

# Kamux

## Yhtiöraportti

15.11.2021 00:20



**Petri Kajaani**  
+358 50 527 8680  
petri.kajaani@inderes.fi



**Thomas Westerholm**  
+358 50 541 2211  
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ei kahta ilman kolmatta

Kamuxin Q3-raportissa toistui sama teema kuin Q2:lla. Yhtiö raportoi vahvasta kasvusta, tulos jäi sekä vertailukauden että markkinaodotusten alapuolelle ja osaketta rangaistiin kaksinumeroisella kurssilaskulla. Kaksi perättäistä vertailukauden alle jäänyttä tulosraporttia herättävät huolen kovan kasvun hintalapusta ja tulosvaroituksesta, sillä yhtiön tulisi tehdä Q4:llä jyrkkä tuloskäännö, jotta se ylittäisi tämän vuoden liikevoitto-ohjeistukseen. Laskeneista lähivuosien liikevoittoennusteista huolimatta pidämme osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä, vaikka riskiprofiilia kohottavia tekijöitä on ilmaantunut yhtiön ja osakkeen ympärille. Laskemme tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 17,0) ja päivitämme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta).

## Liikevaihto kasvaa vahvasti, mutta katteen tekeminen näyttää olevan hankalaa

Q3-liikevaihto kasvoi 23 % ja oli 255 MEUR (konsensus 243 MEUR). Käytettyjen autojen markkina supistui kaikissa kolmessa toimintamaassa, mutta silti Kamux kasvoi vahvasti (Suomi +13 %, Ruotsi +13 % ja Saksa +26 %). Myytyjen autojen määrä kasvoi 8 %, joten valtaosa kasvusta tuli korkeammista myyntihinnoista. Markkinalla on niukkuutta käytetyistä autoista ja tiukentunut ostomarkkina painoi Kamuxin katteita. Oikaistu liikevoitto laski 19 % ja oli 10,0 MEUR (konsensus: 11,3 MEUR). Vertailukauden tulos oli yhtiön historian paras ja oli selvää ettei liikevoittomarginaali yllä samalle tasolle. Tämänkertainen 3,9 %:n EBIT-marginaali jäi kuitenkin edeltävien vuosien tasoista (Q3'18: 4,7 %, Q3'19: 4,7 %), mikä johtui heikosta bruttokatteesta.

## Vuoden 2021 ohjeistus toistettiin ja ohjeistumuutos näyttää loppuvuodesta todennäköiseltä

Kamux arvioi 2021-liikevaihdon olevan 850–900 MEUR (2020: 724 MEUR) ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta (2020: 30,7 MEUR). Liikevaihto-ohjeistus ei tuota haasteita ja uusi ennustemme 929 MEUR (aik. 900 MEUR) povaa ohjeistuksen nostoa. Tulosoheistukseen yltäminen vaatii paljon, sillä haastava markkinatilanne ja kaksi edeltävää vaisua tulosraporttia eivät herätä luottamusta äkillisestä tulosparannuksesta Q4:llä. Uusi oikaistu liikevoittoennustemme on 29,3 MEUR (aik. 31,8 MEUR), mikä tarkoittaa 4 %:n laskua edellisvuodesta. Käytettyjen autojen niukkuudesta johtuen pidämme ohjeistuksen vaatimaa kannattavuustasoa haastavana varsinkin, kun heikommin kannattavat toimintamaat (Ruotsi ja Saksa) kasvavat Suomea nopeammin painaen liikevoittomarginaalia. Q4-tulos voi saada tukea integroitujen palvelujen myyntiin linkitetystä vuosibonuksista ja näitä on historiassa kirjattu Q4:lle. Ulkopuolelta niiden toteutumista ja määrää on hankala ennakoita, mutta mielestämme tämä voi olla yksi syy, miksi yhtiö vielä pitää tulosohjeistuksen toteutumista mahdollisena. Nostimme 2022-2023 liikevaihtoennusteitamme 1-2 %. Kamux näyttää onnistuvan jatkuvasti markkinatilanteesta riippumatta kasvattamaan markkinaosuuttaan, mikä kielii siitä ettei yhtiöllä ole ainakaan varastojen täyttöön tai myynnin kasvattamiseen liittyviä haasteita. Kannattavuus on kuitenkin viime aikoina jäänyt heikoksi, joten laskimme liikevoittoennusteitamme 4-8 %, mikä tarkoittaa että liikevoittomarginaaliennustemme 3,0-3,2 % ovat strategiakauden tavoitteen (EBIT 3,5 %) alapuolella.

## Arvostus on maltillinen pitkän aikavälin tulosnäkyymiin peilattuna, mutta riskiprofiili on viime aikoina noussut

Haastavasta markkinatilanteesta ja kahdesta perättäisestä tulospettymyksestä huolimatta iso kuva Kamuxin sijoitustarinassa on ennallaan. Matka Euroopan suurimmaksi käytettyjen autojen kauppiaksi jatkuu ja näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet kaksinkertaistaa liikevaihtonsa strategiakauden 2021-2023 aikana. Kamuxin 2021 ja 2022 oikaistut P/E-luvut ovat 23x ja 20x. Arvostus on maltillinen pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin peilattuna. Arvostus on nyt matalampi kuin edellisessä päivityksessämme, sillä osake on laskenut enemmän kuin tulosennustemme. Markkinaodotuksia heikompi Q3-tulos ja kohonnut tulosvaroitusriski huomioiden tämä on perusteltua. Kamuxilta on totuttu näkemään vahva korrelaatio liikevaihdon kasvun ja tuloskasvun välillä, mutta korrelaatio on tänä vuonna poikennut merkittävästi historialliselta polulta. Vaikka tämä on uuden strategian mukaista, se ymmärrettävästi herättää sijoittajissa hermostusta, että tuleeko nykyinen kasvu liian kovalla hinnalla ja onko aiempien vuosien kannattavuustasojen vielä palaamista. Nämä kysymykset heijastuivat myös päivityksessämme laskeneina tulosennusteina ja nousseena pääoman tuottovaatimuksena.

## Suositus

### Lisää

(aik. Osta)

### 14,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

### Osakekurssi:

12,43



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	724	927	1101	1294
<b>kasvu-%</b>	10 %	28 %	19 %	18 %
<b>EBIT oik.</b>	30,7	29,3	32,6	41,0
<b>EBIT-% oik.</b>	4,2 %	3,2 %	3,0 %	3,2 %
<b>Nettotulos</b>	23,3	17,5	24,8	32,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,57	0,54	0,62	0,80
<b>P/E (oik.)</b>	23,8	23,2	20,0	15,5
<b>P/B</b>	5,7	4,8	4,2	3,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,9	17,4	15,8	12,6
<b>EV/EBITDA</b>	13,5	13,6	11,8	9,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,6	0,5	0,4

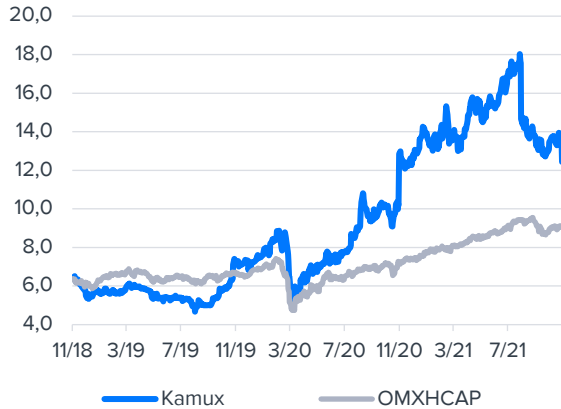
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

