

Wetteri

Laaja raportti

12.11.2024 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvu elpyvän kannattavuuden varassa

Toistamme Wetterin 0,40 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen. Wetterillä on nähdäksemme hyvät edellytykset hyötyä autokaupan keskittymispaineesta, mutta sijoitustarinan kannalta keskeiset yritysjärjestelyjen synergiahyödyt ovat toistaiseksi vielä todistamatta. Ennustamme yhtiölle lähivuosina vahvaa tuloskasvua Suomen autokaupan elpyessä, mutta odotettu kasvu ei silmissämme riitä kompensoimaan kireiden arvostuskertoimen ja velkaisen taseen vaikutusta osakkeen riski/tuotto-suhteeseen.

Laaja merkkiedustus ja kattavat jälkimarkkinapalvelut rajaavat riskiprofilia

Wetteri on täyden palvelun autotalo, jonka liiketoiminta jakautuu neljään eri segmenttiin: Henkilöautomyynti, Raskas kalusto, Huoltopalvelut ja Muut liiketoiminnot. Lisäksi yhtiö on hiljattain laajentanut konekauppiaan, joka on toistaiseksi vielä pieni osa kokonaisuutta. Yhtiön liikevaihto painottuu uusia ja vaihtoautoja myyvään Henkilöautomyynti-segmenttiin, mutta suurin osa yhtiön tuloksesta syntyy huollon ja varaosamyynin kaltaisia jälkimarkkinapalveluita tarjoavassa Huoltopalvelu-segmentissä. Myös raskaan kaluston myyntiä, huoltoa ja varaosia tarjoava Raskas kalusto -segmentti on keskeisessä roolissa tuloksenteon kannalta. Wetterin laaja brändiedustus rajoittaa yhtiön riippuvuutta yksittäisestä autovalmistajasta ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta.

Painopiste on perustellusti siirtynyt kasvusta vahvemmin kannattavuuteen

Wetterin tavoitteena on kasvaa Suomen suurimmaksi täyden palvelun monimerkkiautotaloksi ja toimialan kannattavimmaksi yhtiöksi vuoteen 2025 mennessä. Kuluvan vuoden aikana yhtiön kannattavuus on kuitenkin ollut odotettua kovemmassa paineessa Suomen autokaupan heikon kysyntäympäristön keskellä, minkä seurauksena yhtiö kertoi Q2-raportin yhteydessä keskittyvänsä aiempaa vahvemmin kannattavuuteen. Pidämme päätöstä perusteltuna alkuvuoden heikon kannattavuuden ja rahoituksen rikkoutuneiden kovenanttiehtojen vuoksi. Wetteri antoi toukokuussa negatiivisen tulosvaroituksen, mutta odotamme yhtiöltä vielä toista tulosvaroitusta 10,1 MEUR:n oikaistun liikeulosennusteemme ollessa 12,8-15,6 MEUR:n ohjeistushaarukan alapuolella. Kokonaisuudessaan näemme Wetterin hyötyjänä autovalmistajien ajamasta jakelukanavien keskittämispaineesta, mutta viimevuosien korkea investointiaste ja heikko kannattavuuskehitys herättävät huolia yritysostovetöisen strategian tehokkuudesta. Historiallisesti Wetteri on kasvanut noin 6 %:n vuosivauhtia. 2023-2026 liikevaihdon kasvuennusteemme asettuvat 11 %:iin, kun liike tuloksen osalta odotamme vuosittain 33 %:n kasvua heikolta pohjatasolta.

Nykyarvostuksella tuotto/riski-suhde vaikuttaa ohuelta

Vuosien 2024 ja 2025 ennusteillamme Wetterin EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 7x. Kuluvan vuoden ennusteillamme yhtiötä hinnoitellaan EBITDA-pohjaisesti preemiolla määrittämäämme laadukkaaseen verrokkiryhmään nähden, kun taas ensi vuonna arvostuskuva kääntyy alennuksen puolelle. Nettotulospohjaisesti kuluvan vuoden ennusteisiimme ei voi tukeutua tappiollisen tulostason takia, mutta ensi vuoden ennusteillamme 16x P/E-kerroin kääntyy merkittäväksi hinnoittelupreemioksi verrokkeihin nähden. Nähdäksemme Wetterin kohdalla alennushinnoittelu verrokkeihin olisi perusteltu osakkeen heikompi pääoman tuotto ja korkeampi riskiprofilii huomioiden. DCF-mallimme indikoi Wetterille 0,42 euron osakekohtaista arvoa, mikä indikoi yhtiön tuloskäänteeseen liittyvää potentiaalia.

Suositus

Vähennä

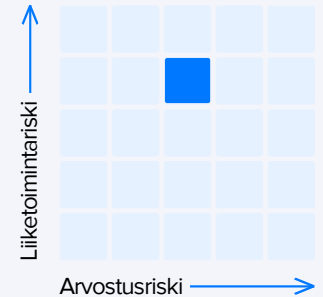
(aik. Vähennä)

0,40 EUR

(aik. ,40 EUR)

Osakekurssi:

0,38



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	443,3	588,5	635,5	663,8
kasvu-%	52 %	33 %	8 %	4 %
EBIT oik.	12,0	10,1	14,2	18,1
EBIT-% oik.	2,7 %	1,7 %	2,2 %	2,7 %
Nettotulos	-4,1	-5,1	1,8	5,9
EPS (oik.)	0,02	-0,01	0,02	0,05
P/E (oik.)	32,4	neg.	15,7	7,9
P/B	2,4	1,7	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,1 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	18,0	19,9	14,9	11,7
EV/EBITDA	10,2	8,9	7,1	6,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,3	0,3	0,3

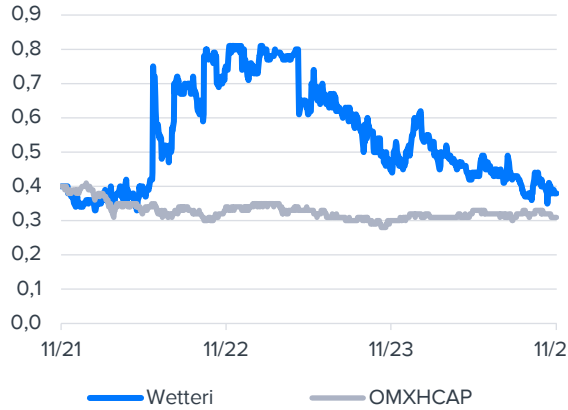
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

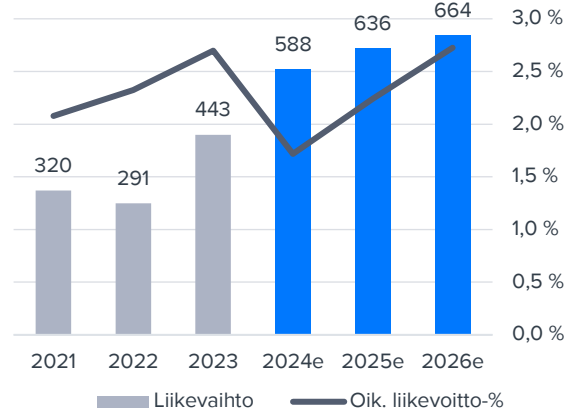
2024 liikevaihdon arvioidaan olevan 520-640 MEUR ja oikaistun liikevoiton 12,8-15,6 MEUR.

Osakekurssi



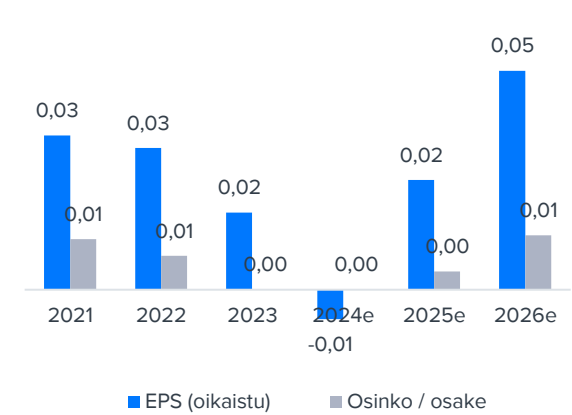
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusien merkki edustusten solmiminen
- Brändien pyrkimys keskittää jälleenmyyntiverkostaan
- Toimipisteverkoston laajentaminen
- Yritysjärjestelyt
- Ikääntyvä autokanta tukee huolto- ja korjaustarvetta



Riskitekijät

- Merkkiedustusten menettäminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Asiakkaiden vertikaalinen integroituminen
- Maineriski
- Autoilua lannistavat poliittiset päätökset
- Aineettoman omaisuuden alaskirjausriski

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,38	0,38	0,38
Osakemäärä, milj. kpl	157,1	157,1	157,1
Markkina-arvo	60	60	60
Yritysarvo (EV)	202	212	212
P/E (oik.)	neg.	15,7	7,9
P/E	neg.	33,1	10,1
P/B	1,7	1,6	1,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	8,9	7,1	6,2
EV/EBIT (oik.)	19,9	14,9	11,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	34,8 %	32,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13
Strategia	s. 14
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 15-18
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 19-22
Ennusteet	s. 23-27
Arvonmääritys ja suositus	s. 28-32
Vastuuvapauslauseke	s. 34

Wetteri lyhyesti

Wetteri on Suomessa toimiva monimerkkiautotalo, jolla on Suomen suurin valikoima henkilöautoedustuksia. Yhtiöllä on vahva markkinaosuus myös raskaassa kalustossa ja se laajeni hiljattain myös konekauppaan-

1960

Perustamisvuosi

2022

Listautuminen Helsingin pörssin päälistalle

49

Toimipistettä

443 MEUR (+52 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

12,0 MEUR (1,2 % lv:sta)

Oik. liikevoitto 2023

1025

Henkilöstö keskimäärin H1'24

2000-2010

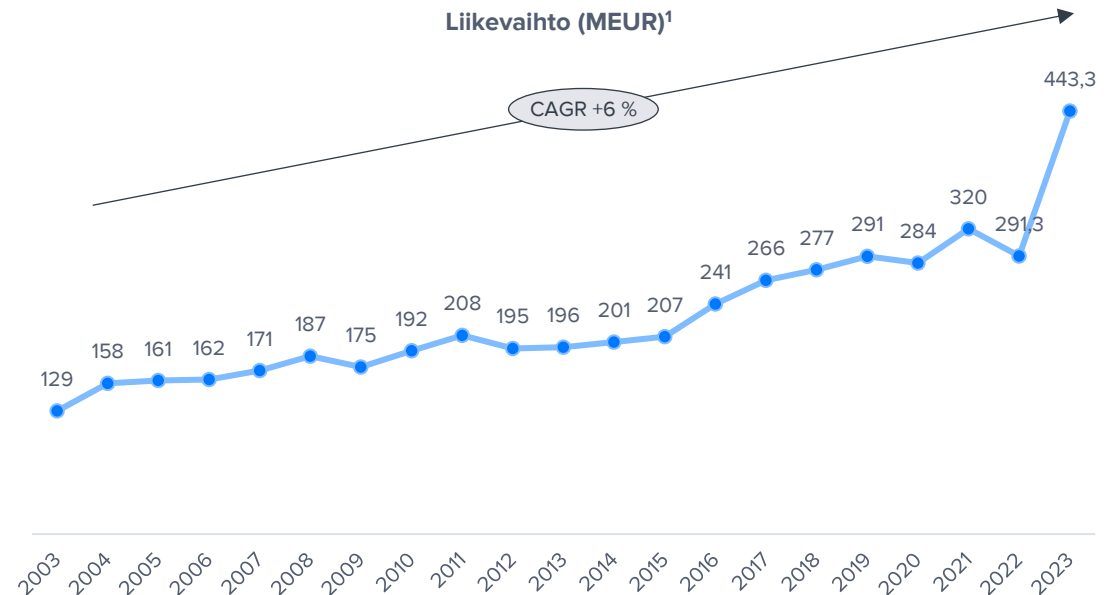
Wetteri Power perustetaan (2000)
Wetteri Auto perustetaan harjoittamaan henkilöautoliiketoimintaa (2003)
Wetteri Auton nimenmuutos Wetteriksi (2007)
Aarne Simula nimitetään Wetteri Oy:n toimitusjohtajaksi (2008)

2011-2020

Autotalo Mobila siirtyy osaksi Wetteriä (2015)
Veho Autotalot myydään Wetterille Oulussa (2017)
Wetteri hankkii Niemelän Auton liiketoiminnan Kemissä ja Rovaniemellä (2018)

2021-

Aarne Simulan ja Markku Kankaalan Themis Holding ostaa Wetterin (2022)
Wetteri listautuu Helsingin pörssiin Soprano-yrityskaupan kautta (2022)
Autotalo Hartikainen, AutoPalin, Suursavon Autokauppa, Suvanto Trucks ja Lahden Rekkapaja osaksi Wetteriä (2023 & 2024)
Suomen koulutusliiketoiminnan myynti ja konekauppaan laajentaminen (2024)



1) 2021-2023 IFRS, muut FAS

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Autobrändien johtava yhteistyökumppani

Wetteri on vuonna 1960 perustettu Suomessa toimiva monimerkkiautotalo. Yhtiöllä on neljä eri liiketoimintasegmenttiä: 1) Henkilöautomyynti, 2) Raskas kalusto, 3) Huoltopalvelut ja 4) Muut liiketoiminta-alueet. Wetterin markkina-asema on erityisen vahva Pohjois-Suomessa ja sen pääkonttori sijaitsee Oulussa. Yhtiöllä on pitkät ja vakiintuneet suhteet monen merkkivalmistajan kanssa ja sillä on Suomen suurin valikoima uusia henkilöautomerkkejä edustettavanaan. Wetterin asiakaskunta koostuu sekä yritysasiakkaista että henkilöasiakkaista.

Henkilöautojen myynti tuo suurimman osan Wetterin liikevaihdosta

Henkilöautomyynti-segmentti myy henkilöautoja Wetteri-brändien alla. Wetteri myy sekä uusia että vaihtoautoja. Konserniin kuului aiemmin myös vaihtoautoihin keskittynyt autotalo Mobila, mutta sen liiketoiminta on tuotu Wetteri-brändin alle. Yhtiön mukaan 60 % sen myymistä autoista ovat tyypillisesti vaihtoautoja ja 40 % uusia autoja, joskin uusien autojen myynnissä on huomattavia eroja vuosien välillä kysynnän syklisen luonteen vuoksi. Arviomme mukaan uusien autojen myynnissä katteet ovat käytettyjen autojen myyntiä ohuemat, mutta uusien autojen jakelu mahdollistaa merkkihuoltona toimimisen ja myös muiden arvokkaiden jälkimarkkinapalveluiden tarjoamisen. Suurin osa Wetterin käytetyistä autoista ostetaan asiakkailta vaihtoautoina, mutta pieni määrä niitä hankitaan myös leasingyhtiöiltä, rahoitusyhtiöiltä, yksityishenkilöiltä ja autohuutokaupoista (Inderesin arvio < 10 %). Wetteri huoltaa osan ostamistaan vaihtoautoista, mikä tuo liiketoimintaa

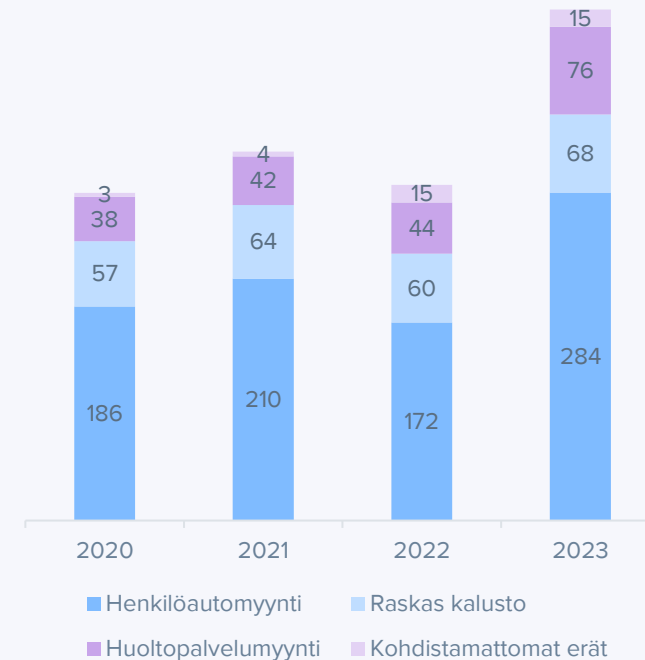
Huoltopalvelut-segmentille.

