<b>36,4</b>
Suomi	37,8	7,7	6,7	7,2	5,0	26,7	5,0	7,3	8,2	8,5	29,0	32,4	35,2	37,3
Ruotsi	1,3	0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,6	-1,1	0,6	0,0	0,3	-0,2	1,1	3,1	5,9
Saksa	-5,1	-0,5	0,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-0,9	-0,4	0,6	-1,4	-0,3	1,6	3,8
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-6,1	-1,7	-2,3	-2,0	-2,4	-8,4	-2,5	-2,4	-2,5	-2,5	-9,9	-10,2	-10,4	-10,7
Nettorahoituskulut	-1,5	-0,1	-0,9	-0,4	-0,4	-1,8	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>26,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,1</b>	<b>15,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>15,1</b>	<b>21,7</b>	<b>28,2</b>	<b>35,1</b>
Verot	-6,8	-1,3	-0,8	-1,2	-1,0	-4,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,3	-3,7	-4,7	-6,1	-7,5
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
<b>Nettotulos</b>	<b>19,6</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>0,1</b>	<b>10,8</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>11,4</b>	<b>17,0</b>	<b>22,2</b>	<b>27,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,58</b>	<b>0,11</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,28</b>	<b>0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,31</b>	<b>0,43</b>	<b>0,55</b>	<b>0,69</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,49</b>	<b>0,11</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,00</b>	<b>0,27</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,29</b>	<b>0,43</b>	<b>0,55</b>	<b>0,69</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	29,5 %	13,1 %	7,9 %	2,8 %	-8,7 %	3,3 %	-6,0 %	3,3 %	2,3 %	0,7 %	0,2 %	5,1 %	7,8 %	5,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	2,4 %	-0,6 %	-32,6 %	-47,8 %	-76,9 %	-44,3 %	-85,1 %	-2,2 %	3,4 %	229,2 %	0,0 %	31,6 %	28,1 %	23,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,3 %	3,7 %	3,1 %	3,2 %	2,1 %	3,0 %	1,7 %	2,8 %	3,2 %	4,5 %	3,0 %	3,5 %	3,9 %	4,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,4 %	2,4 %	1,8 %	2,0 %	0,9 %	1,8 %	0,4 %	1,7 %	2,0 %	3,0 %	1,8 %	2,3 %	2,7 %	3,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,1 %	1,8 %	1,2 %	1,4 %	0,0 %	1,1 %	0,0 %	0,9 %	1,5 %	2,3 %	1,2 %	1,7 %	2,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>73</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
Liikearvo	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Aineettomat hyödykkeet	6,4	5,9	5,0	5,0	4,7
Käyttöomaisuus	50,6	46,1	47,0	48,6	49,2
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	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>152</b>	<b>137</b>	<b>145</b>	<b>151</b>	<b>162</b>
Vaihto-omaisuus	133	114	120	124	132
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,1	18,8	20,4	22,4	25,3
Likvidit varat	0,9	4,2	4,2	4,4	4,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>224</b>	<b>205</b>	<b>212</b>	<b>220</b>	<b>231</b>

Lähde: Inderes

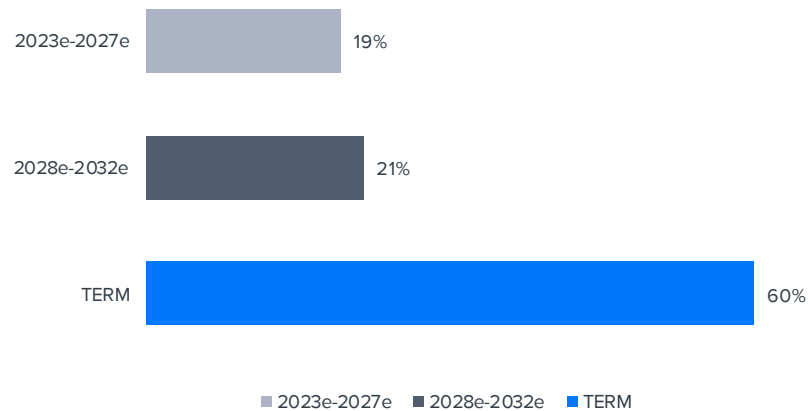
Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>106</b>	<b>108</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>140</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	80,9	83,8	89,2	100	115
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Muu oma pääoma	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>42</b>
Laskennalliset verovelat	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Korolliset velat	49,4	46,7	48,2	44,2	38,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>64</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>49</b>
Korolliset velat	22,0	16,6	16,8	15,1	12,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	21,0	29,3	30,1	32,6	36,3
Muut lyhytaikaiset velat	21,0	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>224</b>	<b>205</b>	<b>212</b>	<b>220</b>	<b>231</b>