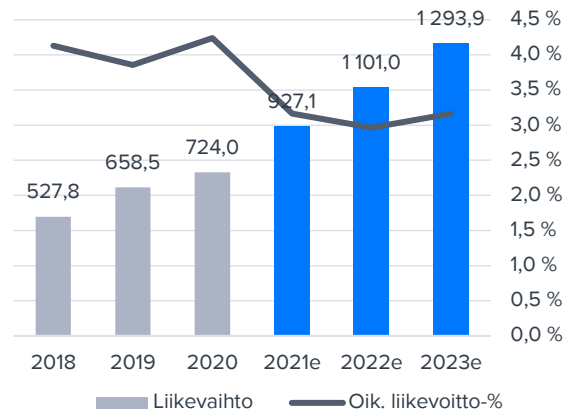
Vuonna 2021 Kamux odottaa liikevaihdon olevan 850-900 MEUR ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta (2020: 30,7 MEUR).

## Osakekurssi



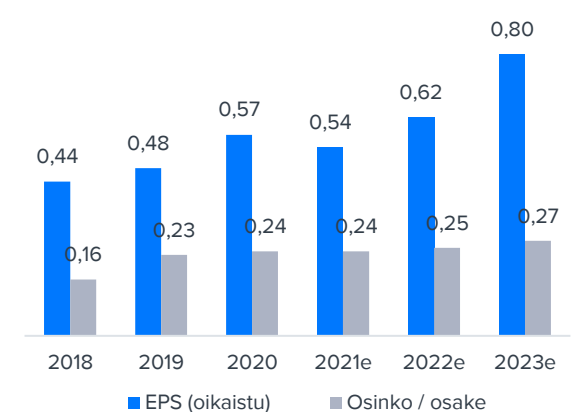
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Uusien autoliikkeiden avaaminen Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa
- Digitaalisen asiointin lisääntyminen
- Uusien hyvien myyjien rekrytoiminen ja suuremman autovalikoiman saavuttaminen
- Varastonkierron nopeutuminen
- Integroitujen palvelujen myynnin kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut esim. hankinnoissa ja kolmansien osapuolten myyntipalkkioissa
- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus



### Riskitekijät

- Koronaviruksen aiheuttama autokaupan heikkeneminen
- Voimakkaan historiallisen kasvuvauhdin hidastuminen
- Ruotsi ja Saksa jäävät kannattavuudessa selvästi Suomen tasosta
- Kamuxiin liittyvä maineriski
- Autoverolainsäädäntöön tehtävät negatiiviset muutokset
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvon alentuminen
- Kilpailijat voivat kopioida Kamuxin toimintamallin
- Uudet toimialaa disrumpoivat palvelut esim. digitaalisuuteen tai alustatalouteen liittyen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,4	12,4	12,4
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	497	497	497
Yritysarvo (EV)	510	516	517
P/E (oik.)	23,2	20,0	15,5
P/E	28,4	20,0	15,5
P/Kassavirta	>100	>100	49,9
P/B	4,8	4,2	3,5
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,6	11,8	9,8
EV/EBIT (oik.)	17,4	15,8	12,6
Osinko/tulos (%)	54,8 %	40,3 %	33,8 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Liikevaihto kasvoi hyvin, mutta katteen tekeminen oli hankalaa

## Kamux kasvoi vahvasti, vaikka markkina supistui

Q3-liikevaihto kasvoi 23 % ja oli 255 MEUR. Liikevaihto ylitti sekä meidän (242 MEUR) että konsensuksen (243 MEUR) ennusteet. Myytyjen autojen lukumäärä kasvoi 8 % ja oli 18 699, joten kohonneet autojen myyntihinnat olivat liikevaihdon kasvulle merkittävä ajuri. Vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvu oli 14 %. Markkinatilanne oli Q3:lla haastava ja käytettyjen autojen kappalemääräinen myynti laski kaikissa toimintamaissa (Suomi -4 %, Ruotsi -2 % ja Saksa -13 %). Tästä huolimatta Kamux onnistui kasvattamaan kappalemääräistä myyntiään kaikissa maissa (Suomi +3 %, Ruotsi +31 % ja Saksa +2 %). Kamuxin liikevaihto kasvoi selvästi myytyjen autojen lukumäärää nopeammin (Suomi +13 %, Ruotsi +13 % ja Saksa +26 %), mikä johtui nousseesta autojen keskimääräisestä myyntihinnasta.

## Integroitujen palvelujen osuus liikevaihdosta laski

Hyväkatteisten integroitujen palvelujen liikevaihto kasvoi 13 % ja oli 10,7 MEUR, mikä on 4,2 % liikevaihdosta (Q3'20: 4,6 %). Kamux myy autojen yhteydessä integroituja palveluja (rahoitus, vakuutus ja Kamux Plus), joissa yhtiön saama korvaus on usein auton myyntihinnasta riippumaton. Tästä johtuen autojen myyntihintojen kasvu vaikuttaa usein

negatiivisesti integroitujen palvelujen suhteelliseen osuuteen liikevaihdosta. Integroitujen palvelujen myynti on Suomessa suuren kokoluokan takia Kamuxille hyvin kannattavaa liiketoimintaa, mutta uusilla markkinoilla (Ruotsi ja Saksa) yhtiöllä ei vielä ole yhtä hyvät sopimukset. Kamuxin pitäisi saada kasvatettua ulkomailla kokoluokkaansa, jotta se saisi solmittua parempia sopimuksia 3. osapuolten integroitujen palvelujen tarjoajien kanssa. Tähän suurempaan kokoluokkaan yhtiön uusi strategiakausi tähtää ja siltä osin Q3:lla menttiin oikeaan suuntaan.

## Katteen tekemisessä oli haasteita

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta bruttokate kasvoi vain 0,4 % ja oli 29,0 MEUR, mikä on 11,4 % liikevaihdosta (Q3'20: 13,9 %). Autokohtainen bruttokate oli 1549 euroa, mikä on 7 % vähemmän kuin vertailukaudella. Vertailukauden bruttomarginaali oli poikkeuksellisen vahva, mutta tästä huolimatta yhtiö totesi, ettei tämänkertaiseen bruttokatteeseen voida olla tyytyväisiä ja sen parantamiseksi on tehty jo korjaavia toimenpiteitä. Yhtiö ei kilpailusivistä halunnut tarkentaa, että mitä tämä tarkoittaa, mutta bruttokatetta on johdon mukaan mahdollista parantaa erityisesti Ruotsissa ja Saksassa ja siellä on toimenpiteet jo käynnissä.