Wetteri edustaa yhteensä noin 40 eri automerkkiä ja Suomen kymmenestä myydyimmästä automerkistä yhtiö myy kuutta. Olemme tiivistäneet Wetterin merkkiedustukset sivulla 10. Laaja merkkiedustus vähentää Wetterin riippuvuutta yksittäisistä merkkivalmistajista, mikä on erityisen arvokasta, kun valmistajat kipuilevat vaihtelevissa määrin tuotannon pullonkaulojen kanssa. Samalla se laajentaa yhtiön tuotetarjoomaa. Laajasta merkkivalikoimasta huolimatta Wetteri ei toimi yhdenkään autobrandin maahantuojana. Arviomme mukaan tämä on strateginen valinta brändien välisten intressiristiriitojen välttämiseksi.

Wetteri on tehnyt huomattavia investointeja digitaalisiin alustoihin ja vuonna 2021 osaksi henkilöautomyynninsegmenttiä perustettiin erillinen digimyyntiosasto, joka panostaa täysin myyntiin verkossa esimerkiksi sähköpostin, chattien ja muiden toimijoiden alustojen kautta.

Uusien autojen myynnissä Wetteri on Pohjois-Suomen markkinajohtaja ja omaa paikkakunnasta riippuen noin 30-50 %:n markkinaosuuden myytyjen autojen kappalemäärässä mitattuna. Näemme yhtiöllä vielä tuntuvasti varaa laajentaa myymäläverkostoaan etenkin etelään päin, sillä koko Suomen mittakaavassa markkinaosuus uusissa autoissa on vasta noin 5 %. Myymäläverkoston laajentamisen ohella näemme Wetterillä edellytykset kasvaa laajentamalla nykyisten merkkiedustusten huoltoa ja jakelua, mutta myös solmimalla uusia merkkiedustuksia. Henkilöautomyynnin osuus Wetterin liikevaihdosta oli vuonna 2023 64 %, mutta osuus vertailukelpoisesta liiketuloksesta oli vain 1 %.

Toimintakohtainen liikevaihto (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Vähäisempi kilpailu tukee kannattavuutta Powerissa

Wetteri Power vastaa konsernin raskaan kaluston liiketoiminnasta ja sillä on yhtiön mukaan Pohjois-Suomessa noin 45 %:n markkinaosuus uusissa kuorma-autoissa. Liiketoiminta-alue kattaa Volvo- ja Renault-kuorma-autojen myynnin sekä kyseisten brändien kuorma- ja linja-autojen huollon ja varaosapalvelumyynnin. Tämän lisäksi segmentti huoltaa ja myy varaosia Bobcat- ja Doosan-maansiirtokoneisiin ja maahantuo sekä jakelee SANY-maansiirtokoneita.

Vuonna 2023 Raskas kalusto -segmentti toi 15 % vanhan Wetterin liikevaihdosta ja 30 % liikevoitosta. Arviomme mukaan huolto- ja varaosamyynti tuo noin 40 % segmentin liikevaihdosta ja painottuu kuorma-autoihin. Raskaan kaluston käyttöasteet ovat tyypillisesti huomattavasti henkilöautoja korkeammat, mikä lyhentää niiden huoltosykliä. Asiakkaiden kannalta raskaan kaluston toimivuus on kriittistä. Siksi Wetteri Power palvelee asiakkaitaan ajallisesti joustavasti ja on kehittänyt matemaattisia malleja huoltotarpeiden ennustamiseksi, jotta huollon aiheuttamat liiketoiminnalliset häiriöt saadaan asiakkaan kannalta minimoitua. Arviomme mukaan asiakkaiden yksilölliset tarpeet ja toisaalta markkinan rajallinen koko rajoittavat raskaan kaluston houkuttelevuutta uusien tulokkaiden näkökulmasta.

Vanhan konsernirakenteen alla kuorma-autojen myynti raportoitiin erillisenä segmenttinä, joka kasvoi muuta Wetteriä nopeammin, keskimäärin noin 9 % vuodessa 2013-2021. Arviomme mukaan katteet ovat raskaan kaluston myynnissä paremmat kuin henkilöautoissa, koska kilpailu ei

ole siinä liiketoiminnassa yhtä kireää. Raskaan kaluston myynnin yhteydessä Wetteri myy usein käsityksemme mukaan suurimmalle osalle asiakkaistaan kaluston huoltosopimuksen, joka on tyypillisesti noin 5 vuoden mittainen. Huoltosopimukset ovat kalustomyyntiä parempikatteista liiketoimintaa myyntikatteita arvokkaampia ja yksittäinen sopimus voi tuoda noin 40-100 TEUR liikevaihtoa vuositasolla. Nähdäksemme kasvu raskaassa kalustossa on pääosin liiketoiminnan maantieteellisen laajentamisen varassa, koska Wetterillä ei ole Suomessa juurikaan varaa voittaa uusia merkkiedustuksia.

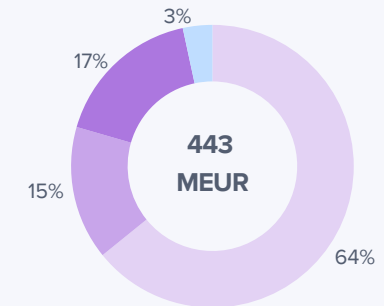
Huoltotoiminnot on kannattavaa ja liiketoiminnan luonne paikallista

Wetterin huoltotoiminnot vastaa autojen huollosta, varaosien myynnistä, vauriokorjauksesta ja maalauksesta. Strategisesti Wetteri pyrkii tarjoamaan asiakkailleen mahdollisimman laaja-alaisesti jälkimarkkinapalveluita maksimoidakseen potentiaalisen ajoneuvoikohtaisen arvon. Yhtiö huollattaa kaikkia jakelemiaan henkilöautomerkkejä, minkä lisäksi sillä on noin tusina merkkihuoltoon rajoittuvia edustussopimuksia.

Toimipisteverkoston ja huoltomerkkiedustusten laajentaminen ovat nähdäksemme Wetterin ensisijaiset keinot kasvattaa huoltopalveluliiketoimintaansa.

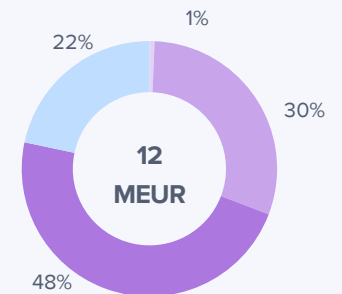
Huoltoliiketoiminnassa kilpailu on paikallista, koska asiakkailta on tapana valita huoltoyhtiö läheltä. Asiakkailta on lisäksi tapana arvioida huoltoliiketoiminnan saatavuutta uutta autoa ostaessa, mikä luo selvät synergiat uusien autojen myynnin ja huoltoliiketoiminnan välille.

Wetterin liikevaihto liiketoiminnoittain¹



■ Henkilöautomyynti ■ Raskas kalusto
■ Huoltopalvelumyynti ■ Kohdistamattomat erät

Wetterin vertailukelpoinen liike-tulos liiketoiminnoittain¹



■ Henkilöautomyynti ■ Raskas kalusto
■ Huoltopalvelumyynti ■ Kohdistamattomat erät

¹) 2023

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Vuonna 2023 huoltopalvelumyynti-segmentin liikevaihto oli 76 MEUR eli 14 % konsernin liikevaihdosta. Henkilöautomyynti tuo suurimman osan Wetterin liikevaihdosta, mutta yhtiön tulos painottuu hyväkätteisiin huoltopalveluihin ja varaosamyyntiin, joiden kysyntä on lisäksi suhdannekestävää. Suurin osa segmentin varaosamyynnistä tapahtuu huollon yhteydessä (Inderesin arvio 80-90 %), mikä luo selvät synergiat liiketoimintojen välille. Vuonna 2023 huoltotoimintojen vertailukelpoinen liikevoitto oli 5,7 MEUR (8,4 % EBIT-marginaali), mikä vastasi 48 % vanhan Wetterin liikevoitosta. Huoltopalvelutoiminnot sitoo liikevaihtovolyymiinsa nähden paljon henkilöstöresursseja ja yli 65 % Wetterin henkilöstöstä työskentelee jälkimarkkinatoiminnassa.

Vuosina 2013-2021 Wetterin huoltopalveluiden ja varaosamyynnin tuoma liikevaihto (huom. perustuu vanhaan segmenttijakoon, joka uudesta jaosta poiketen sisälsi myös raskaan kaluston huollon ja varaosamyynnin) kasvoi keskimäärin 4 % vuodessa, mikä jäi hieman koko konsernin liikevaihdon kasvusta.

Suomen ikääntyvä autokanta on huoltotoimintojen kysynnän näkökulmasta myönteinen asia, koska auton ikääntyessä erilaisilla ongelmilla on tapana yleistyä. Merkkihuoltojen kannalta autokantaa uudistava uusien autojen myynti on kuitenkin keskeisessä roolissa, koska auton ikääntyessä todennäköisyys siirtyä pois merkkihuollon piiristä kasvaa auton arvon laskiessa.

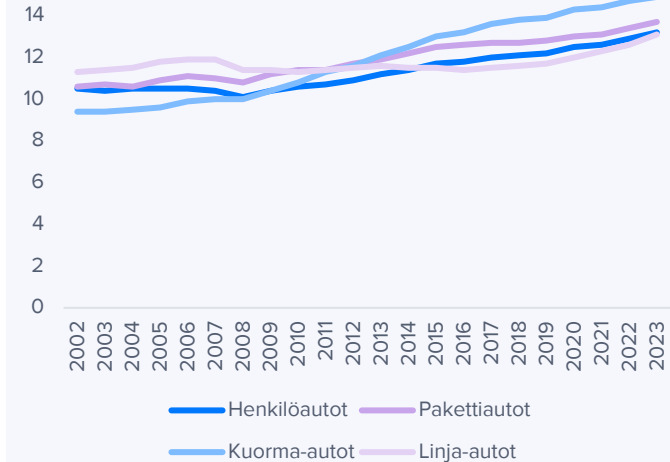
Huoltotoiminnoissa Wetteri pyrkii digitalisoimaan huoltoa ja on kehittänyt huoltotoimintoa kontaktittomaan suuntaan. Lisäksi yhtiö on kehittänyt suoramekaanikkotoimintaa, jossa mekaanikko toimii asiakkaan kanssa suoraan ilman työnjohdon panosta. Suoramekaanikkotoiminta on Wetterille kustannussäästö ja yhtiö odottaa suoramekaanikkotoiminnon yleistyvän laajemmin toimialalla.

Muut liiketoiminta-alueet

Uuden Wetterin Muut-liiketoiminta-alueet kattaa Sopranon liiketoiminnoista irtautumisen myötä ainoastaan Wetterin huoltoasemamyynnin. Wetteri omistaa huoltoaseman Kuusamossa Rukan lähellä, jonka kerryttämä liikevaihto raportoitiin ennen erikseen huoltoasemamyynninä, mutta nykyään muiden liiketoiminta-alueiden alla.

Huoltoasemamyynti on tuonut viime vuosina noin 3-4 MEUR liikevaihtoa, mikä on pientä konsernin mittakaavassa ja sen kateprofiili on arviomme mukaan melko ohut liiketoiminnan luonteesta johtuen (elintarvikkeiden ja polttoaineen myynti). Näemme kasvunäkymän vaisuna huoltoasemamyynnissä emmekä odota Wetterin laajentavan muihin huoltoasemiin liiketoiminnan olemattoman roolin vuoksi yhtiön strategiassa. Yhtiö on aiemmin omistanut useitakin huoltoasemia, mutta käsittääksemme mukaan luopunut niiden omistuksesta niiden rajallisen strategisen roolin vuoksi. Käsitäksemme mukaan Kuusamon huoltoaseman liiketoiminta on kuitenkin tasaisen kannattavaa, eikä yhtiöllä ole intressejä tehdä siihen muutoksia niin kauan kuin se generoi konsernille tasaista rahavirtaa.

Suomen autokannan ikäkehitys¹



1) Lähde: Tilastokeskus

Wetterin merkkiedustukset

Henkilöautojen
jälleenmyynti,
huolto ja
varaosamyynti



Huolto ja
varaosamyynti



Raskaan kaluston
myynti, huolto ja
varaosamyynti



Maansiirtokoneiden
myynti, huolto ja
maahantuonti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Rahoitus ja vakuutustuotteiden myynti on erittäin kannattavaa

Autojen myynnin yhteydessä Wetteri välittää kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutustuotteita. Yhtiö tulouttaa luotonperustamis- ja vakuutuspalkkioita, kun asiakas allekirjoittaa rahoitus- tai vakuutussopimuksen. Lisäksi rahoitusyhtiöt maksavat rahoitussopimuksen voimassaoloaikana luoton käsittelypalkkioita ja muuttuvia korkopalkkioita. Kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutuspalveluiden jakaminen on arviomme mukaan erittäin kannattavaa, koska niiden myyminen ei aiheuta suoria kuluja myyjän käyttämän ajan lisäksi. Wetteri ei jaottele vakuutus- ja rahoituspalveluiden myyntiä, mikä vaikeuttaa niiden analysointia. Arviomme mukaan ne ovat kuitenkin yksi vipu, jonka kautta yhtiö voi vielä parantaa kannattavuuttaan. Käsityksemme mukaan yhteistyö vakuutusyhtiöiden kanssa toimii syöttöfunktiona huoltoliiketoimintaan yhteistyökumppanien välittäessä huoltoja Wetterille. Kyseisen huoltoliiketoiminnan vuoksi vakuutuskumppanien maksama vakuutuskohtainen palkkio on kuitenkin pienempi kuin esim. puhtaasti jakelukumppanina toimiessa.

Autovalmistajien pyrkimys hallita arvoketjua muovaa jakelukanavia

Wetterin näkemyksen mukaan autokaupan jakeluverkon toimintamalli on muuttumassa autonvalmistajien kasvattaessa asemaansa jakeluverkossa, mikä laskee erillisten maahantuojien merkitystä. Yhtiön arvion mukaan

autokaupassa toimipisteiden määrä tulee kokonaisuudessaan vähenemään ja jakeluteiden sekä jakelumallien muutosten myötä jälleenmyyjien myynti keskittyy. Autovalmistajat pyrkivät hallitsemaan paremmin arvoketjuaan mm. perinteisen jakelumallin rinnalla yleistyvän agenttimallin kautta. Agenttimallissa ajoneuvovalmistaja hoitaa esimerkiksi markkinoinnin ja myynnin kulut sekä vakuutukset ja agenttina toimiva automyyjä saa myynnistä komission sekä palkkioita tuote-esittelyistä ja koeajoista. Agenttimallissa asiakas sopii koeajon autovalmistajan kotisivuilla, mutta koeajo tapahtuu agentin eli esimerkiksi Wetterin kautta. Agenttimallin houkuttelevuus valmistajille on siinä, että ne pääsevät vaikuttamaan autojen hintoihin vähittäiskaupassa ja kitkemään pois jälleenmyyjien välistä hintakilpailua. Tämän lisäksi autovalmistajat pääsevät agenttimallin kautta käsiksi myynnistä kerättyyn dataan ja kykenevät mahdollisesti supistamaan jakeluverkostoaan, mikä tuo kustannussäästöjä. Autokauppiaille agenttimallin houkuttelevia puolia ovat mm. sen vähentämä taloudellinen riski, kun autot myydään suoraan valmistajan taseesta. Agenttimallissa autokauppiaiden liiketoiminta sitoo huomattavasti vähemmän pääomaa varastoon, mikä kasvattaa pääomantuottopotentiaalia.

Toistaiseksi Wetterillä on ainoastaan Polestarin kanssa agenttityyppinen palvelusopimus, eikä kyseisestä palvelusta syntynyt liikevaihto ollut viime vuonna konsernin mittakaavassa olennaista yhtiön mukaan. Yhtiö ennakoi erilaisten agenttimallien yleistyvän keskipitkällä aikavälillä.

