

Relais Group

Laaja raportti

12/2020

Strateginen ajolinja säilyy suorana

Säilytämme Relaisin osakkeen lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 12,00 (9,50) euroon.

Ennustemuutoksemme ovat marginaalisia, mutta huomioimme nyt tavoitehinnassamme Relaisin madaltuneen riskitason. Kaikilla käyttämillämme mittareilla osakkeessa on kohtuullinen nousuvara.

Markkinan hidas kasvu kompensoidaan aktiivisella yritysostostrategialla

Autojen varaosa- ja tarvikemarkkinaa ajavat käytössä olevien ajoneuvojen määrä, ajoneuvokannan ikä sekä ajetut kilometrit. Kysyntäajureiden luonteen vuoksi markkina kasvaa Relaisin kohdemaissa hitaasti, keskimäärin 1-3 % vuodessa. Toisaalta markkina on varsin stabiili eikä heilu esimerkiksi uusien autojen kysynnän tahdissa. Koronapandemian vuoksi negatiivisen markkinakasvun (2020e: -4 % v/v) jälkeen odotamme markkinan kasvavan vastaavasti tavanomaista nopeammin vuonna 2021 (+4 % v/v). Lisäksi Relaisilla on nyky muodossaankin eväät kasvavaa markkinaa nopeammin vuonna 2021 kun jo tehtyihin akvisitioihin liittyvät liikevaihtosynergijat realisoituvat. Odotamme Relaisin liikevaihdon kasvavan 11 % v. 2021, minkä jälkeen arvioimme kasvun rauhoittuvan markkinan kanssa samantahtiseksi (n. +3 % v/v) vuosina 2022-2023. Relaisin strategiaan kuuluvaa liikevaihdon kaksinkertaistamistavoitetta yritysostojen avulla (arviolta 240 MEUR:oon vuonna 2024) ei ole huomioitu ennusteissamme. Tiedossa olevan akvisitiopotentialin sekä kohteiden arvioidun hintatason perusteella yritysostot ovat selvä positiivinen optio Relaisin osakkeen arvolle.

Täyssähköautojen yleistyminen ei merkittävä uhka

Ajoneuvojen voimalinjan sähköistyminen ja täyssähköautojen merkittävästi polttomootoriautoja pienempi varaosatarve tuo pitkällä aikavälillä painetta varaosamarkkinan kasvuun. Trendin vaikutusta Relaisiin pehmentävät kuitenkin seuraavat seikat: 1) hybridiautoilla on vielä pitkään merkittävä rooli sähköautomarkkinoilla ja näiden autojen varaosatarve on polttomootoriautoja suurempi; 2) täyssähköautojen yleistyminen ei supista lisävarustemarkkinaa (noin 35 % Relaisin liikevaihdosta) sekä 3) hyötyajoneuvoissa (35 % liikevaihdosta) ja etenkin raskaassa liikenteessä siirtyminen sähköön tapahtuu huomattavasti myöhemmin kuin henkilöautoilla.

Varaosien hintahäiriköt tuskin horjuttavat Relaisin marginaaleja

Relaisin johdonmukaisesti kilpailijoita parempi kannattavuus antaa sille suojaa aggressiiviselta hintakilpailulta kilpailijoiden kannattavuuden nollarajan ollessa selvästi lähempänä. Jotkin kilpailijat kuten saksalaisomisteinen nettivaraosakauppias autodoc.fi sekä puolalainen Inter Cars tuovat jonkin verran epäsuoraa painetta Relaisin marginaaleihin yhtiön asiakkaiden kohtaaman hinnoittelupaineen kautta. Arvioimme vaikutuksen kuitenkin varsin pieneksi. Ennustamme Relaisille lievästi paranevaa EBITA-marginaalia 2021-2022 koronapandemian jälkeen sekä tehtyjen akvisitioiden ja operatiivisen vivun vaikutuksen ansiosta.

Osakkeen arvostustaso kaikilla mittareilla houkutteleva

Relaisin osakkeen riskikorjattu kokonaistuotto-odotus on houkutteleva. Yhtiön koko verrokkiryhmän arvostus on maltillinen ja Relaisin osake on vielä arvostettu keskimäärin noin 20 % verrokkien mediaaniin alapuolelle. Myös DCF-arvostus indikoi samansuuruisia kurssipotentialia. Todennäköisimpiä lyhyen tähtäimen nousuajureita ovat uutiset yritysostoista. Myös Relaisin itsensä muuttuminen ostokohteeksi on realistinen mahdollisuus.

Analytiikot

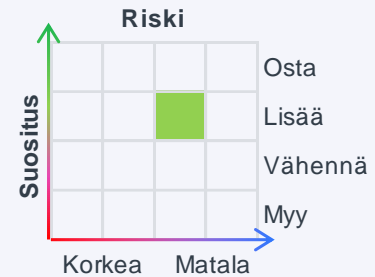


Erkki Vesola

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)
12,00 EUR
(aik. 9,50 EUR)
Osakekurssi:
10,15

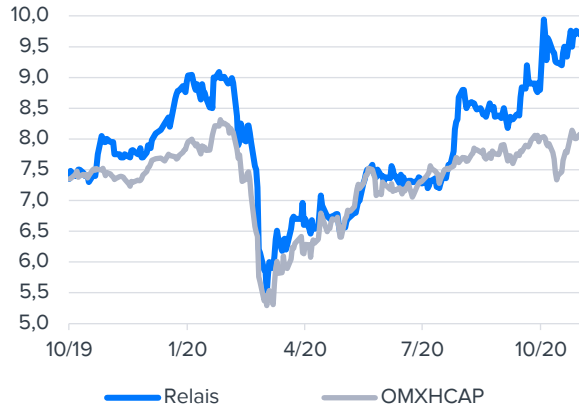
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	98,9	127,0	141,1	145,5
kasvu-%	37 %	28 %	11 %	3 %
EBIT oik.	13,0	17,0	20,0	21,3
EBIT-% oik.	13,1 %	13,4 %	14,2 %	14,7 %
Nettotulos	0,4	3,9	7,0	8,3
EPS (oik.)	0,53	0,68	0,86	0,93

P/E (oik.)	15,7	14,9	11,7	10,9
P/B	2,1	2,4	2,3	2,2
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,4 %	2,8 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,0	12,1	10,0	8,9
EV/EBITDA	12,6	11,8	9,7	8,7
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,4	1,3

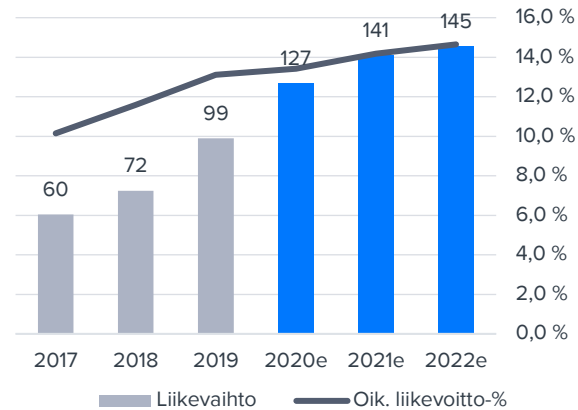
Lähde: Inderes

Osakekurssi



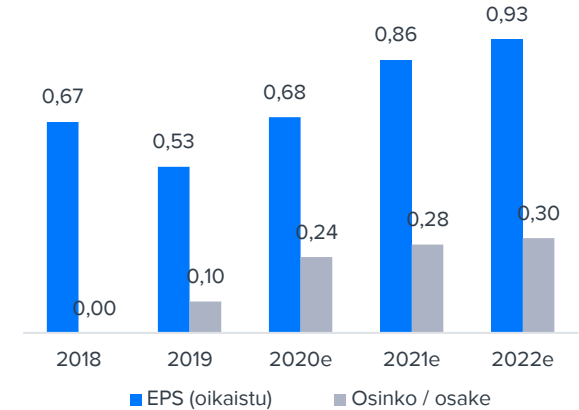
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
171
MEUR

EV
205
MEUR

EV/EBIT
10,0
2021e

P/E (oik.)
11,7
2021e

Arvoajurit

- Stabiili markkina, joka ei ole riippuvainen uusien ajoneuvojen myynnistä
- Relaisin tukkumarkkinafokus ja erikoistuminen sähköosien kasvavalle markkinalle
- Toteutetut ja odotettavissa olevat akvisitiot
- Joustava kulurakenne

Riskitekijät

- Koronapandemia luo edelleen kysyntäriskin
- Automaahantuojien ja merkiliikkeiden kasvava aktiivisuus jälkimarkkinalla
- Ulkomaisten tukkureiden tulo Pohjoismaiden markkinoille
- Uudet digitaaliset markkinapaikat ja poikkeavat liiketoimintamallit
- Täyssähköautojen osuuden kasvu tuo pitkällä aikavälillä paineita kulutus- ja varaosamarkkinan kasvuun

Arvostus

- Riskikorjattu kokonaistuotto-odotus on houkutteleva
- Osake on hinnoiteltu verrokkien alle ja myös nousuvara DCF-arvoon on kohtuullinen
- Tulevat akvisitiot ovat plusoptio, jota ei ole hinnoiteltu osakkeeseen
- Toimialan hidaskasvu sekä Relaisin koko ja osakkeen likviditeetti ovat diskonttoteikijöitä

Sisällysluettelo

Relais Group lyhyesti	5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Sijoitusprofiili	15
Strategia	16-18
Markkinat ja kilpailu	19-29
Historiallinen kehitys	30-33
Ennusteet	34-40
Arvonmääritys ja suositus	41-44
Taulukot	45-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

Relais Group lyhyesti

Relais Group on ajoneuvojen varaosien ja lisävarusteiden tukkumyyjä, joka toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Baltiassa. Yhtiö on kasvanut ja aikoo kasvaa jatkossakin vahvasti sekä orgaanisesti että yritystoitoilla. Ulkomaantoimintojen osuus liikevaihdosta on noin 55 %.

2010

Perustamisvuosi

2019

Huzellsin ja ABR:n hankinta, joka kasvatti liikevaihtoa 65 %
Pörssilistautuminen

+18,9 % 2015-2019

Raportoidun liikevaihdon vuosikasvu

+3,9 % 2015-2019

Liikevaihdon orgaaninen vuosikasvu

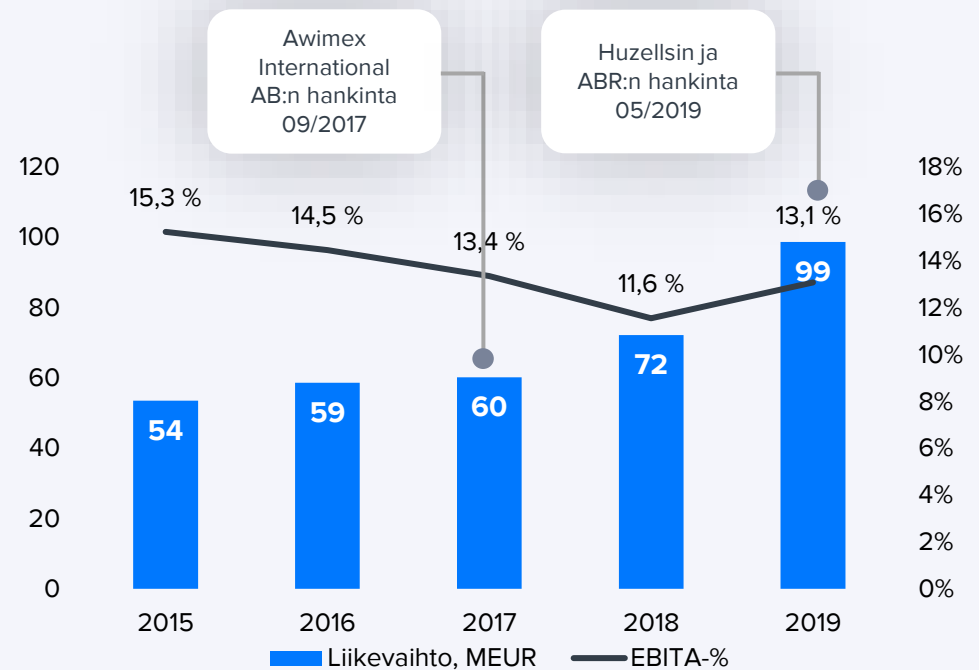
13,0 MEUR (13,1 % liikevaihdosta)

Liikevoitto ennen liikearvopoistoja 2019

292

Henkilöstö 6/2020

Lähde: Relais / Inderes



Liiketoimintamalli 1/4

Liiketoimintamallin yleispiirteet

Relais Groupin liiketoimintamallin keskeisimmät piirteet ovat seuraavat:

- **Keskittyminen tukkumarkkinaan.** Tiukalla fokuksella Relais uskoo säilyttävänsä toiminnan hyvän ohjattavuuden ja pitävänsä kiinteät kustannukset kurissa. Relaisin asema arvoketjussa antaa sille mahdollisuuden paitsi vähittäismyyjien palvelemiseen (edempänä arvoketjussa) myös ajoneuvojen räätälöintiä ja varustamista harjoittavien yritysten palvelemiseen (taempaan arvoketjussa).
- **Leveä tuotetarjonta.** Relais ylläpitää yli 150000 varastonimikettä (stock keeping unit, SKU). Luku on selvästi enemmän kuin useimmilla kilpailijoilla ja se mahdollistaa melkein minkä tahansa asiakkaan tarvitseman tuotteen nopean toimituksen.
- **Erikoistuminen sähköosiin.** Sähköosien markkina kasvaa arviomme mukaan muuta varaosa- ja tarvikemarkkinaa nopeammin ja fokuusoituminen sähköosiin differoi Relaisin monista kilpailijoista. Myös sähköosien katteet ovat keskimäärin muuta tuotetarjontaa parempia.
- **Ystävällismieliset ja ostokohteen sitouttavat akvisitiot.** Relaisin ostokohteet saavat laajan autonomian, synergioita haetaan kasvun eikä kulukarsinnan kautta ja

ostokohteiden johto voidaan sitouttaa Relaisiin omistuksen kautta.

- **Investointien ja kiinteiden kulujen pitäminen pieninä.** Relais toimii kaikkialla vuokratiloissa ja sen tarvitsema kalusto (esim. trukit) on useimmiten leasattu. Kokonaisuutena kulurakenne on liikearvopoistoja lukuunottamatta keskipitkällä aikavälillä erittäin joustava.

Konserniyhtiöiden profiilien erot säilytetään

Relaisin Ruotsista tekemien akvisitioiden jälkeen konserniin tuli tytäryhtiöitä, joiden asiakas- ja tuoteprofiilit poikkeavat merkittävästi ”vanhan” Relaisin (Startax Finland) profiilista. Esimerkiksi Huzells i Karlstad on keskittynyt puhtaasti raskaan liikenteen palvelemiseen ja Awimex kevyisiin hyötyajoneuvoihin. Myös tuoteryhmien erikoistumisalueissa on eroja. Näiden erojen salliminen tai jopa vaaliminen ja samalla kohdeyhtiöiden perinteisten vahvuuksien hyödyntäminen on linjassa Relaisin strategian kanssa emmekä usko yhtiön tulevan muuttamaan hankittujen tytäryhtiöiden profiileja ilman painavia perusteita.

Sivun 8 taulukko kuvaa Ruotsista hankittujen yhtiöiden eroja suhteessa Startax-yhtiöihin.

Hankinnat jakautuvat satojen osatoimittajien kesken

Relaisin periaatteena neuvotteluissa osatoimittajien kanssa on, että toimitussopimusten yleiset ehdot

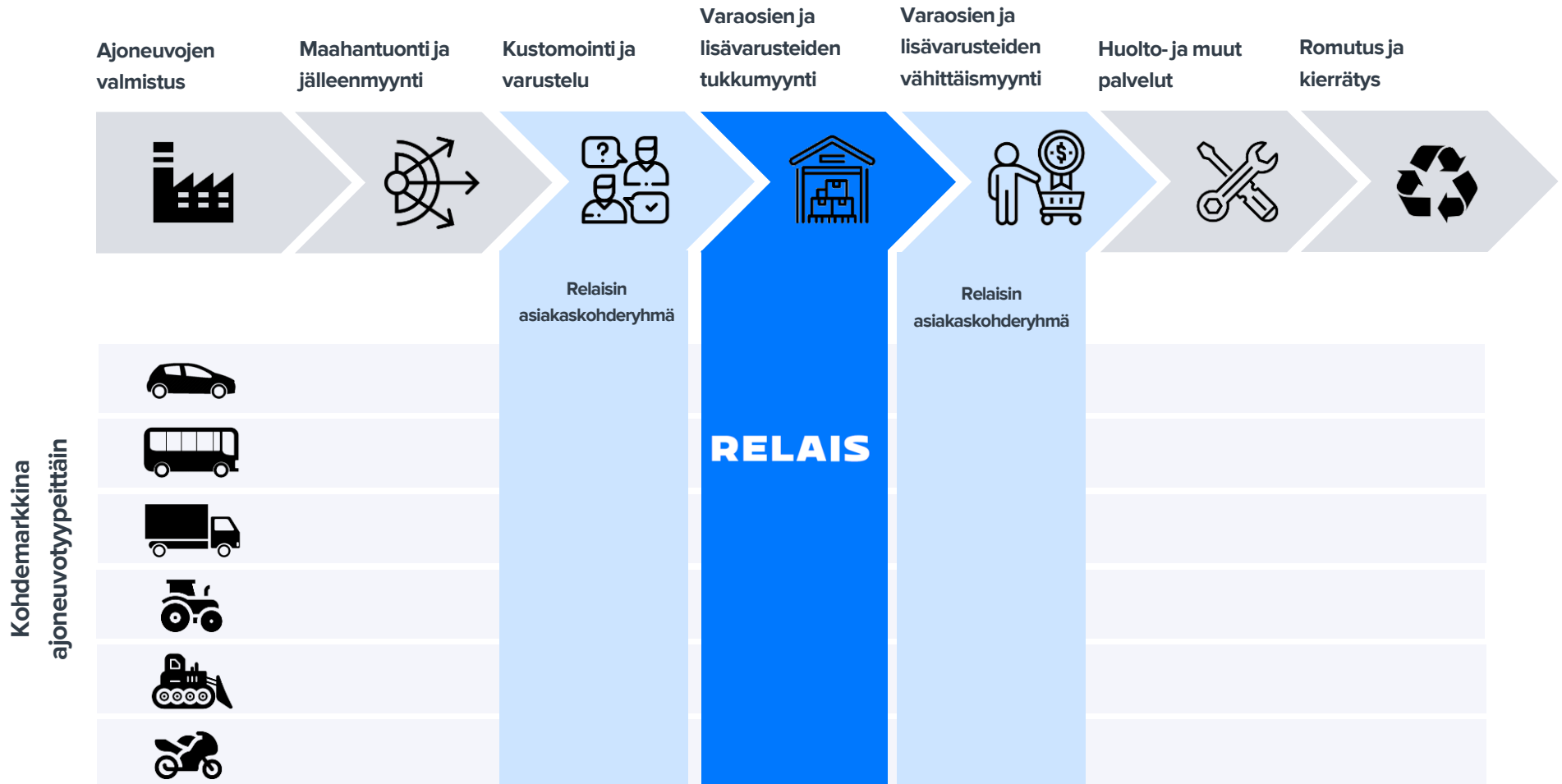
sovitaan keskitetysti ja Relaisin tytäryhtiöt päättävät omista ostoistaan em. yleisten ehtojen puitteissa. Osien toimitusajat vaihtelevat muutamista päivistä kuukausiin. Pidemmät toimitusajat koskevat tavallisesti valaistukseen liittyviä osia sekä valmistuskumppaneilta tulevia osia.

Relaisilla on satoja osatoimittajia. Yhdenkään toimittajan osuus Relaisin hankinnoista ei ylitä 10 %, joten toimittajariski on pieni. Relaisilla on muutamia erikoisosien toimittajia, jotka ovat ko. komponenttien ainoita toimittajia. Selvä pääsääntö kuitenkin on, että kullakin osalla on useampia vaihtoehtoisia toimittajia. Toisaalta Relais ei myy mitään osia yksinoikeudella. Yhtiön mukaan tämä ei kuitenkaan ole ongelma ja kilpailuedut luodaan toisaalla.

Relais on globaalin, 182 varaosa- ja tarviketukkuria käsittävän Nexus-yhteenliittymän jäsen. Nexus tarjoaa jäsenilleen skaalaetuja ostoissa varaosavalmistajilta, apua suhteiden luomisessa valmistajiin sekä tukea laadunvarmistukseen, logistiikkajärjestelyihin, koulutukseen jne. Toimialalla volyyomialennukset eivät ole yleensä kovin suuria, Relaisin mukaan muutamia prosentteja. Merkittävien ostajien ostoissa sovelletaan kuitenkin nettihinnoittelua, joka voi olla huomattavastikin pienen ostajan maksamaa hintaa alempi. Nexus-yhteistyön ansiosta Relais säästää ostoissaan muutamia satoja tuhansia euroja vuodessa.. Relais on viimeisen vuoden aikana kasvattanut edelleen toimittajaverkostaan mm. Nexus-verkoston sekä ruotsalaisten tytäryhtiöidensä avulla.

Ajoneuvomarkkinan arvoketju ja Relaisin positio

Ajoneuvomarkkinan arvoketju



Relaisin tärkeimpien tytäryhtiöiden ja tuotemerkkien profiilit

Yhtiö (tuotemerkki)					
Kohderyhmä	Henkilöautot, hyötyajoneuvot	Henkilöautot	Raskaat hyötyajoneuvot	Kevyet hyötyajoneuvot	Raskaat hyötyajoneuvot
Erikoistumisalue	Valaistus, sähkövaraosat, muut sähköosat	Jarrujärjestelmät	--	Valaistus, muut sähköosat	--
Toimialue	Suomi, Ruotsi, Norja, Baltia	Ruotsi	Ruotsi	Ruotsi	Ruotsi
Logistiikkakeskus	Lempäälä	Sundbyberg ja Malmö	Karlstad	Simrishamn	Gävle
Liikevaihto-osuus, 2019 pro forma	46 %	22 %	10 %	6 %	7 %

Liiketoimintamalli 2/4

Relais on saanut tarjoamaansa lisää globaaleja brändejä, jotka eivät lähtökohtaisesti ole etsimässä lisää jakelijoita mutta joihin Relaisin pohjoismainen konsepti on tehnyt vaikutuksen. Samalla asiakkaat tietenkin hyötyvät Relaisin laajentuneesta tarjoomasta. Relaisin mukaan pienen varaosatukkurin voi olla hyvin vaikea ylipäänsä luoda asiakassuhdetta isoon valmistajaan. Relais ei anna osatoimittajille volyymitakuita alennusten toivossa, vaan ostovolyymit kehittyvät täysin kysynnän ohjaamina.