## Vertailukauden tulos oli historiallisen vahva ja sille tasolle ei tällä kertaa yletty

Oikaistu Q3-liikevoitto laski 19 % ja oli 10,0 MEUR, mikä on 3,9 % liikevaihdosta (Q3'20: 6,0 %). Vastassa oli Kamuxin kaikkien aikojen vahvin kvartaalitulostulos, sillä koronan aiheuttamat käytettyjen autojen myyntiä rajoittaneet epävarmuudet hälvienivät ja rajoituksia purettiin, mikä patoutuneen kysynnän purkautuessa tuki tulosta Q3'20. Odotimme 11,4 MEUR:n oikaistua liikevoittoa, joten toteutunut luku jäi 12 % tästä. Oli selvää ettei liikevoittomarginaali yllä vertailukauden tasolle, mutta 3,9 %:n liikevoittomarginaali oli vaisu suoritus kausiluonteisesti vahvalla Q3:lla myös aiempiin vuosiin nähden (Q3'18: 4,7 %, Q3'19: 4,7 %). Tulosalitus johtui pääosin heikosta bruttokatteesta, sillä muutoin yhtiön kulut olivat pysyneet liikevaihdon voimakkaaseen kasvuun nähden aisoissa.

## KMS on tuotu kaikkiin toimintamaihini

Q3-raportin yhteydessä Kamux kertoi, että uusi KMS-toiminnanohjausjärjestelmä on otettu marraskuussa käyttöön Ruotsissa ja se on nyt käytössä kaikissa toimintamaissa. Ruotsissa käyttöönotto sujui johdon mukaan loistavasti ja Suomessa Q2:lla nähdyt järjestelmän käyttöönottoon liittyvät haasteet ovat kuulemma selätetty. Tämä oli helpottava tieto.

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	Erutus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	207	255	242	243	233	- 253	5 %	927
Liikevoitto (oik.)	12,4	10,0	11,4	11,3	11,1	- 11,5	-12 %	29,3
Liikevoitto	12,1	10,0	11,4	11,3	11,1	- 11,5	-12 %	25,4
EPS (raportoitu)	0,23	0,18	0,22	0,22	0,21	- 0,23	-18 %	0,44
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %	22,8 %	16,6 %	17,2 %	12,3 %	- 22,0 %	6,2 %-yks.	28,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,0 %	3,9 %	4,7 %	4,7 %	4,8 %	- 4,5 %	-0,8 %-yks.	3,2 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

## Q3-tulosjulkistustilaisuus on katsottavissa tästä linkistä:



# Markkinoilta tulee nyt odotuksiamme enemmän vastatuulta

## 2021-ohjeistusmuutos näyttää todennäköiseltä

Kamux toisti ohjeistuksen, jonka mukaan liikevaihto on 850-900 MEUR (2020: 724 MEUR ja oikaistu liikevoitto kasvaa edellisvuodesta (2020: 30,7 MEUR). Tammi-syyskuussa liikevaihto oli 693 MEUR (+32 %) ja oikaistu liikevoitto oli 22,4 MEUR (-3 %), mikä tarkoittaa 3,2 %:n EBIT-marginaalia (Q1-Q3'20: 4,4 %). Kamuxille riittäisi liikevaihto-ohjeistuksen ylärajalle 207 MEUR:n liikevaihto Q4:ltä (kasvu 4 % vs. Q4'20). Pidämme todennäköisenä, että yhtiö nostaa liikevaihto-ohjeistustaan, sillä käytettyjen autojen keskihintojen nousu tuo nyt voimakasta myötätuulta liikevaihtoon, vaikka kappalemääräinen myynti pysyisi ennallaan. Nostimme liikevaihtoennusteamme 927 MEUR:oon (aik. 900 MEUR), mikä tarkoittaa 28 %:n kasvua edellisvuodesta.

Odotuksiamme heikomman Q3-liikevoiton johdosta laskimme 2021 oikaistun liikevoittoennusteamme 29,3 MEUR:oon (aik. 31,8 MEUR), mikä tarkoittaa 4 %:n laskua edellisvuodesta ja 3,2 %:n EBIT-marginaalia (2020: 4,2 %). Oikaistun liikevoiton pitäisi Q4:llä olla vähintään 8,3 MEUR (Q4'20: 7,5 MEUR), jotta yhtiö välttyisi tulosvaroitukselta. Kausiluonteisesti Q4 on edeltäjänsä heikompi ja Kamuxin kaksi viimeistä tulosraporttia ovat jääneet vertailukauden alapuolelle kuvastaen haastavaa markkinatilannetta. Äkillinen positiivinen tuloskäänne on ainoa, mikä pystyisi pelastamaan yhtiön liikevoitto-ohjeistuksen

laskulta ja siksi Q4:lle kerääntyvät isot odotukset. Q4-tulos voi saada tukea yhteistyökumppaneiden maksamista bonuksista integroitujen palvelujen myyntiin liittyen. Kamux on historiassa tulouttanut näitä toteutuneiden vuosimyyntien perusteella Q4:llä ja yhtiön mukaan ne yleensä tulevat Q4:lle, jos tulevat. Koska yhtiö ei jaa näiden sopimusten sisältöä, on näkyvyys bonusten tulouttamiseen heikkoa ja mielestämme tämä voi olla yksi syy, miksi yhtiö vielä pitää tulosohjeistuksen toteutumista mahdollisena.

## Kannattavuusennusteisiin negatiivisia muutoksia

Nostimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme 1-2 %. Odotamme käytettyjen autojen niukkuuden vaivaavan markkinaa vielä aiempia ennusteitamme pidempään, mikä tukee nousevien keskihintojen takia liikevaihtoennusteitamme. Kamux näyttää myös onnistuvan jatkuvasti markkinatilanteesta riippumatta kasvattamaan markkinaosuuttaan jokaisessa maassa, mikä kielii siitä ettei yhtiöllä ole ainakaan varastojen täyttöön tai myynnin kasvattamiseen liittyviä haasteita. Kamuxin kannattavuus on kuitenkin viime aikoina jäänyt heikoksi, minkä takia kasvava liikevoitto näyttää tänä vuonna olevan yhtiölle iso haaste ja liikevoittomarginaali näyttää jäävän strategiakauden tavoitteen (EBIT 3,5 %) alapuolelle. Suhteellista kannattavuutta painavat arviomme haastavana jatkuva käytettyjen autojen ostomarkkina, Ruotsin ja Saksan kasvava osuus konserniin

liikevaihdosta, yhtiön kasvupanostukset, kilpailun kiristyminen ja yleinen kustannusinflaatio. Lähivuosien 2021-2023 liikevoittomarginaaliennusteamme ovat 3,0-3,2 % ja ne ovat jokaiselta vuodelta yhtiön oman tavoitetason (EBIT 3,5 %) alapuolella.

## Kamux jatkaa matkaansa Euroopan ykköseksi

Haastavasta markkinatilanteesta ja kahdesta perättäisestä tulospettymyksestä huolimatta iso kuva Kamuxin sijoitustarinassa on ennallaan ja matka Euroopan suurimmaksi käytettyjen autojen kauppiaksi jatkuu. Koronapandemian aiheuttamat rajoitukset ja niukkuus käytetyistä autoista ovat hidastaneet myymäläverkoston kasvattamista ja nakertaneet kannattavuutta, mutta arviomme mukaan nämä trendit myös kiihdyttävät pienten pelurien ahdinkoa ja nopeuttavat konsolidaatiota. Kamux toimii äärettömän suurella ja pirstaleisella käytettyjen autojen markkinalla ja kykenee jatkuvasti voittamaan markkinaosuutta. Vähittäiskaupan alalla suuren skaalan tavoittelu tuo pitkässä juoksussa merkittäviä tehokkuushyötyjä ja näitä yhtiö hakee nykyisellä strategiakaudella kannattavuudesta tinkien. Investoinnit prosessikeskuksiin, KMS:ään ja erityisesti Ruotsin ja Saksan kasvuun pitäisi näkyä positiivisesti tuloksissa tulevaisuudessa. Kysymysmerkki on, että kuinka hyvällä kannattavuudella Kamux pystyy näiden kaikkien jälkeen myymään autoja ja onko se taso muuttunut (esim. koventuneen kilpailun vuoksi).