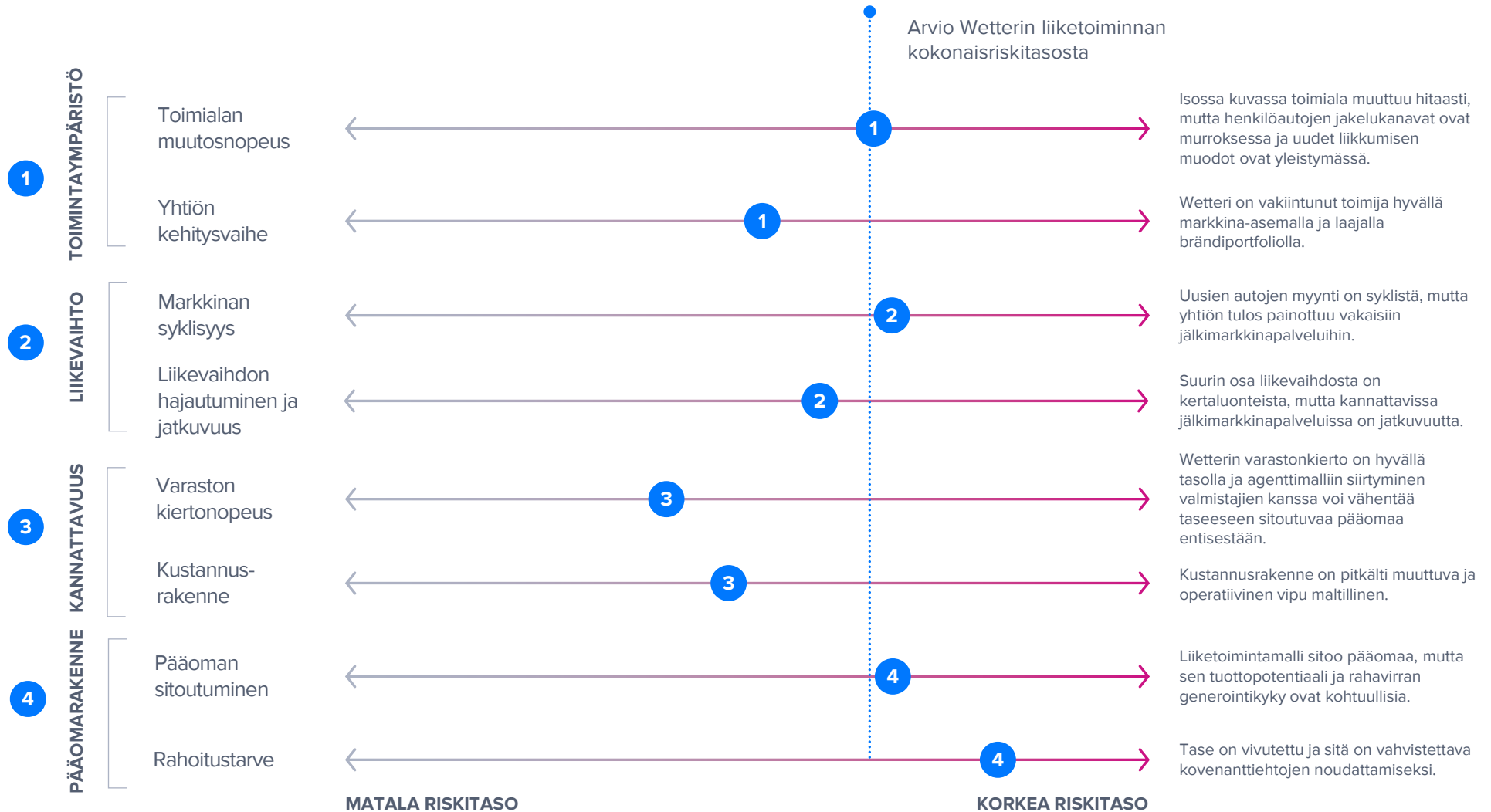
Kehityksen odotetaan kuitenkin tapahtuvan ensin muilla maantieteellisillä markkinoilla ja vasta myöhemmin Suomessa. Muutokset jakelumalleissa suosivat arviomme mukaan suurempia ja vahvempia autokauppiaita, minkä seurauksena vahvan kasvun tavoittelu on mielestämme perusteltua.

Liiketoiminnat keskitetään Wetteri-brändin alle

Listautumisensa yhteydessä Wetteri otti strategiseksi linjaukseksi tuoda eri liiketoiminnat Wetteri-brändin alle. Päätöksen myötä konsernin vaihtoautoihin keskittyneet Mobila-myymlät brändättiin uusiksi Wetteri-vaihtoautokeskuksiksi. Myös sittemmin toteutetut yritysostot ovat noudattaneet samaa pelikirjaa, jossa järjestelyn jälkeen myymälän katolle on noussut Wetterin kyltti. Uusi aiempaa laajempi Wetteri-brändi kokoa yhdeksi kokonaisuudeksi kaikki konsernin autokaupan brändit. Siirtymällä yhden brändin strategiaan yhtiö pyrkii hyödyntämään Wetteri-brändin yhtenäisyyttä ja lisäämään brändin tunnettua.

Selkeä hyöty brändien yhdistämisestä syntyy nähdäksemme markkinointipanostusten yhtenäistämisestä ja sen mahdollistamista kulusäästöistä. Entinen Mobila ja konsernin ostokohteet ovat olleet Wetteriä pienempiä ja tyypillisesti alueellisia toimijoita, minkä seurauksena niiden brändi tai tunnettuus oli Wetteriä heikompi.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Laaja merkkiedustus hajauttaa brändikohtaista riippuvuutta

2.

Paikallisesti vahva markkina-asema

3.

Jälkimarkkinapalvelut generoivat tasaista rahavirtaa

4.

Alan konsolidoiminen vahvasti läsnä sijoitustarinassa

5.

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan suuri omistus linjaa intressejä osakkeenomistajien kanssa

Potentiaali



- Hyvät lähtökohdat autojen jakelu- ja huoltosopimusten laajentamiseen
- Mahdollisuus hyötyä autojen jakelukanavamurroksesta
- Edellytykset luoda arvoa yritysjärjestelyillä

Riskit



- Merkkiedustusten menettäminen
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen
- Maineriskit
- Päämiesten vertikaalinen integroituminen
- Autoilua lannistavat poliittiset päätökset
- Velkavivun aiheuttamat rahoitusriskit

Strategia

Visio ja taloudelliset tavoitteet

Wetterin missiona on tarjota autoalan laadukkaat ja monipuoliset palvelut pitkäjänteisesti ja kannattavasti. Yhtiön visio puolestaan on olla Suomen suurin ja kannattavin monimerkkiautotalo. Keskipitkällä aikavälillä Wetteri tavoittelee 1 000 MEUR:n liikevaihtoa ja 30 MEUR:n liikutulosta.

Kasvustrategia nojaa orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun

Wetterin kasvustrategiana on laajentua Suomen suurimmaksi täyden palvelun monimerkkiautotaloksi ja toimialansa kannattavimmaksi yhtiöksi. Tavoite edellyttäisi arviomme mukaan Hedin Automotiven Suomen liiketoimintojen ohi kasvamista.

Strategia viitoittaa sekä orgaanista että epäorgaanista kasvua. Arviomme mukaan kasvu painottuu henkilöautoihin, raskaaseen kalustoon ja uutena avauksena myös konekauppaan, mutta luonnollisesti myös kyseisten liiketoimintojen jälkimarkkinatoimissa. Wetterillä on hyvät edellytykset kasvaa vaihtoautoissa orgaanisesti, mutta merkittävien alkuinvestointien ja alalta vetäytyvien tahojen takia epäorgaaninen kasvu on houkuttelevampaa uusien autojen puolella.

Wetteri on historiallisesti saavuttanut hyviä pääoman tuottoja, mutta vahvan kasvun tuoman maantieteellisen laajentumisen ja varhaisessa vaiheessa olevan konekauppaliiketoiminnan takia historiallisten pääomantuottolukujen saavuttaminen on arviomme mukaan haastavaa. Konekauppa sitoo merkittävästi pääomaa ja kannattavan liiketoiminnan tekeminen edellyttää tuntevan huollettavan kaluston saavuttamista,

minkä seurauksena kannattavuus tulee läpi viiveellä.

Yritysjärjestelyillä voi kasvaa nopeasti, mutta arvonluonti ei ole itsestään selvää

Wetterillä on edellytykset kasvaa orgaanisesti avaamalla uusia toimipisteitä ja laajentamalla merkkiedustuksiaan. Tavoite kasvaa suurimmaksi täyden palvelun autotaloksi vaatii jatkossakin epäorgaanista kasvua. Mahdollisuus konsolidoida toimialaa on mielestämme mielenkiintoinen osa Wetterin sijoitustarinaa toimialan konsolidoitumispaineen takia. Mielestämme kasvuun tähtäävä strategia on perusteltu toimialan jakeluteiden keskittyessä, mutta vahvassa M&A-vetoisessa kasvussa näemme riskin, että ostokohteesta maksetaan liikaa tai että niiden integroinnissa epäonnistutaan.

Arviomme mukaan Wetterin näkökulmasta kiinnostavimmat ostokohteet ovat autokauppiaita, joiden toimipisteet sijaitsevat hyvillä sijainneilla ja omaavat hyvät suhteet asiakkaisiinsa jälkimarkkinatoiminnassa. Ostokohde voi nähdäksemme olla erityisen kiinnostava, jos se omaa jakelusopimuksen automerkin kanssa, jota Wetteri ei vielä palvele. Yritysjärjestelyiden yhteydessä ostokohteen merkkiedustukset eivät siirry automaattisesti ostajalle vaan niiden jatkamisesta on neuvoteltava erikseen. Wetterin laaja jakelu huomioiden näemme brändien ensisijaisesti hyötyvän jakeluresurssien kasvusta, minkä seurauksena oletamme yhtiön omaavan hyvät edellytykset ostokohteiden brändiedustusten jatkamiselle.

Yritysostojen yhteydessä näemme mahdollisuuden synergiahyödyille esimerkiksi

tuomalla uusia merkkiedustuksia ostokohteen tarjoamaan ja antamalla pääsyn suuremman organisaation digitaaliseen infrastruktuuriin. Yhtiön tavoitteena on edustaa kaikkia Wetterin merkkiedustukseen kuuluvia ajoneuvomerkkejä kaikilla sen toimintapaikkakunnilla, mikä edellyttää tuntevia investointeja myymäläverkostoon, mutta luo samalla orgaanisia kasvumahdollisuuksia.

Digitalisaatio ja suoramekaanikkotoiminto parantavat asiakaskokemusta

Investoinnit digitaalisiin kanaviin ja suoramekaanikkotoiminnon kehittäminen ovat keskeisessä roolissa Wetterin strategiassa. Vastatakseen kysynnän siirtymiseen digitaalisiin kanaviin, Wetteri on kehittänyt erilaisia online-kanavia auton myyntiä varten. Wetterin mukaan 10 % yhtiön henkilöautojen myynnistä tehdään puhtaasti digitaalisissa kanavissa ja 90 % myynneistä alkaa digitaalisesti. Tämä kuvastaa automyyjiä digitaalisen olemuksen tärkeyttä ja voi arviomme mukaan nopeuttaa alan konsolidaatiota, koska toimijoiden kyvykkyudet investoida digitaalisiin kanaviin eroavat toisistaan. Arviomme mukaan verkkomyynti on Wetterille erityisen tärkeää, koska se kasvaa kiviä jalkaa nopeammin ja omaa myös kevyemmän kulurakenteen.

Mielestämme Wetteri voi hyvinkin kasvaa Suomen suurimmaksi monimerkkiautotaloksi, jos yhtiö investoi kasvuun ja toteuttaa aktiivisesti yritysjärjestelyitä. Suurimman ja kannattavimman yhtiön tittelin samanaikainen hallitseminen vaikuttaa mielestämme haastavalta lyhyellä aikavälillä, koska tuntevat kasvupanokset rajoittaisivat kannattavuutta maltillisempaa kasvua tavoitteleviin kilpailijoihin verrattuna.

Toimiala ja kilpailu 1/4

Markkina koostuu noin 4,4 miljoonasta ajoneuvosta

Wetterin liiketoiminnan relevantti kohdemarkkina muodostuu pääosin Suomen henkilöautojen ja raskaan kaluston myynnistä sekä ajoneuvojen huolto- ja korjaamopalveluista. Suomessa oli vuoden 2023 lopussa lähes 4,5 miljoonaa rekisteröityä autoa ja ajoneuvokannan koko on kasvanut keskimäärin 2,2 % vuodessa vuosina 2010-2023.

Koronapandemia aiheutti suuren loven uusien autojen toimituksiin

Vuosina 2010-2019 Suomessa ensirekisteröitiin keskimäärin 131 tuhatta uutta autoa, mutta viime vuosina määrä on jäänyt pienemmäksi aluksi koronapandemian aiheuttamien tuotannon pullonkaulojen rajoittaessa valmistajien kykyyn vastata kysyntään ja sittemmin kuluttajien heikentyneen ostovoiman myötä.

Suomen henkilöautokannan keski-ikä oli vuonna 2023 13,2 vuotta, joka kuuluu Länsi-Euroopan vanhimpaan päähän. Wetterin kannalta tahmea uusien autojen myynti ei aiheuta erityistä huolta, koska ikääntyvä autokanta tukee yhtiölle kannattavien jälkimarkkinapalveluiden kysyntää. Väliaikaisesti se aiheuttaa kuitenkin painetta sekä uusien autojen myyntiin että siitä hyötyvään varaosa- ja varustemyyntiin.

Vuosina 2015-2019 Suomessa myytiin keskimäärin 721 tuhatta vaihtoautoa per vuosi, joten määrällisesti mitattuna käytettyjen autojen markkina on noin 5-6 kertaa uusien autojen markkinaa suurempi. Euromääräisesti mitattuna

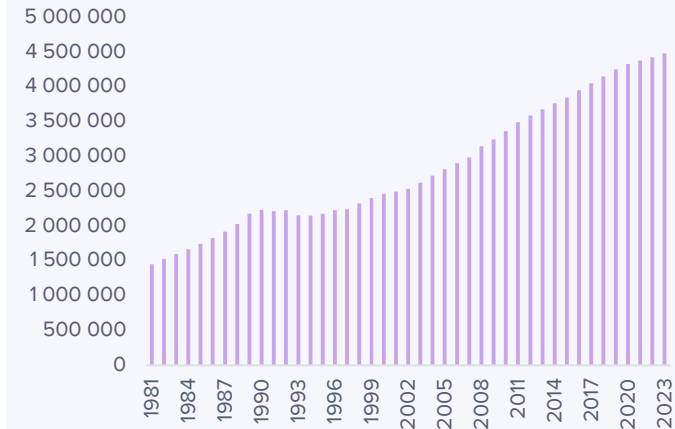
ero kaventuu kuitenkin huomattavasti matalampien keskihintojen vuoksi. Vaihtoautokauppa on huomattavasti uusien autojen myyntiä vakaampaa, mutta siinäkin nähtiin vuositasolla 2022 lopussa pahimmillaan hieman yli 10 %:n notkahdus edellisvuoden kappalemääräisiin myyntilukuihin nähden. Suomessa autojen lukumäärä on ollut trendinomaisessa kasvussa, mutta odotamme kasvun hidastuvan, maltillisen väestönkasvun ja loivenevan auto/väestö-suhdeluvun kasvun myötä.

Autokauppa on Suomessa pirstaloitunut, mutta konsolidaatio on edennyt etenkin Pohjois-Suomessa

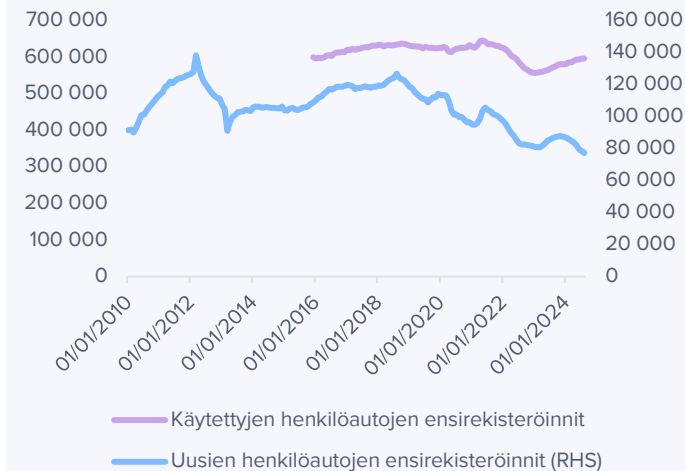
Autokauppa on toimialana pirstaleinen ja toimijoiden koko vaihtelee paljon. Toimialalla operoi sekä alueellisia perheyhtiöitä että valtakunnallisia toimijoita. Pohjois-Suomessa toimiala on keskittynyt muita markkinoita nopeammin, mikä johtuu Wetterin mukaan markkinoiden pienestä koosta. Uusien autojen myynnissä paikallisuus korostuu, koska asiakkailla on tapana arvostaa huoltoliiketoiminnan saatavuutta ostopäätöstä tehdessä. Huoltoliiketoiminnassa kilpailu on hyvin paikallista, kun taas vaihtoautokaupassa kilpailukentästä on tullut maantieteellisesti huomattavan laaja kotiinkuljetusten myötä.