Varastot ja logistiikkakeskukset lähellä asiakaskeskittymiä

Relaisin omista ostoista suurin osa tapahtuu Euroopassa ja pienempi osa Aasiassa. Kuljetukset toimittajilta ja valmistuskumppaneilta yhtiön logistiikkakeskuksiin (4 kpl) tapahtuvat rekka- ja merirahtina ja logistiikkakeskuksista edelleen muihin omiin varastoihin (7 kpl) logistiikkapartnereiden avulla. Toimitukset ovat vain harvoin aikakriittisiä ja esimerkiksi lentorahtina tapahtuvien kiiretoimitusten osuus on hyvin pieni. Logistiikkakulut ovat arviomme mukaan vain joitakin prosentteja tuotteiden ostohinnoista. Toimitusajat ovat Euroopassa 1-2 viikkoa, mutta esimerkiksi uuden Aasiasta hankittavan valomallin osalta se voi olla 6 kuukauttakin.

Relaisin logistiikkakeskukset ja varastot ovat seuraavat:

Paikkakunta	Maa	Tehtävä	m ²
Lempäälä	Suomi	Logistiikkakeskus	16 200
Vantaa	Suomi	Varasto	1 500
Turku	Suomi	Varasto	300
Tallinna	Viro	Varasto	1 000
Sundbyberg	Ruotsi	Logistiikkakeskus	7 100
Gävle	Ruotsi	Varasto	3 000
Karlstad	Ruotsi	Logistiikkakeskus	6 100
Simrishamn	Ruotsi	Varasto	1 000
Malmö	Ruotsi	Logistiikkakeskus	3 800
Oslo	Norja	Varasto	800
Viborg	Tanska	Varasto	200
Yhteensä			41 000

Lähde: Relais

Logistiikkakeskukset ja varastotilat ovat suurten asutuskeskusten läheisyydessä (poislukien Karlstad, joka palvelee raskasta liikennettä) eli lähellä vähittäismyyjäsiakkaiden toimipisteiden keskittymiä.

Relaisin ylläpitämästä suuresta varastonimikkeiden määrästä seuraa varaston koon kasvu kolmella ulottuvuudella: 1) eri varaosakategoriat; 2) eri ajoneuvomallit ja 3) yksittäisen ajoneuvomallin eri vuosimallit. Nimikkeiden määrä on kasvanut samalla kun autojen mallikirjo on kasvanut ja Relaisilla nimikkeiden määrä on kaksinkertaistunut 10 vuodessa. Käsityksemme mukaan perinteinen 80/20-peukalosääntö (20 % osista tuo 80 % liikevaihdosta) pätee aggregaattitasolla myös Relaisilla. Keskiarvoa hitaammin kiertävistä osista saadaan kuitenkin parempi suhteellinen kate.

Toimitukset asiakkaille tapahtuvat joko Relaisin tai asiakkaan omien logistiikkapartnereiden avulla. Asiakkailla on mahdollisuus noutaa tuotteita myös itse Relaisin toimipisteistä, mutta näiden noutojen osuus kaikista toimituksista on pieni.

Moderni digitaalinen hakemisto markkinoinnin selkäranka

Relaisin oma digitaalinen tuotehakemisto on vuosien kehitystyön tulos ja sen perusominaisuuksia ovat ajoneuvon rekisterinumeroon pohjautuva tuotehaku, reaaliaikaisuus hinnan, saatavuuden ja toimitusajan osalta sekä asiakkaan asiointihistoriatietojen hallinta. Nämä ominaisuudet löytyvät kuitenkin kilpailijoiltakin, mutta Relaisin mukaan sen kilpailuetuna ovat huomattavasti kilpailijoita kehittyneemmät hakukriteerit, jolloin asiakkaalle voidaan heti tarjota oikea vaihtoehto eikä alalla tavanomaista 4-5 vaihtoehdon listaa, joka voi perustua väljempiin geneerisiin hakukriteereihin.

Paljon asiakkaita ja pieni asiakasriski

Relaisin asiakasmäärä on iso eli kaikkiaan noin 8000. Viimeisen vuoden aikana kasvua ovat tuoneet etenkin ruotsalaisen TD Tunga Delar Sverige AB:n hankinta (nettona arviolta +700 kpl) sekä tanskalaisen SEC Scandinavia A/S:n hankinta (noin +300 kpl). Yhdenkään asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ylitä 10 % ja arvioimme suurimman asiakkaan osuudeksi 6-7 % liikevaihdosta.

Relaisin varastot ja logistiikkakeskukset

- 1 Lempäälä 16 200 m²
- 2 Vantaa 1 500 m²
- 3 Turku 300 m²
- 4 Tallinna 1 000 m²
- 5 Gävle 3 000 m²
- 6 Sundbyberg 7 100 m²
- 7 Karlstad 6 100 m²
- 8 Simrishamn 1 000 m²
- 9 Malmö 3 800 m²
- 10 Oslo 800 m²
- 11 Viborg 200 m²



Liiketoimintamalli 3/4

Kaikkiaan asiakasriski on siis hyvin pieni. Aktiivisten asiakkaiden määrä maittain jakautuu seuraavasti: Suomi n. 2200 kpl (28 % kaikista), Ruotsi 3400 kpl (43 %), Norja 900 kpl (11 %), Tanska 300 (4 %) ja Baltia 1200 kpl (15 %).

Liikevaihto voidaan jakaa segmentteihin monilla perusteilla

Relaisin liikevaihdon jakautumista segmentteihin voidaan tarkastella useammasta näkökulmasta. Tarkkoja lukuja yhtiö ei julkista, joten arviot ovat pitkälti Inderesin omia.

- 1. Asiakasryhmittäin.** Relais toimittaa osia sekä integroiduille (tukku- ja vähittäismyynti) varaosaketjuille että riippumattomille varaosamyyjille. Arvioimme mukaan liikevaihto jakautuu näiden ryhmien kesken suhteessa 40 % / 60 %.
- 2. Ajoneuvoluokittain.** Relais toimittaa osia sekä henkilöautoihin että hyötyajoneuvoihin. Ensin mainittu ryhmä on merkittävämpi ja arvioimme henkilöautojen osien osuudeksi liikevaihdosta noin 65 % ja hyötyajoneuvojen noin 35 %.
- 3. Tuoteryhmittäin.** Relais toimittaa ajoneuvoihin sekä varaosia että lisävarusteita. Arvioimme varaosien edustavan liikevaihdosta 60-70 % ja lisävarusteiden 30-40 %. Viime mainittu osuus on arvioimme mukaan selvästi suurempi kuin markkinalla keskimäärin johtuen Relaisin erikoistumisesta valaistukseen liittyviin osiin.

4. Sähkökomponenttien osuuden perusteella. Ajoneuvojen sähköisten komponenttien osuus kaikista ajoneuvonosista on rahassa mitattuna noussut vuoden 2010 noin 27 %:sta nykyiseen noin 40 %:iin (lähde: Deloitte). Arvioimme sähköisten komponenttien osuuden Relaisin liikevaihdosta olevan 40-50 %. Sähköosista merkittävä osa on valoja, joiden osuus liikevaihdosta kasvaa ristiinmyynnin ansiosta. Osuus on tällä hetkellä noin 20 % ja se on kasvanut arviolta 1 %-yksikön tahtia vuosittain. Relais muun muassa ylläpitää Thelights-nimistä portaalia (thelights.fi), jossa esitellään ja myydään ammattikäyttöön tarkoitettuja valaisinratkaisuja. Näitä valaisimia käyttävät viranomaiset, kuljetusalan ammattilaiset, työmaat, kaivokset, veneilijät, moottoriurheilijat ja myös yksityisautoilijat.

5. Tuotemerkeittäin. Relais myy sekä johtavien globaalien tuotemerkkien (kuten Valeo, ZF ja Defa) että omien tuotemerkkien (kuten X-Vision, BullBoy, BullPro, Seeker ja W-Light) varaosia ja lisävarusteita. Relaisin mukaan sillä on omia aktiivisia tuotemerkkejä noin 10 kpl ja näistä suurin osa on valoja.

Relaisilla on muutamien asiakkaiden kanssa vuositavoitteita sisältäviä sopimuksia. Vuosisopimuksissa asiakkaiden maksamat hinnat vaihtelevat asiakkaan koon ja ostovolyymien mukaan. Vuosiestojen pohjalta maksettavien ostohyvitysten määrä on kuitenkin käsityksemme

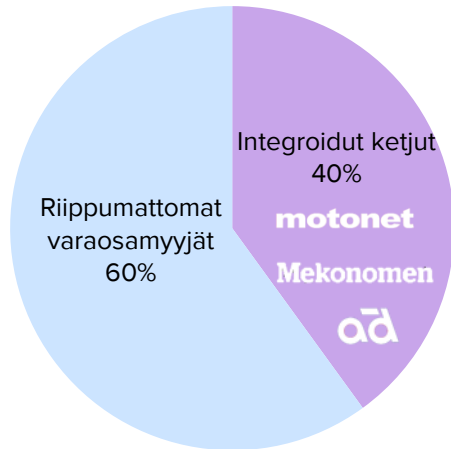
mukaan enimmilläänkin muutamia prosentteja.

Relaisin mukaan keskeistä asiakassuhteiden syntymisessä ja säilyttämisessä on yhtiön joustava toimintamalli sekä nopeiden vastauksien antaminen asiakkaiden tiedusteluihin. Vaikka tuoreita mittauksia asiasta ei ole, asiakastyytyväisyys on Relaisin mukaan korkeaa luokkaa. Yhtiö ei ole myöskään kokenut viime vuosina merkittäviä asiakasmenetyksiä.

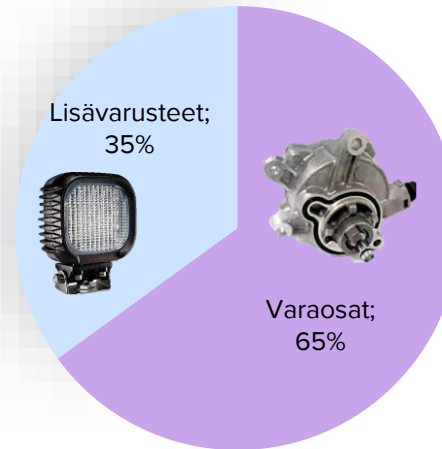
Liikevaihdon jakautuminen

Vuoden 2019 pro forma -liikevaihdon jakautuminen eri perusteilla, arvio

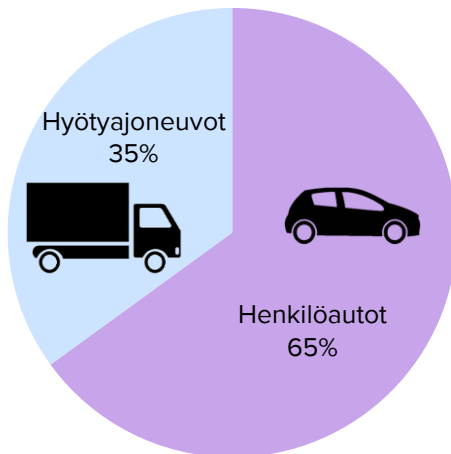
Asiakasryhmät



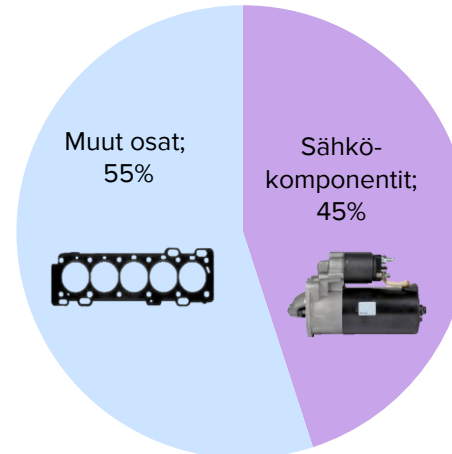
Tuoteryhmät



Ajoneuvoluokat



Sähkö- ja muut komponentit



Liiketoimintamalli 4/4

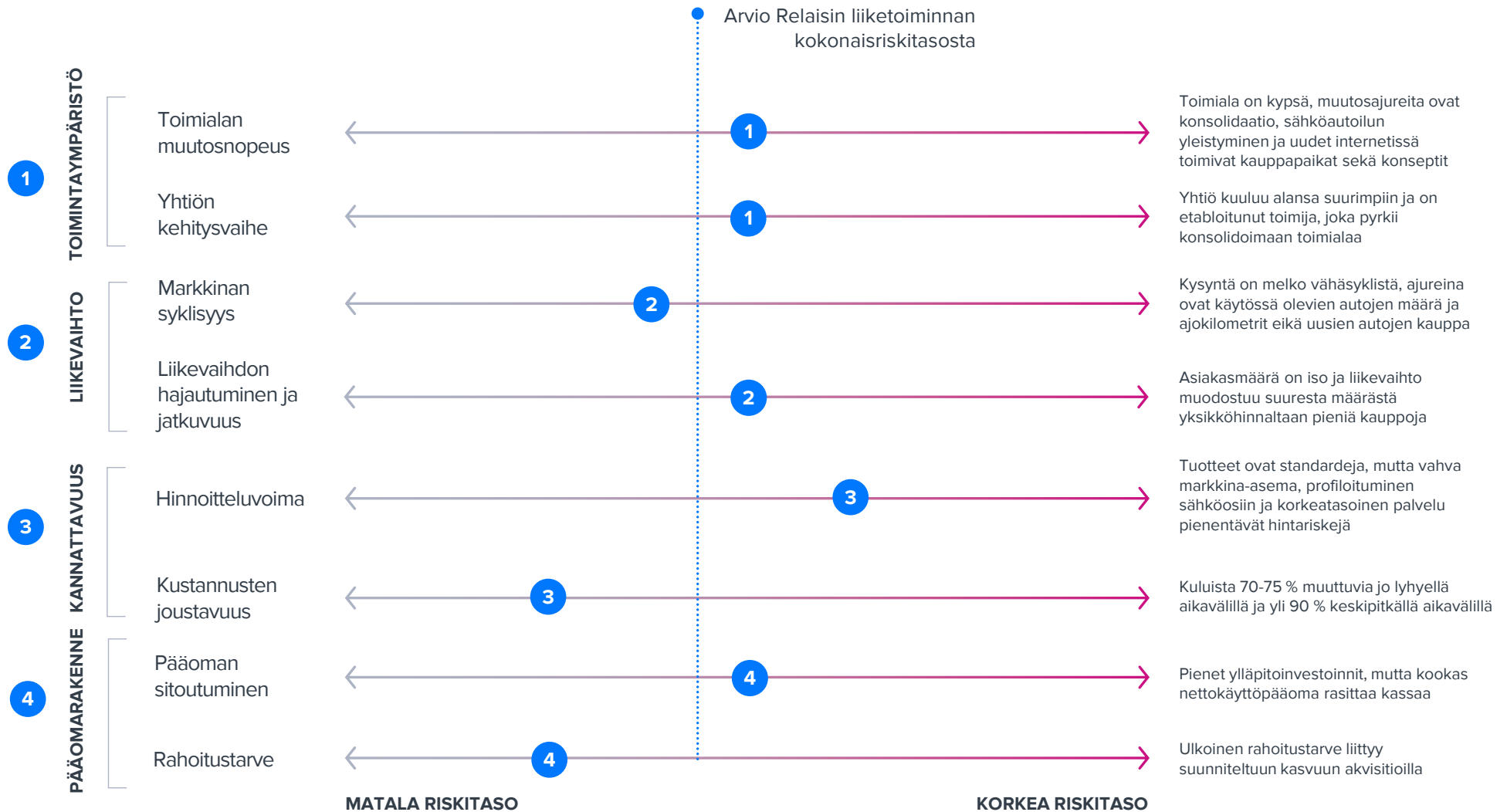
Liiketoimintamallin arvio

Näemme Relaisin liiketoimintamallissa lukuisia positiivisia seikkoja:

- Keskittyminen tukkumarkkinaa tekee toiminnasta paljon helpommin hallittavaa verrattuna siihen, että yhtiö olisi mukana myös esimerkiksi vähittäismarkkinalla. Etuja ovat säästöt ja pienemmät riskit esimerkiksi markkinoinnissa, henkilöstössä ja rekrytoinneissa, toiminnan ohjausjärjestelmissä ja kiinteistöjen hallinnassa.
- Leveä tuotetarjonta merkitsee hyvää asiakaspalvelukykyä ja pientä riippuvuutta yksittäisistä toimittajista. Yhtiön keskittyminen sähköosiin taas merkitsee nopeampaa kasvua ja selvempää erottautumista kilpailijoista samalla kun se parantaa yhtiön valmiuksia palvella laajenevaa sähköautoasiakaskuntaa.
- Vähäriskinen akvisitiostategia. Yritysostot ovat Relaisin kasvustrategian keskeinen komponentti ja yhtiön ystävällismielinen, laajan autonomian tarjoava, kohdeyrityksen omistajat ja johdon sitouttava sekä säästöjen sijaan kasvulähtöisiä synergioita tavoitteleva toimintatapa pienentää integraatioon liittyviä riskejä.
- Toiminta vuokratiloissa tuo yritykselle joustavuutta sekä operatiivisesti että kulurakenteessa.
- Konsernirakenne monimutkaistuu akvisitioiden myötä ja toiminnan ohjaus, valvonta ja raportointi tarvitsevat koko ajan enemmän resursseja.
- Erittäin leveä tuotetarjonta kasvattaa varastoa selvästi, sitoen pääomaa ja heikentäen eräitä tunnuslukuja. Vuoden 2019 lopussa tuotevarasto vastasi 52 %:sta Relaisin saman vuoden varaosaostoja (pro forma) kun verrokkiryhmän mediaani oli 39 %. Relais argumentoi varastonsa suurta kokoa sanomalla, että kyky toimittaa nopeasti on eräs yhtiön keskeisimpiä kilpailuetuja ja että profiloitumisensa vuoksi yhtiö myös joutuu varastoimaan ennakkoon varsin paljon kausitavaraa eli etenkin valaistukseen liittyviä osia. Leveä tuotetarjonta asettaa myös kovat vaatimukset nimikkeiden hallintajärjestelmälle (SKU management) hitaasti kiertävien, paljon tilaa vievien tai muista syistä huonosti kannattavien nimikkeiden tunnistamisen suhteen.

Liiketoimintamallin heikkouksia tai ainakin riskejä ovat mielestämme seuraavat:

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vähäsyklinen toimiala

2.

Kasvuhakuisuus

3.

Joustava kulurakenne ja vakaa tuloshistoria

4.

Toimialan hidas kasvu

5.

Akvisitioihin liittyvät riskit

Potentiaali



- Kysynnän ajurit eli käytössä oleva ajoneuvokanta ja sillä ajetut kilometrit eivät heilahtele suhdanteiden myötä.
- Yhtiö on kasvanut ja aikoo jatkossakin kasvaa vahvasti etenkin yritysostoilla
- Kulurakenne on liikearvopoistoja lukuunottamatta keskipitkällä aikavälillä erittäin joustava.
- Toimialueensa johtaviin yrityksiin kuuluva Relais on potentiaalinen akvisitiokohde.

Riskit



- Epäonnistuminen akvisitiokohteen arvioinnissa, integroinnissa ja hinnoittelussa
- Uudet digitaaliset markkinapaikat ja poikkeavat liiketoimintamallit
- Sähköautoilun yleistyminen alkaa painaa varaosamarkkinaa
- Osakkeen melko alhainen likviditeetti

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian kulmakivet

Relaisin strategisena tavoitteena on kasvu sekä orgaanisesti että akvisitioilla ja näihin tavoitteisiin liittyen parantaa suhteellista kannattavuutta. Strategian kulmakiviä ovat seuraavat:

- 1. Erikoistuminen.** Relais fokusoituu pelkästään tukkukauppaan eikä arviomme mukaan aio laajentua arvoketjussa taaksepäin (mm. ajoneuvojen kustomointiin ja varustelemiseen erikoistuneet yritykset) tai eteenpäin (vähittäismyyjät) vaan pitää em. ryhmät mieluummin asiakkaina. Tiukalla fokuksella Relais haluaa pitää toiminnan ohjattavuuden helppona ja samalla kiinteät kustannukset kurissa. Myös erikoistuminen sähköosiin tuo sille etuja: a) sähköosien markkina kasvaa muuta varaosa- ja tarvikemarkkinaa nopeammin; b) se tarjoaa mahdollisuuden differoitua kilpailijoista, jotka ovat pääosin yleistukkureita ja c) Relaisin pitkä kokemus sähköosista ja kyky tarjota asiakkaille ratkaisuja kasvattaa asiakasuskollisuutta.
- 2. Orgaaninen kasvu.** Tavoitteena on kasvaa orgaanisesti kohdemarkkinaa nopeammin ja kasvua tukevia toimia ovat uudet tuotekategoriat, uusasiakashankinta ja eri yksiköiden välisten ristiinmyynti-mahdollisuuksien hyödyntäminen.
- 3. Kasvu akvisitioilla.** Strategian toteuttamisesta yhtiöllä on jo vahvaa näyttöä ja Relais on aktiivinen toimija konsolidoitu-

valla markkinalla. Vuodesta 2014 yhtiö on tehnyt seitsemän yritysostoa, joista neljä Ruotsissa, yksi Norjassa, yksi Tanskassa ja yksi Suomessa. Koska akvisitiot ovat hyvin keskeisessä asemassa Relaisin kasvustrategiassa, käsittelemme akvisitiostrategiaa tarkemmin seuraavassa osiossa.