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	900	927	3 %	1089	1101	1 %	1274	1294	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,8	29,3	-8 %	35,6	32,6	-8 %	42,7	41,0	-4 %
Liikevoitto	27,9	25,4	-9 %	35,6	32,6	-8 %	42,7	41,0	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,54	-11 %	0,68	0,62	-9 %	0,83	0,80	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,24	0 %	0,25	0,25	0 %	0,27	0,27	0 %

Lähde: Inderes



# Tuotto-odotus on hyvä, mutta riskiprofiili noussut

## Tulospohjainen arvostus on maltillinen

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 kertaeristä oikaistut P/E-luvut ovat 23x ja 20x. Tulospohjainen arvostus on mielestämme maltillinen Kamuxin pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin peilattuna ja se on hieman matalampi kuin edellisessä päivityksessämme (osake on laskenut enemmän kuin tulosennusteemme). Markkinaodotuksia heikompi Q3-tulos ja kohonnut tulosvaroitusriski huomioiden tämä on perusteltua. Kamuxilta on totuttu näkemään vahva korrelaatio liikevaihdon kasvuun ja tuloskasvun välillä, mutta korrelaatio on tämän vuoden aikana poikennut merkittävästi historialliselta polulta. Ymmärrettävästi tämä herättää sijoittajissa hermostusta, että tuleeko nykyinen kasvu liian kovalla hinnalla ja onko aiempien vuosien kannattavuustasoille vielä palaamista. Nämä kysymykset heijastuivat tässä päivityksessämme laskeneina tulosennusteina ja nousseena pääoman tuottovaatimuksena.

Uuden strategiakauden (2021-2023) aikana Kamux panostaa enemmän kasvuun kuin kannattavuuteen. Vaikka yhtiö totesi näin jo Q1:llä julkistettujen uusien tavoitteiden yhteydessä, on kannattavuuden lasku yllättänyt meidät. Keskipitkän aikavälin tavoitetta liikevaihdon vuosikasvusta nostettiin keväällä yli 20 %:iin (aik. +10 %), tavoiteltua liikevoittomarginaalia laskettiin 3,5 %:iin (aik. 4,0 %) ja osingonjakosuhdetta laskettiin vähintään 25 %:iin (aik. +30 %). Vuoden 2021 kasvu on ollut vahvaa, mutta siinä on hyvä huomioida selvästi kohonneet autojen myyntihinnat ja se, ettei tämä kasvu ole kääntynyt tuloskasvuksi.

Ennustamme yhtiölle 17-19 %:n kasvua 2022-2023. Odotamme kasvuvauhdin jäävän 20 %:n tavoitteesta, koska koronatilanne on ymmärrettävästi tehnyt uusien myymälöiden avaamisesta ongelmallista ja pitkällä aikavälillä tämä toimii suurimpana ajurina liikevaihdon kasvuille. Liikevoittomarginaali laskee

ennusteissamme strategiakauden aikana 3,0-3,2%:iin, mikä johtaa liikevaihdon kasvua hieman hitaampaan oikaistuun EPS-kasvuun (~12 % CAGR 2021-2023).

## Osinko jää sivurooliin kasvuhakuisella strategiakaudella

Lähi vuosien osinkotuotot ovat ennusteillamme ~2 %. Ennusteissamme osingonjakosuhte on 55-34 %, kun luku on vaihdellut viime vuosina välillä 40-50 %. Kamuxin johdolla on erinomaiset näytöt pääoman tehokkaasta allokoinnista ja alhainen jakosuhte antaa heille vapaamat kädet tämän tekemiseen. Vähittäiskaupassa suuruuden ekonomian hyötyjä vastaan on erittäin haastava kilpailla, minkä seurauksena pidämme kasvun priorisoimista fragmentoituneella markkinalla perusteltuna. Strategiakaudelle ennustamme ~12 %:n oikaistu EPS-kasvu näyttelee selvästi isompaa roolia tuotto-odotuksessa kuin ennustamme osinkotuotto.

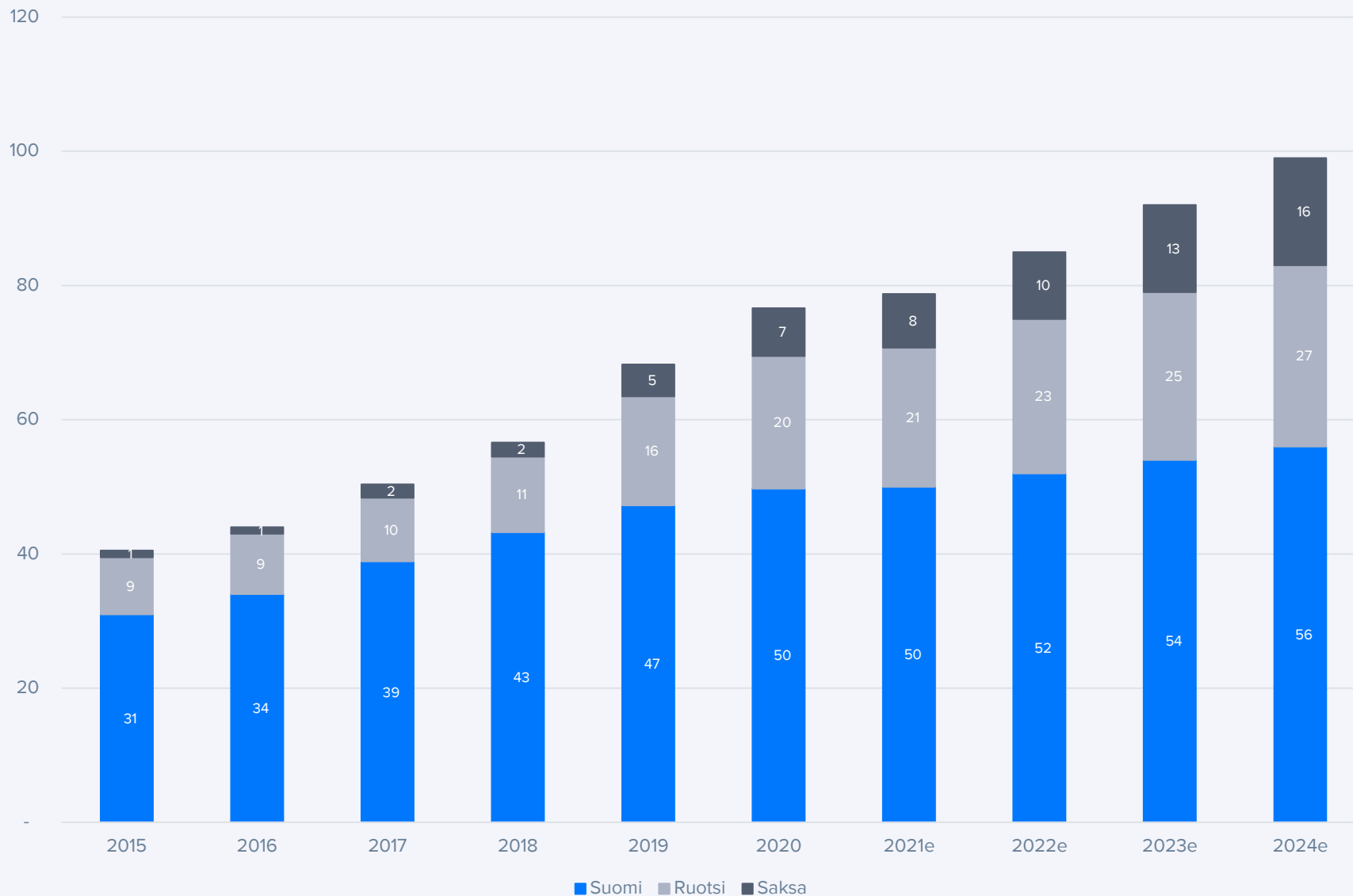
## Riskiprofiili on kohonnut viime aikoina