Suomessa Wetterin ohella ainoastaan Veho ja Käyttöauto tarjoavat sekä henkilöautoja että raskaan kaluston ajoneuvoja. Veho edustaa raskaissa ajoneuvoissa Mercedes-Benzia, kun taas jakelee Wetterin tapaan Volvoa ja Renaultia. Kilpailijoiden rajallinen määrä tukee katetasoja raskaan kaluston myynnissä.

Rekisteröityjen autojen lukumäärä Suomessa



Suomen autokaupan myyntiluvut (kpl, rullaava 12kk)



Toimiala ja kilpailu 2/4

Hajonta suurten autokauppojen kannattavuudessa on tuntuva

Suuriin autotaloihin verrattuna Wetteri on tarkastelujaksolla 2017-2023 kasvanut linjassa toimialan mediaaniin, mutta yhtiön liikevoittomarginaali on ollut mediaanin alapuolella. Liiketoiminnan luonne ja eri segmentit huomioiden Veho ja Käyttöauto antavat parhaan vertailukohdan Wetterin suorittamiseen. Vehon liikevoittomarginaali on viime vuosina ollut Wetteriä korkeampi, kun taas Käyttöauto on jäänyt aavistuksen matalammalle tasolle. Vehon vahvaa kannattavuutta voi osittain selittää rajalliset panostukset kasvuun, kun yhtiön liikevaihto on jopa kutistunut hieman Suomessa. Arviomme mukaan yhtiön kasvupanostukset ovat kohdistuneet muille markkinoille.

Uusiin ja vaihtoautoihin keskittyvien yhtiöiden

joukosta vahvaa ja kannattavaa kasvua saavuttaneet Rinta-Joupin Autoliike ja J.Rinta-Jouppi loistavat edukseen. Kumpikin on käsityksemme mukaan kasvanut pääosin orgaanisesti laajentamalla myymäläverkostoaan ja kasvattamalla myymäläkohtaista myyntiään. Käsityksemme mukaan kumpikin keskittyy enenevästi vaihtoautojen myyntiin.

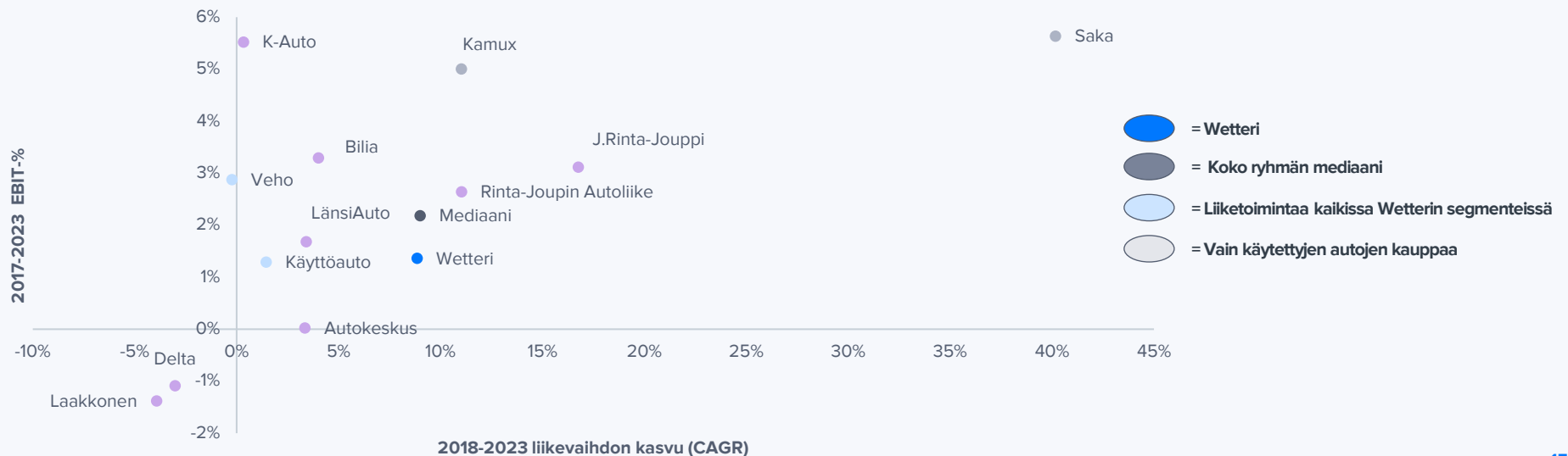
Puhtaasti käytettyjen autojen myyntiin keskittyvät Saka ja Kamux ovat verokkiryhmän kärjessä noin 5-6 %:n liikevoittomarginaaleillaan. Arviomme mukaan kyseisten toimijoiden korkean kannattavuuden taustalla on käytettyjen autojen korkeampi autokate sekä erittäin kannattava yhteistyökumppanien rahoitus- ja vakuutus tuotteiden myynti. Kasvun osalta Saka on toimialalla aivan omaa luokkaansa ja kasvanut keskimäärin yli 40 % vuodessa 2018-2023, joskin matalasta kantaluovusta. Kamuxin kohdalla

suurimmat kasvupanostukset ovat viime vuosina suuntautuneet Ruotsiin ja Saksaan, mikä rajoittaa Suomen liiketoiminnan kasvua, mutta toisaalta tukee kannattavuutta.

Keskon K-Auton viime vuosien vaatimattomasta kasvusta huolimatta yhtiö on luonut merkittävää arvoa parantamalla kannattavuuttaan. 2022-2023 yhtiö saavutti jopa 8-9 %:n liiketulosmarginaalin. K-Auton vahva markkina-asema Volkswagen-ryhmän merkeissä mahdollistaa arviomme mukaan hyvän hinnoitteluvoiman etenkin huollon ja varaosamyynnin puolella, mutta yhtiö on lisäksi yhtenäistänyt brändi-ilmettään ja tehostanut toimintaansa.


Tarkastelujakson heikoimmat suoriutajat, Lakkonen ja Delta auto ovat nykyään Hedin Automotiven omistuksessa, mikä nähdäksemme edesauttaa liiketoimintojen edellytyksiä tulostuokäanteelle.

Suomessa toimivien autotalojen kasvu ja kannattavuus¹



Huom: Laakkosen ja Deltan luvut 2018-2022. Kumpikin siirtynyt Hedinin omistukseen
Lähde: Asiakastieto, Kamux, Saka, Wetteri

Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

	2023 liikevaihto (MEUR)	2023 liikevoitto-%	Uusien autojen myynti	Käytettyjen autojen myynti	Raskaan kaluston myynti	Huoltopalvelut ja varaosamynti	Kone- kauppa
WETTERI OHITTAMATON.	443	1,2 %	✓	✓	✓	✓	✓
VEHO	911 ²	3,5 %	✓	✓	✓	✓	
K Auto	682 ¹	9,0 %	✓	✓		✓	
KAMUX 	698	4,1 %		✓			
Saka	691	5,7 % ⁽²⁾		✓			
Rinta-Joupin Autoliike	547	1,7 %	✓	✓		✓	
HEDIN AUTOMOTIVE	612	-1,1 %	✓	✓		✓	
KÄYTTÖAUTO	389	1,0 %	✓	✓	✓	✓	
J.RINTA-JOUPPI oy	547	1,7 %	✓	✓		✓	
AUTOKESKUS	398	0,0 %	✓	✓		✓	
Delta	323 ^{2,3}	-0,2 %	✓	✓		✓	
LänsiAuto	297	0,2 %	✓	✓		✓	
BILIA	257	3,5 %	✓	✓		✓	
Mediaani	547	1,7 %					

Huom: Sisältää vain Suomen liiketoimintojen luvut. Lähde: Asiakastieto, Wetteri, Kamux, Saka
 1) Ei sisällä autokaupan maahantuontia 2) 2022 luvut, 3) 9/2023 lähtien osa Hedin Automotivea

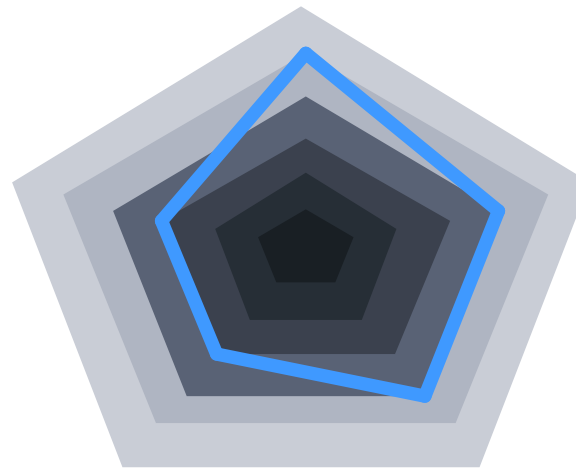
Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

- Toimialan kasvuvauhti on matala ja kilpailu kovaa, mutta pääoman tuotot ovat yleisesti terveellä tasolla
- Brändiedustukset mahdollistavat erottautumisen kilpailijoista
- Skaalaeduilla voi saavuttaa kilpailuetua
- Alan keskittyminen voi vähentää kilpailijoiden asettamaa painetta

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Tuotetasolla toimiala on kypsä. Korvaavat tuotteet kuten julkinen liikenne ja autojen yhteiskäyttö muodostavat tietyn uhan, joskin Suomen kaltainen harvaan asuttu maa on niille erityisen hankala



Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

- Toimialan kasvukuva ei ole erityisen houkutteleva, mutta korkeat pääoman tuotot voi vetää puoleensa uusia toimijoita
- Uuden toimijan on vaikea saada brändiedustuksia ja laajaa tuotevalikoimaa, mikä rajoittaa uusien kilpailijoiden luomaa uhkaa
- Vaaditun pääoman näkökulmasta alalletulon kynnys on korkeampi uusien autojen ja raskaan kaluston liiketoiminnassa vaihtoautoihin verrattuna
- Nähdäksemme eri alustapalvelut muodostavat konkreettisimman uhan, koska ne voivat yleistyessään muovata koko toimialan rakennetta

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Suhteet autonvalmistajiin ovat tyypillisesti pitkät ja kynnys vaihtaa jakelijaa on kohtuullisen suuri
- Tavarantoimittajien keskuudessa on havaittavissa vertikaalista integroitumista, joskin ne keskittyvät huomattavasti Suomea suurempiin markkinoihin
- Autonvalmistajilla on tyypillisesti useita jakelijoita. Trendi on kuitenkin jakeluverkoston keskittäminen luotettavimpiin jakelijoihin
- Vahvan paikallisen markkina-aseman vuoksi Wetterin korvaaminen Pohjois-Suomen jakelussa ja huollossa on haastavaa

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Digitalisaatio on helpottanut autojen kilpailuttamista, mikä aiheuttaa painetta hinnoitteluun
- Vaihtelevat brändiedustukset ja paikallinen huoltotarjoama rajoittaa kuitenkin asiakkaiden valinnanvaraa
- Agenttimallin yleistyminen voi vähentää jakelukanavien välistä kilpailua uusien autojen myynnissä

*Inderesin näkemys toimialavoiman Wetterille aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

Liikevaihdon ja kannattavuuden trendi on ollut ylös päin

Wetterin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 10 % vuosina 2015-2023. Kasvun taustalla on myymäläverkoston laajeneminen, uusien merkkiedustusten sopiminen ja myös epäorgaaninen kasvu. Vuonna 2015 Wetteri osti Autotalo Mobilan, vuonna 2017 ostokohde oli yksi Veho Autotalon toimipiste Oulussa ja vuonna 2018 yhtiö osti Niemelän Auton Kemin ja Rovaniemen liiketoiminnan. Vuosina 2019-2021 Wetterin kasvu on painottunut Rovaniemelle, Kemiin, Ylivieskaan ja Ouluun. Listautumisensa jälkeen Wetteri on tehnyt yhteensä 5 liiketoimintakauppaa, joita käymme tarkemmin läpi sivulla 21.

Wetterin kannattavuus parani tasaisesti 2015-2020. 2022 kannattavuus koki poikkeuksellista painetta kertaluotoisilta kuluilta mm. koronapandemian aiheuttamien sairaspöissaolojen ja listautumisen takia. Autokaupan heikko liiketoimintaympäristö sekä uudet heikomman kannattavuuden omaavat ostetut liiketoiminnot ovat painaneet Wetterin kannattavuutta 2023-2024.

Kulurakenne on pääosin muuttuva

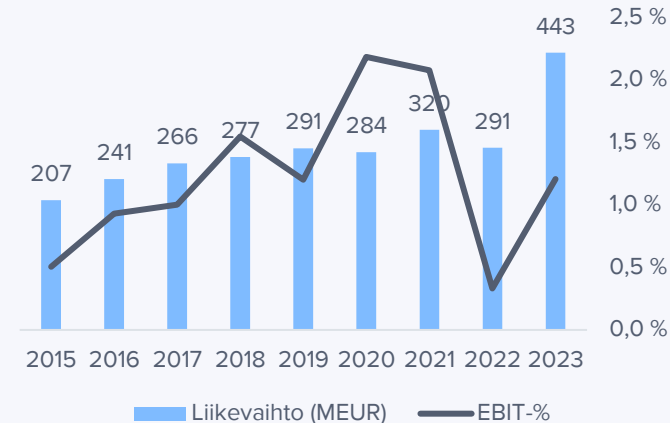
Materiaalit ja palvelut on Wetterin selvästi suurin kuluerä ja ollut viime vuosina melko vakaasti noin 79-82 % konsernin liikevaihdosta. Erä koostuu pääosin uusien ja vaihtoautojen ostoista, vaihtoautojen kunnostuskustannuksista, varaosien ja renkaiden ostoista sekä huoltoasematoimintaan liittyvistä polttoaineen ja päivittäistavaroiden ostoista. Emme näe Wetterillä varaa merkittävään

parannukseen kyseisen kuluerän osalta, mutta se voi laskea suhteessa liikevaihtoon, jos yhtiö saa huolto- ja varaosamyynnin osuutta myynnistä kasvatettua.

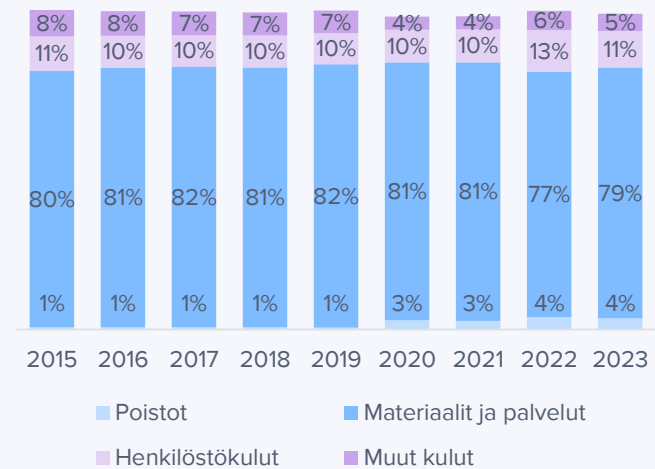
Henkilöstökulut ovat kehittyneet vakaasti liikevaihtoon nähden ja olleet noin 10-11 % liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan Wetterin myyjien palkka on hyvin tulossidonnainen ja tyypillisesti palkan kiinteä osuus on noin 20-30 %. Huoltohenkilöstöllä on käsityksemme mukaan vastaavasti kannustinpalkkioita sekä lisiä, mutta heillä kiinteä osuus palkkauksesta on huomattavasti myyjä korkeampi. Henkilöstökulujen muuttuvat elementit laskevat kudurakenteen operatiivista vipua ja samalla riskiprofiilia. Henkilöstökulujen osalta näemme kuluilla varaa skaalautua kasvun myötä ja kudurakenteeltaan tehokkaan digitaalisen myynnin yleistyessä.

Wetterin poistot liittyvät pitkälti liiketilojen vuokriin (~65-70 %), minkä lisäksi yhtiö poistaa omistamiaan ajoneuvoja, koneita ja kalustoa. Poistotasossa näkyy selvä hyppy vuonna 2020, koska yhtiön aiemmin noudattaman FAS-kirjanpitostandardin alla vuokriin liittyvät kulut kirjataan osana liiketoiminnan muita kuluja. Poistot ovat luonteeltaan puolikiinteitä kuluja, joten näemme niiden tasossa edellytykset lievään skaalautumiseen kasvun myötä. Muut kulut ovat vuosina 2020-2021 olleet 4-6 % liikevaihdosta. Kuluerä pitää sisällään toimitila-, markkinointi-ajoneuvo-, IT-, kalusto ja muut hallintokulut. Poistojen tapaan miellämme myös nämä kulut puolikiinteiksi.