- 4. Suhteellisen kannattavuuden parantaminen.** Tavoiteltu orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu parantaa kannattavuutta sekä suoraan (skaalaeduct ostoissa) että epäsuorasti (esim. akvisitiokohteen kanssa toteutettava ristiinmyynti kasvattaa liikevaihtoa ja operatiivisen vivun kautta hieman myös liikevoittomarginaalia). Relaisin digitaalisen hakemiston laajempi hyödyntäminen konsernissa tuo skaalautuvuutensa vuoksi lisäpotentiaalia marginaaliparannukseen.

Akvisitiostrategia on osoittanut toimivuutensa

Relais on kiinnostunut seuraavan tyyppisistä akvisitiokohteista: 1) niiden strateginen yhteensopivuus on hyvä (toimintamalli ja/tai asiakassektorit ovat samantyyppisiä eikä kohteissa ole tarvetta isoihin uudelleenjärjestelyihin); 2) ne ovat vahvoja toimijoita alueillaan ja 3) niissä on hyvää synergiapotentiaalia mm. ristiinmyynnin ja Relaisin digitaalisen hakemiston hyödyntämisen kautta. Keskeinen osa akvisitiota edeltävää selvitystyötä on kohteen tuotevalikoiman

läpikäynti ja sen soveltuvuuden sekä synergiamahtoisuuksien varmistaminen. Relaisin akvisitiostrategia on vähäriskinen, sillä kohteiden annetaan säilyttää omat tuotemerkkinsä ja tietojärjestelmien integrointitarve halutaan pitää minimissä (Relais ei esim. käynnistä raskaita ERP-projekteja). Kohteet ovat usein perheomisteisia ja vanhojen omistajien sitoutuminen akvisition jälkeen voidaan varmistaa omistusjärjestelyin Relaisissa. Näin meneteltiin mm. ABR:n ja Huzellsin hankinnoissa.

Akvisitiokohteen tulisi olla riippumaton tukkutoiminnan harjoittaja, mutta Relais hyväksyy myös kohteen oman korjaamotoiminnan silloin kun kyseessä on hyötyajoneuvoihin keskittyvä toimija. Kohteen liikevaihto saa Relaisin mukaan olla mitä tahansa 2 ja 100 MEUR:n välillä, mutta sen kannattavuuden tulee olla kunnossa eli liikevoittomarginaalin mieluusti vähintään 10 %. Akvisitioiden maantieteellinen fokus on Pohjoismaissa, minkä tarkoitaneen että Baltian markkinaa ei nähdä akvisitiomielessä kiinnostavana. Relaisin kohdeyhtiöille tarjoama houkutin on mahdollisuus kasvaa Relaisin olemassa olevan infrastruktuurin eli toimipaikkaverkon, toimittaja- ja asiakassuhteiden sekä mm. digitaalisen hakemiston turvin. Esimerkiksi Tunga Delarin hankinnassa tämä oli keskeinen argumentti yhtiön omin voimin tapahtuvan kasvun muututtua työlääksi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Potentiaalisten akvisitiokohteiden seulominen ja alustavat yhteydenotot ovat Relaisissa toimitusjohtaja Arni Ekholmin ja hallituksen jäsen Jesper Otterbeckin vastuulla. Ulkopuolisia neuvonantajia kuten asianajajia käytetään prosessin myöhemmissä vaiheissa, mutta varsinaisia investointipankkeja ei juurikaan käytetä. Relaisin potentiaalisten ostokohteiden eli ensimmäisen seulan läpäisseiden yhtiöiden määrä on kymmeniä. Dialogia käydään jatkuvasti ja Relaisin mukaan potentiaalinen ostokohde hyvin harvoin torjuu suoralta kädeltä ajatuksen yrityskaupasta. Suurin osa potentiaalisista kohteista tunnetaan ”ainakin jollakin tasolla”.

Relaisin kriteerinä on saada ostokohteesta 67-100 %:n omistus eikä esim. 51 %:n omistus-osuutta pidetä riittävänä. Priorisoitu toimintatapa on, että yrittäjä joko jää osakkaaksi ostokohteeseen tai tulee suoraan osakkaaksi Relaisiin. Viime aikoina painopiste on ollut jälkimmäisessä mallissa. Relaisin mukaan on hyvin harvinaista, että myyjä ei sijoittaisi kaupassa saamistaan varoista mitään takaisin Relaisiin. Toimivan johdon ja avainhenkilöiden jatkaminen ostokohteessa on Relaisille ensiarvoisen tärkeää ja avainhenkilöiden mahdollinen vaihtuminen on Relaisille kaupan este. Jo ennen Huzells-hankintaa yhtiöstä oli lähtenyt joitakin myynnin avainhenkilöitä kilpailijan palvelukseen ja tämä näkyi vasta kaupan toteutumisen jälkeen joinakin Huzellsin asiakasmenetyksinä. Sittemmin tilanne on

stabiloitunut ja osa sekä lähteneistä asiakkaista että myyntihenkilöistä on palannut Huzellsille.

Relais sanoo kehittäneensä ostokohteen integrointiin toimintatavan, jossa ei ole raskaita rakenteita ja toiminnassa keskitytään oleelliseen. Ostokohteiden samankaltaisuus on tässä ollut avuksi. Esimerkki onnistuneesta hankinnasta on tammikuussa 2020 hankittu TD Tunga Delar, jonka johto sai Relaisin mukaan-tulon jälkeen helpotusta hallinnolliseen työhön ja pystyi keskittymään itse liiketoimintaan. Myös TD:n synergiat Huzellsin kanssa ovat huomattavia.

Taloudelliset tavoitteet

Relaisin julkistamat taloudelliset tavoitteet eivät sisällä numeerisia tavoitteita suhteelliselle kannattavuudelle. Yhtiö on kuitenkin julkistanut kasvu- ja synergiatavoitteensa sekä osinkopolitiikkansa:

- **Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu.** Yhtiön tavoitteena on jatkaa keskimäärin markkinaa nopeampaa kasvua, mitä tukevat tavoiteltavat synergiat, kuten ristiinmyynti nykyisten ja hankittujen yhtiöiden välillä. Relaisin markkina on aiemmin kasvanut 1-3 % vuosittain riippuen tuotekategoriasta ja maantieteellisestä alueesta ja arvioimme saman kasvutahdin jatkuvan.

- **Liikevaihdon kaksinkertaistaminen vuosina 2020-2024.** Koska tavoitteen julkistamisen (syksy 2019) aikaan vertailukohtana oli vuoden 2018 119 MEUR:n pro forma – liikevaihto, tulkitsemme tämän tarkoittavan 240 MEUR:a. Kasvun komponentteja ovat a) kohdemarkkinan keskimäärin 1-3 %:n vuosikasvu (CAGR); b) Relaisin orgaaninen kasvu markkinaa nopeammin uusien tuotekategorioiden, uusasiakashankinnan ja olemassa olevien yksiköiden ristiinmyyntimahdollisuuksien kautta ja c) kasvu akvisitioilla, joita aiotaan tehdä 1-2 kappaletta vuosittain.
- **6-8 MEUR:n ristiinmyyntisynergiat (liikevaihto) ABR:n ja Huzellsin hankinnoista.** Tavoite aiotaan saavuttaa annualisoituna vuoteen 2021 mennessä. Suoraan tulosvaikuttavia lisäsynergioita haetaan lisävolyymien myötä alenevista hankintahinnoista.
- **Osinkosuhde vähintään 30 % liikearvopoistoilla oikaistusta nettotuloksesta.** Tavoite tarkoittaa suhdanteen yli laskettua keskiarvotasoa ja hallituksen osinkoehdotuksessa tullaan huomioimaan oman pääoman määrä sekä tulevat rahoitus- ja investointitarpeet.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Strategia on mielestämme tasapainoinen

Relaisin toimiala on fragmentoitunut, mikä ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumarkkinalla tarkoittaa melko alhaista alalletulon kynnystä, vain maltillisia skaalaetuja, kohtuullisen isoja logistiikka- ja varastointikustannuksia, melko pieniä kiinteitä kustannuksia, laajaa tuoteportfolioa ja korostunutta tarvetta korkeatasoiseen, yksilölliseen asiakaspalveluun. Relaisin valitsema strategia laajentua akvisitiolla on melkein ainoa tapa kasvaa merkittävästi ja saavuttaa nopeasti jalansijaa uusilla markkinoilla.

Yhtiön tapa tarjota ostokohteille laaja autonomia ja samalla valvoa sekä ohjata niiden toimintaa ja työntekijöiden palkitsemista on mielestämme johdonmukainen. Keskittyminen vain arvoketjun yhteen osaan sekä erikoistuminen sähköisiin taas tarjoaa mielestämme yhtiölle hyvät edellytykset keskivertoa parempaan suoritukseen toimialalla. Kasvun tavoittelu yksiköiden ristiinmyynnin kautta on klassinen ja ”helppo” keino, jonka toimivuudesta Relaisilla jääme vielä odottamaan näyttöjä ja sama koskee ostoissa saavutettavia volyymisäästöjä. On kuitenkin muistettava, että vain 0,5 %-yksikön alennus Relaisin materiaalikuluissa merkitsisi 4 %:n parannusta konsernin liikevoittoon. Kokonaisuutena Relaisin strategia on mielestämme yhtiölle ja toimialalle hyvin soveltuva emmekä näe siinä erityisiä puutteita.

Taloudellisista tavoitteista haastavin on epäorgaaninen kasvu

Eri konserniyhtiöiden lukujen perusteella Relais on historiallisesti kasvanut markkinaa nopeammin (pro forma). Arvioimme orgaanisen vuosikasvun (CAGR) vuosina 2014-2019 olleen noin 4 %. Odotettujen synergioiden perusteella markkinaa nopeampi kasvu on mielestämme todennäköistä myös jatkossa.

Relaisin tavoittelema liikevaihdon kaksinkertaistaminen viidessä vuodessa noin 240 MEUR:oon vuonna 2024 kuulostaa vaativalta. Jos oletamme vuosien 2021-2024 keskimääräiseksi operatiiviseksi kasvuksi noin 5 % v/v (missä kasvussa koronasta toipuminen sekä 2019-2020:n yritysostojen tuomat liikevaihtosynergiat ovat keskeisessä roolissa), tulisi Relaisin tehdä ennustekaudella joka vuosi kaksi akvisitiota, joissa kohteiden liikevaihto olisi keskimäärin 11 MEUR ja kasvuvauhti 3-4 % v/v saavuttaakseen noin 240 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2024. Relaisilla on kuitenkin tiedossaan laaja potentiaalinen akvisitiokohderyhmä, jonka jäsenistä useamman kanssa käydään keskusteluja. Relaisin tavoitteen toteutuminen tarkoittaisi myös vain noin 6 %:n osuutta saavutettavissa olevasta markkinasta. Tässä suhteessa esitetty tavoite on realistinen. Käsittelemme Relaisin mahdollisten tulevien akvisitioiden vaikutuksia ennusteosiossa (s. 34-38).

ABR:n ja Huzellsin hankinnoilla tavoiteltujen 6-8 MEUR:n vuotuisten ristiinmyyntisynergioiden syntymisessä vuoden 2021 loppuun mennessä (run

rate) ollaan Relaisin mukaan edelleen suunnitellulla uralla. Etenkin valaistukseen liittyvien osien ristiinmyynti on käsityksemme mukaan sujunut erittäin hyvin. Emme näekään syytä epäillä tavoitteen saavuttamista.

Relais ei ole julkistanut taserakenteeseen liittyviä tavoitteita. Konsernin nettovelkaantumisaste 30.6.2020 oli kohtuullinen 54 %. Nettovelat/käyttökate -suhdeluku on 30.6.2020 taseen perusteella niin ikään kelvollinen 2,4x. Käsittelemme nettovelat/käyttökate –suhdelukua raportin ennusteosiossa.

Esitetty tavoite vähintään 30 %:n oikaistuksi osinkosuhteeksi on mielestämme realistinen. Ennusteissamme vuosien 2021-2023 oikaistu osinkosuhte on 32-33 % ja yhtiön nettovelkaantumisaste laskee samana aikana 38 %:sta 11 %:iin. Ennusteissamme ei ole arvioitu tulevia yritysostoja.

Markkinat 1/4

Kohdemarkkinalla noin 21 miljoonaa ajoneuvoa

Laajasti ymmärrettynä Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2019 lopussa noin 21,3 miljoonaa ajoneuvoa. Lukumäärästä 18,3 miljoonaa kappaletta (86 %) oli henkilöautoja ja 3,0 miljoonaa kappaletta (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa noin 2 %:n vuositahtia

Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi melko suhdannealtista. Esimerkiksi uusien henkilöautojen rekisteröintimäärä laski em. maissa 4 % vuonna 2012 ja 2 % vuonna 2018. Pitkän aikavälin trendi on kuitenkin positiivinen: vuosien 2011-2019 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli uusien henkilöautojen markkinalla 3,5 % ja hyötyajoneuvojen markkinalla 5,0 %. Edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2019 noin 115000 henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 46000 käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi 29 %:sta kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi. Käytettynä maahantuodut autot tietenkin kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Lisäksi käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa vaikka uusien ajoneuvojen markkina

supistuisikin ajoneuvojen käyttöään pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian henkilöautokanta samoin kuin hyötyajoneuvokanta on kasvanut reilun 2 %:n vuositahtia (CAGR) vuosina 2011-2019.

Ajoneuvokanta on iäkästä, mikä kasvattaa varaosatarvetta

Relaisin kohdemarkkinalla käytössä oleva ajoneuvokanta on varsin iäkästä. Käytössä olevat henkilöautot ovat Suomessa keskimäärin 12,2 vuoden, Ruotsissa 8,8 vuoden ja Baltian maissa 14-17 vuoden ikäisiä. Autokannan keski-ikä on lisäksi esimerkiksi Suomessa pikemminkin noussut kuin laskenut. Autokannan korkea keski-ikä kasvattaa vikaantumisalttiutta ja varaosien tarvetta.

Relais on omassa tarjonnassaan keskittynyt 4-10 vuoden ikäisiin ajoneuvoihin, jotka vastaavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa 30-40 %:sta koko autokantaa ja potentiaali tässä segmentissä on siksi merkittävä. 0-3 vuoden ikäisten autojen osalta maahantuojat ja merkiliikkeet useimmiten kattavat varaosatarpeet ja toisaalta yli 10 vuoden ikäisten autojen osalta omistajien kunnossapitomotivaatio ja usein myös taloudelliset edellytykset ovat vähäisempiä kuin uudemmissa ajoneuvoissa. Viime mainitunkin ryhmän tarvetta investoida ajoneuvojensa kunnossapitoon pitää kuitenkin yllä Relaisin toimialueella vallitsevat varsin tiukat katsastusmääräykset.

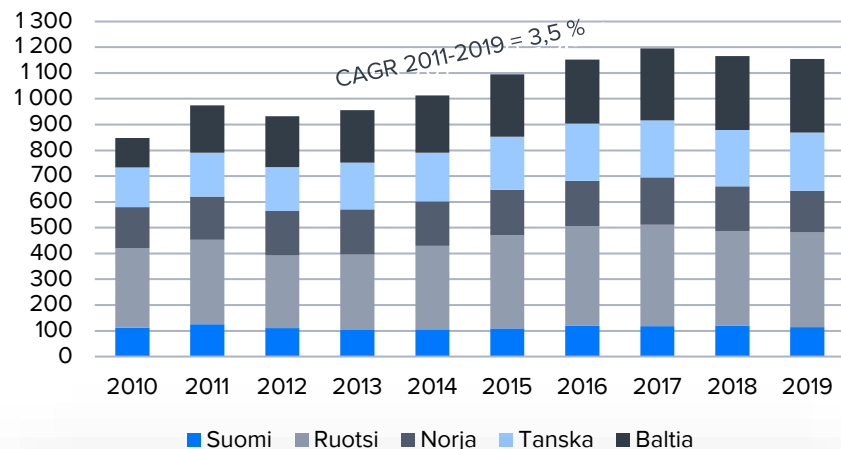
Sähköosien osuus autoissa koko ajan merkittävämpi

Henkilöauton sähköosien osuus auton kaikista valmistuskustannuksista on noussut vuoden 2010 noin 27 %:sta nykyiseen noin 40 %:iin (*lähde: Deloitte*). Tärkeimmät sähköiset osakokonaisuudet polttomoottoriautossa ovat kaikille järjestelmille virtaa tarjoavan akun lisäksi 1) voimalinjan osat (käynnistysmoottori, polttoaineen ruiskutus, moottorinohjauksyksikkö, jäähdytys); 2) koriin ja turvallisuuteen liittyvät osat (valot, ohjaustehostin, lukkiutumattomat jarrut, turvatyyny), 3) mukavuusvarusteet (ilmastointilaitte, istuinten / peilien / lukituksen säädöt, peruutustutka) ja 4) näytöt ja audio (radio/TV/DVD, puhelin, navigointisysteemi).

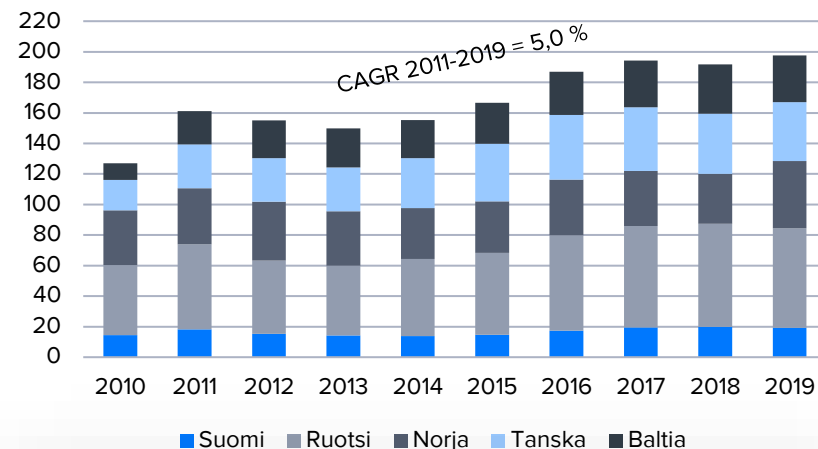
Monet auton sähköosat olivat aluksi kalliimpien automallien lisävarusteita, mutta ovat muuttuneet standardivarusteiksi ja osin pakollisiksi (kuten lukkiutumattomat jarrut EU:ssa v. 2005). Koska sähköosien määrä autoissa on kasvanut ja niiden yksikköhinta kasvaneen monimutkaisuuden vuoksi noussut, on koko markkinan euromääräinen kasvu ollut huomattavaa. Tämän vuoksi sen valitseminen Relaisin fokusalueeksi on ollut perusteltua.

Ajoneuvojen rekisteröintimäärät ja kannan kehitys

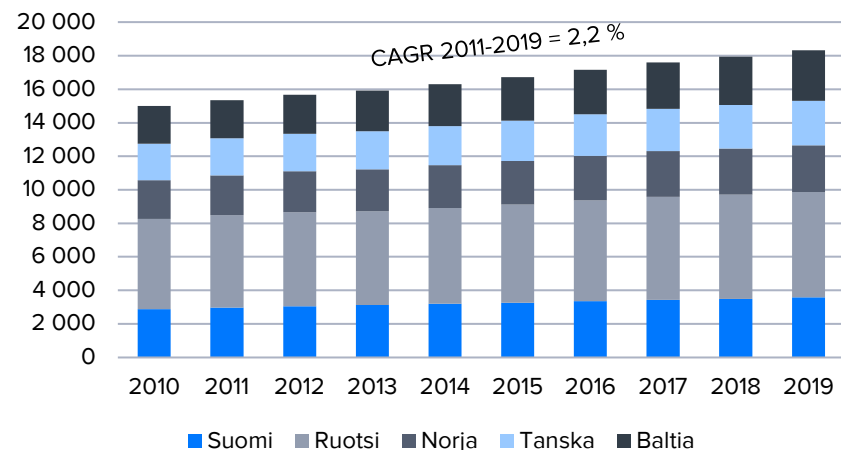
Henkilöautojen rekisteröinnit, 1000 kpl



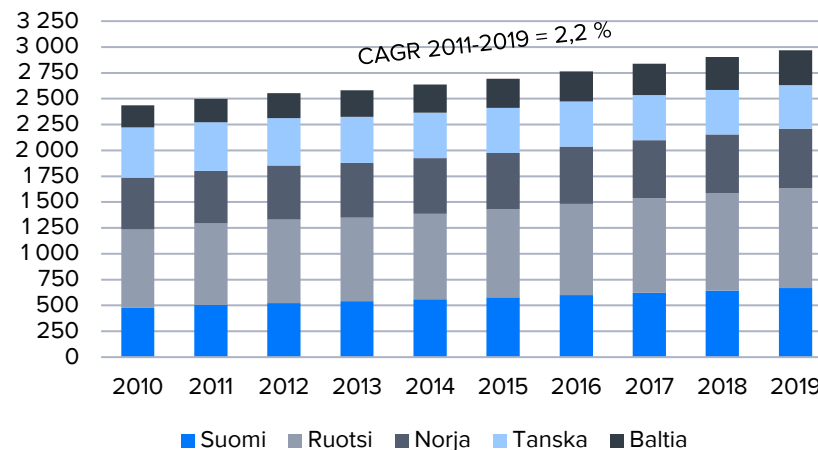
Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit, 1000 kpl