Osakkeen tuotto-odotus on hyvä pitkän aikavälin näkökulmasta, vaikka yleisellä tasolla riskiprofiilia kohottavia tekijöitä on alkanut ilmaantua (mm. uusien myymäläavausten puute, perättäiset tulospettymykset, johtoryhmän viimeaikainen kova vaihtuvuus, tiettyjen kilpailijoiden hyvät suoritukset ja Kamuxin avainhenkilöiden rekrytointi, autohankinnan kannalta haastava markkinatilanne ja KMS-järjestelmän käyttöönotossa nähdyt haasteet). Mielestämme epävarmuus strategiakauden 3,5 %:n EBIT-marginaalitavoitteen saavuttamisesta on myös kasvanut, kun Ruotsin ja Saksan liiketoimintojen nopeasta kasvusta huolimatta niiden marginaalitasot näyttävät jäävän toistuvasti ennusteistamme eikä integroitujen palvelujen kannattavuus näytä liikkuvan niin nopeasti kohti Suomen tasoa kuin olemme aiemmin odottaneet.

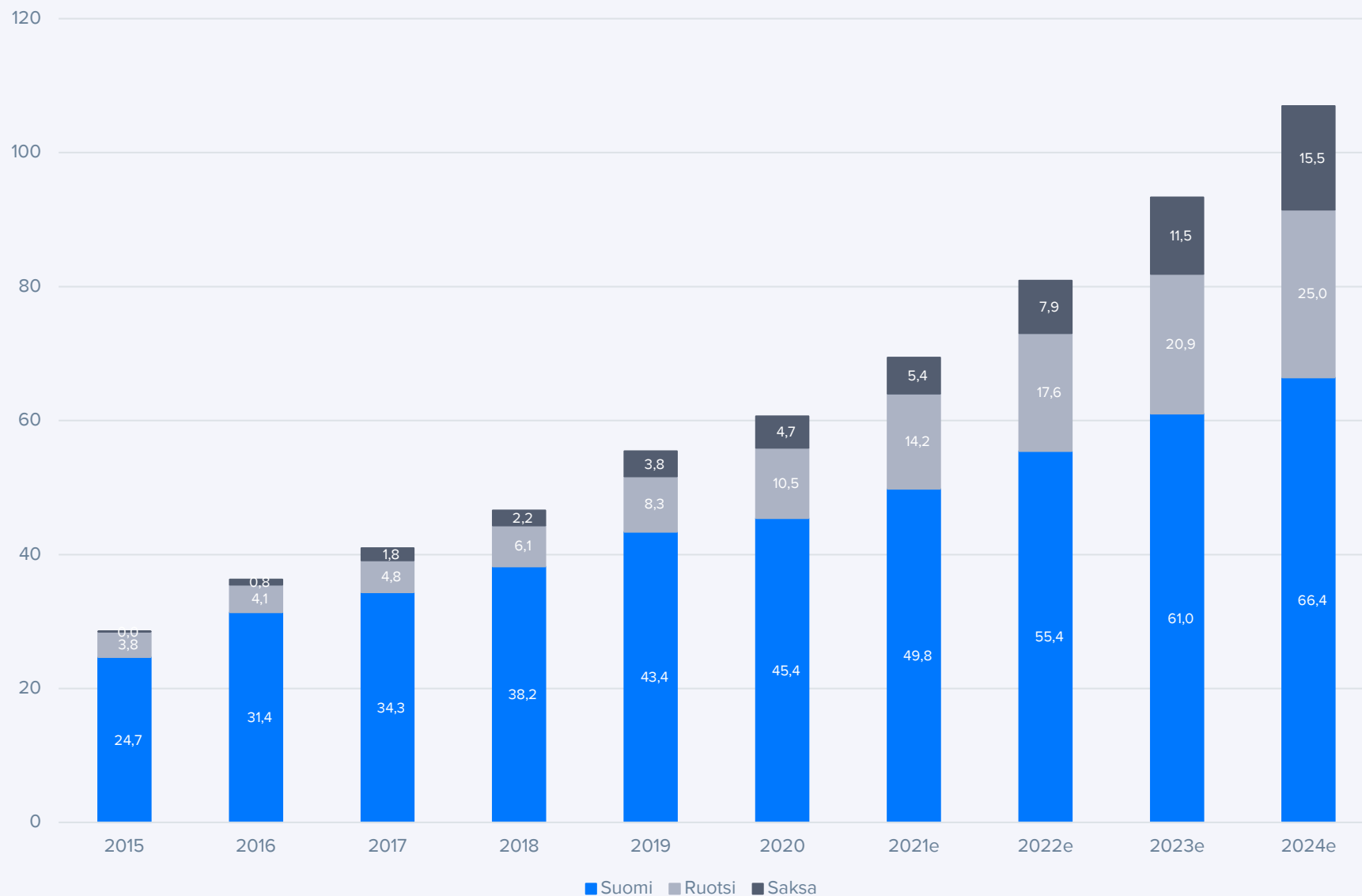
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,4	12,4	12,4
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	497	497	497
Yritysarvo (EV)	510	516	517
P/E (oik.)	23,2	20,0	15,5
P/E	28,4	20,0	15,5
P/Kassavirta	>100	>100	49,9
P/B	4,8	4,2	3,5
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,6	11,8	9,8
EV/EBIT (oik.)	17,4	15,8	12,6
Osinko/tulos (%)	54,8 %	40,3 %	33,8 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Autoliikkeiden lukumäärä vuoden aikana keskimäärin (Inderes ennuste)