Wetterin liikevaihto ja kannattavuus on kehittynyt myönteisesti



Wetterin kulurakenne (%-liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/4

Taseen kierto on hidastunut viime vuosina

Wetterin taseen kierto on viime vuosina hidastunut selvästi tunnusluvun laskettua vuoden 2015 5,5x tasosta 2,4x tasolle vuonna 2023. Hidastuneen taseen kierron taustalla on sekä kasvanut käyttöpääoma, yritysjärjestelyistä syntynyt liikearvo ja vuokrasopimusvelkojen siirtyminen taseeseen IFRS-kirjanpitostandardin alla. Pysyvien vastaavien osalta kehitys ei mielestämme ole huolestuttava, koska tasokorjaus vuokrasopimusvelassa on kirjanpitotekninen, eikä liiketoiminnan pääomavaltaisuus ole muuttunut oleellisesti. Vuosina 2019-2023 vuokraveloista oikaistut pysyvät vastaavat ovat kehittyneet vakaasti suhteessa liikevaihtoon.

Wetterin käyttöpääoman kierto on viime vuosina hidastunut, mikä on sitonut varoja taseeseen. Vuonna 2015 käyttöpääomaprosentti (käyttöpääoma / liikevaihto) oli 8,5 %, mutta vuonna 2023 se oli noussut 23,9 %:iin. Merkittävin tekijä kasvaneen käyttöpääoman taustalla on hidastunut vaihto-omaisuuden kierto, joka on venynyt 40-50 päivästä lähes 70 päivään viime vuosina. Arviomme mukaan merkittävät kasvupainotukset ovat keskeinen tekijä hidastuneen vaihto-omaisuuden kierron taustalla, sillä esim. yritysjärjestelyiden tasevaikutus näkyy tunnusluvussa heti, mutta tuloslaskelman vaikutus vasta viiveellä. Uusien autojen myynnissä vaihto-omaisuus kiertää käsittääksemme vaihtoautoja nopeammin, mutta varaosissa kierto on selvästi autoja hitaampi tuotteiden laajan kirjon vuoksi. Tästä johtuen vaihto-omaisuuden kierto on altis pidempiaikaisille muutoksille myynnin jakaumassa. Toinen tuntuva käyttöpääomaa sitova erä ovat

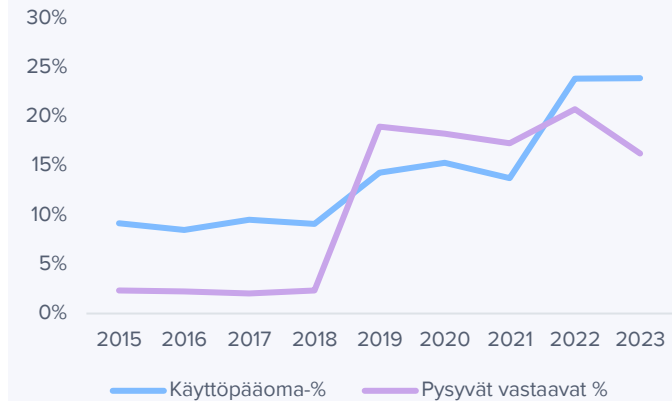
Wetterin myyntisaamiset. Arviomme mukaan suurin osa myyntisaamisista ovat saamia rahoitusyhtiöiltä, jotka ovat suorittaneet luottopäätöksen, mutta joiden maksusuoritus ei ole vielä saapunut Wetterille. Kyseinen erä on viime vuosina kasvanut melko hyvin linjassa liikevaihdon kanssa.

Wetterin ostovelkojen kierto on nopeutunut (ts. Wetteri maksaa tavarantoimittajien laskut aiempaa nopeammin) viimeisen viiden vuoden aikana. Kehityksen taustalla on käsityksemme mukaan joidenkin autojen maahantuojien siirtyminen kaupintamalliin, jossa autot lunastetaan vasta rekisteröinnin/laskutuksen yhteydessä, mikä keventää jälleenmyyjien varastoa.

Muutokset käyttöpääomassa heiluttaa rahavirtaa

Wetterin liikevoitto, liiketoiminnan rahavirta ja investointitaso ovat kaikki kasvaneet viime vuosina liiketoiminnan koon mukana. Liiketoiminta generoi tervettä rahavirtaa, joskin muutokset käyttöpääoman määrässä voi heiluttaa sitä tuntuvasti liikevoittoon verrattuna. Wetterin investointitaso on 2022 lopussa toteutetun listautumisen jälkeen kasvanut merkittävästi ja ollut korkealla tasolla liikevoittoon nähden. Autokaupan ohuen kateprofiilin ja vahvan kasvuhakuisuuden vuoksi Wetterin liikevaihdosta vain 1,1 % konvertoi 2012-2023 liiketoiminnan rahavirraksi. Rahoituksen nousseen kustannuksen takia rahavirta on 2010-lukua vahvemmin puristuksissa, mutta listautumisensa myötä Wetteri kykenee aiempaa joustavammin hyödyntämään omaa osakettaan maksuvälineenä osana konsolidointistrategiaansa.

Liiketoiminta on viime vuosina sitonut kasvavassa määrin pääomaa²



Liikevoitto ja rahavirta (MEUR)¹



1) 2022 pro forma, 2) Käyttöpääoma = Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat - saadut ennakoit

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Yritysostoaktiiviteetti on ollut vilkasta listautumisen jälkeen

Wetteri viesti listautumisensa yhteydessä vahvasti aikeistaan konsolidoida suomalaista autokauppaa. Listautumisensa jälkeen yhtiö onkin toteuttanut jo 7 erilaista transaktiota. Ostetut liiketoiminnot vaihtelevat tuntuvasti niin kooltaan, liiketoiminnan luonteeltaan ja transaktioiden arvonluontilogiikaltaan. Ensimmäisenä ostettu Autotalo Hartikainen on ostokohteista suurin ja kannattavin. Hartikaisella on sekä liiketoimintoja sekä uusissa että vaihtoautoissa, mutta myös raskaan kaluston puolelta. Järjestelyn yhteydessä esitetyt 2021 luvut kuvastavat arviomme mukaan pikemminkin syklistä huippua kuin normalisoitua tulostasoa ja kohteen liikevaihto onkin käsityksemme mukaan laskenut Wetterin omistuksessa. Kertoimiltaan kyseinen transaktio vaikuttaa nähdäksemme kuitenkin maltilliselta kohteen kannattavuusprofiili ja strateginen yhteensopivuus huomioiden.

Auto Palin ja Suur-Savon autokauppa ovat kohteina käännetyhtiöitä, minkä seurauksena järjestelyiden

teollinen logiikka on hyvin erilainen kuin Hartikaisessa. Käänneyhtiöstä näkyi kohteiden hinnoittelussa, sillä kummankin kohteen taseen omaisuuserien arvo ylitti maksetun velattoman kauppahinnan, minkä seurauksena kaupasta syntyi negatiivista liikearvoa. EV/liikevaihto-kertoimella kohteet eivät vaikuta erityisen houkuttelevilta Hartikaiseen verrattuna, mutta mikäli Wetteri pystyy parantamaan kohteiden taseen kiertoa ja kannattavuutta ulkoistamalla kiinteitä kuluja muulle konsernille kaupat voivat nähdäksemme kääntyä houkutteleviksi arvonluonnin kannalta.

Suvanto Trucks -yrityskauppa vahvisti Wetterin asemaa selvästi raskaan kaluston vaihtoautoissa. 2023-lukujen valossa maksettu vastike vaikuttaa melko neutraalilta, mutta Wetterin kireä taseasema huomioiden mahdollisuus rahoittaa järjestely täysin omalla osakkeellaan oli myönteinen asia. Oleellista arvoa kauppa ei kuitenkaan nähdäksemme luo ilman järjestelystä ulosmitattavia synergiahyötyjä.

Wetterin kolme viimeisintä kauppaa ovat olleet hyvin pieniä täydentäviä ostoja. Rinta-Joupin Autoliikkeen

merkkiedustusten ostaminen oli mielestämme siitä mielenkiintoinen liike, ettei Wetterin toimipisteiden määrä muuttunut vaan yhtiö osti edullisesti uusiin autoihin liittyvän vaihto-omaisuuden. Kauppa mahdollisti Rinta-Joupin Autoliikkeen ripeämmän siirtymän vaihtoautoliikkeeksi. Maahantuojien keskittäessä uusien autojen jakeluverkostojaan pidämme vastaavia edullisia varastohankintoja Wetterin kannalta todennäköisinä järjestelyinä.

Wetteri on kasvanut merkittävästi yritysostovetoisella strategiallaan, mutta toistaiseksi yhtiön julkiset näytöt synergiahyötyjen ulosmittaamisesta ovat rajalliset. 2023-H1'24 yhtiön uuden sijoitetun pääoman tuotto ennen veroja on ollut noin 9 % 2022 heikolta lähtötasolta. Haluaisimme näyttöjä ostettujen liiketoimintojen kannattavuuden parantumisesta Wetterin omistuksessa, sillä ostokohteiden sen hetkinen tulostaso maksetuilla vastikkeilla ei nähdäksemme ole riittävä arvonluonnin kannalta. Yhtiön puolustukseksi liiketoimintaympäristö Suomen autokaupassa on viime vuosina ollut erittäin heikko, mikä hautaa osittain ostokohteiden kehitystä alleen.

Ostokohde	Ajankohta	Henkilöstö (kpl)	Liikevaihto (MEUR)	Liiketulos (MEUR)	Maksettu vastike	Velaton kauppahinta ¹	EV/S-kerroin	EV/EBIT-kerroin	Syntynyt liikearvo (MEUR)
Autotalo Hartikainen	3.2023	240	119	4,8	17,1	34,7	0,29	7,24	11,9
AutoPalin	5.2023	70	49,0		1,6	12,6	0,26		-0,25
Suur-Savon autokauppa	1.2024	81	64,0	0,1	0,3	8,5	0,13	65,7	-0,21
Suvanto Trucks	2.2024	17	30,2	1,4	4,4	12	0,41	8,75	1,40
Lahden Rekkapaja	6.2024	10			1,4				0,21
Sports Car Center Lempäälä	8.2024				0,2				
Rinta-Joupin Autoliikkeen Kia- ja Mitsubishi-liiketoiminta	10.2024								

1) Velaton kauppahinta huomioi transaktiossa siirtyneen rahoitusyhtiölle siirtyneen kaupintavaraston ja IFRS 16 vuokrasopimusvelat

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/4

Velkaantumista on laskettava kovenanttiehtojen noudattamiseksi

Wetterillä oli H1:n lopussa 142 MEUR:n edestä nettovelkaa taseessaan. Tästä 49,8 MEUR oli vuokrasopimusvelkaa ja 47,2 MEUR eri autoihin liittyviä kaupinta- ja esittelylimiittejä. Wetteri toimii lähes poikkeuksetta vuokratiloissa ja melko pitkällä vuokrasopimuksilla, mikä nostattaa taseen vuokrasopimusvelkaa. Tuntuvien vuokrasopimusvelkojen ja vakuudellisten kaupintavarastojen luonteen (limiitit ovat vakuudellisia, mutta Wetteri ei ole vastuussa niiden takaisinmaksusta) takia konsernin todellisen nettovelan määrä ja luonne on hieman tulkinnanvarainen. IFRS mukaan raportoitu nettovelka on kuitenkin korkea yhtiön tulostasoon suhteutettuna ja toteutuneilla luvuilla nettovelka/käyttökatekerroin nousee todella korkealle 7,0x tasolle. Merkittävä velkavipu tekee Wetterin tulostasosta erityisen herkän muutoksille rahoitusympäristössä ja rajaa nähdäksemme yhtiön kykyä tehdä yritysjärjestelyjä vieraan pääoman ehtoisesti.

Wetterillä on pankkilainoissaan nettovelka/käyttökateeseen ja omavaraisuusasteeseen sidottuja kovenanttiehtoja. Ehdot noudattelevat käsityksemme mukaan emoyhtiön, Themis Holdingin, FAS-kirjanpidon mukaisia lukuja, minkä seurauksena julkiset avainluvut eivät anna tarkkaa näkyvyyttä taloudelliseen kehitykseen kovenanttiehtoihin nähden. Nettovelkaan sidottu kerroin on asteittain kiristynyt ja Wetterillä on listautumisensa jälkeen ollut haasteita kovenanttiensa kanssa. Yksi haaste ehdoissa on,

että ne eivät huomioi yrityskauppojen tulevaa tulosvaikutusta, minkä seurauksena velkavetoiset yritysjärjestelyt vaikeuttavat ehtojen noudattamista. Rahoituksen kovenanttiehdot eivät täytyneet H1:n lopussa ja käsityksemme mukaan yhtiö neuvottelee toistaiseksi rahoitussopimuksen uudistamisesta. Mielestämme painopisteen siirtäminen kasvusta kannattavuuteen ja taseen vahvistamiseen olisi yhtiön haastava taseasema huomioiden perusteltua taseriskin rajaamiseksi.

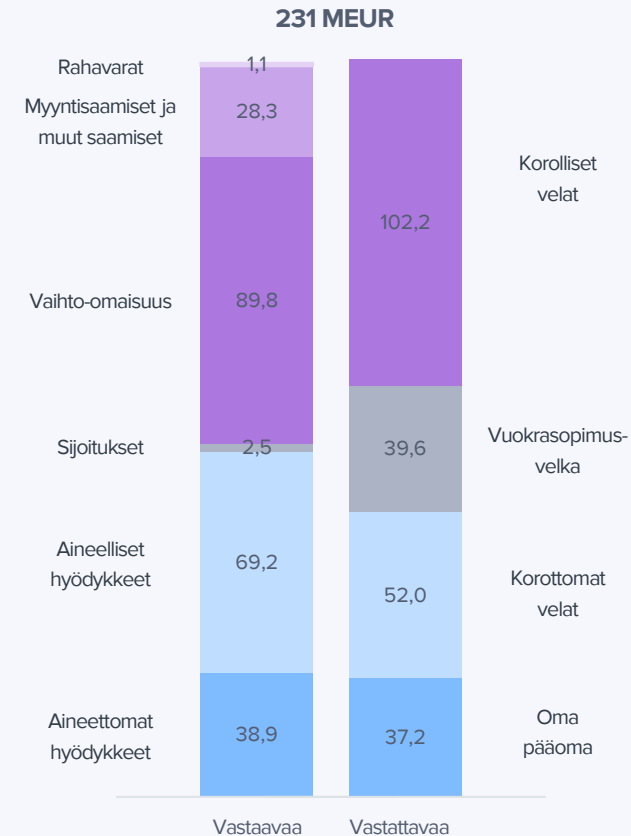
H1'24 lopussa rahavarat olivat 1,1 MEUR, mikä on noin 0,2 % liikevaihdosta. Wetteri on tyypillisesti ylläpitänyt kokoonsa nähden matalaa käteispuskuria, minkä ennustettava huoltoliiketoiminta ja limiittiluotot mahdollistavat.

Taserakenne ei oleellisesti poikkea kaupan alasta

Wetterin taserakenne on melko perinteinen kaupan alan yhtiölle. Aineelliset hyödykkeet ovat lähes täysin liiketiloihin liittyviä vuokrasopimuksia, kun taas vaihto-omaisuus koostuu pääosin autoista, mutta myös autojen varaosista ja autokorjaamoiden keskeneräisistä töistä. Saamiset koostuvat enimmäkseen myyntisaamisista ja kirjanpidon jaksottumiseen liittyvistä siirtosaamisista.

Wetterin 39 MEUR:n hyödykkeet ovat pääosin syntyneet 2022 aikana Themis Holdingin ostettua Wetterin, Soprano-fuusion ja Autotalo Hartikainen -yrityskaupan myötä. Tuntuva määrä liikearvoa altistaa nähdäksemme Wetterin liikearvon alaskirjausriskille. Alaskirjauksella ei olisi kassavirtavaikutusta, mutta se laskisi konsernin omavaraisuusastetta, joka on yksi kovenanttiehtojen mittareista.