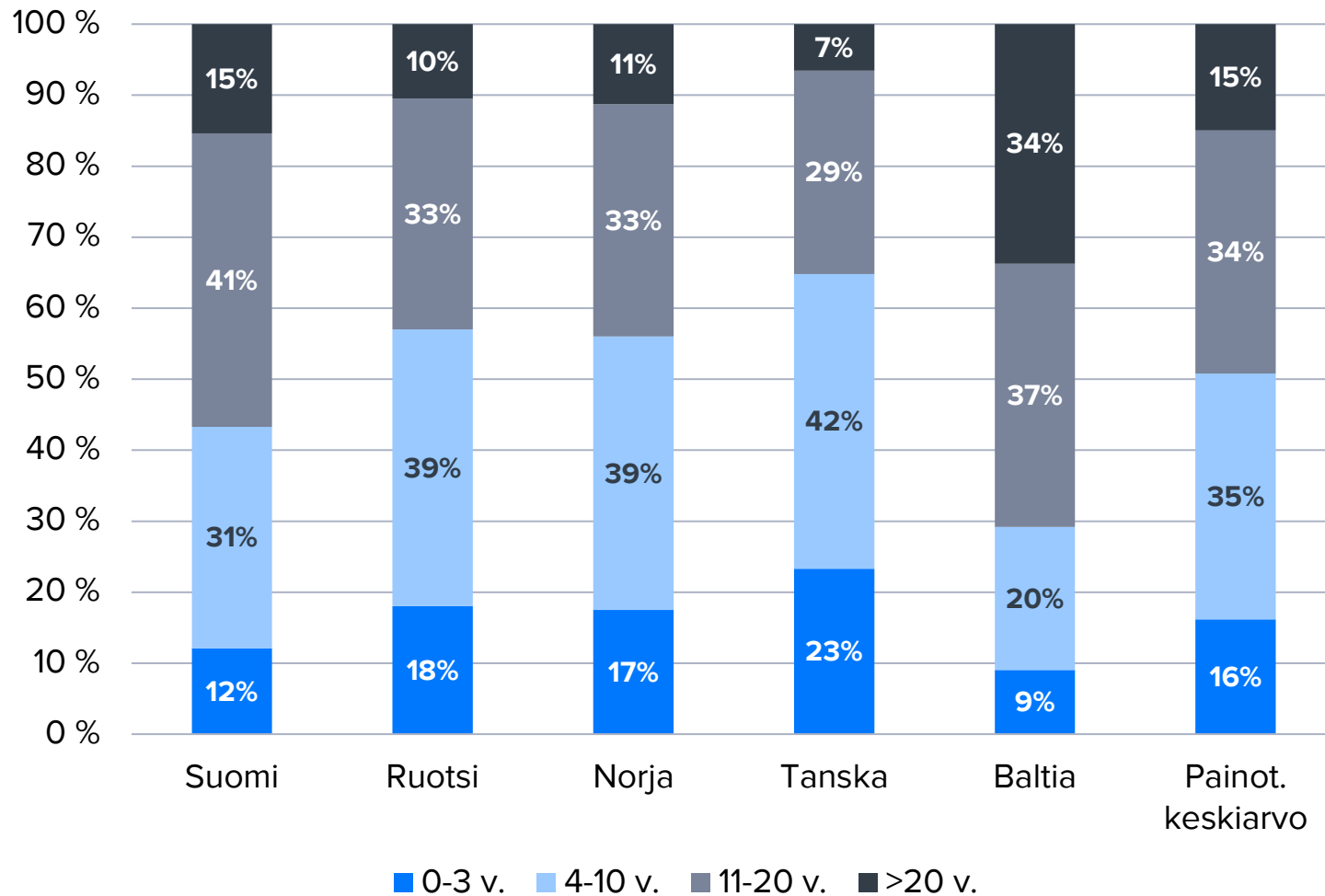
Rekisterissä olevat henkilöautot, 1000 kpl



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot, 1000 kpl



Henkilöautokannan ikärakenne Relaisin kohdemaissa 2019



Markkinat 2/4

Eri sähköosissa selvästi kasvanut ohjelmistosisältö myös edellyttää asentajilta ja käyttäjiltä aiempaa enemmän osaamista ja Relaisin henkilöstön pitkäaikainen kokemus tältä alueelta tarjoaa hyvät edellytykset asiakkaiden kouluttamiseen ja muuhun korkealaatuiseen asiakaspalveluun.

Varaosamarkkinan kilpailu vapautui jo aikoja sitten

Autojen varaosa- ja huoltomarkkina EU:ssa avautui aidolle kilpailulle pääosin jo vuonna 2003, jolloin EU:n aihetta koskeva asetus astui voimaan.

Asetuksen keskeisimmät kohdat ovat seuraavat:

1. Autojen jälleenmyyjät voivat valita, tarjoavatko ne itse korjauspalveluja vai teetetäänkö ne alihankintana jossain toisessa valmistajan valtuuttamassa yrityksessä. Autonvalmistaja ei voi rajoittaa valtuutettujen korjaamojen lukumäärää eikä niiden oikeutta korjata myös muunmerkkisiä ajoneuvoja.
2. Autonvalmistajien on tarjottava riippumattomille korjaamoille kaikki tarvittavat tekniset tiedot, työkalut, vianmääritys- ja muut laitteet sekä koulutus. Lisäksi asetuksessa kielletään sopimusehdot, jotka estävät valtuutettuja korjaamoja toimittamasta alkuperäisiä tai laadultaan vastaavia varaosia riippumattomille korjaamoille. Tärkeä käytännön seuraus on ollut, että auton takuun voimassaolon ehdoksi ei voi asettaa auton huoltamista merkkikorjaamossa.

3. Kuluttajalla on mahdollisuus valita, mitä varaosia auton korjauksessa käytetään. Autonvalmistajat eivät saa estää korjaamoja hankkimasta varaosia muista lähteistä tai käyttämästä laadultaan alkuperäisiä vastaavia varaosia.

Relaisin kannalta kaikki em. muutokset ovat olleet merkittäviä, mutta keskeisintä oli, että osavalmistajat saivat alkaa myydä enemmän osia riippumattomille jakelijoille ja korjaamoille.

Jälkimarkkinan arvoketjut ovat pirstaleisia

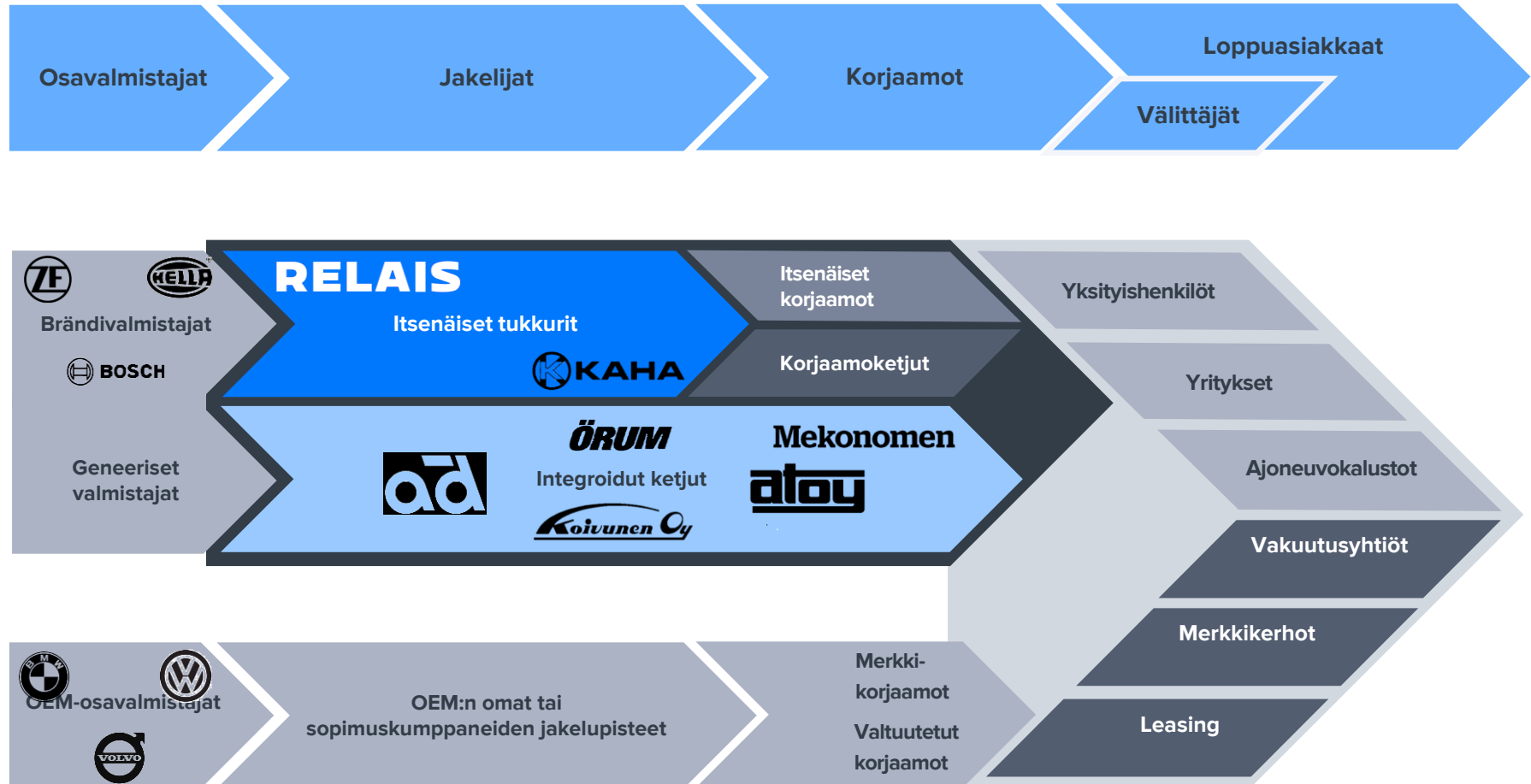
Henkilöautoissa jälkimarkkinan arvoketju voidaan jakaa kahteen ryhmään: 1) automerkkisidonnaisten toimijoiden (original equipment manufacturer, OEM) arvoketju ja 2) automerkeistä riippumattomien toimijoiden (independent aftermarket, IAM) arvoketju. Rakennetta selvittävä kuva on sivulla 24. Näissä arvoketjuissa segmentoituminen tapahtuu lähinnä tukku- ja vähittäismyynti- sekä korjaamoportaissa. Arvoketjun eri vaiheiden toimijat ovat seuraavat:

1. **Osavalmistajat.** Autonvalmistajille myytäviä osia kutsutaan alkuperäisosiksi. Riippumattomille jakelijoille myytävät osat taas ovat joko alkuperäisosia, alkuperäisosien kanssa samoilla spesifikaatioilla valmistettuja osia tai laadultaan alkuperäisosia vastaavia osia.
2. **Jakelijat.** Näitä ovat sekä tukkurit että vähittäismyyjät. Tukkurit voivat olla a)

automerkkisidonnaisia (OE) toimien joko automaahantuojien / merkkiliikkeiden yhteydessä tai valtuutettuina tukkureina hoitaen tiettyjen alkuperäisosien myynnin yhdelle tai useammalle automerkille tai b) riippumattomia (IAM) tukkureita, jotka myyvät alkuperäis- tai niitä vastaavia osia useisiin automerkkeihin ja –malleihin.

3. **Korjaamot.** Ryhmiä ovat a) merkkikorjaamot tai valtuutetut korjaamot (OE), jotka ovat automerkkien valtuuttamia huoltamaan yhden tai useamman merkkisiä autoja sekä b) riippumattomat korjaamot (IAM), jotka voivat olla joko ketjusidonnaisia tai itsenäisiä.
4. **Välittäjät.** Nämä toimivat korjaamon ja loppuasiakkaan välissä, esimerkiksi leasingoperaattorit tai hintavertailuja tarjoavat internet-sivustot.
5. **Loppuasiakkaat.** Nämä ovat joko yksityishenkilöitä tai yrityksiä.

Varaosa- ja tarvikemarkkinan rakenne ja Relaisin positio



Markkinat 3/4

IAM-segmentin markkinarakenne ei ole yksiselitteinen. Markkinoilla toimivat yritykset edustavat monia vaihtoehtoisia kombinaatioita kuten a) vähittäismyyjä, joka maahantuo itse (kuten Biltema); b) täysin integroitu tukkuri + vähittäismyyjä + korjaamo (kuten Broman Group) tai c) tukkuri + korjaamo (kuten Atoy, Koivunen / Fixus ja Örum / Autoasi). Relaisin tiukka fokus tukkumarkkina on IAM-segmentissä enemmänkin poikkeus.

Uudet markkina-ajurit kasvattavat rooliaan

Vaikka tärkeimmät ajurit ajoneuvojen varaosa- ja tarvikemarkkinoilla ovat käytössä olevien ajoneuvojen määrä, niiden ikä sekä ajetut kilometrit, on markkinoilla myös muita ajureita joiden merkitys on kasvussa. Tärkeimmät näistä ovat:

- **Ajoneuvojen voimalinjan sähköistyminen.** Uusien ajoneuvojen myynnin painopisteen siirtyminen kohti hybridiajoneuvoja (joissa on sekä sähkö- että polttomoottori) ja enenevässä määrin täyssähköautoihin merkitsee hidasta, mutta varmaa varaosa- ja tarvikemarkkinan rakennemuutosta. Joiltakin osin markkinan kasvu tullee hidastumaan ja kääntymään pitkällä aikavälillä jopa laskuun. Käsittelemme aihetta tarkemmin sivuilla 26-27.
- **Tukkumarkkinoiden konsolidaatio.** Konsolidointia ajaa markkinan pirstaloituneisuus sekä toimijoiden tarve saavuttaa kriittinen massa suhteessa osavalmistajiin.

- **Autokauppioiden vastaisu.** Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon. Myös Volkswagenin Direct Express –huolto ja Volvon Essential –huolto alkuperäisvaraosineen, joita tarjotaan yli 5-6 vuoden ikäisille autoille ovat esimerkkejä autokauppioiden kasvaneesta tarjonnasta jälkimarkkinalla.
- **Digitaaliset markkinapaikat.** Internetpohjaiset tuotehakemistot ja niihin kytketty chat-tyyppinen asiakaspalvelu ovat nopeutensa, helppokäyttöisyytensä ja saavutettavuutensa vuoksi nousseet jo merkittävään suosioon ja jatkavat nopeaa kasvuaan. Monipuolisimman ja helppokäyttöisimmän digitaalisen palvelutarjonnan esittävä tukkuri voi saada merkittävän kilpailuedun.
- **Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan diversifikaatio.** Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertaamiseen. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden tunkeutua perinteisten tukkureiden markkinalle.

Relaisin kohdemarkkina kasvaa hitaasti, mutta on iso ja vähäsyklinen

Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2018 (viimeisin julkistettu luku) Suomen ajoneuvojen osien tukku- ja vähittäiskaupan koko oli 3,4 miljardia euroa. Toimialan kasvu on hidasta ja vuosien 2007-2018 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli vain 1,7 %.

Toisaalta ala on huomattavan stabiili, sillä liikevaihdon variaatiokerroin vuosina 2007-2018 oli vain 7 %, kun se esimerkiksi autokaupassa oli 21 %.

Relaisin mukaan varaosa- ja tarvikemarkkinan rakenteen vuoksi tukku- ja vähittäismarkkinoiden tarkka arviointi ja erottelu on vaikeaa ja myös Tilastokeskus lopetti erillisten lukujen julkistamisen näille markkinoille jo vuonna 2011. Arviointia vaikeuttaa se, että merkkiliikkeet ja niiden korjaamot hankkivat varaosansa ja tarvikkeensa (autojen) maahantuojien kautta, jolloin tämä osuus varaosa- ja tarvikemarkkinasta jää tukkumarkkinan ulkopuolelle ja kätkeytyy myös osaksi merkkikorjaamon asiakkaan maksamaa laskua. Suomen suurimpiin kuuluvan varaosien tukkukauppiaan Bromanin arvio vuodelta 2015 on, että Suomen tukkumarkkinan koko on noin 1,3 miljardia euroa. Luku on linjassa Tilastokeskuksen aiempien lukujen kanssa.

Toimialueen koko tukkumarkkina noin 9,3 miljardia euroa

Mainittuihin lukuihin perustuva arviomme Suomen koko varaosien ja tarvikkeiden tukkumarkkinan koosta vuonna 2019 on 1,4-1,5 miljardia euroa. Relaisin käsitys Ruotsin vastaavan markkinan koosta on noin 3,5 miljardia euroa ollen yli kaksi kertaa Suomen markkinan kokoinen. Vaikka Relaisin ruotsalaisen verrokkiyhtiön Mekonomenin arvioissa markkinan koosta eri maissa puhutaan vain suoraan korjaamoille tapahtuvasta myynnistä, on siitä karkeasti pääteltävissä Norjan (1,7 mrd euroa) ja Tanskan markkinan (1,9 mrd euroa) koko.

Markkinat 4/4

Baltian markkinassa on huomioitava alueen alhaisempi ostovoima ja ikääntyneempi autokanta.

Oheisessa taulukossa on karkea arvio varaosien ja tarvikkeiden tukkumarkkinoiden koosta Relaisin kohdemarkkinoilla vuonna 2019:

Varaosien ja tarvikkeiden tukkumarkkina 2019, arvio

	MEUR	Kasvu
Suomi	1 450	2 %
Ruotsi	3 500	2 %
Norja	1 700	2 %
Tanska	1 900	2 %
Baltia	750	3-5 %
Yhteensä	9 300	~2 %

Lähde: Relais, Mekonomen, Inderes

Relaisin saavutettavissa oleva markkina noin 4,7 miljardia euroa

Markkinan kokoa arvioitaessa on muistettava, että automerkkisidonnaiset tukkurit (OE) vastaavat sekä Suomessa että Ruotsissa noin 50 %:sta koko markkinaa ja IAM-tukkurit toisesta 50 %:sta. Oletamme, että tilanne Norjassa ja Tanskassa on samankaltainen, kun taas Baltiassa IAM-markkinan osuus lienee suurempi ajoneuvokannan korkeammasta iästä johtuen.

Edellä mainitusta seikasta seuraa, että Relaisin saavutettavissa oleva markkina (addressable market) on Suomessa karkeasti arvioituna reilun 700 MEUR:n, Ruotsissa 1700-1800 MEUR:n ja koko toimialueella noin 4700 MEUR:n kokoinen.

Sähköautoilun yleistyminen hidastaa vain vähän kohdemarkkinan kasvua

Ilmastonmuutoksen torjuntatoimien laajentuessa ja vaatimusten kiristyessä ladattavien sähköautojen osuus uusien autojen myynnistä ja koko autokannasta tulee kasvamaan. Tulevan kehityksen arvioinnissa on kuitenkin tehtävä selvä ero lataushybridien ja täyssähköautojen välille.

- **Lataushybridien** osuuden kasvulla on positiivinen vaikutus varaosamarkkinaa, sillä näissä autoissa on sekä sähkömoottori että polttomoottori ja vaihdettavien osien määrä vielä suurempi kuin perinteisissä polttomoottoriautoissa.
- **Täyssähköautojen** voimalinjassa (moottori + voimansiirto) on vain noin 20 liikkuvaa osaa verrattuna polttomoottoriauton voimalinjan useampiin satoihin liikkuviin osiin. Täyssähköautossa ei ole mm. ilmanpuhdistukseen, polttoaineensyöttöön, sytytysjärjestelmään, voiteluun, jäähdytysjärjestelmään tai pakokaasujen puhdistukseen (katalysaattori) liittyviä osia. Tämä merkitsee selvästi vähäisempää huollontarvetta. Toisaalta molemmissa ajoneuvotyypeissä on edelleen paljon toisiaan vastaavia vaihtamista vaativia osia kuten jousitus ja tukivarret, laakerit ja nivelet, iskunvaimennus, jarrut ja niitä ohjaavat järjestelmät, ilmanvaihto- ja lämmitysjärjestelmä / ilmastointi, valot ja umpiot sekä korin eri osat kuten ikkunannostimet ja tuulilasinyykkijät. Karkea arviomme on, että täyssähköautojen keskimääräinen varaosatarve tulee euroissa mitattuna olemaan 40 % pienempi kuin

polttomoottoriautoissa.

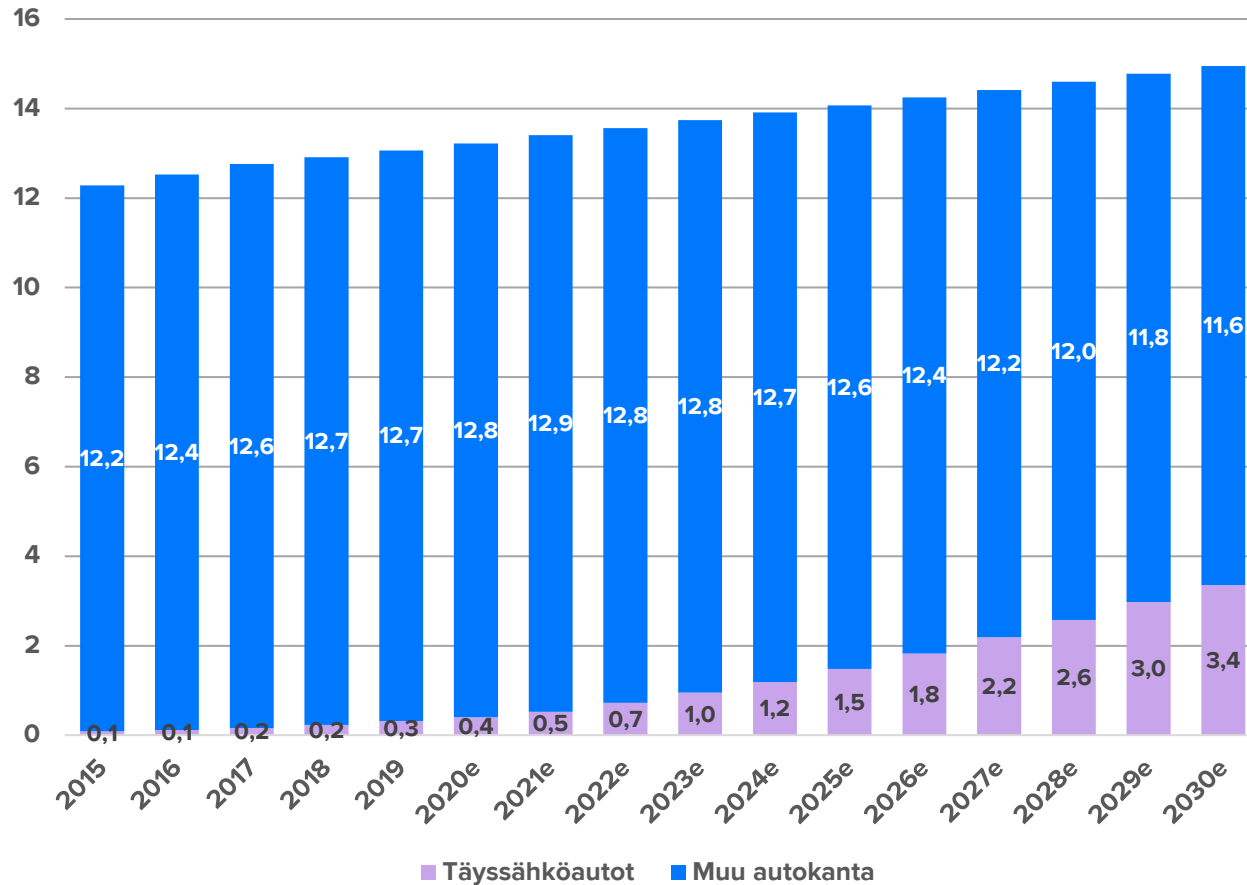
Eri Pohjoismaissa täyssähköautomarkkina etenee varsin eri tahtia. Norjan Transportøkonomisk Institutt ennustaa maan autokannasta 46 % (noin 1,5 milj. autoa) olevan täyssähköisiä vuonna 2030. Svenska Miljöinstitutet odottaa maassa olevan 930000 täyssähköautoa v. 2030, jolloin niiden osuus autokannasta olisi arviolta 17 %. Tanskassa hallituksen tavoitteena on 600000 täyssähköautoa vuonna 2030, mikä merkitsisi noin 19 %:n osuutta autokannasta. Suomessa VTT on arvioinut koko sähköautokannan (ml. hybridit) olevan 350000 kpl v. 2030, mutta oma perusennustemme on 350000 täyssähköauton kanta Suomessa v. 2030, vastaten 12 %:n osuutta autokannasta.