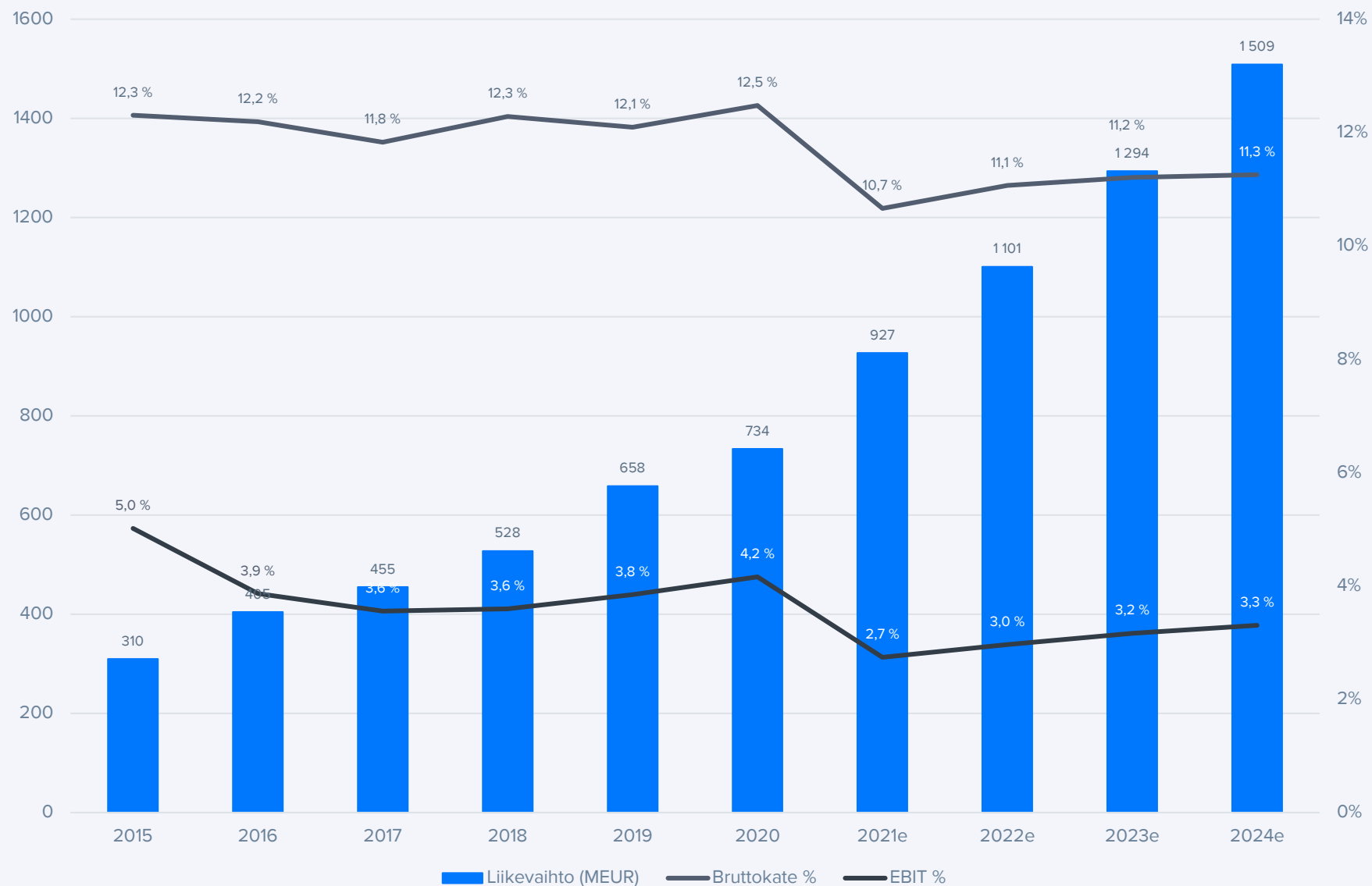


# Myytyt autot maittain, tuhat kpl (Inderes ennuste)





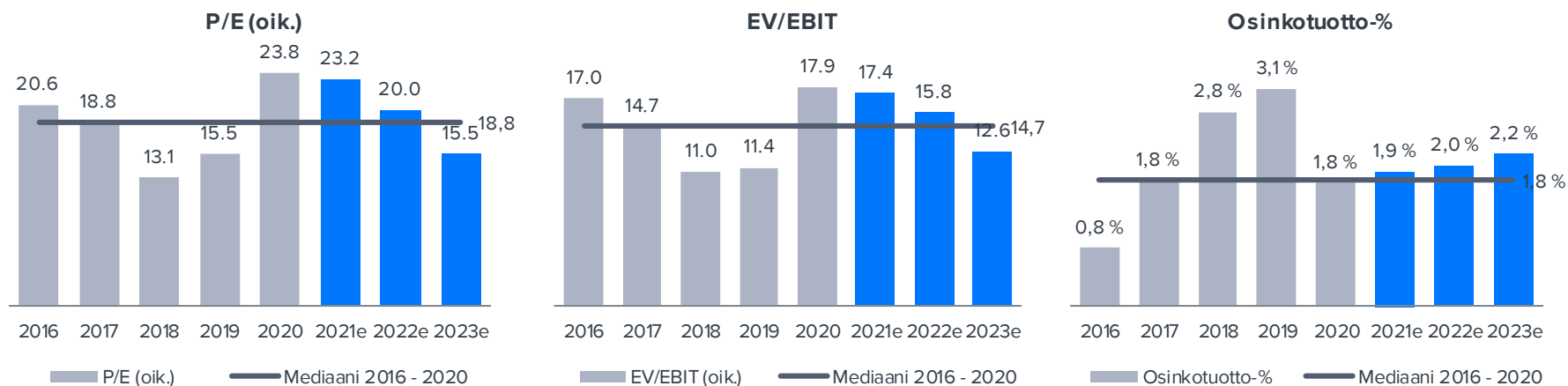
# Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (Inderes ennuste)