Konsernin taserakenne H1'24 (IFRS)



Wetterin kovenanttiehdot ja tarkistuspäivät (Huom. FAS) Korolliset nettovelat /käyttökate korkeintaan

31.12.2022	4,25x
30.6.2023	3,75x
31.12.2023	3,00x
30.6.2024	2,50x
31.12.2024	1,75x
Sen jälkeen	1,50x

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Wetterin liiketoimintaa segmenttikohtaisesti arvioimalla liiketoiminnan orgaanista kehitystä ja jo tiedotettujen yritysjärjestelyjen vaikutusta. Wetteri tulee todennäköisesti tekemään tuntuvasti yritysjärjestelyjä myös jatkossakin, mutta ostokohteiden merkittävästi eroavan luonteen ja hinnoitteluun liittyvän heikon näkyvyyden takia ennusteemme eivät huomioi tiedottamattomia yritysjärjestelyjä.

Kuluttajien varovaisuus värittää kuluvan vuoden liiketoimintaympäristöä

Kuluvana vuonna Wetterin liiketoimintaympäristö on kuluttajien viime vuosina heikentyneen ostovoiman ja heikon luottamuksen myötä ollut vaikea. Tämä on näkynyt erityisesti uusien autojen poikkeuksellisen matalissa ensirekisteröintitilastoissa. Uusien autojen kysyntä on todennäköisesti osittain siirtynyt vaihtoautoihin, mutta myös sillä puolella myyntiluvut laahaavat jäljessä koronapandemian edeltäviin vuosiin nähden. Huoltopuolella kysyntä on puolestaan kaupan liikevaihtokuvaajien perusteella ollut tervettä.

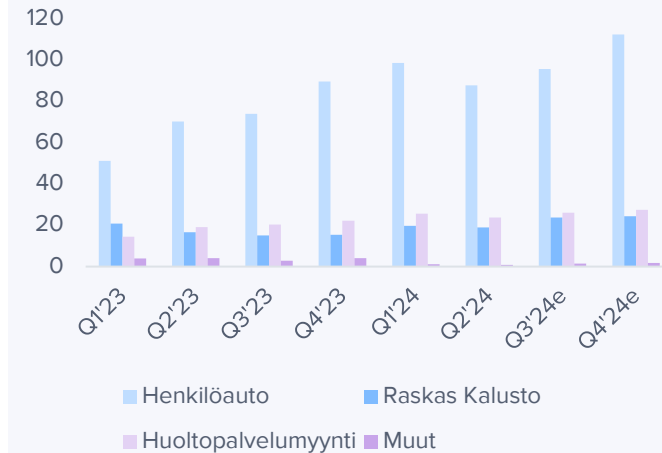
Wetteri laski elokuussa ohjeistustaan ja odottaa nyt liikevaihdon asettuvan 520-640 MEUR:oon ja oikaistun liike tuloksen olevan 12,8-15,6 MEUR. Uusi ohjeistus kuvastaa johdon odotuksia nykyistä konsernirakennetta kohtaan. Alkuvuonna liikevaihto kasvoi 42 % pääosin toteutettujen yritysjärjestelyjen ajamana. Wetteri on kuluvana vuonna tehnyt useita yritysjärjestelyjä ja orgaanisia

kasvupanostuksia (mm. vaihtoautomyymlät ja merkkiedustusten laajentaminen), mutta niistä huolimatta kasvu hidastuu loppuvuonna hidastuvan epäorgaanisen kasvun myötä. Ennusteissamme Wetterin kuluvan vuoden liikevaihto kasvaa 33 % 588 MEUR:oon, joka on aavistuksen verran ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Odotamme yritysjärjestelyjen ajavan loppuvuoden kasvua emmekä odota oleellista vetoapua kysyntäympäristöltä Suomessa syyskuussa korotetun ALV-kannan nakertaessa etenkin uusien henkilöautojen myyntiä.

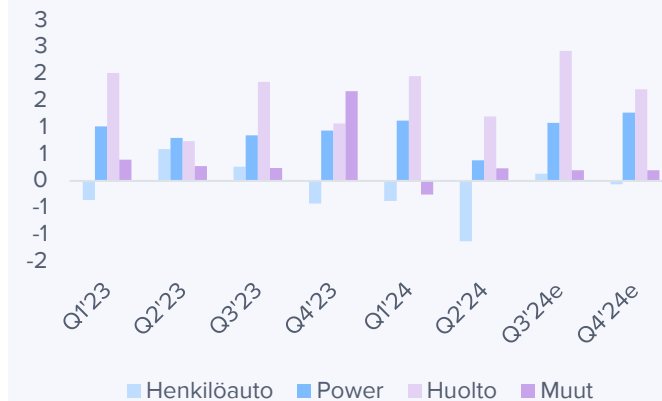
Wetterin oikaistu H1-liiketulos laski 3,2 MEUR:oon vertailukauden 4,9 MEUR:sta. Alkuvuoden tulostaso oli pettymys etenkin henkilöautomyynti-segmentin osalta, jonka oikaistu liiketulos laski -1,5 MEUR:oon vertailukauden 0,2 MEUR:sta. Wetteri viesti Q2'24 raporttinsa yhteydessä aloittaneensa toimet kannattavuuden parantamiseksi ja odotamme kyseisten tehostustoimien tukevan tulostasoa asteittain loppuvuoden aikana. Arviomme mukaan etenkin toteutettuihin yritysjärjestelyihin liittyen yhtiö ei ole vielä ulosmitannut kaikkia tehokkuushyötyjä.

Wetterin korkean velkaisuuden takia yhtiön nettotulos ja rahavirta ovat erityisen herkkiä muutoksille tulostasossa. Heikon alkuvuoden jälkeen odotamme kuluvan vuoden kertaeristä ja aineettomien omaisuuserien poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan -0,01 euroa. Heikon tulostason ja kireän taseaseman vuoksi emme odota yhtiön jakavan kuluvan vuoden tuloksestaan osinkoa.

Segmenttikohtaiset liikevaihtoennusteet (MEUR)



Segmenttikohtaiset oikaistut liike tulose nnusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

Vuosina 2025-2026 odotamme kysyntäympäristön elpävän

Odotamme Wetterin hyötyvän korkojen laskun, vahvistuvan kuluttajien ostovoiman ja paranevan kuluttajaluottamuksen myötä vahvistuvasta kysyntäympäristöstä 2025 ja 2026. Samalla odotamme yhtiön yhä investoivan kasvuun, mikä mahdollistaa markkinaa ripeämmän kasvun kaikissa pääsegmenteissä.

Ennusteissamme Wetterin 2025 liikevaihto kasvaa 8 % orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun tukemana 636 MEUR:oon. Odotamme kasvun myötä skaalautuvien kiinteiden kulujen yhdessä kuluvan vuoden aikana aloitettujen tehostustoimenpiteiden ajavan oikaistun liiketuloksen vahvistumista 14,2 MEUR:oon (2,2 % liikevaihdosta).

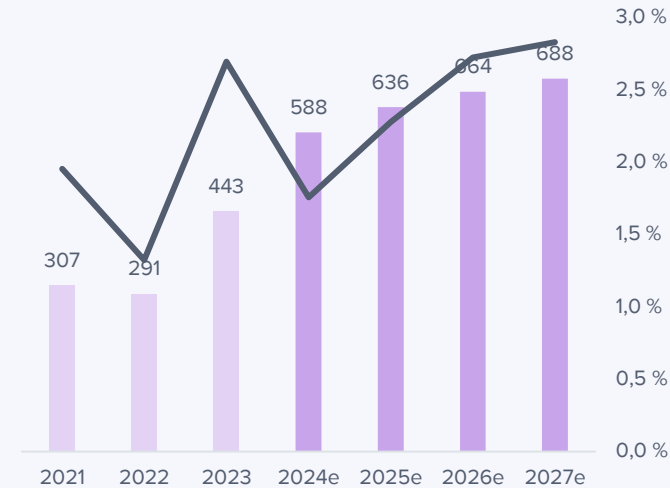
Vuonna 2026 yhtiön kasvu on ennusteissamme täysin orgaanisten kasvupanostusten varassa ja liikevaihto nousee 4,5 % 664 MEUR:oon uusien myymäläavausten ja laajenevan merkivalikoiman tukemana. Nähdäksemme Wetterillä on vielä paljon työtä tehtävänä kotimarkkinallaan emmekä odota kansainvälistä laajenemista vielä lähivuosina. Pidemmän aikavälin kasvua ajatellen uusi avaus maansiirtokoneissa on kuitenkin kiinnostava. Kyseisessä liiketoiminnassa Wetterillä olisi edellytykset kasvaa vielä pitkään, mikäli liiketoiminta osoittautuu houkuttelevaksi. Emme toistaiseksi ole mallintaneet merkittäviä investointeja konekauppaan, mikä voi tulevaisuudessa aiheuttaa nousupainetta ennusteisiimme.

2026 oikaistu liiketulosennusteemme asettuu 18,1 MEUR:oon, mikä on 2,7 % liikevaihdosta ja linjassa vuoden 2022 kannattavuuden kanssa. Toimialan kontekstissa kannattavuusennuste ei ole erityisen haastava, minkä seurauksena näemme Wetterillä edellytykset jopa parempaan, mikäli liikevaihdon painopiste siirtyy nykyistä vahvemmin huoltopalvelumyyntiin ja raskaaseen kalustoon.

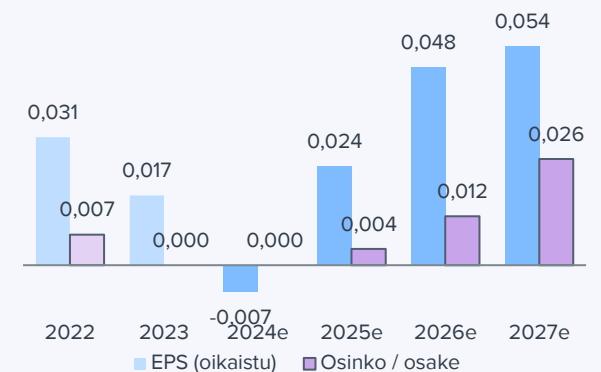
Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä odotamme Wetterin kasvun olevan noin 2-3 % laajenevan toimipisteverkoston tukemana. Ennusteissamme yhtiön liikevoittomarginaali nousee väliaikaisesti jopa 2,8 %:iin, mutta kasvujakson jälkeisen normalisoidun liiketulosmarginaalin asettuvan 2,5 %:iin. Tämä taso on linjassa paikallisten kilpailijoiden 2017-2023 liikevoittomarginaalien mediaanin kanssa. Pidemmällä aikavälillä Wetterin kannattavuuden kannalta on nähdäksemme keskeistä, kuinka kilpailu asetelma kehittyi yhtiön avainmarkkina-alueilla, missä määrin autovalmistajat implementoivat agenttimallia Suomessa ja miten yhtiön liikevaihto painottuu tulevaisuudessa segmentteittäin. Arviomme mukaan agenttimallin laajempi implementaatio painaisi Wetterin katteita, mutta nostattaisi kuitenkin pääoman tuottoa pääoman tehostuvan kierron ansiosta. Agenttimallin laajamittainen implementaatio vauhdittaisi nähdäksemme myös toimialan konsolidaatiota.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



1) Autoalan keskusliiton Henkilö- ja pakettiautojen markkinaennusteen 27.10.2022 mukaan ensirekisteröintien määrän vuonna 2023 ennakoidaan kasvavan noin 29 prosenttia vuodesta 2022.

Ennusteet 3/3

Tase ei enää mahdollista velkavetoista kasvua

Wetterin tase on velkainen ja H1'24 lopussa yhtiön nettovelkaantumistasaste oli korkealla 378 %:n tasolla, kun taas omavaraisuusaste oli 16 %. Odotamme taseaseman säilyvän kireänä vielä vuoden 2025 aikana kasvun sitoman pääoman heikentäessä taseen avainlukuja. Tase ei nykyisellään mahdollista velkavetoista kasvua, minkä seurauksena odotamme Wetterin hyödyntävän omaa osakettaan mahdollisissa yritysjärjestelyissä. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö vahvistaa taseasemaansa uudelleen suunnatulla annilla. Nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme tase vahvistuu positiivisen tuloksen kasvattaessa taseen oman pääoman puskuria vuodesta 2026 lähtien. Ennusteissamme 2026 lopussa Wetterin omavaraisuusaste nousee 17 %:iin ja nettovelkaantumistasaste laskee 351 %:iin. Ilman ennusteitamme vahvempaa tuloskasvua tai suunnattuja osakeanteja taseen merkittävä vahvistaminen olisi arviomme mukaan pitkä prosessi.

Osinkoennusteet ovat taloudellisten tavoitteiden alarajalla

Wetterin voitonjakopolitiikkana on jakaa 30 % tuloksestaan osinkoina. Pidämme maltillista jakoprosenttia perusteltuna yhtiön vivutettu tase ja toisaalta houkuttelevat yritysostovetoiset investointimahdollisuudet huomioden. Kuluvaan vuoden negatiivisen tulosennusteen myötä emme odota Wetterin jakavan osinko vaan panostavan taseensa vahvistamiseen.

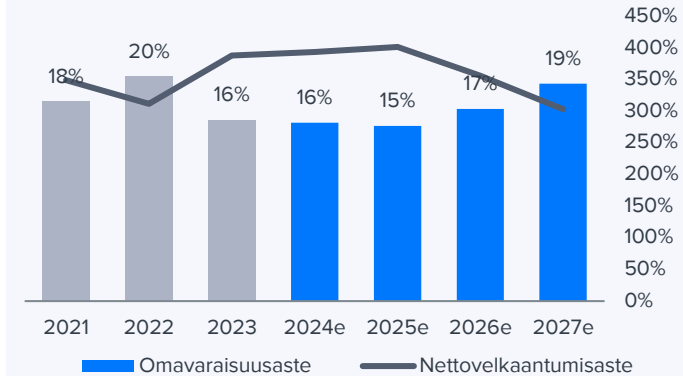
Lähivuosien ennusteissamme

osingonjakoprosentti on noin 32-48 %:n tuntumassa, emmekä oleta oleellisia ylimääräisiä osinkoja, ennen kuin yhtiön tase vahvistuu tuntuvasti.