Em. skenaarioilla Pohjoismaiden (pl. Baltia ja Islanti) täyssähköautokanta on 3,36 milj. kpl vuonna 2030 vastaten 22 %:n osuutta koko autokannasta. Lopputulos on, että täyssähköautojen pienempi varaosatarve ja muiden autojen kannan vähittäinen lasku (n. -1 % p.a.) hidastaa henkilöautojen varaosamarkkinan kasvun 0-1 %:iin.

Relaisin osalta on muistettava, että 1) täyssähköautojen yleistyminen ei supista lisävaruste-markkinaa (noin 35 % Relaisin liikevaihdosta) ja että 2) hyötyajoneuvoissa (35 % liikevaihdosta) ja etenkin raskaassa liikenteessä siirtyminen sähköön tapahtuu huomattavasti myöhemmin verrattuna henkilöautoihin. Kaikkiaan arvioimme sähköautoilun hidastavan Relaisin kohdemarkkinan pitkän aikavälin kasvua noin 0,6-0,7 %-yksiköllä eli noin 2 %:sta p.a. noin 1,3-1,4 %:iin p.a.

Täyssähköautokannan yleistyminen Pohjoismaissa *)

Autokanta, milj. kpl



*) Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska

Kilpailutilanne 1/2

Markkina on fragmentoitunut

Autonvaraosien ja tarvikkeiden tukku- ja vähittäismarkkina on fragmentoitunut. Kaikkiaan autonvaraosia joko tukku- tai vähittäismarkkinoilla myyvien yritysten lukumäärä on Suomessa reilu 1300 ja Ruotsissa noin 2000. Lukumääriin mahtuu kuitenkin paljon yrityksiä, joille varaosien ja tarvikkeiden myynti on vain pieni osa kokonaisliikevaihdosta ja jotka eivät suinkaan ilmoita päätoimialakseen autojen varaosamyntiä (kuten Puuilo ja Hong Kong).

Toimialakseen moottoriajoneuvojen osien ja varusteiden tukkukaupan (poislukien renkaat) ilmoittaneita yrityksiä on Suomessa reilu 300. Vuoden 2019 liikevaihtotietojen perusteella alan kymmenen suurinta toimijaa hallitsevat noin 55 % markkinoista. Näidenkään yritysten liikevaihtotiedot eivät ole keskenään vertailukelpoisia, sillä merkittävä osa liikevaihdosta voi syntyä varaosien vähittäiskaupasta ja etenkin korjaamotoiminnasta.

Markkinaosuusien määrittely on vaikeaa

Autonvaraosien ja tarvikkeiden tukkumarkkinalla toimivien yhtiöiden toisistaan poikkeavien liiketoimintamallien sekä tilastointiin liittyvien ongelmien vuoksi alan yritysten markkinaosuusien määrittäminen on hyvin vaikeaa. Suomessa toimialaluokituksen ”moottoriajoneuvojen osien ja varusteiden tukkukauppa” valinneiden yritysten joukossa Relaisin tytäryhtiö Startax Finland Oy oli vuoden 2019 62 MEUR:n liikevaihdollaan markkinoiden 6. suurin yhtiö. Laskennallinen

markkinaosuus koko tukkumarkkinasta oli reilut 4 % ja saavutettavissa olevasta (IAM) markkinasta noin 8-9 %. Suomen-liikevaihdoltaan Startax Finlandia suurempien yhtiöiden (Broman Logistics Oy, Koivunen Oy, Oy Kaha Ab, Biltema Suomi Oy ja Robert Bosch Oy) markkinaosuuksia ei kuitenkaan voida suoraan päätellä Startax Finland Oy:tä isommaksi juuri liikevaihdon rakenteeseen liittyvän tiedonpuutteen vuoksi.

Tilanne Ruotsin markkinoilla on samansuuntainen. Relaisin Ruotsissa liiketoimintaa harjoittavien tytäryhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2019 oli 62 MEUR (657 MSEK), jolla arvioimme 3,5 miljardin euron kokonaismarkkinalla saisi noin 1,8 %:n ja saavutettavissa olevalla (IAM) markkinalla noin 3,5 %:n markkinaosuuden. Tällä liikevaihdolla Relais olisi ollut Ruotsin toimialajärjestön (Sveriges Bildelsgrossisters Förening) jäsenistössä neljänneksi suurin toimija. Liikevaihdoltaan suuremista jäsenistä Mekonomenin (Ruotsin liikevaihto 322 MEUR) liiketoimintaan liittyy huomattavan paljon sekä varaosien vähittäismyntiä että korjaamotoimintaa ja Robert Bosch AB on puolestaan monialayhtiö.

Monimuotoinen ja muutoksille altis kilpailukenttä

Varaosamarkkinan kilpailu on laajamittaista ja varsin kireää. Riippumattoman IAM-markkinan isoimpien toimijoiden – Relais mukaan luettuna – varaosatarjonta kattaa useimmat automerkit ja -mallit. Lisäksi markkinoilla on paljon pienempiä toimijoita, joiden joukossa on monia pelkästään

internetissä toimivia varaosatukkureita. Lisävarusteiden markkinalla tilanne on samankaltainen, mutta toimijoiden määrä vielä suurempi. Koska pelkästään internetissä toimivan ja fokusoidulla tuotetarjonnalla toimivan varaosa- tai lisävarustetukun perustamiskustannukset ovat alhaiset, on toimialalle tulon kynnyks matala. Toisaalta leveän ja uskottavan tuotetarjonnan, asiakkaille riittävän nopean toimitusajan sekä hyvän asiakastuen tarjoaminen on jo merkittävästi haastavampaa ja mittavien panostusten takana.

Autodoc.fi ja Inter Cars kohottaneet profiiliaan

Viime vuosien merkittävimmät muutokset toimialan kilpailukentässä ovat saksalaisen nettikauppiiaan autodoc.fi:n sekä puolalaisen pääasiassa itsenäisille korjaamoille osia toimittavan Inter Carsin aseman vahvistuminen. Autodoc.fi toimii 26 Euroopan maassa ja sen liikevaihto oli viime vuonna 615 MEUR. Inter Carsin liikevaihto oli viime vuonna 8764 MEUR ja se toimii 20 Euroopan maassa. Relais arvioi Inter Carsin Suomi-liikevaihdoksi noin 40 MEUR, minkä perusteella yhtiö on löytänyt oman asiakaspiirinsä. Relais arvioi Inter Carsin asiakkaina olevan korjaamoja, joilla on aikaa odotella oikean tuotteen saapumista. Inter Carsin tuotteiden hinnat ovat arviolta 10-20 % kilpailijoiden tuotteita halvempia. Autodoc.fi:n suhteen Relais ei ole kovinkaan huolissaan jo aiemmin käsiteltyjen nettikaupan haasteiden vuoksi (juuri oikean osan löytyminen, toimitusnopeus ja –varmuus,

Kilpailutilanne 2/2

asiakastuki, erimielisyyksien ratkominen). Sekä autodoc.fi:n että Inter Carsin aktivoituminen heijastuu kuitenkin autonosien jälleenmyyjien hinnoittelupaineisiin, minkä vuoksi Relaisin voi olla tarpeen parantaa ostoetujaan asiakkaille volyymiensä turvaamiseksi.

Markkinaosuuden kasvattaminen ei Relaisin ensisijainen tavoite

Edellä esitetyt markkinaosuusarviot ovat Relaisin mukaan epärelevantteja, sillä yhtiö ei pidä tiettyä markkinaosuutta tavoitteena ja jo osuuksien arviointi on hankalaa. Relais korostaa, että yrityksen tulee olla riittävän kokoinen tarjotakseen uskottavan tuotevalikoiman, toimituskyvyn sekä asiantuntemuksen asiakkaiden käyttöön ja saada samalla skaalaetuja etenkin hankinnoissa. Relaisin intressissä on kokonaismarkkinaosuutta enemmän menestyminen sähköosien myynnissä.

Relaisilla lukuisia kilpailuetuja

Relaisin keskeisimmät kilpailuedut ovat seuraavat:

- **Leveä tuotetarjonta.** Relais ylläpitää 150000:a varastonimikettä (stock keeping unit, SKU). Luku on selvästi enemmän kuin isoimmilla kilpailijoilla, joilla se yleensä on 80000-100000. Laaja tarjonta mahdollistaa lähes minkä tahansa asiakkaan tarvitseman tuotteen nopean toimituksen.
- **Erikoistuminen sähköosiin.** Relais on erikoistunut sähköosiin ja –tarvikkeisiin, kun taas kilpailijat ovat enemmän yleistukkureita. Maine sähköosien osaajana vahvistaa Relaisin asemaa toimivien ratkaisujen tarjoajana ja parantaa

asiakasuskollisuutta tässä kasvavassa segmentissä. Relaisin sähköosaamisen taustalla on yli 20 vuoden toiminta tällä fokuksella, pitkään jatkuneet työsuhteet sekä henkilöstön aktiivinen kouluttaminen talon sisällä.

- **Asiakaspalveluun fokuoitunut organisaatio ja toimintatapa.** Relais on panostanut suorassa asiakaskontaktissa olevien myyjien korkeaan osaamistasoon ja kykyyn huolehtia koko asiakastapahtumasta, jolloin esim. tuotepäällikköä ei tarvita ottamaan kantaa detaljoidumpiin kysymyksiin. Asiakaskontaktissa korostuu proaktiivinen ratkaisujen tarjoaminen. Relais ei ainakaan toistaiseksi mittaa NPS-lukua (net promoter scorea), mutta on muiden indikaattoreiden perusteella vakuuttunut varsin korkeasta asiakastytyväisyydestä. Myös keskivertokilpailijoita pidemmät aukioloajat toimipisteissä ovat osa kilpailuetua.
- **Moderni digitaalinen hakemisto.** Relaisin oma digitaalinen tuotehakemisto on vuosien kehitystyön tulos. Myös kilpailijoiden hakemistoista löytyvien perusominaisuuksien (ajoneuvon rekisterinumeroon pohjautuva tuotehaku, reaaliaikaiset hinta-, saatavuus- ja toimitusaikatiedot sekä asiakkaan asiointi-historiatietojen hallinta) lisäksi Relaisin hakemistossa on selvästi kilpailijoita kehittyneemmät hakukriteerit, jolloin asiakkaalle voidaan heti tarjota oikea vaihtoehto eikä monien kilpailijoiden tapaan 4-5 vaihtoehtoa listaa, joka voi perustua väliin geneerisiin hakukriteereihin.

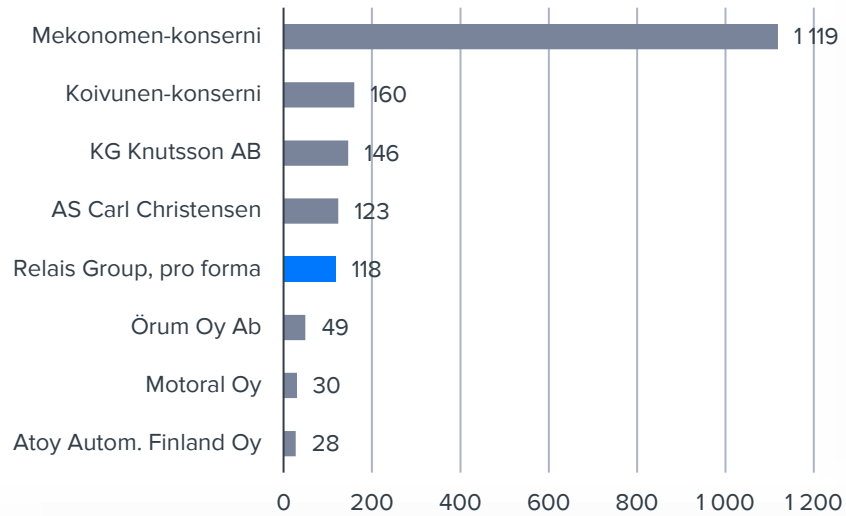
- **Hyötyajoneuvopuolella on leveä vallihauta.** Relaisin mukaan monilla kilpailijoilla on halukkuutta hyötyajoneuvopuolelle, mutta tämä ei ole helppoa. Relaisin mukaan hyötyajoneuvojen varaosapalvelu on luottamusliike-toimintaa jossa oikean osan toimittaminen nopeasti on keskeistä, jotta kalusto saadaan pidettyä liikkeellä. Samasta syystä myös nettiitukkureiden penetraatio hyötyajoneuvoihin on hankalaa. Monet raskaiden ajoneuvojen osat ovat myös niin kookkaita ja hintavia, ettei niissä jättäydytä nettipohjaisen toimittajan varaan.
- **Kilpailijoita parempi kannattavuus suoja hintasodalta.** Relaisin peruskannattavuus on selvästi keskivertokilpailijaa parempi. Vuosien 2015-2019 EBITDA-marginaali (pro forma) oli 13,5-15,0 %, kun vertailuyhtiöiden mediaani eri vuosina oli 2,7-7,5 %. Tämä merkitsee, että kilpailijoiden on vaikea lähteä hintasotaan Relaisia vastaan, sillä niiden kannattavuuden nollaraja on selvästi lähempänä.

Seuraavalla sivulla on esitetty Relaisin ja tärkeimpien verrokkiyhtiöiden liikevaihtoluvut vuodelta 2019 ja kannattavuusluvut vuosilta 2015-2019. Relaisista poikkeavien liiketoiminta-portfolioiden (ja sen vuoksi vertailukelvottomien kulurakenteiden) vuoksi joitakin yhtiöitä on jätetty pois bruttomarginaalia ja henkilöstökulujen liikevaihto-osuutta kuvaavista graafeista.

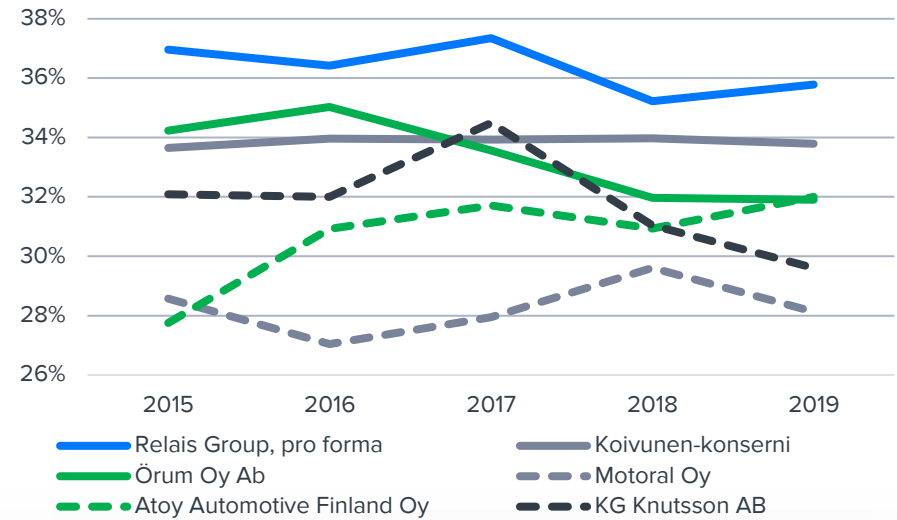
Yleiskuva Relaisin kannattavuudesta suhteessa tärkeimpiin verrokkiyhtiöihin on yksiselitteinen: Suhteellinen kannattavuus on säilynyt johdonmukaisesti verrokkeja parempana.

Relaisin ja pohjoismaisten verrokkien liikevaihto ja kannattavuus

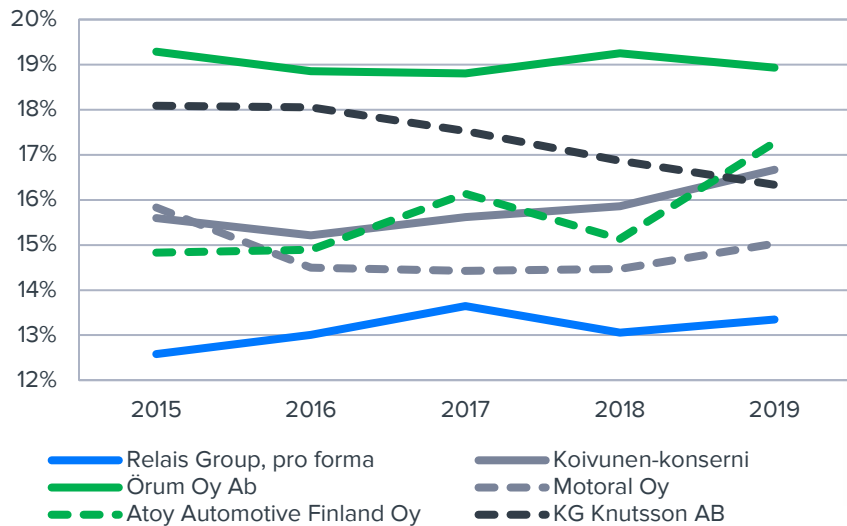
Liikevaihto 2019, MEUR



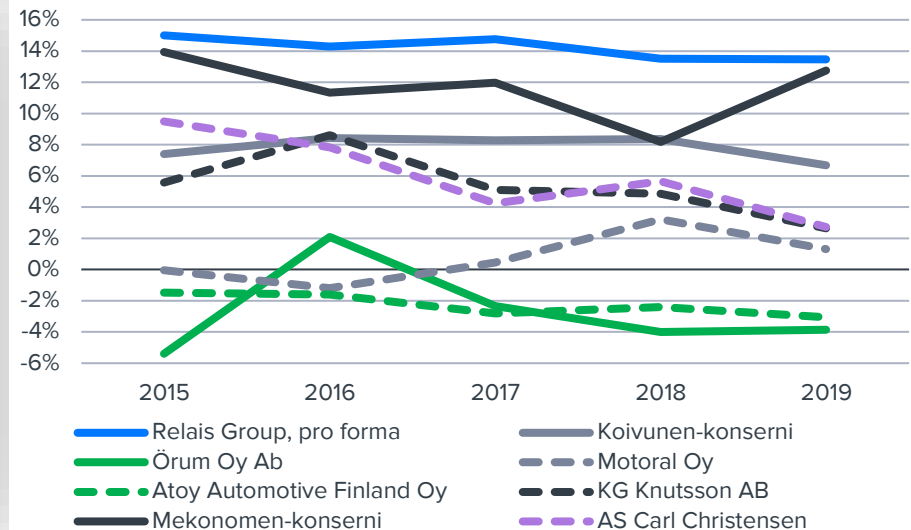
Bruttomarginaali, %



Henkilöstökulut / liikevaihto, %



Käyttökate (EBITDA), %:a liikevaihdosta



Historiallinen kehitys 1/3

Nopeaa kasvua yritystoilla

Nykytuotoinen Relais on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Relaisiin nykyisin kuuluvien osien konsolidoimisen käynnisti Relais Investment Oy (emoyhtiönään Ajanta Oy omistajanaan Ari Salmivuori), joka kesäkuussa 2010 hankki osake-enemmistön tamperelaisesta Startax Auto-Electronics Oy:stä. Startax Auto-Electronicsin liikevaihto ostovuonna oli 24,1 MEUR. Tämän jälkeen tapahtuneet keskeiset yritysostot ovat olleet seuraavat:

- Helmikuu 2014: Norjalainen Maskin-Teknisk AS (liikevaihto ostovuonna noin 1,8 MEUR)
- Syyskuu 2014: JA Tools JA Elektro (liikevaihto ostovuonna 14,3 MEUR)
- Syyskuu 2017: 70 %:n osuus ruotsalaisesta Awimex International AB:stä (liikevaihto

ostovuonna 7,8 MEUR)

- Toukokuu 2019: Ruotsalaiset Huzells i Karlstad AB (liikevaihto vuonna 2018 15,7 MEUR) sekä AB Reservdelar (liikevaihto vuonna 2018 31,4 MEUR).
- Tammikuu 2020: 70 %:n osuus tanskalaisesta SEC Scandinavia A/S:sta (liikevaihto vuonna 2019 2,1 MEUR)
- Helmikuu 2020: 95 %:n osuus ruotsalaisesta TD Tunga Delar Sverige AB:sta (liikevaihto vuonna 2019 9,4 MEUR).