# DCF-laskelma

Vuo	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,3 %	0,2 %	5,1 %	7,8 %	5,3 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,8 %	1,7 %	2,3 %	2,7 %	3,1 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>17,0</b>	<b>16,7</b>	<b>23,0</b>	<b>29,5</b>	<b>36,4</b>	<b>34,9</b>	<b>36,3</b>	<b>37,4</b>	<b>38,5</b>	<b>39,6</b>	<b>40,4</b>	
+ Kokonaispoistot	12,3	12,8	13,0	13,5	14,2	14,5	14,8	15,1	15,4	15,7	15,7	
- Maksetut verot	-5,8	-3,7	-4,7	-6,1	-7,5	-7,3	-7,6	-7,8	-8,1	-8,4	-8,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-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	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	5,4	-7,0	-3,6	-6,7	-6,3	-5,1	-5,3	-4,1	-4,3	-4,4	-3,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>28,4</b>	<b>18,5</b>	<b>27,5</b>	<b>30,0</b>	<b>36,4</b>	<b>36,8</b>	<b>38,0</b>	<b>40,3</b>	<b>41,3</b>	<b>42,4</b>	<b>44,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,3	-12,9	-14,6	-13,8	-14,3	-14,7	-14,8	-15,2	-15,6	-15,6	-16,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>20,9</b>	<b>5,6</b>	<b>12,9</b>	<b>16,2</b>	<b>22,2</b>	<b>22,1</b>	<b>23,2</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>	<b>26,8</b>	<b>28,4</b>	
+/- 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	20,9	5,6	12,9	16,2	22,2	22,1	23,2	25,1	25,8	26,8	28,4	426
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>5,5</b>	<b>11,6</b>	<b>13,4</b>	<b>16,8</b>	<b>15,4</b>	<b>14,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,0</b>	<b>195</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		328	322	311	297	280	265	250	235	221	208	195
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>328</b>										
- Korolliset velat		-63,3										
+ Rahavarat		4,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-6,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>263</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,6</b>										

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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,8 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	724,0	937,5	968,7	<b>970,3</b>	<b>1019,4</b>	EPS (raportoitu)	0,58	0,49	0,27	<b>0,29</b>	<b>0,43</b>
Käyttökate	40,8	39,9	29,3	<b>29,5</b>	<b>36,0</b>	EPS (oikaistu)	0,57	0,58	0,28	<b>0,31</b>	<b>0,43</b>
Liikevoitto	31,2	28,0	17,0	<b>16,7</b>	<b>23,0</b>	Operat. kassavirta / osake	0,25	0,20	0,71	<b>0,46</b>	<b>0,69</b>
Voitto ennen veroja	28,5	26,4	15,2	<b>15,1</b>	<b>21,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,09	-0,16	0,52	<b>0,14</b>	<b>0,32</b>
Nettovoitto	23,3	19,6	10,8	<b>11,4</b>	<b>17,0</b>	Omapääoma / osake	2,39	2,64	2,71	<b>2,84</b>	<b>3,12</b>
Kertaluontoiset erät	0,5	-3,4	-0,5	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,24	0,20	0,15	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	191,3	224,4	204,6	<b>212,4</b>	<b>220,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	29 %	3 %	<b>0 %</b>	<b>5 %</b>
Oma pääoma	95,7	105,7	108,3	<b>113,8</b>	<b>124,8</b>	Käyttökateen kasvu-%	21 %	-2 %	-26 %	<b>1 %</b>	<b>22 %</b>
Liikearvo	14,0	14,0	14,0	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	2 %	-44 %	<b>0 %</b>	<b>32 %</b>
Nettovelat	53,4	70,5	59,1	<b>60,7</b>	<b>54,9</b>	EPS oik. kasvu-%	20 %	1 %	-51 %	<b>8 %</b>	<b>39 %</b>
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	5,6 %	4,3 %	3,0 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,5 %</b>
Käyttökate	40,8	39,9	29,3	<b>29,5</b>	<b>36,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,2 %	3,4 %	1,8 %	<b>1,8 %</b>	<b>2,3 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-23,6	-26,0	5,4	<b>-7,0</b>	<b>-3,6</b>	Liikevoitto-%	4,3 %	3,0 %	1,8 %	<b>1,7 %</b>	<b>2,3 %</b>
Operatiivinen kassavirta	10,0	8,1	28,4	<b>18,5</b>	<b>27,5</b>	ROE-%	26,3 %	19,5 %	10,1 %	<b>10,3 %</b>	<b>14,3 %</b>
Investoinnit	-13,8	-14,5	-7,3	<b>-12,9</b>	<b>-14,6</b>	ROI-%	20,2 %	16,6 %	9,8 %	<b>9,6 %</b>	<b>12,7 %</b>
Vapaa kassavirta	-3,5	-6,3	20,9	<b>5,6</b>	<b>12,9</b>	Omavaraisuusaste	50,0 %	47,1 %	53,2 %	<b>53,5 %</b>	<b>56,6 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	55,8 %	66,7 %	54,5 %	<b>53,4 %</b>	<b>44,0 %</b>
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,2	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>						
EV/EBITDA (oik.)	14,6	13,3	7,9	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>						
EV/EBIT (oik.)	19,5	16,8	13,3	<b>16,0</b>	<b>11,9</b>						
P/E (oik.)	23,8	19,9	15,3	<b>18,0</b>	<b>12,9</b>						
P/B	5,7	4,3	1,6	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>						
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,7 %	3,5 %	<b>2,7 %</b>	<b>3,3 %</b>						

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 käytettävät neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa 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>Analyytikko 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>Analyytikko 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 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**