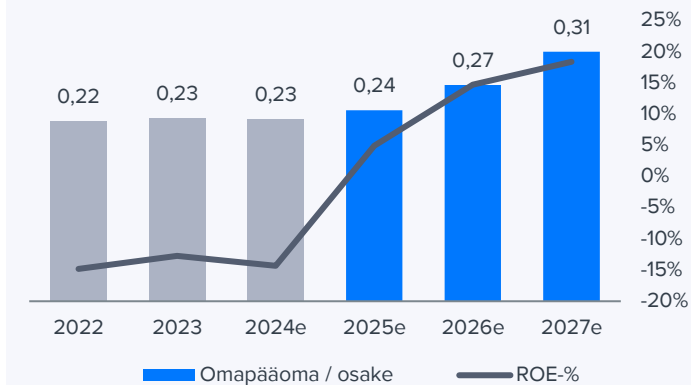
Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

H1'24 lopussa Wetterillä oli taseessaan 37,2 MEUR:n edestä omaa pääomaa, mikä on noin 0,24 euroa osaketta kohden. Ennen listautumistaan Wetteri teki 2016-2021 varsin korkeaa oman pääoman tuottoa (keskimäärin noin 20 %), jota tuki osaltaan pääomarakenteen hyödyntämä velkavipu ja suotuista liiketoimintaympäristö. Soprano-fuusion ja muiden toteutettujen yritysjärjestelyjen myötä Wetterin pääoman tuottopotentiali on laskenut nähdäksemme kasvaneen oman pääoman, mutta myös konsernin uusien, heikomman kannattavuusprofiilin omaavien liiketoimintojen myötä. Poikkeuksellisen heikon liiketoimintaympäristön ja tappiollisen tulostason takia oman pääoman tuotto ei ole erityisen informatiivinen mittari kuluvaan vuodesta osalta, mutta lähivuosina odotamme Wetterin tekevän noin 15-18 %:n oman pääoman tuottoa. Mittaria arvioidessa on huomioitava yhtiön poikkeuksellisen suuri velkavipu, joka nostattaa luvun heiluntaa ja oman pääoman tuottovaadetta.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	291	90,3	110	112	131	443	145	131	147	166	588	636	664	680
Henkilöautot	172	51,1	70,2	73,8	89,4	284	98,5	87,5	95,4	112	394	423	440	451
Raskas Kalusto	59,6	20,8	16,6	15,0	15,4	67,8	19,7	19,0	23,8	24,4	86,8	99,6	108	111
Huoltopalvelu	44,4	14,5	19,0	20,4	22,2	76,0	25,5	23,8	26,1	27,5	103	105	107	110
Kohdistamattomat erät	15,3	3,9	4,1	2,8	4,1	14,9	1,2	0,8	1,5	1,8	5,3	8,0	8,0	8,2
Käyttökate	12,0	4,7	5,4	6,3	4,7	21,0	5,3	3,8	7,1	6,4	22,6	30,0	34,4	36,3
Poistot ja arvonalennukset	-13,1	-3,6	-3,9	-4,3	-4,0	-15,7	-4,2	-4,5	-3,9	-3,9	-16,4	-17,7	-18,0	-17,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,8	3,1	2,4	3,2	3,3	12,0	2,5	0,7	3,8	3,1	10,1	14,2	18,1	19,1
Liikevoitto	-1,0	1,1	1,5	2,0	0,7	5,4	1,1	-0,7	3,2	2,5	6,2	12,2	16,4	19,1
Henkilöautot	-0,8	-0,4	0,6	0,3	-0,4	0,1	-0,4	-1,1	0,1	-0,1	-1,4	0,5	1,8	12,6
Raskas Kalusto	2,5	1,0	0,8	0,9	0,9	3,6	1,1	0,4	1,1	1,3	3,9	4,2	4,6	3,1
Huoltopalvelu	1,9	2,0	0,7	1,8	1,1	5,7	2,0	1,2	2,4	1,7	7,3	9,0	11,1	3,1
Kohdistamattomat erät	0,3	0,4	0,3	0,2	1,7	2,6	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,6	0,2
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat	-4,9	-1,9	-0,9	-1,2	-2,6	-6,6	-1,4	-1,4	-0,6	-0,6	-4,0	-2,0	-1,7	0,0
Nettorahoituskulut	-3,3	-1,0	-2,4	-2,3	-3,5	-9,2	-2,6	-3,2	-3,0	-2,8	-11,6	-10,0	-9,0	-8,5
Tulos ennen veroja	-4,3	0,1	-0,9	-0,3	-2,8	-3,8	-1,6	-3,9	0,2	-0,3	-5,5	2,3	7,4	10,6
Verot	0,7	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,172	0,2	0,0	0,1	0,4	-0,5	-1,5	-2,2
Nettotulos	-3,6	0,0	-0,7	-0,4	-3,0	-4,1	-1,3	-3,7	0,2	-0,2	-5,0	1,8	5,9	8,4
EPS (oikaistu)	0,03	0,01	0,00	0,01	0,00	0,02	0,00	-0,01	0,0	0,00	-0,01	0,02	0,05	0,05
EPS (raportoitu)	-0,03	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,03	-0,01	-0,02	0,00	0,00	-0,03	0,01	0,04	0,05
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,0 %	24,3 %	58,1 %	56,9 %	68,6 %	52,2 %	60,4 %	19,3 %	31,0 %	26,5 %	32,8 %	8,0 %	4,5 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1,9 %	110,6 %	332,2 %	59,4 %	18,9 %	76,5 %	-20,2 %	-71,2 %	20,2 %	-4,5 %	-15,4 %	40,9 %	27,0 %	5,3 %
Käyttökate-%	4,1 %	5,2 %	4,9 %	5,6 %	3,6 %	4,7 %	3,6 %	2,9 %	4,9 %	3,9 %	3,8 %	4,7 %	5,2 %	5,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,3 %	3,4 %	2,2 %	2,9 %	2,5 %	2,7 %	1,7 %	0,5 %	2,6 %	1,9 %	1,7 %	2,2 %	2,7 %	2,8 %
Nettotulos-%	-1,2 %	0,0 %	-0,7 %	-0,4 %	-2,3 %	-0,9 %	-0,9 %	-2,8 %	0,1 %	-0,1 %	-0,8 %	0,3 %	0,9 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	83,9	107	114	114	113
Liikearvo	21,1	32,9	32,9	32,9	32,9
Aineettomat hyödykkeet	10,1	7,8	5,7	4,1	3,0
Käyttöomaisuus	50,4	64,3	72,5	74,6	76,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	1,9	1,8	2,2	1,7	0,2
Vaihtuvat vastaavat	70,7	107	115	130	139
Vaihto-omaisuus	49,5	77,8	82,4	95,3	103
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,0	28,2	29,4	31,8	33,2
Likvidit varat	1,1	0,9	2,9	3,2	3,3
Taseen loppusumma	155	214	229	244	252

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	30,2	33,9	35,6	37,4	42,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,8	-7,9	-10,3	-8,5	-3,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	32,5	40,2	44,3	44,3	44,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	41,3	51,1	91,6	97,7	98,0
Laskennalliset verovelat	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	38,8	45,6	86,0	92,2	92,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Lyhytaikaiset velat	83,1	129	101	109	111
Korolliset velat	56,8	87,0	57,3	61,5	61,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	26,3	21,9	44,1	47,7	49,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	20,4	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	155	214	229	244	252

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Wetterin vähennä-suosituksen ja 0,40 euron tavoitehinnan. DCF-mallimme herkkyyssanalyysiin pohjautuva arviomme yhtiön käyvästä arvosta on 0,30-0,45 euroa. Wetterin merkittävän velkavivun ja liiketoiminnan ohuiden marginaalien vuoksi osakkeen arvo on erityisen herkkä muutoksille rahoitusympäristössä ja oletuksissa yhtiön suhteellisesta kannattavuudesta (kts. sivu 31).

Näemme yhtiöllä edellytykset hyötyä autokaupan konsolidomisesta Suomessa, mutta korkeat absoluuttiset arvostuskertoimet yhdessä velkaisen taseaseaman kanssa asettavat riman korkealle arvonluonnin suhteen. Ennusteissamme yhtiön tulos kasvaa voimakkaasti, mutta korkeat arvostuskertoimet syövät osakkeen nousuvaraa, mikä jättää arvioidun tuotto-odotuksen oman pääoman tuottovaadetta heikommalle tasolle.

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

Tulos -ja tasepohjaiset arvostuskertoimet soveltuvat mielestämme hyvin Wetterin arvonmääritykseen. Laajan kansainvälisen verrokkiryhmän vuoksi verrokkianalyysi on hyvin sovellettavissa oleva työkalu, minkä lisäksi DCF-mallia voi hyödyntää käyvän arvon haarukointiin.

Hyväksyttävien arvostuskertoimien kannalta Wetterin kasvu ja kasvun kannattavuus sijoitetun pääoman tuotolla mitattuna ovat nähdäksemme avainasemassa. Odotamme Wetterin jatkavan markkinaosuuden voittamista, mutta suurin

kysymysmerkki yhtiön sijoitustarinaaan liittyen on mielestämme kuinka kannattavasti yhtiö kykenee investoimaan varojaan laajentuessaan Pohjois-Suomen ulkopuolelle. Pohjois-Suomessa yhtiön markkina-asema ja brändi on vahva, mutta laajenemisen myötä kasvuinvestointien kannattavuus voi olla paineessa. Lisäksi yhtiö on selvästi indikoinut suunnittelevansa kasvua yritysjärjestelyillä, mutta tässä vaiheessa on mielestämme vielä epäselvää kuinka hyvin yhtiö kykenee ulosmittaamaan synergiahyötyjä ostokohteistaan ja sitä kautta luomaan arvoa yritysostovetoisella strategiallaan.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Hajautettu asiakasportfolio
- Pohjois-Suomen vahva markkina-asema tukee neuvotteluvoimaa
- Edellytykset luoda arvoa yritysjärjestelyillä

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Vivutettu tase nostattaa riskiprofiilia ja rajoittaa tulevaa investointikykyä
- Rajallinen näkyvyys kykyyn luoda arvoa yritysjärjestelyillä
- Autokaupalla on syklinen luonne, vaikka jälkimarkkinapalvelut tasoittavatkin tulosheilahteluja

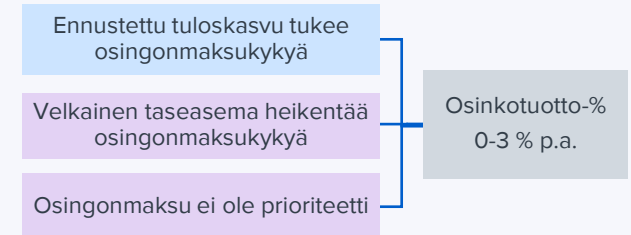
Osaketuoton ajurit 2024-2027

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

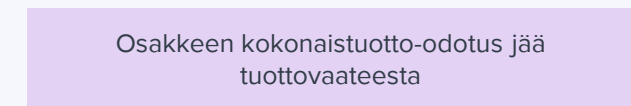
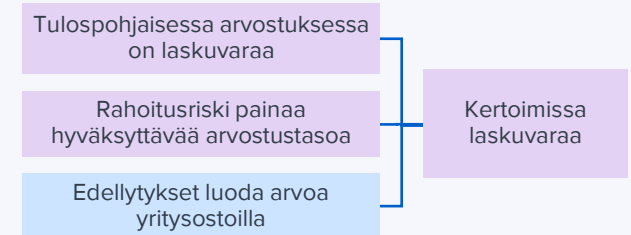
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Tulospohjainen arvostus on kireä

Kuluvan vuoden ennusteillamme Wetterin EV/EBITDA-kerroin on 9x, mikä on lievä preemio laadukkaaseen verrokkiryhmään nähden. Wetterin arvostusta arvioidessa on hyvä pitää mielessä Suomalaisen autokaupan heikko kysyntäympäristö, jonka odotamme laskevien korkojen ja vahvistuvan kuluttajaluottamuksen myötä paranevan ensi vuonna. Ensi vuoden ennusteillamme EV/EBITDA-kerroin on 7x, jota pidämme karkeasti neutraalina tasona Wetterille. Nettotulospohjainen P/E-kerroin ei tappiollisen tulostason vuoksi tarjoa kuluvan vuoden ennusteillamme tukipistettä arvostukselle. Ensi vuoden ennusteillamme Wetteriä hinnoitellaan P/E-kertoimella 15x, mikä on korkea taso Wetterin historiallisiin näyttöihin ja taseen rajalliseen liikkumavaraan nähden.

Wetterin tulospohjainen arvostus on mielestämme korkea, kun huomioidaan, että Wetterin kaltaisia kokonaisvaltaisia autoalan toimijoita hinnoitellaan tyypillisesti alennuksella paikallisiin indekseihin nähden (Helsingin pörssin pitkän aikavälin P/E: ~14-15x). Jotta nykyinen arvostus olisi perusteltavissa, Wetterin olisi ylitettävä selvästi suhteellisen aggressiiviset tuloskasvuennusteemme.

DCF-malli on lähinnä tukea antava työkalu

DCF-mallin soveltuvuus on kohtuullinen Wetterin kohdalla, joskin sijoittajan on oltava tarkkana liiketoiminnan merkittävien vuokrasopimusvelkojen kanssa. Wetterin liiketoiminnan merkittävän velkavivun takia malli on erityisen herkkä muutoksille arvioidussa vieraan pääoman kustannuksessa ja liiketoiminnan alla olevassa tulokunnossa. DCF-mallia arvioidessa on

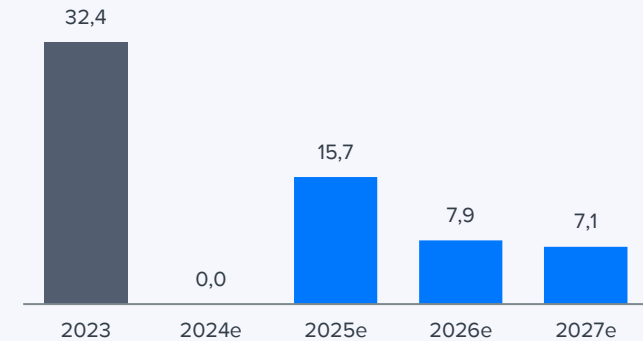
lisäksi hyvä huomioida, että ennusteemme eivät sisällä tulevia yrityskauppoja, mikä jättää liiketoimintamallin kautta yhden keskeisen komponentin DCF-mallin ulkopuolelle. Toistaiseksi heikentynyt liiketoimintaympäristö on kuitenkin haudannut alleen julkiset näytöt yritysostovetoisesta arvonluonnista, mikä vaikeuttaa epäorganaisen kasvun arviointia. Ennusteissamme Wetterin terminaalijakson kasvuennuste on 1,5 %, kun taas liikevoittomarginaali asettuu 2,5 %:iin.

Olemme päivityksen yhteydessä nostaneet Wetterin oman pääoman tuottovaadetta 10,6 %:iin (aik. 10,1 %) rikkoutuneiden kovenanttiehtojen seurauksena nousseen rahoituskustannuksen myötä. Korkeasta oman pääoman kustannuksesta huolimatta liiketoiminnan merkittävä velkavipu painaa WACC-%:n mallissamme matalalle 6,6 %:n tasolle. DCF-laskelman indikoima osakekohtainen arvo on 0,42 euroa osakkeelta, mikä on hieman tavoitehintamme yläpuolella.

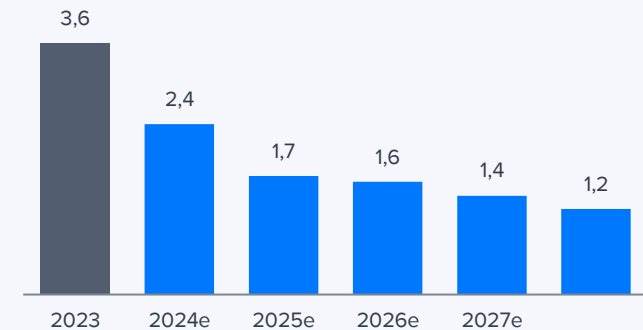
Verrokkeihin nähden alennushinnoittelu on nähdäksemme paikallaan

Wetterille on tarjolla kattava verrokkiryhmä kansainvälisiä autoalan toimijoita, jotka keskittyvät autokauppaan ja jälkimarkkinapalveluiden tarjoamiseen. Suurimmalla osalla verrokkiryhmän yhtiöistä arvostuskertoimet nousivat 2021 aikana uusiin huippuihin, josta kertoimet ovat sittemmin laskeneet yhtiöiden kasvuodotusten kanssa. Toimialan kärkiyhtiöt ovat normalisoidusti tehneet Wetteriä korkeampaa pääoman tuottoa ja omaavat nähdäksemme suuremman kokonsa vuoksi Wetteriä matalamman riskiprofiilin.

Wetterin P/E (oik.)



Wetterin P/B



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Tulos pohjaisesti markkina hinnoittelee verrokkiryhmää matalilla kertoimilla

Wetterin verrokkiryhmän mediaani P/E-kerroin on konsensuksen 2024-2025 ennusteilla noin 9-11, johon verrattuna yhtiötä hinnoitellaan merkittäväällä preemiolla. Nähdäksemme Wetterin kannalta keskeisin verrokki on Ruotsalainen Bilia AB, jonka P/E-kerroin on 11-14x. Verrokkien korkeamman suhteellisen kannattavuuden vuoksi Wetterin preemiohinnoittelu korostuu tuloslaskelman alimmilla riveillä mitattuna. EV/EBITDA-kertoimella mitattuna arvostuspremio on maltillisempi ja kääntyy ensi

vuoden tuntuvaa tuloskasvua povaavilla ennusteilla alennuksen puolelle.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet ovat vuosille 2024 ja 2025 0,5x, mikä on laajaan osakemarkkinan verrattuna matala taso, mutta tämä johtuu toimialan matalasta marginaaliprofiilista. Liikevaihtokertoimilla mitattuna Wetteriä hinnoitellaan alennuksella, mikä johtuu verrokkien korkeammasta suhteellisesta kannattavuudesta.

Tase pohjainen hinnoittelu on karkeasti linjassa verrokkeihin

Wetteriä hinnoitellaan tase pohjaisesti karkeasti linjassa verrokkiryhmään nähden. Wetterin oman pääoman tuotto on historiallisesti ollut verrokkiryhmää heikompi, minkä lisäksi miellämme yhtiön riskiprofiilin verrokkiryhmää korkeammaksi tuntuvaan velkavivun ja rikkoutuneiden kovenanttiehtojen vuoksi. Kyseisten tekijöiden takia pidämme tase pohjaista alennushinnoittelua verrokkiryhmään nähden perusteltuna Wetterin tapauksessa. Arviomme mukaan Wetterin tulisi saavuttaa noin 12-15 %:n normalisoitu oman pääoman tuotto, nykyisen tase pohjaisen arvostuksen oikeuttamiseksi.