Myös orgaanista kasvua on tuettu voimakkaasti

Merkittävimpiä orgaanista kasvua tukeneita / tukevia toimia ovat seuraavat:

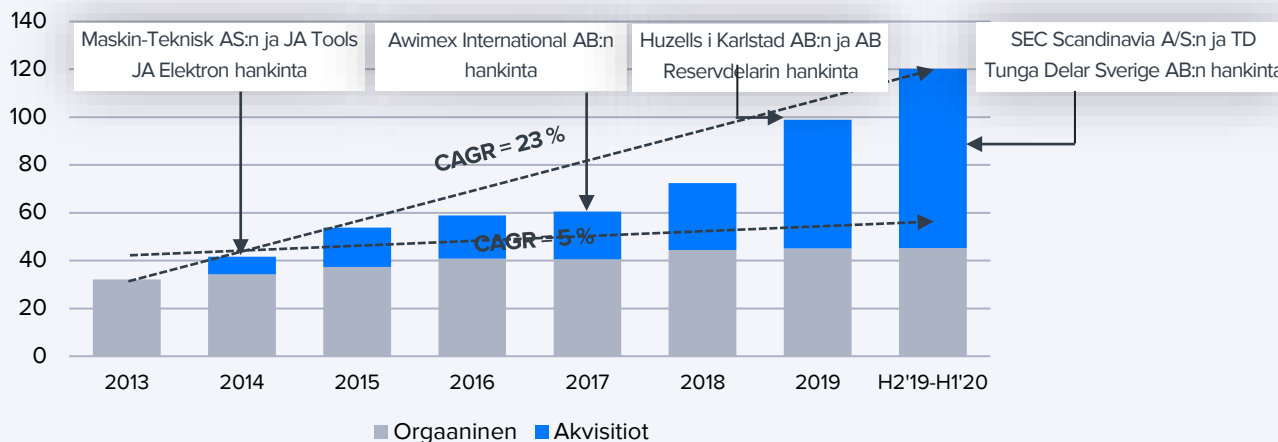
- 2010: Muutto uuteen Lempäälän logistiikkakeskukseen, jossa tilaa 6300 m²

- 2011: Startax AS:n perustaminen Viroon. Ensimmäisen tilikauden liikevaihto oli n. 1,4 MEUR
- 2013: Lempäälän logistiikkakeskuksen laajentaminen 3300 m²:lla (+50 %)
- 2017: Startax Latvia SIA:n ja Startax Lithuania UAB:n perustaminen
- 2017: Lempäälän logistiikkakeskuksen laajentaminen 6600 m²:lla (+70 %)
- 2021: ABR:n tuleva muutto Sundbybergista (7100 m²) Sollentunaan (8500m²).

Vahva kasvutarina kaikilla mittareilla

Kaikkiaan Relaisin liikevaihto on kasvanut jaksolla 2014-H1'2020 keskimäärin 23 % vuodessa (CAGR). Samaan aikaan myös orgaaninen kasvu on ollut hyvää, keskimäärin 5 % vuodessa.

Relaisin orgaaninen ja epäorgaaninen liikevaihdon kasvu, MEUR



Historiallinen kehitys 2/3

Orgaaninen kasvu on seisahtunut vain kahdesti (-1 % v. 2017 ja arviolta -2...-3 % H1'20:llä). Ensin mainittu pysähdys johtui asiakasryhmien strategisesta uudelleenkanavoinnista ostettujen yritysten toimintoja integroitaessa ja jälkimmäinen puolestaan koronapandemiasta.

Ostetuilla yrityksillä hyvä kannattavuus

Relaisin vuosina 2014-2020 hankkimien yritysten kannattavuus on ollut ostettaessa ja sen jälkeenkin hyvää luokkaa. Viime vuonna hankittujen Huzells i Karlstad AB:n ja AB Reservdelarin vuoden 2019 liikevoittomarginaalit olivat vastaavasti 3,7 % ja 20,6 %. Huzellsin marginaalin lasku vuoden 2018 8,8 %:sta johtui jo puheena olleesta myyntihenkilöiden lähdistä kilpailijalle, tätä seuranneista asiakasmenetyksistä ja liikevaihdon laskusta, em. kilpailijan aggressiivisesta hinnoittelusta sekä tuotemixin

heikennyksestä bussien osuuden kasvettua. Käsitksemme mukaan Huzellsin vuoden 2019 menetykset on kuitenkin saatu pääosin paikattua vuonna 2020. Vuonna 2020 hankitun TD Tunga Delarin vuoden 2019 EBIT-marginaali oli 20,5 % ja samaan aikaan ostetun SEC Scandinavian 8,2 % Kaikkiaan Relaisilla ei ole ollut tarvetta merkittäviin saneeraus- ja säästötoimiin ostokohteissa, mikä on helpottanut integraatiota merkittävästi.

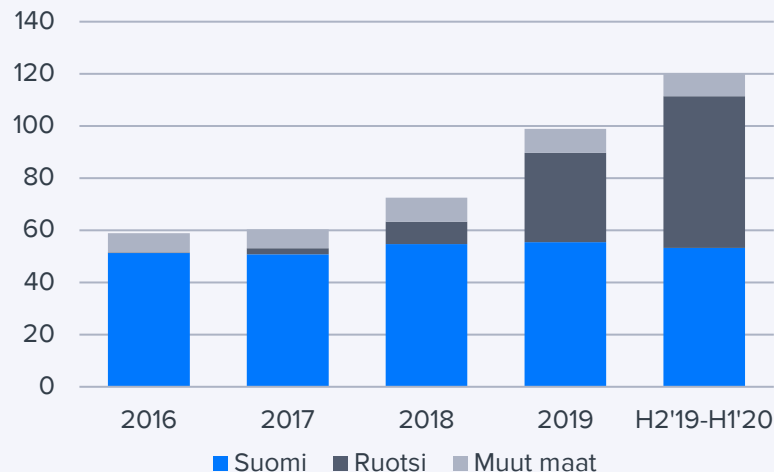
Relaisin kulurakenteessa korostuu joustavuus

Relaisin tärkeimmät kulukomponentit ovat seuraavat:

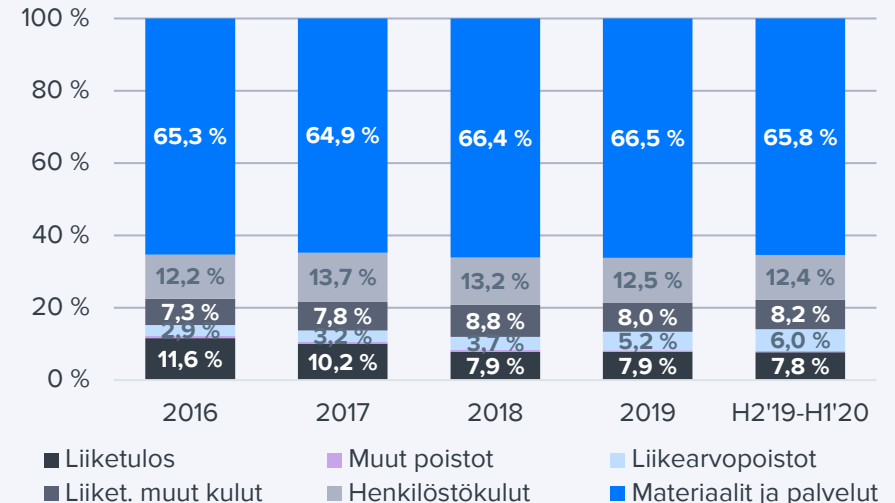
- **Materiaali- ja palvelukulut** (65-66 % liikevaihdesta). Osuus on pysynyt hyvin tasaisena mikä kuvastaa Relaisin kykyä siirtää hankintakulujen nousu täysimääräisesti omiin myyntihintoihin.

- **Henkilöstökulut** (12-13 % liikevaihdesta). Osuus on ollut vuoden 2017 jälkeen hienoisessa laskussa, mikä selittyy konsernin rakennemuutoksilla. Toisaalta tärkeimmän tytäryhtiön Startax Finlandin liikevaihto / henkilö kasvoi vuosina 2018-2019 noin 10 % p.a. samalla kun henkilöstökulut / henkilö pysyivät ennallaan.
- **Liiketoiminnan muut kulut** (7-9 % liikevaihdesta). Ryhmä sisältää mm. myynti- ja markkinointikulut, IT- ja hallintokulut, vakuutukset ja vuokrat. Arvioimme vuokrien olevan näistä suurin kuluerä ja niiden osuudeksi liikevaihdesta noin 5 %.
- **Muut poistot** (0,4-0,7 % liikevaihdesta). Luku on pieni koostuen pääasiassa kalustopoistoista.

Raportoitu liikevaihto maantieteellisesti, MEUR



Liikevaihdon jako komponentteihin, %



Historiallinen kehitys 3/3

- **Liikearvopoistot** (2015-2019 toteuma 3-5 % liikevaihdosta; jakson H2'19-H1'20 toteuma 6 % liikevaihdosta). Relaisin soveltaessa FAS-kirjanpitoa se on aiemmin käyttänyt liikearvoon 5 vuoden poistoaikaa, mutta kevään 2019 Huzells/ABR-kaupan synnyttämän ison liikearvon (54 MEUR) poisto-aika on 10 vuotta.

Relaisin kulurakenne on kaikkiaan joustava. Lyhyellä tähtäimellä joustavia ovat materiaali- ja palvelukulut ja osa liiketoiminnan muista kuluista (mm. myynti- ja markkinointikulut). Keskipitkällä aikavälillä myös henkilöstökulut ja vuokrat joustavat. Toisaalta operatiivinen vipu ei ole kovin vahva eli marginaalit eivät merkittävästi parane liiketoiminnan kasvaessa.

Korkotaso vaikea arvioida, laskennallinen veroaste korkea

Relaisin luottokannan keskikoron arvioiminen on eräiden avaintietojen puuttumisen vuoksi vaikeaa. Arvioimme kuitenkin kevään 2019 jälleenerahoituksen (kaikkiaan noin 66 MEUR) laskennalliseksi korkokustannukseksi noin 2,8 % p.a.

Yritysveroaste (2020) on Relaisin kaikissa toimintamaissa 20,0-22,0 %, pois lukien toistaiseksi vähämerkityksinen Liettua, jossa se on 15,0 %. Relais-konsernin laskennallista veroastetta nostaa vähennyskelvoton liikearvopoistokirjaus, joka H2'19-H1'20:llä oli -7,3 MEUR. Tämän vuoksi konsernin laskennallinen veroaste oli 62,5 %, mutta liikearvopoistoilla oikaistuna 24,2 %. Konserniliikearvon poistot pitävät laskennallisen veroasteen korkeana myös tulevaisuudessa.

Tase kohtuullisen vahvalla pohjalla

Liikearvon (61 MEUR) lisäksi toinen Relaisin taseen vastaavaa-puolella oleva huomattava erä on kaikkiaan 45 MEUR:n vaihto-omaisuus, josta 95 % on varastoa. Relaisin varasto kiertää toimialalle tyypillisesti hitaasti ja H2'19-H1'20:llä kiertoaika oli 195 päivää. Syynä on hyvin laaja tuotevalikoima, jossa hitaasti kiertävien artikkeleiden aiheuttama taserasite kompensoidaan korkeammilla katteilla. Koska korottomien saamisten ja velkojen määrät suunnilleen kumoavat toisensa, jää Relaisin vaihto-omaisuus kokonaan rahoitettavaksi oman pääoman ja korollisen vieraan pääoman turvin.

Relaisin viimeisin julkistettu tase (30.6.20) oli kohtuullisen vankka: omavaraisuusaste oli 47 % ja nettovelkaantumisaste (gearing) 54 %. Lainojen hoitokykyä mittaava nettovelat/käyttökate-tunnusluku oli sekin melko hyvä 2,4x. Esimerkiksi Standard & Poor'sin asteikolla tämä merkitsee "keskitason" (intermediate eli taso 3 asteikolla 1-6) velkaantumista.

Operatiivinen kassavirta hyvällä tasolla

Relaisin historiallisen kassavirran arvioimista vaikeuttavat lukuisat rakennemuutokset sekä konsernitilinpäätöksen puuttuminen eräiltä vuosilta. Kokonaisarvioimme on, että Relaisin kassavirta on vahva ja operatiivisella kassavirralla (nettotulos + poistot ./ nettokäyttöpääoman muutos) on voitu helposti kattaa ylläpitoinvestoinnit jaksolla 2014-H1'20. Ko. vuosina rahavirta on ylläpitoinvestointien jälkeen ollut annualisoituna +0,6...+10,2 MEUR

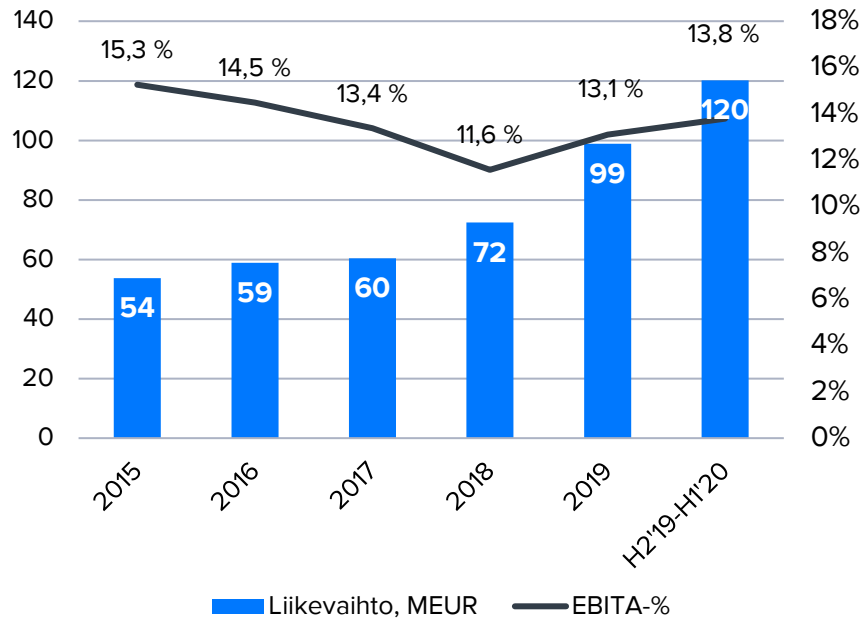
vuodessa, yhteensä +20,7 MEUR.

Akvisitioihin tarvitaan ulkoistakin rahoitusta

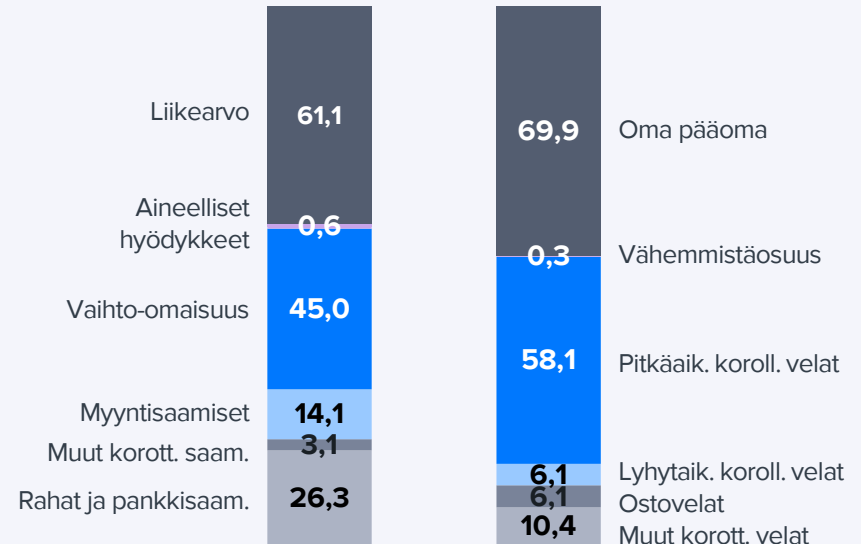
Relaisin ylläpitoinvestoinnit ovat pieniä (em. vuosina keskimäärin 0,3-0,4 MEUR vuodessa) ja varsinaiset kasvuinvestoinnit ovat olleet akvisitioita, joihin Relais on käyttänyt nettona 95 MEUR ajalla 2014-H1'20. Relaisin akvisitioilähtöinen kasvu tulee jatkossakin edellyttämään ulkopuolista lisärahoitusta, vaikka operatiivinen kassavirta jatkaisikin paranemistaan.

Historiallinen kehitys ja taserakenne, yhteenveto

Liikevaihto ja kannattavuus



Tase H1'20, MEUR



Ennusteet 1/5

Toimintaympäristön näkymät

Relaisin H2'19-H1'20:n liikevaihdosta 44 % tuli Suomesta ja 48 % Ruotsista. Keskityimme markkinoiden näkymiä arvioidessamme näihin kahteen maahan.

Olemme käsitelleet Relaisin tuotteiden kysynnän perusajuria eli ajoneuvokannan keskimääräistä kasvuvauhtia jo aiemmin. Suomessa rekisteröityjen henkilöautojen määrä on vuosina 2011-2019 kasvanut +2,4 % v/v ja hyötyajoneuvojen +3,8 % v/v. Vastaavat kasvuluvut Ruotsissa ovat +1,7 % v/v ja +2,7 % v/v. Muista kysynnän ajureista ajoneuvokannan ikääntyminen sekä ajoneuvoilla ajettujen kilometrimäärien riippuvat talouden kasvuvauhdista ja kulutuskysynnän kehityksestä.

Tuoreet ennusteet Suomen ja Ruotsin bkt:n muutokseksi vuonna 2020 ovat koronapandemian vuoksi reilusti negatiivisia (-3,4...-4,5 %), mutta tämä kompensoituu suureksi osaksi jo vuoden 2021 odotetulla kasvulla (+2,6...+3,6 %). Tämän jälkeen kasvun arvioidaan taas hidastuvan, mutta säilyvän vuosia 2018-2019 vauhdikkaampana. Arvioimme kansantalouden mittareiden kuvastavan paremmin hyötyajoneuvojen varaosien kysyntää ja yksityisen kulutuksen taas henkilöautojen varaosien kysyntää. Yksityisen kulutuksen odotetaan vuosina 2021-2022 kasvavan bkt:ta vauhdikkaammin eli 3,6-4,8 % v. 2021 ja 1,6-3,5 % v. 2022. Kokonaisuutena arvioimme Relaisin kohdemarkkinan supistuvan noin 4 % v. 2020 mutta kasvavan tämän jälkeen noin 4 % v. 2021 ja noin 2,5 % v. 2022.

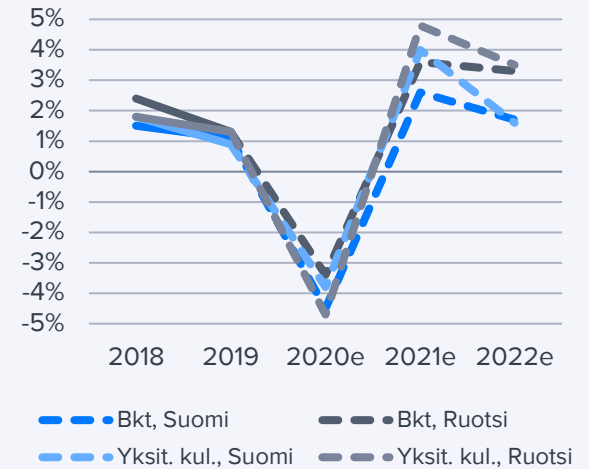
Ennusteiden taustaoletukset

Olemme laatineet eksplisiittiset ennusteet Relaisille vuosille 2020-2023 sekä väljemmän pitkän aikavälin ennusteen. Lähtökohtamme on perusennuste, joka huomioi vain orgaanisen kasvun. Koska akvisitiot ovat kuitenkin hyvin keskeisessä asemassa Relaisin strategiassa, olemme laatineet myös näitä koskevan erillisen skenaarion.

Perusennusteemme taustaoletukset ovat seuraavat:

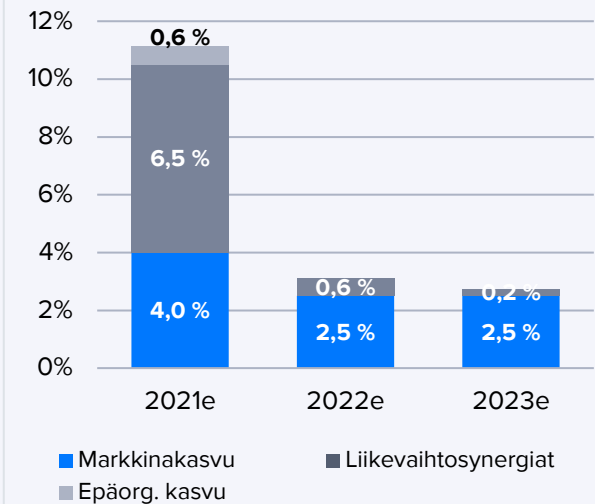
- Markkina supistuu 4 % v. 2020, mutta kasvaa 4 % v. 2021 ja 2,5 % v. sekä v. 2022 että v. 2023;
- Aiemmin käsitellyn, Huzellsin myyntihenkilöiden lähdöstä johtuneen ”kuopan” täytyminen v. 2020 tuo yksikölle tavanomaista voimakkaampaa orgaanista vuosikasvua v. 2020;
- Relais saavuttaa Huzellsin ja ABR:n sekä TD Tunga Delarin akvisitioiden seurauksena liikevaihtosynergioita seuraavasti: 6 MEUR v. 2021, 7 MEUR v. 2022 ja 7,5 MEUR v. 2023;
- Materiaali- ja palvelukulujen osuus liikevaihdosta säilyy ennustejaksolla 63,2-63,9 %:ssa;
- Henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta säilyy niin ikään suunnilleen ennallaan 13,2-13,5 %:ssa eli liikevaihto / henkilö kasvaa henkilöstökulujen tahtia;

Talouden kasvuennusteet



Lähde: Vvm 9/2020, Konjunkturinstitutet 9/2020

Liikevaihdon kasvukomponentit 2021-2023



Ennusteet 2/5

- Poistot (pl. liikearvopoistot) pysyvät pienten investointien johdosta matalina reilussa 0,5 MEUR:ssa / vuosi;
- Liikearvopoistot säilyvät vuosina 2019-2020 tehtyjen akvisitioiden johdosta korkeina: 7,7 MEUR v. 2020, 7,7 MEUR v. 2021; 7,5 MEUR v. 2022 ja 6,9 MEUR v. 2023;
- Korke- ja muut rahoituskulut ovat 2,7-3,0 % keskimääräisestä luottokannasta;
- Konsernin oikaistu veroaste on 21,3 %, mutta vähennyskelvottomat liikearvopoistot nostavat raportoidun konserniveroasteen 32-45 %:iin vuosina 2020-2023;
- Investoinnit pysyviin vastaaviin ovat hieman poistoja suuremmat oli 0,5-0,7 MEUR vuodessa;
- Osinkona jaetaan 32-35 % liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta.