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,20	6,66	5,76	7,40	13,6	12,4	12,4	12,4	12,4
Osakemäärä, milj. kpl	38,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	274	266	230	296	544	497	497	497	497
Yritysarvo (EV)	305	274	240	288	550	510	516	517	515
P/E (oik.)	20,6	18,8	13,1	15,5	23,8	23,2	20,0	15,5	12,7
P/E	24,9	22,7	15,8	15,6	23,3	28,4	20,0	15,5	12,7
P/Kassavirta	neg.	10,3	>100	12,2	neg.	>100	>100	49,9	36,4
P/B	9,5	4,5	3,3	3,6	5,7	4,8	4,2	3,5	2,9
P/S	0,7	0,6	0,4	0,4	0,8	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,5	0,4	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	18,5	15,7	11,9	8,6	13,5	13,6	11,8	9,8	8,3
EV/EBIT (oik.)	17,0	14,7	11,0	11,4	17,9	17,4	15,8	12,6	10,3
Osinko/tulos (%)	20,7 %	40,9 %	43,8 %	48,4 %	41,1 %	54,8 %	40,3 %	33,8 %	30,7 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,8 %	2,8 %	3,1 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Bilia AB	156,40	1615	2045	9,4	10,1	6,3	6,4	0,6	0,6	9,3	9,8	4,2	4,5	3,1
Lookers PLC	60,50	278	402	3,2	4,4	2,2	2,5	0,1	0,1	3,6	5,5	4,2	5,7	
Pendragon PLC	19,35	317	573	4,6	5,4	3,0	3,3	0,1	0,1	4,7	6,2			
Inchcape PLC	850,00	3842	3747	10,8	9,6	8,2	7,6	0,4	0,4	15,3	15,0	2,4	2,7	2,8
Asbury Automotive Group Inc	184,72	3732	4762	7,3	5,5	6,9	5,2	0,6	0,3	7,1	6,7			1,8
Group 1 Automotive Inc	207,06	3273	4457	5,9	6,0	5,4	5,4	0,4	0,3	6,1	6,3	0,6	0,5	1,8
Sonic Automotive Inc	51,00	1838	3114	7,3	5,8	6,0	4,7	0,3	0,2	6,7	5,8	0,9	0,9	2,1
Carmax Inc	148,81	21069	36121	39,1	25,5	32,0	21,7	2,2	1,4	32,9	20,5			6,0
AutoNation Inc	128,68	7365	9643	6,0	6,4	5,4	5,8	0,4	0,4	7,4	7,2			3,3
Lithia Motors Inc	322,82	8537	11776	8,3	8,1	7,8	7,5	0,6	0,5	8,5	8,8	0,4	0,4	2,0
Penske Automotive Group Inc	112,16	7669	10610	9,4	10,0	7,8	8,4	0,5	0,4	7,6	8,4	1,6	1,7	2,2
Eagers Automotive Ltd	13,51	2211	3504	11,3	13,2	9,4	10,6	0,6	0,6	12,1	14,6	4,8	4,2	3,2
AUTO1 Group SE	31,60	6727	6004					1,4	1,0					7,8
Carvana Co	294,43	44379	47279		782,2	1361,8	210,7	4,3	3,3					109,0
Cazoo Group	9,12	5991	6130					7,9	2,5					
Aramis Group	16,80	1392	1573	300,1	82,5	38,8	37,7	1,2	1,0	89,1	113,4			4,6
<b>Kamux (Inderes)</b>	<b>12,43</b>	<b>497</b>	<b>510</b>	<b>17,4</b>	<b>15,8</b>	<b>13,6</b>	<b>11,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>23,2</b>	<b>20,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>32,5</b>	<b>69,6</b>	<b>107,2</b>	<b>24,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>11,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>110 %</b>	<b>78 %</b>	<b>85 %</b>	<b>69 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>0 %</b>	<b>206 %</b>	<b>139 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>55 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>658</b>	<b>167</b>	<b>151</b>	<b>207</b>	<b>199</b>	<b>724</b>	<b>210</b>	<b>229</b>	<b>255</b>	<b>234</b>	<b>927</b>	<b>1101</b>	<b>1294</b>	<b>1509</b>
Suomi	491	122	109	145	136	512	147	142	164	160	613	689	766	838
Ruotsi	158	44,8	39,0	69,4	62,3	216	66,3	74,8	78,4	73,4	293	371	444	537
Saksa	52,2	15,2	12,5	19,1	20,1	66,9	21,3	26,7	24,1	25,1	97,3	144	216	301
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-43,0	-14,6	-10,3	-26,4	-19,3	-70,5	-24,4	-15,0	-12,1	-24,6	-76,2	-103,0	-131,9	-167,7
<b>Käyttökate</b>	<b>33,7</b>	<b>6,3</b>	<b>10,1</b>	<b>14,5</b>	<b>9,9</b>	<b>40,9</b>	<b>8,7</b>	<b>5,9</b>	<b>13,0</b>	<b>9,9</b>	<b>37,4</b>	<b>43,9</b>	<b>52,9</b>	<b>62,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,4	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-9,7	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-12,0	-11,3	-11,9	-12,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>25,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>12,4</b>	<b>7,5</b>	<b>30,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>10,0</b>	<b>6,9</b>	<b>29,3</b>	<b>32,6</b>	<b>41,0</b>	<b>49,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>25,3</b>	<b>4,0</b>	<b>7,7</b>	<b>12,1</b>	<b>7,4</b>	<b>31,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,9</b>	<b>10,0</b>	<b>6,9</b>	<b>25,4</b>	<b>32,6</b>	<b>41,0</b>	<b>49,9</b>
Suomi	29,4	5,8	9,0	11,9	8,2	35,0	8,3	8,3	11,1	8,3	36,0	40,1	46,8	52,6
Ruotsi	1,3	0,1	0,4	1,4	0,5	2,4	0,1	0,3	0,8	0,3	1,5	2,2	4,6	8,7
Saksa	-1,0	-0,7	-0,4	0,1	-0,4	-1,5	-1,0	-4,5	-0,4	-0,6	-6,4	-3,8	-4,6	-5,2
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-4,3	-1,3	-1,3	-1,3	-0,9	-4,7	-1,7	-1,4	-1,5	-1,1	-5,7	-5,8	-5,9	-6,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,4	0,0	-0,8	-1,5	-2,7	-1,1	0,4	-0,5	-0,5	-1,6	-1,6	-1,0	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>24,4</b>	<b>3,5</b>	<b>7,7</b>	<b>11,3</b>	<b>5,9</b>	<b>28,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>9,5</b>	<b>6,4</b>	<b>23,8</b>	<b>31,0</b>	<b>40,0</b>	<b>48,9</b>
Verot	-5,3	-1,0	-1,5	-2,1	-0,5	-5,1	-1,20	-1,80	-2,120	-1,2	-6,3	-6,2	-8,0	-9,8
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>19,0</b>	<b>2,5</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>5,3</b>	<b>23,3</b>	<b>3,4</b>	<b>1,5</b>	<b>7,3</b>	<b>5,3</b>	<b>17,5</b>	<b>24,8</b>	<b>32,0</b>	<b>39,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,06</b>	<b>0,13</b>	<b>0,24</b>	<b>0,14</b>	<b>0,57</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,13</b>	<b>0,54</b>	<b>0,62</b>	<b>0,80</b>	<b>0,98</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,06</b>	<b>0,16</b>	<b>0,23</b>	<b>0,13</b>	<b>0,58</b>	<b>0,09</b>	<b>0,04</b>	<b>0,18</b>	<b>0,13</b>	<b>0,44</b>	<b>0,62</b>	<b>0,80</b>	<b>0,98</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	24,7 %	17,1 %	-4,3 %	13,5 %	13,3 %	10,0 %	25,4 %	52,0 %	22,8 %	17,6 %	28,1 %	18,7 %	17,5 %	16,6 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	16,5 %	-14,9 %	1,5 %	44,9 %	37,2 %	20,8 %	44,3 %	-1,1 %	-19,8 %	-7,8 %	-4,4 %	11,3 %	25,5 %	21,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,1 %	3,8 %	6,7 %	7,0 %	5,0 %	5,6 %	4,2 %	2,6 %	5,1 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,9 %	2,4 %	4,5 %	6,0 %	3,8 %	4,2 %	2,7 %	3,0 %	3,9 %	2,9 %	3,2 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,9 %	1,5 %	4,1 %	4,4 %	2,7 %	3,2 %	1,6 %	0,6 %	2,9 %	2,3 %	1,9 %	2,3 %	2,5 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>79</b>
Liikearvo	13,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Aineettomat hyödykkeet	2,1	5,1	6,5	7,7	9,1
Käyttöomaisuus	48,6	49,3	49,1	51,7	54,3
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	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,4	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>117</b>	<b>121</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>205</b>
Vaihto-omaisuus	70,2	93,6	111	132	155
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,4	16,6	21,3	25,2	29,7
Likvidit varat	27,6	11,2	14,3	17,0	20,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>181</b>	<b>191</b>	<b>218</b>	<b>249</b>	<b>284</b>