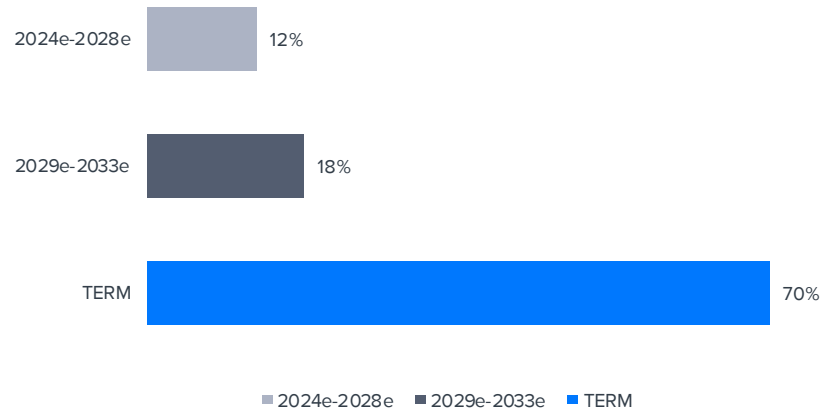
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Bilia AB	1045	1762	13,0	15,2	7,9	8,5	0,5	0,5	11,3	14,5	6,5	4,9	2,5
Asbury Automotive Group Inc	4259	8662	8,7	10,1	8,2	9,9	0,6	0,6	7,2	9,0			1,5
AutoNation Inc	5796	9910	6,5	8,2	5,8	6,9	0,4	0,4	6,9	9,4			3,1
Group 1 Automotive Inc	4499	9180	10,4	11,3	9,5	10,4	0,6	0,5	8,1	9,5	0,4	0,5	1,9
Lithia Motors Inc	8409	20450	13,1	14,6	12,1	13,5	0,7	0,6	9,3	11,8	0,6	0,6	1,5
Penske Automotive Group Inc	9292	14787	11,4	12,8	9,8	11,2	0,6	0,5	9,2	11,1	1,8	2,7	2,2
Sonic Automotive Inc	1797	5323	12,0	12,9	9,6	10,3	0,4	0,4	8,2	10,1	2,0	2,1	2,7
Inchcape Plc	3499	4635	6,1	6,7	4,9	5,3	0,4	0,4	8,8	10,4	4,6	4,4	1,7
Vertu Motors Plc	267	476	8,3	6,8	5,2	4,3	0,1	0,1	7,9	8,6	2,8	2,8	
Kamux Oyj	139	215	12,4	14,8	7,1	7,6	0,2	0,2	11,6	16,4	4,9	4,6	1,2
Wetteri (Inderes)	61	203	20,1	14,9	9,0	7,1	0,3	0,3	-59,3	16,0	0,0	1,0	1,7
Keskiarvo			10,2	11,3	8,0	8,8	0,4	0,4	8,8	11,1	2,9	2,8	2,0
Mediaani			10,9	12,0	8,0	9,2	0,5	0,5	8,5	10,3	2,4	2,8	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			85 %	24 %	12 %	-23 %	-27 %	-28 %	-799 %	56 %	-100 %	-62 %	-8 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	52,2 %	32,8 %	8,0 %	4,5 %	2,5 %	2,5 %	2,3 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	1,2 %	1,0 %	1,9 %	2,5 %	2,8 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto	5,4	6,2	12,2	16,4	19,1	18,1	17,8	18,2	18,6	19,0	19,2	
+ Kokonaispoistot	15,7	16,4	17,7	18,0	17,3	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,4	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,2	0,0	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0	-2,3	-2,4	-2,5	
- verot rahoituskuluista	0,5	-0,8	-2,1	-1,8	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	
+ 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	-20,5	-4,0	-11,8	-6,9	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	0,9	17,8	16,3	25,7	30,4	27,2	27,4	28,0	28,8	29,3	30,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-39,3	-22,5	-18,3	-18,4	-19,1	-16,7	-17,3	-17,4	-17,8	-17,6	-17,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-35,3	-4,8	-1,9	7,4	11,3	10,5	10,0	10,6	10,9	11,7	12,4	
+/- Muut	0,0	5,3	0,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-35,3	0,5	-1,9	8,3	12,2	11,4	10,0	10,6	10,9	11,7	12,4	248
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	-1,8	7,2	10,0	8,7	7,2	7,2	7,0	7,0	6,9	139
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		199	198	200	193	183	174	167	160	153	146	139
Velaton arvo DCF		199										
- Korolliset velat		-134,0										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		65,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,42										

Rahavirranjakauma jaksoittain

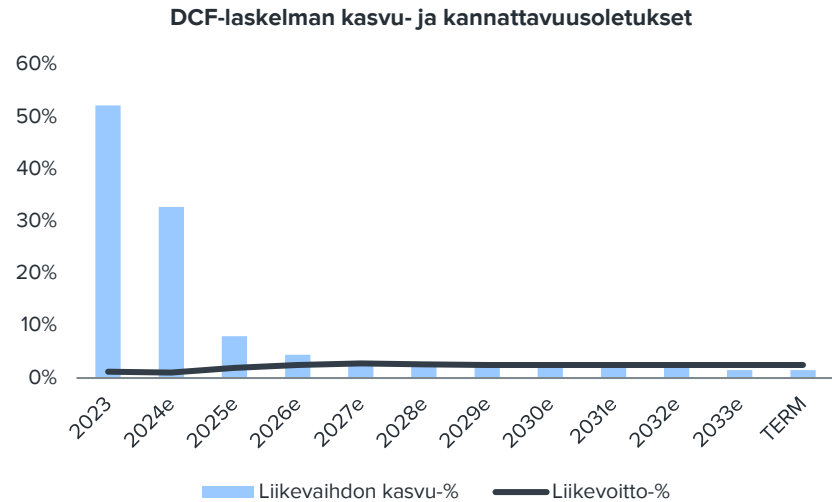
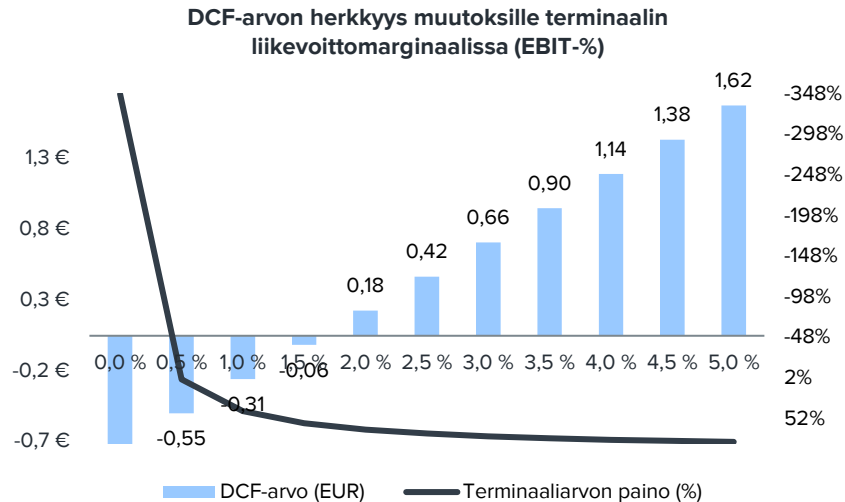
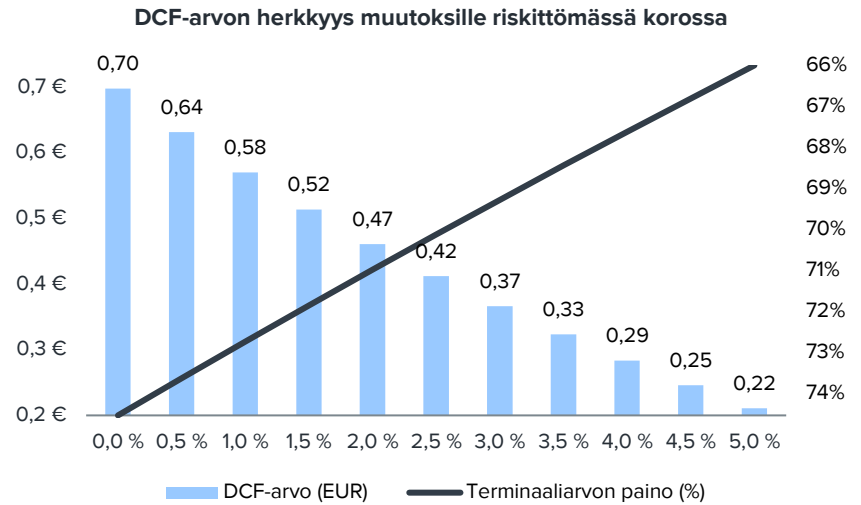
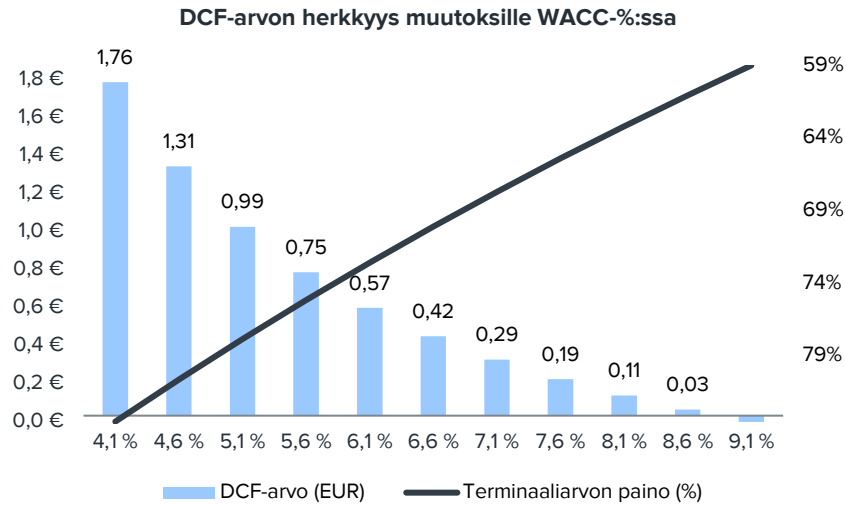


Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	65,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,6 %

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

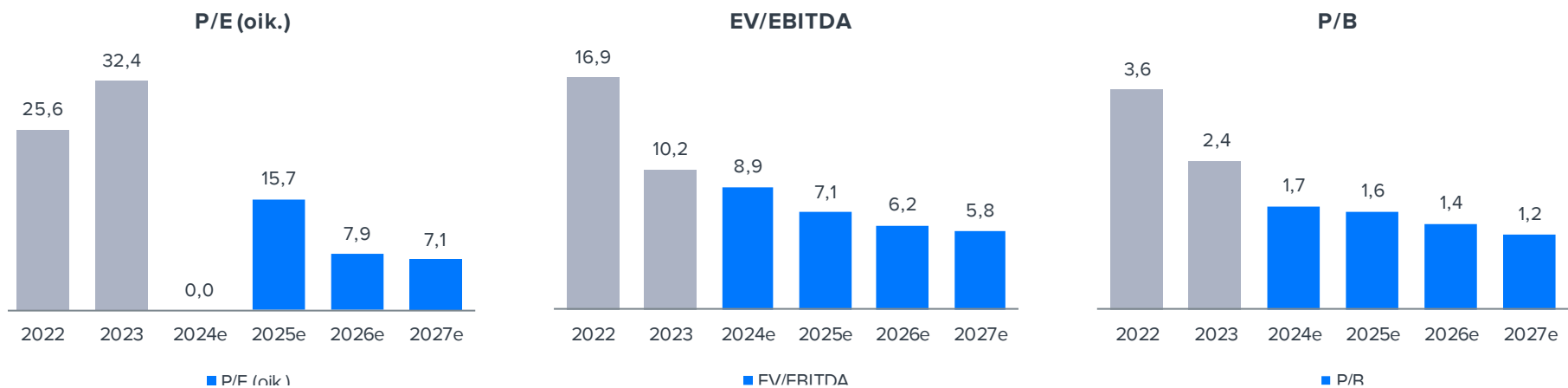


Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				0,80	0,55	0,38	0,38	0,38	0,38
Osakemäärä, milj. kpl				134,6	148,2	157,1	157,1	157,1	157,1
Markkina-arvo				108	82	60	60	60	60
Yritysarvo (EV)				204	215	202	212	212	209
P/E (oik.)				25,6	32,4	neg.	15,7	7,9	7,1
P/E				neg.	neg.	neg.	33,1	10,1	7,1
P/B				3,6	2,4	1,7	1,6	1,4	1,2
P/S				0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto				0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA				16,9	10,2	8,9	7,1	6,2	5,8
EV/EBIT (oik.)				30,1	18,0	19,9	14,9	11,7	11,0
Osinko/tulos (%)				neg.	0,0 %	0,0 %	34,8 %	32,0 %	48,6 %
Osinkotuotto-%				0,9 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %	3,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	320,0	291,3	443,3	588,5	635,5	EPS (raportoitu)	0,03	-0,03	-0,03	-0,03	0,01
Käyttökate	15,3	12,0	21,0	22,6	30,0	EPS (oikaistu)	0,03	0,03	0,02	-0,01	0,02
Liikevoitto	6,6	-1,0	5,4	6,2	12,2	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,01	0,01	0,11	0,10
Voitto ennen veroja	4,6	-4,3	-3,8	-5,5	2,3	Vapaa kassavirta / osake	0,05	-0,30	-0,24	0,00	-0,01
Nettovoitto	4,6	-3,6	-4,1	-2,4	1,8	Omapääoma / osake	0,14	0,22	0,23	0,23	0,24
Kertaluontoiset erät	0,0	-7,8	-6,6	-4,0	-2,0	Osinko / osake	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	107,5	154,6	214,3	228,7	244,3	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	-9 %	52 %	33 %	8 %
Oma pääoma	18,8	30,2	33,9	35,6	37,4	Käyttökateen kasvu-%	7 %	-22 %	75 %	8 %	33 %
Liikearvo	0,0	21,1	32,9	32,9	32,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	2 %	77 %	-15 %	41 %
Nettovelat	65,8	94,4	131,7	140,4	150,5	EPS oik. kasvu-%	39 %	-8 %	-46 %	-138 %	-471 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	4,8 %	4,1 %	4,7 %	3,8 %	4,7 %
Käyttökate	15,3	12,0	21,0	22,6	30,0	Oik. Liikevoitto-%	2,1 %	2,3 %	2,7 %	1,7 %	2,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	-11,0	-20,5	-4,0	-11,8	Liikevoitto-%	2,1 %	-0,4 %	1,2 %	1,0 %	1,9 %
Operatiivinen kassavirta	16,7	1,8	0,9	17,8	16,3	ROE-%	26,3 %	-14,8 %	-12,7 %	-14,3 %	4,9 %
Investoinnit	-10,9	-39,6	-39,3	-22,5	-18,3	ROI-%	7,8 %	-1,0 %	3,7 %	3,6 %	6,6 %
Vapaa kassavirta	7,1	-40,9	-35,3	0,5	-1,9	Omavaraisuusaste	17,5 %	19,7 %	15,9 %	15,7 %	15,4 %
						Nettovelkaantumisaste	349,5 %	312,2 %	388,1 %	394,1 %	401,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,7	0,5	0,3	0,3						
EV/EBITDA	4,3	16,9	10,2	8,9	7,1						
EV/EBIT (oik.)	9,9	30,1	18,0	19,9	14,9						
P/E (oik.)	0,0	25,6	32,4	neg.	15,7						
P/B	0,0	3,6	2,4	1,7	1,6						
Osinkotuotto-%		0,9 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 käsitellä 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/12/2022	Myy	0,45 €	0,80 €
02/02/2023	Myy	0,50 €	0,79 €
11/04/2023	Myy	0,50 €	0,78 €
25/05/2023	Myy	0,55 €	0,74 €
05/07/2023	Vähennä	0,55 €	0,63 €
25/08/2023	Vähennä	0,55 €	0,61 €
29/11/2023	Vähennä	0,50 €	0,48 €
15/01/2024	Vähennä	0,55 €	0,61 €
05/02/2024	Vähennä	0,50 €	0,55 €
15/03/2024	Vähennä	0,50 €	0,50 €
22/05/2024	Vähennä	0,45 €	0,44 €
29/08/2024	Vähennä	0,40 €	0,38 €
12/11/2024	Vähennä	0,40 €	0,38 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**