Vuoden 2020 ennuste: pysymme varovaisella kannalla

Relaisin raportoitu liikevaihdon kasvu H1'20:llä oli 56 % v/v. Kasvusta valtaosa tuli toukokuussa 2019 hankituista ABR:sta ja Huzellsista ja pieni osa vuoden 2020 tammi-helmikuun TD Tunga Delar- ja SEC Scandinavian -ostoista. Arvioimme H1'20:n orgaanisen kasvun olleen koronapandemian vuoksi negatiivista (-2...-3 % v/v). Konsernin H1'20:n EBITA-marginaali oli 12,7 % ja operatiivinen suoriutuminen ensiluokkainen.

Relais ei antanut ohjeistusta H2'20:lle ja koronapandemian toinen aalto tuo jakson ennusteisiin epävarmuutta. Kotimaassa liikennemäärät olivat Trafin tilaston mukaan heinä-marraskuussa 2020 12 % alempana kuin vastaavaan aikaan 2019. Toisaalta liikennemäärät olivat 10 % v/v laskussa jo H1'20:llä eikä tämä näkynyt kovin selvästi Relaisin numeroissa. Ennustemme H2'20:n liikevaihdoksi on 68,0 MEUR (+11 % v/v), jonka kasvun komponentit ovat seuraavat: 1) TD Tunga Delarin ja SEC Scandinavian konsolidointi (+11 %); 2) Huzellsin toiminnan "normalisoituminen" henkilövaihdojen jälkeen (+1 %); 3) Huzellsin, ABR:n ja TD Tunga Delarin liikevaihtosynergiat (+3 %) ja 4) orgaaninen muutos (-4 %).

TD Tunga Delarin konsolidointi 1.2.2020 tukee rakenteellisesti Relaisin EBITA-marginaalia noin 0,4-0,5 %-yksiköllä. Ennustemme H2'20:n EBITA:ksi on 9,5 MEUR (marg. 14,0 %) ja liikevoitoksi 5,7 MEUR (marg. 8,4 %). H2'19:llä vastaavat marginaalit olivat 14,9 % ja 9,3 % eli ennustemme ovat edelleen hyvin varovaisia pyrkiessämme varautumaan koronan aiheuttamiin ikäviin yllätyksiin.

Ennustemme koko vuoden 2020 liikevaihdon (127 MEUR) raportoiduksi kasvuksi on 28 % v/v ja orgaaniseksi kasvuksi -5 % v/v. Odotamme koko vuoden EBITA:n olevan 17,0 MEUR ja vastaavan marginaalin 13,4 %. Kaikkiaan vuoden 2020 ennustemme merkitsee 0,23 euron raportoitua ja 0,68 euron liikearvopoistoilla oikaistua osakekohtaista tulosta. Ennustemme osakekohtaiseksi osingoksi on 0,24 euroa eli 35 %

oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta.

Vuosien 2021-2023 ennusteet: Toipuminen koronasta ja liikevaihtosynergiat näkyvät

Vuosille 2021-2023 tekemämme ennuste-muutokset ovat marginaalisia. Vuoden 2021 ennusteissamme on epäorgaanista kasvua mukana enää TD Tunga Delarin yhden kuukauden liikevaihtoa vastaava osuus (0,8 MEUR). Odotamme ABR:n, Huzellsin ja TD Tunga Delarin liikevaihtosynergioiden kasvavan 7,5 MEUR:oon vuonna 2023 vuoden 2020 2 MEUR:sta kun yhtiöiden toimintaympäristö vakiintuu koronan jäljiltä. Oletuksemme markkinakasvuksi on 4,0 %. Lisäksi Ruotsin kruunun vahvistuminen suhteessa euroon tuo raportoitavaan kasvuun vajaan 2 %:n lisän. Em. tekijöiden summana vuoden 2021 liikevaihtoennustemme on 141,1 MEUR, jossa on kasvua 11,1 % v/v. Tämän jälkeen ennustamme liikevaihdon kasvun rauhoittuvan (2022e: +3,1%; 2023e: +2,7 %) ja olevan suunnilleen linjassa markkinakasvun kanssa.

Ennusteet 3/5

Odotamme vuosilta 2021-2023 hyvin stabiilia kulurakennetta, kuten taustaoletuksissa totesimme. Raportoitavaan tulokseen vaikuttaa Awimexin liikearvopoistojen (noin 0,9 MEUR vuosittain) päättyminen vuoden 2022 loppupuolella. Osin tämän ansiosta konsernin raportoitu liikevoittomarginaali nousee vuoden 2021 8,8 %:sta vuoden 2023 10,3 %:iin. Varsinainen operatiivinen vipu eli kiinteiden kulujen kasvu liikevaihtoa hitaammin vaikuttaa Relaisilla vähemmän, mutta kuitenkin näkyvästi sekini: ennustamme konsernin EBITA-marginaalin nousevan vuoden 2021 14,2 %:sta vuoden 2023 14,9 %:iin.

Vuosien 2021-2023 ennusteissamme vuotuiset nettorahoituskulut ovat 1,1-1,4 MEUR ja raportoitu konserniveroaste laskee 31 %:iin oikaistun veroasteen pysyessä reilussa 21 %:ssa.

Liikevaihdon ja myös marginaalien parantuessa konsernin oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa vauhdilla vuosina 2021-2023 (CAGR = 13 %), mutta vuoteen 2023 mennessä kasvu on ennusteissamme hidastunut 5 %:iin. Vuosien 2021-2023 osinkoennusteemme on 0,28-0,32 EUR/osake merkiten 56-68 %:n osinkosuhdetta raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta ja 32-33 %:n osuutta liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta.

Tase vahvistuu selvästi

Hyvä kannattavuus ja pieni investointitarve merkitsevät vahvaa vapaata kassavirtaa, mikä varmistaa sekä hyvän lainanhoito- että osingonmaksukyvyyn. Ennusteessamme Relaisin korolliset nettovelat alenevat H1'20:n lopun 37,7 MEUR:sta vuoden 2023 lopun 9,0 MEUR:oon. Samalla nettovelkaantumisaste laskee 54 %:sta 11

%:iin. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat/käyttökate-mittari putoaa H1'20:n 2,4x:stä vuoden 2023 lopun matalaan 0,4x:ään.

Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) on vuosina 2021-2023 tyydyttävällä 10-13 %:n tasolla. Tuottoa alentaa Relaisin raskas nettokäyttöpääoma. Oman pääoman tuotto (ROE) on samalla tasolla.

Pitkän aikavälin ennuste

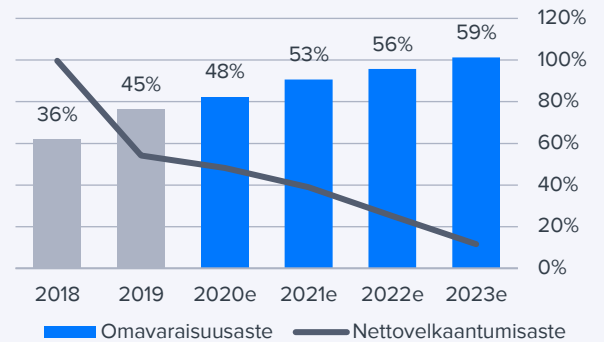
Koska perusennusteemme ei ennakoiv tulevia akvisitioita, oletamme Relaisin liikevaihdon kasvuvauhdin hidastuvan eksplisiittisen ennustekautemme jälkeen maltillisesti vuoden 2023 2,7 %:sta 2,0 %:n terminaalikasvuksi. Luku on linjassa toimialan toteutuneen pitkän aikavälin kasvun kanssa. Samaten oletamme Relaisin EBITA-marginaalin asettuvan vuosien 2014-2019 13,9 %:n mediaanitasosta terminaalissa 14,0 %:iin. Mielestämme Relaisin nykykonsepti eli keskittyminen tukkumarkkinaan ja erikoistuminen sähköisiin yhdistettynä joustavaan kulurakenteeseen turvaa yhtiön marginaaleja varsin tehokkaasti.

Akvisitioiden jättäminen perusennusteemme ulkopuolelle, Relaisin vahva kannattavuus sekä toiminnalle tyypillinen pieni investointitarve merkitsevät kassan paisumista tarpeettoman suureksi ja siten ”ylivahvaa” tasetta. Tämä painaa edellä käsiteltyjä pääoman tuottolukuja. Olemme kompensoineet tätä olettamalla Relaisin jakavan selvästi virallista osinkopoitiikkaa runsaammat osingot (42-76 % oikaistusta nettotuloksesta) vuosina 2024-2029 ja siitä eteenpäin.

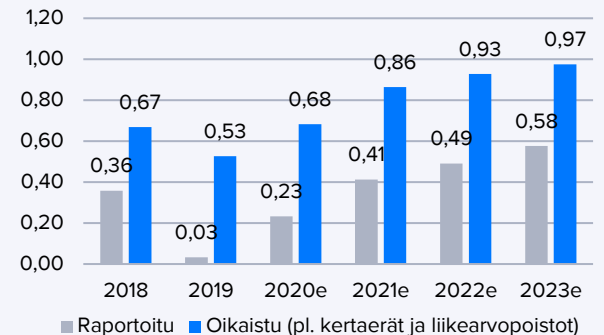
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos, EUR



Ennusteet 4/5

Yritystostoskenaario: mahdollisuus lisäarvon luomiseen

Kuten strategiaosiossa totesimme, Relais aikoo jatkaa akvisitioiden tekemistä kasvun turvaamiseksi. Vuosittain tehtävien 1-2 akvisition avulla yhtiön tavoitteena on liikevaihdon kaksinkertaistaminen arviomme mukaan 240 MEUR:oon vuonna 2024. Kohteet voivat sijaita kotimaan lisäksi Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Baltiassa yritysostokohteita ei edelleenkään tarkastella.

Relais tähtää yritysostoissaan noin 6x:n EV/EBITDA-arvostustasoon. Tarkastelemamme verokkiryhmän keskimääräinen EBITDA-marginaalitaso on ollut 7-8 %:n luokassa.

Olemme laatineet skenaarion, jolla Relais pystyy orgaanisen kasvun ja akvisitioiden yhdistelmällä saavuttamaan 240 MEUR:n liikevaihtotason vuonna

2024. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää aktiivista yritysostokampanjaa, sillä ennusteidemme mukaan 70 % vuosina 2021-2024 tarvittavasta kasvusta nojaa akvisitioihin.

Akvisitioskenaarion taustaoletukset

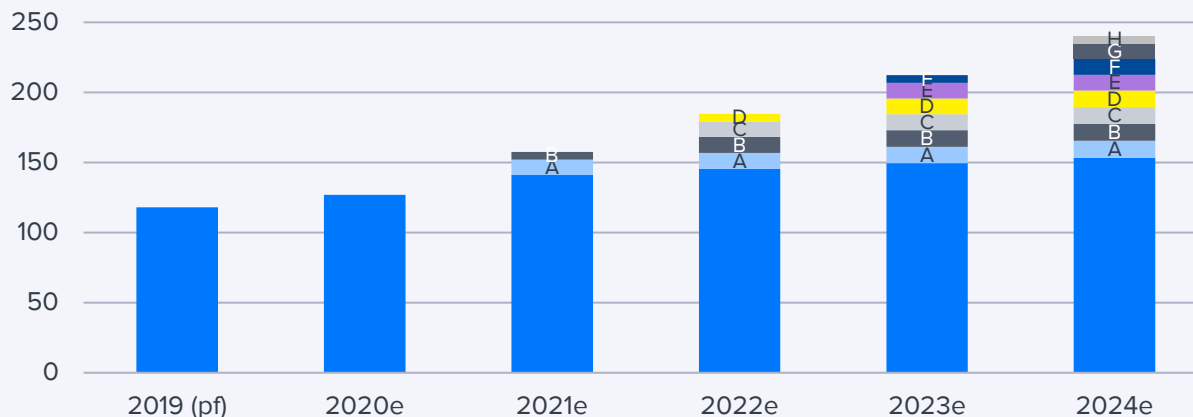
Selkeyden vuoksi olemme olettaneet kaikkien Relaisin tulevien akvisitiokohteiden olevan numeroiltaan identtisiä ja että yhtiö tekee kaksi akvisitiota joka vuosi 2021-2024, yhden vuoden alussa ja toisen vuoden puolivälissä. Muita keskeisiä oletuksia ovat seuraavat:

- Kohteiden liikevaihto on ostovuonna 11,0 MEUR ja se kasvaa akvisition jälkeen 3,5 %:n vuositahtia (markkinakasvu + liikevaihtosynergijat);
- Kohteiden EBITDA-marginaali on 8,0 % ja EBIT-marginaali 7,0 % koko ennustejakson;

- Kohteiden omavaraisuusaste on ostohetkellä 35 %, oman pääoman määrä 1,87 MEUR ja korollisten nettovelkojen määrä 2,32 MEUR;
- Relais maksaa kohteista 6,0x EV/EBITDA-kertoimen mukaisen hinnan eli kustakin 5,28 MEUR;
- Kustakin kaupasta syntyy 1,09 MEUR:n suuruinen liikearvo, jonka Relais poistaa 10 vuodessa.

Oheisessa graafissa on esitetty tehtävien kahdeksan fiktiivisen akvisition (kohdeyhtiöt A-H) liikevaihtovaikutus. Tarkastelu on hyvin mekaaninen, eikä kohteiden määrä, koko ja transaktion ajoitus voi tietenkään olla vielä tiedossa. Joka tapauksessa on selvää, että Relaisin asettama tavoite on urakkana haasteellinen, elleivät akvisiot kohdistu selvästi esitettyä kokoluokkaa suurempiin yhtiöihin.

Relaisin akvisitiopainotteinen (kohdeyhtiöt A-H) polku 240 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen 2024, MEUR



Lähde: Inderesin arviot

Ennusteet 5/5

Akvisitiot osakkeenomistajan näkökulmasta

Esitetty akvisitioskenaario merkitsisi toteutuessaan Relaisin raportoidun liikevaihdon vuosikasvun (CAGR) jatkumista 15 %:n tahtia vuosina 2021-2024, vaikka tahtia hieman putoaakin jakson 2015-H1'20 21 %:sta. Oletuksemme kohteiden nykyistä Relaisia heikommasta kannattavuudesta merkitsee konsernille marginaalipainetta ja EBITA-marginaali laskee skenaariossa vuoteen 2024 mennessä perusennusteen 14,7 %:sta 11,9 %:iin (-2,8 %-yksikköä).

Suhteellisen kannattavuuden lievä heikentyminen akvisitioiden myötä on kuitenkin epäoleellista jos akvisitiot on hinnoiteltu siten, että niissä syntyy osakkeenomistajille lisäarvoa eikä Relaisin riskiprofiili oleellisesti kohoa. Jälkimmäisen osalta tilanne vaikuttaa lupaavalta, sillä Relaisin hyvä kassavirta yhdistettynä kohteista saatavaan tulorahoitukseen

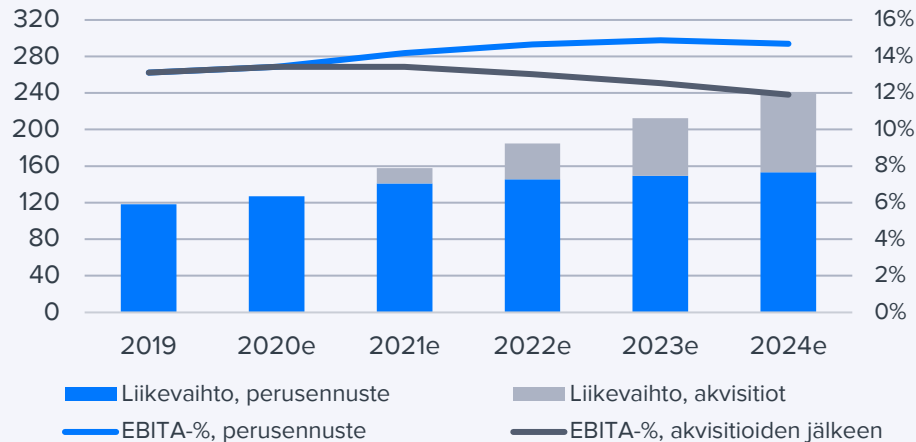
sekä skenaariossa tasaisin väliajoin (eikä isoina kertakaappoina) tapahtuvat akvisitiot eivät juurikaan rasita tasetta. Relaisin nettovelkaantumisaste pysyy akvisitioskenaariossa 35-50 %:ssa vuosina 2021-2024, kun se perusennusteessa on samoina vuosina -1 %...38 %.

Kohtuuhinnoittelu synnyttää lisäarvoa

Skenaarioanalyysimme on monilta osin yksinkertaistava, mutta tarjoaa kehikon Relaisin akvisitiostrategian arviointiin eri parametreja muuttamalla. Olemme tehneet aiheesta herkkyyksianalyysin muuttamalla vain kohteiden kauppahintaa eli EV/EBITDA-kerrointa ja tarkastelleet DCF-kassavirtamallimme antamia tuloksia eri kerrointasoilla. Tulokset ovat oheisessa taulukossa. Tehtyjen akvisitioiden kassavirtamallissa antaman lisäarvon suhde akvisitioissa käytettyyn

arvostuskertoimeen on lineaarinen. Käyttämillämme taustaoletuksilla Relaisin kannattaa toteuttaa akvisitiostrategiaa niin kauan kuin kaupassa käytettävä EV/EBITDA-kerroin on alle 9x. Yhtiön tavoittelema 6x:n EV/EBITDA-arvostus akvisitioissa tuottaa mallissamme 12 %:n arvonlisäyksen suhteessa perusennusteemme mukaiseen kassavirta-arvoon.

Akvisitioiden vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen, skenaario



Akvisitioiden hinnoittelun vaikutus DCF-mallin antamaan arvoon

EV/EBITDA	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
Lisäarvo, MEUR	21	15	10	4	-2	-8
Ero vs. perusennuste, %	+12 %	+8 %	+5 %	+2 %	-1 %	-4 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,0	127	141	145	149
Relais Group -konserni	33,7	38,8	72,5	37,7	61,2	98,9	59,0	68,0	127	141	145	149
Käyttökate	3,7	5,0	8,7	4,0	9,3	13,3	7,7	9,8	17,5	20,6	21,9	22,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-1,5	-3,0	-1,9	-3,6	-5,5	-4,0	-4,0	-8,0	-8,3	-8,1	-7,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	4,9	8,4	3,9	9,1	13,0	7,5	9,6	17,0	20,0	21,3	22,2
Liikevoitto	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,8	9,5	12,4	13,9	15,4
Relais Group -konserni	2,2	3,5	5,7	2,2	5,7	7,9	3,7	5,8	9,5	12,4	13,9	15,4
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	-0,9	-1,9	-3,4	-5,4	-1,4	-0,9	-2,2	-1,4	-1,3	-1,1
Tulos ennen veroja	1,8	3,1	4,8	0,2	2,3	2,5	2,3	5,0	7,3	11,0	12,6	14,3
Verot	-0,7	-0,8	-1,5	-0,4	-1,5	-1,9	-1,3	-1,8	-3,2	-4,0	-4,3	-4,5
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,9	2,2	3,1	-0,3	0,7	0,4	0,9	3,0	3,9	7,0	8,3	9,8
EPS (oikaistu)	0,19	0,48	0,67	0,17	0,36	0,53	0,28	0,40	0,68	0,86	0,93	0,97
EPS (raportoitu)	4,94	12,98	0,36	-0,02	0,04	0,02	0,06	0,18	0,23	0,41	0,49	0,58

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%		-35,8 %	19,9 %	12,1 %	57,8 %	36,6 %	56,3 %	11,1 %	28,3 %	11,1 %	3,1 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-20,7 %	36,8 %	9,9 %	87,0 %	54,6 %	93,2 %	5,0 %	31,3 %	17,4 %	6,5 %	4,3 %
Käyttökate-%	11,0 %	12,9 %	12,1 %	10,7 %	15,2 %	13,5 %	13,1 %	14,4 %	13,8 %	14,6 %	15,1 %	15,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,5 %	12,5 %	11,6 %	10,3 %	14,9 %	13,1 %	12,7 %	14,0 %	13,4 %	14,2 %	14,7 %	14,9 %
Nettotulos-%	2,5 %	5,8 %	4,3 %	-0,7 %	1,1 %	0,4 %	1,6 %	4,4 %	3,1 %	5,0 %	5,7 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	5,9	55,4	61,1	53,4	46,0
Liikearvo	4,9	53,7	58,6	51,0	43,5
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	1,1	1,1	1,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,3	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	41,8	87,7	87,3	87,0	93,6
Vaihto-omaisuus	29,1	43,1	44,6	49,6	51,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,4	15,0	19,2	21,4	22,0
Likvidit varat	2,3	29,6	23,5	16,1	20,4
Taseen loppusumma	47,7	143	148	140	140

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	17,2	63,7	71,3	74,3	77,9
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,4	12,6	14,9	17,8	21,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	3,1	51,0	56,2	56,2	56,2
Vähemmistöosuus	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	15,5	61,8	54,9	42,9	37,9
Laskennalliset verovelat	0,1	2,3	2,7	2,7	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,7	59,4	52,0	40,0	35,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	15,0	17,5	22,2	23,2	23,8
Lainat rahoituslaitoksilta	5,7	4,8	5,8	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,3	12,8	16,4	18,2	18,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,7	143	148	140	140

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta ja arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Relaisin arvonmääritystä konsernin nykyrakenteen perusteella. Strategian mukaista akvisitiolaajentumista ja sen mahdollista vaikutusta arvostukseen käsiteltiin edellä.

Relaisin osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle suhteessa osakkeen riskiin. Muut käyttämämme menetelmät ovat arvostuskerroin-vertailu verrokkiryhmään ja Relaisin omiin historiallisiin kertoiimiin sekä tämän lisäksi kassavirtamalli (DCF).