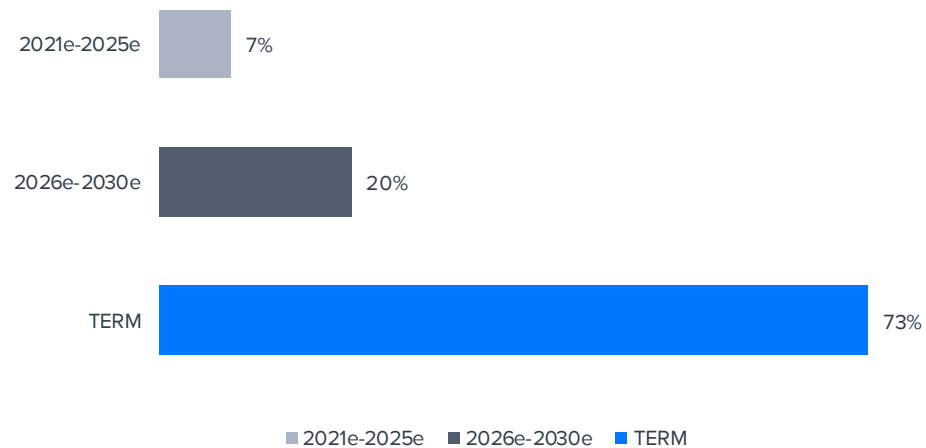
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>119</b>	<b>141</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	56,9	70,9	78,8	94,1	116
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
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>56</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>60</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	16,5	14,9	13,5	18,0	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset velat	38,8	39,1	39,1	39,1	39,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>83</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	2,0	13,5	18,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,7	11,8	20,4	27,5	36,2
Muut lyhytaikaiset velat	11,4	27,3	27,3	27,3	27,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>181</b>	<b>191</b>	<b>218</b>	<b>249</b>	<b>284</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,2</b>	<b>25,4</b>	<b>32,6</b>	<b>41,0</b>	<b>49,9</b>	<b>57,0</b>	<b>60,5</b>	<b>62,9</b>	<b>64,8</b>	<b>66,7</b>	<b>68,0</b>	
+ Kokonaispoistot	9,7	12,0	11,3	11,9	12,5	13,2	13,5	13,5	13,2	13,2	13,2	
- Maksetut verot	-6,0	-6,3	-6,2	-8,0	-9,8	-11,3	-12,0	-12,6	-12,9	-13,3	-13,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-23,1	-13,7	-17,7	-18,9	-21,7	-13,6	-11,0	-7,8	-6,1	-6,3	-4,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>11,2</b>	<b>17,0</b>	<b>19,7</b>	<b>25,8</b>	<b>30,7</b>	<b>45,2</b>	<b>50,8</b>	<b>56,0</b>	<b>59,0</b>	<b>60,3</b>	<b>63,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,9	-13,3	-15,1	-15,8	-17,0	-15,4	-14,2	-12,7	-13,5	-13,4	-14,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>9,9</b>	<b>13,7</b>	<b>29,8</b>	<b>36,6</b>	<b>43,3</b>	<b>45,5</b>	<b>46,9</b>	<b>48,7</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	-2,3	3,8	4,6	9,9	13,7	29,8	36,6	43,3	45,5	46,9	48,7	933
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>8,6</b>	<b>10,9</b>	<b>22,3</b>	<b>25,5</b>	<b>28,1</b>	<b>27,5</b>	<b>26,4</b>	<b>25,6</b>	<b>490</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		672	668	664	656	645	622	597	569	541	515	490
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>672</b>										
- Korolliset velat		-17,4										
+ Rahavarat		11,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-9,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>656</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>16,4</b>										

## Rahavirranjakauma jaksittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,10 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	527,8	658,5	724,0	927,1	1101,0	EPS (raportoitu)	0,37	0,48	0,58	0,44	0,62
Käyttökate	20,1	33,7	40,9	37,4	43,9	EPS (oikaistu)	0,44	0,48	0,57	0,54	0,62
Liikevoitto	18,9	25,3	31,2	25,4	32,6	Operat. kassavirta / osake	0,14	1,06	0,28	0,43	0,49
Voitto ennen veroja	19,3	24,4	28,5	23,8	31,0	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,60	-0,06	0,09	0,11
Nettovoitto	14,6	19,0	23,3	17,5	24,8	Omapääoma / osake	1,72	2,04	2,39	2,59	2,97
Kertaluontoiset erät	-2,9	-0,1	0,5	-3,9	0,0	Osinko / osake	0,16	0,23	0,24	0,24	0,25
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	115,0	181,5	191,3	218,0	249,3	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	25 %	10 %	28 %	19 %
Oma pääoma	68,9	81,7	95,7	103,6	118,8	Käyttökateen kasvu-%	16 %	68 %	21 %	-8 %	17 %
Liikearvo	13,6	13,6	14,0	14,0	14,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	17 %	21 %	-4 %	11 %
Nettovelat	9,6	-7,6	6,2	13,3	19,6	EPS oik. kasvu-%	24 %	9 %	20 %	-6 %	16 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	3,8 %	5,1 %	5,6 %	4,0 %	4,0 %
Käyttökate	20,1	33,7	40,9	37,4	43,9	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	3,9 %	4,2 %	3,2 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,6	14,1	-23,1	-13,7	-17,7	Liikevoitto-%	3,6 %	3,8 %	4,3 %	2,7 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	5,4	42,3	11,2	17,0	19,7	ROE-%	22,8 %	25,3 %	26,3 %	17,6 %	22,3 %
Investoinnit	-1,2	-56,3	-13,9	-13,3	-15,1	ROI-%	21,5 %	26,3 %	29,0 %	20,8 %	22,8 %
Vapaa kassavirta	2,2	24,2	-2,3	3,8	4,6	Omavaraisuusaste	59,9 %	45,0 %	50,0 %	47,5 %	47,6 %
						Nettovelkaantumisaste	13,9 %	-9,3 %	6,5 %	12,8 %	16,5 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,8	0,6	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	11,9	8,6	13,5	13,6	11,8						
EV/EBIT (oik.)	11,0	11,4	17,9	17,4	15,8						
P/E (oik.)	13,1	15,5	23,8	23,2	20,0						
P/B	3,3	3,6	5,7	4,8	4,2						
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin analyytikko Petri Kajaanilla on 22.10.2019 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Kamux Oyj.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29/01/2020	Osta	9,00 €	7,68 €
29/02/2020	Osta	9,50 €	8,00 €
22/03/2020	Osta	7,50 €	5,68 €
18/05/2020	Lisää	8,00 €	7,10 €
02/07/2020	Lisää	8,50 €	7,48 €
13/08/2020	Lisää	10,00 €	8,87 €
13/11/2020	Lisää	14,00 €	12,00 €
01/03/2021	Lisää	16,00 €	15,32 €
01/04/2021	Osta	16,00 €	13,08 €
14/05/2021	Lisää	17,00 €	15,60 €
21/07/2021	Lisää	18,50 €	17,36 €
16/08/2021	Osta	17,00 €	14,66 €
14/11/2021	Lisää	14,00 €	12,43 €



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**