Arvostuksen positiiviset tekijät

Näkemyksemme mukaan Relaisin hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- **Vakaa, vähäsyklinen toimiala:** Kysynnän ajurit eli käytössä oleva ajoneuvokanta ja sillä ajatut kilometrit eivät juuri heilu suhdanteiden myötä.
- **Kilpailijoita parempi kannattavuus:** Tämä antaa suojaa hintasodan varalta, sillä kilpailijoiden kannattavuuden nollaraja on selvästi lähempänä.
- **Joustava kulurakenne ja vakaa tuloshistoria:** Keskipitkällä aikavälillä lähes kaikki Relaisin kuluerät ovat joustavia. Yhtiön

EBITDA-marginaali on ollut 11,6-15,6 % vuosina 2014-2019.

- **Mahdollisuus toimia toimialan konsolidaattorina ja myös tulla itse ostokohteeksi:** Relais hakee aktiivisesti myös yritysostoilla, joihin pirstaleinen toimiala tarjoaa paljon mahdollisuuksia. Yhtiö on jo hankkinut kokemusta onnistuneista akvisitioista ja integraatioista. Konsolidoituvalla toimialalla Relais voi myös itse tulla ostokohteeksi.

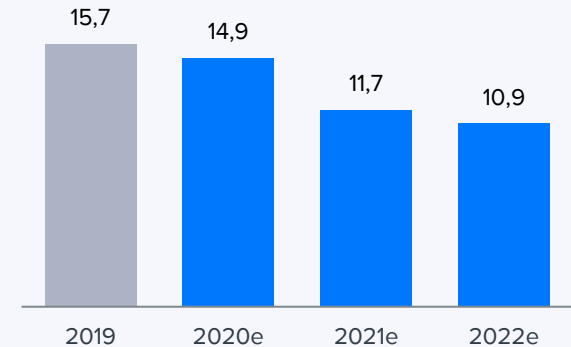
Arvostuksen negatiiviset tekijät

Arviomme mukaan Relaisin osakkeen arvostusta rasittavat seuraavat tekijät:

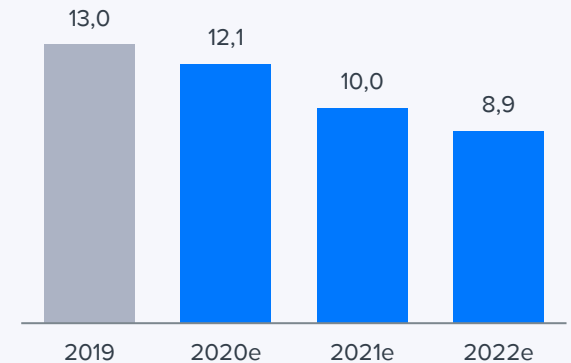
- **Toimialan hidas kasvu:** Alan orgaanisen kasvun jääminen 1-3 %:iin ja tuleva mahdollinen hidastuminen tästäkin täyssähköautojen osuuden kasvaessa painaa arvostuskertoimia.
- **Pieni koko:** Vaikka Relais on Pohjoismaissa toimialansa suurimpia yhtiöitä, on se kuitenkin liikevaihdolla ja markkina-arvolla mitattuna verrattain pieni, Yhtiön näkyvyyden ja tunnettuuden puute karsii joitakin institutionaalisia / kansainvälisiä sijoittajia, mikä painaa osakkeen arvostustasoja.
- **Osakkeen melko ohut likviditeetti.** Relaisin osakkeen noteeraaminen toistaiseksi First North –listalla ja osakkeen melko alhainen likviditeetti (34 % jaksolla 11/19-10/20) saa

Kerroinpohjainen arvostus

P/E (oik.)



EV/EBIT



Arvonmääritys ja suositus 2/3

- ainakin osan institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostaminen ja myyminen on haasteellista.
- **Optio-oikeuksien dilutiovaikutus:** Relaisin hallituksella ja johtoryhmän jäsenillä on optio-oikeuksia Relaisiin yhteensä 1,07 miljoonan osakkeen edestä. Optioiden toteutushinnan painotettu keskiarvo on 2,74 euroa/osake eli kyseessä ovat selvästi plusoptiot (in-the-money). Optio-oikeuksista 14 % erääntyy vuosina 2021-2022 ja loput 86 % vasta vuonna 2030. Optiot ovat amerikkalaisia eli niitä voidaan käyttää koko voimassaoloajan ja oletamme, että ne tullaan kaikki käyttämään. Yhteensä optiot voivat laimentaa nykyistä osakeomistusta määrällisesti 6,0 % ja toteutushinnan huomioiva "arvolaimentuminen" on 30.11. päätöskurssiin (9,98 euroa) nähden 4,3 %.

Riskikorjattu kokonaistuotto nojaa tulokasvuun ja on houkutteleva

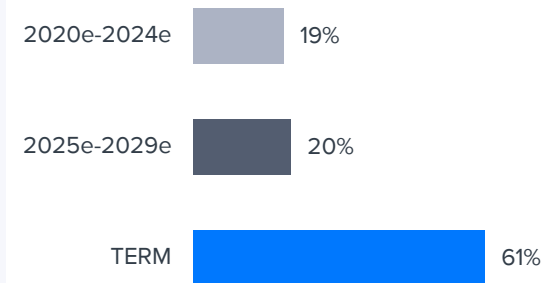
Relaisin osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyä osinkotuotolla) on laskelmiamme mukaan 15-17 % p.a. Lukua nostaa osakekohtaisen tuloksen nopea kasvu vuoden 2020 0,68 eurosta vuoden 2021 0,86 euroon. Olemme arvioineet vuoden 2021 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 14,5x, jossa on varovaisuussyistä edelleen 10 % diskonttoa verrokkiryhmän mediaaniin ja joka on myös

melko lähellä osakkeen omaa historiallista arvostustasoa. Myönnämme tämän historian olevan vielä varsin lyhyt. Osakkeen kokonaistuotto ylittää selvästi noin 10 %:n tuottovaatimuksen ja riskikorjattu kokonaistuotto on siten houkutteleva.

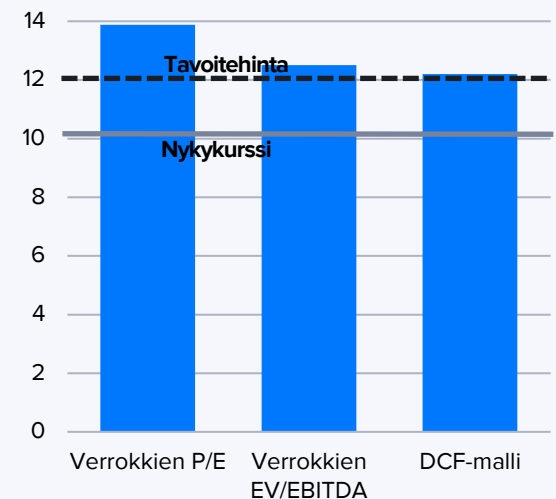
Suhteellinen arvostus indikoi selvää nousuvaraa

Relaisin mielekkään verrokkiryhmän kokoamista haittaa liiketoiminnallisesti parhaiden verrokkien maantieteellinen etäisyys, jolloin liiketoiminnan ajureihin ja siten arvostukseen voi vaikuttaa tekijöitä jotka eivät koske Relaisia. Relaisilla ei ole kotimaassa suoria pörssinoteerattuja verrokkeja, mutta olemme valinneet ryhmään vaihtoautokauppias Kamuxin, jonka kysyntäteknologioissa on yhtäläisyyksiä Relaisiin. Muissakin Pohjoismaissa verrokkeja on vähän ja parhaiten ryhmään soveltuvat Mekonomen AB, jolla on varaosien tukkukaupan lisäksi myös vähittäiskauppaa ja korjaamotoimintaa sekä Thule Group AB, joka myy ajoneuvoihin tavaroiden kuljettamiseen ja kiinnittämiseen liittyviä lisävarusteita. Puolalainen Inter Cars on Keski- ja Itä-Euroopan suurin ajoneuvojen varaosien maahantuoja ja jakelija. Brittiläinen Motorpoint on Kamuxiin verrattavissa oleva käytettyihin autoihin keskittyvä vähittäismyyjä. Pohjoisamerikkalaisista autojen varaosakauppiaista LKQ Corp:lla on laajaa toimintaa myös Euroopassa. Dorman Products, Advance Auto Parts, Uni-Select ja Genuine Parts ovat hieman toisistaan poikkeavilla konsepteilla

DCF-rahavirran jakauma jaksottain



Arvonmäärityksen yhteenveto, EUR / osake



Lähde: Thomson Reuters, Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/3

ja/tai markkina-alueilla Yhdysvalloissa ja Kanadassa toimivia varaosakauppiaita. Australialainen AMA Group toimii laajasti autojen eri jälkimarkkinasegmenteissä ja eräs sen erikoistumisalueista on ajoneuvojen sähköosat.

Pidämme verrokkiarvostuksen painopisteen vuosien 2021 ja 2022 arvostuskertoimissa. Verrokkiryhmän vuoden 2021 mediaani-P/E on tällä hetkellä 16x. Luku on maltillinen, kun se suhteutetaan esim. Helsingin pörssin tämänhetkiseen 18x:n mediaani-P/E:hen vuodelle 2021. Verrokkien vuoden 2022 mediaani-P/E on 14x. Omilla ennusteillamme Relaisin liikearvopoistoilla oikaistu vuoden 2021 P/E on 12x ja vuoden 2022 P/E 11x. Diskontto suhteessa verrokkien mediaaniin on huomattava eli 25-27 %. Relaisin liikearvopoistoilla oikaistu EV/EBIT-kerroin vuosille 2021 ja 2022 on vastaavasti 10x ja 9x, merkiten 29-33 %:n diskonttoa suhteessa verrokkien mediaaniin (15x ja 13x). EV/EBITDA-kertoimilla - joissa liikearvopoistoja ei siis huomioida - Relaisin vuosien 2021 ja 2022 arvostustasot (10x ja 9x) ovat 15-17 % alempana kuin verrokkien mediaani (12x ja 10x).

Kokonaisuutena ja varovaisestikin arvioituna Relaisin osake on kerroinhinnoittelussa arvostettu noin 20 % vertailuryhmää alemmas emmekä löydä tälle arvostuserolle hyväksyttäviä perusteita. Tarkempi verrokkiryhmä löytyy sivulta 46.

DCF-arvo 12,2 euroa / osake

Tulevien vapaiden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvassa DCF-mallissa heikkoutena on herkkyys terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusennusteille, minkä vuoksi mallin antamia tuloksia tulee tulkita varovaisesti. Käsittelimme näitä ennusteita jo aiemmin (s. 36).

DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 8,1 %. Olemme laskeneet WACC:ia melko selvästi vuoden takaisesta 9,2 %:sta Relaisin osoitettua syklinkestävyytensä koronapandemian oloissa sekä osakkeen hankittua vakiintuneen aseman First North -listalla vuoden takaisen listautumisen jälkeen. Vastaava oman pääoman tuottovaatimus on mallissamme 9,5 %.

Em. oletuksilla Relaisin osakkeen DCF-arvo on noin 12,2 euroa, mikä indikoi noin 20 %:n nousuvaraa nykykurssiin. Tulos on linjassa muiden käyttämiemme arvostusmenetelmien kanssa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on melko korkea (61 %), mutta tämä johtuu pääosin teknisestä seikasta eli liikearvopoistojen poissaolosta terminaalijaksolla.

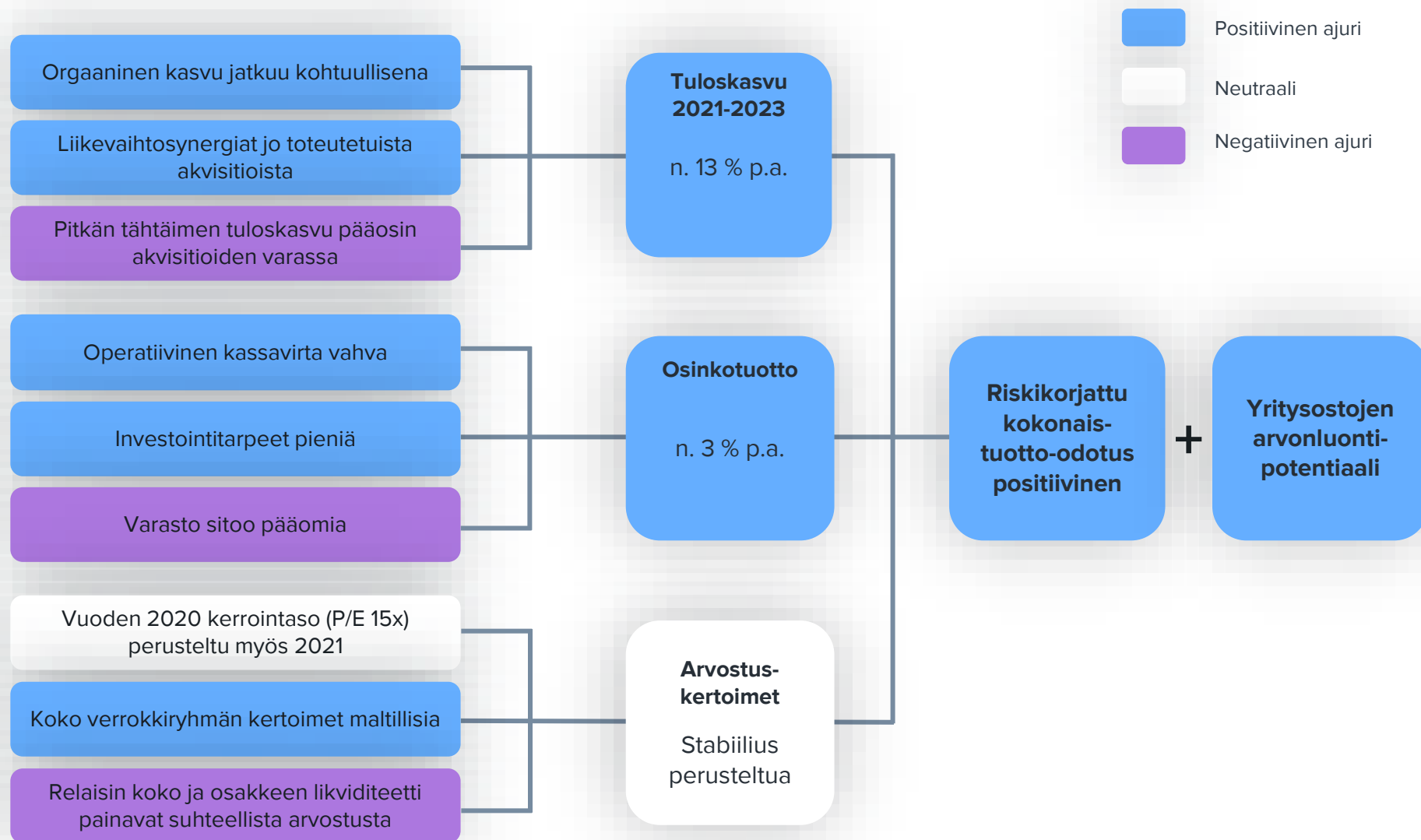
Positiivinen suositus edelleen perusteltu

Nostamme Relaisin osakkeen tavoitehinnan 12,00 (aik. 9,50) euroon ja säilytämme lisää-suosituksemme riskikorjatun kokonaistuoton ollessa houkutteleva. Myös muut käyttämämme arvostusmenetelmät tukevat käsitystä osakkeen tämänhetkisestä varsin selvästäkin aliarvostuksesta. Osakekurssi ei myöskään huomioi Relaisin tuleviin yritysostoihin liittyvää arvonlisäpotentiaalia. Toimialan defensiivisyys ja Relaisin joustava kulurakenne pitävät merkittävien negatiivisten yllätysten riskin pienenä. Näytöt onnistuneista yritysostoista pienentävät myös niihin liittyvää riskiä.

Suhteessa osakkeen omaan (tosin lyhyeen) arvostushistoriaan sekä verrokkien arvostustasoon pidämme 14-15x:n P/E-kerrointa Relaisin osakkeelle tällä hetkellä hyväksyttävänä. Tavoitehinnallamme osakkeen vuoden 2021 P/E-luku olisi 14x eli edelleen 13 % verrokkeja alempana. Saman vuoden EV/EBITDA (11x) olisi melko tarkkaan linjassa verrokkien kanssa.

Relaisin lähiaikojen mahdollisia positiivisia kurssiajureita ovat tiedot yritysostoista, parin kuukauden kuluttua saatava näyttö hyvän suoriutumisen jatkumisesta H2'20:llä sekä myönteinen ohjeistus 2021:lle.

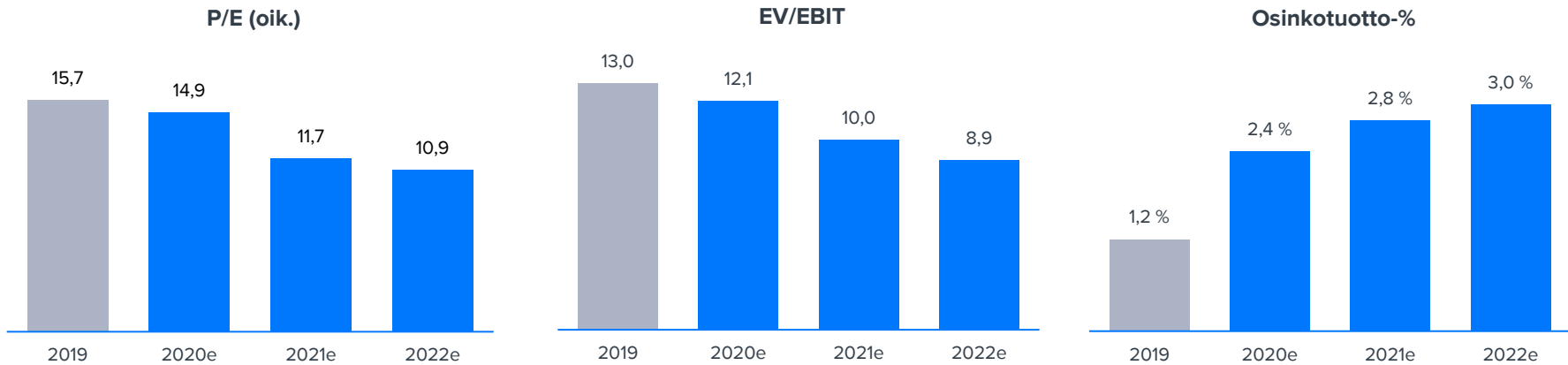
Osaketuoton ajurit 2021e-2023e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,25	10,15	10,15	10,15	10,15
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,8	16,9	17,0	17,1
Markkina-arvo	134	171	171	171	171
Yritysarvo (EV)	168	205	200	191	181
P/E (oik.)	15,7	14,9	11,7	10,9	10,4
P/E	>100	43,5	24,6	20,7	17,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	16,2	11,3	10,7
P/B	2,1	2,4	2,3	2,2	2,1
P/S	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	12,6	11,8	9,7	8,7	7,9
EV/EBIT (oik.)	13,0	12,1	10,0	8,9	8,1
Osinko/tulos (%)	421,4 %	103,0 %	67,9 %	61,2 %	55,8 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,4 %	2,8 %	3,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

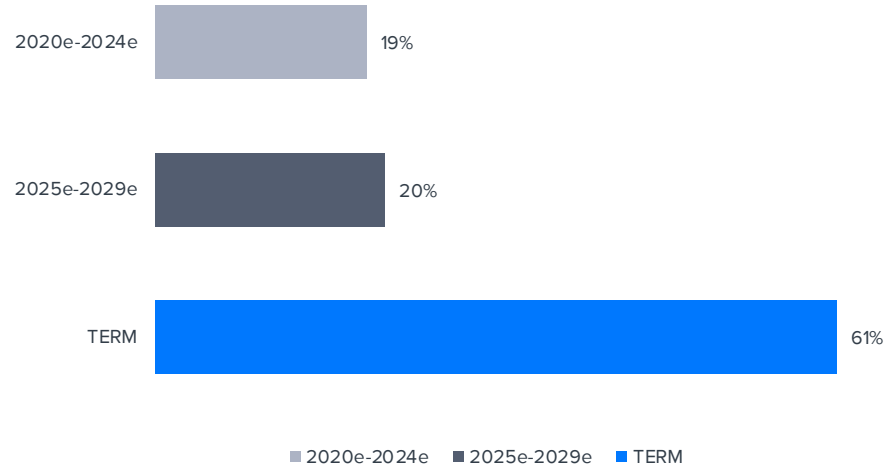
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Kamux Oyj	12,34	498	534	14,8	12,7	11,7	10,3	0,6	0,6	18,4	15,4	2,6	3,1	4,5
Mekonomen AB	90,85	489	950	10,6	10,0	5,8	5,7	0,8	0,8	7,8	7,2	2,5	3,4	1,0
Thule Group AB	276,40	2877	2943	20,0	18,5	18,2	16,9	3,9	3,7	26,4	24,2	3,1	3,3	5,4
Inter Cars SA	247,00	784	1068	15,5	14,6	11,8	11,0	0,5	0,5	11,7	10,8	0,3	2,1	
Motorpoint Group PLC	285,00	303	429	14,7	13,7	13,9	12,9	0,3	0,3	13,1	11,4	2,9	2,4	
LKQ Corp	36,73	9314	11572	11,5	10,6	9,6	8,9	1,1	1,1	13,5	12,2			1,9
Dorman Products Inc	94,86	2542	2401	18,6	16,1	15,9	13,4	2,6	2,4	25,4	22,5			
Advance Auto Parts Inc	152,70	8536	8506	11,5	10,6	9,0	8,6	1,0	1,0	16,1	14,5	0,5	0,6	2,6
Uni-Select Inc	8,10	228	629	16,0	11,8	6,7	6,0	0,5	0,4	15,8	9,1		3,1	0,6
Genuine Parts Co	97,88	11697	13370	13,3	12,3	10,9	9,8	0,9	0,9	17,0	15,6	3,2	3,5	3,5
AMA Group Ltd	0,78	348	712	23,3	16,7	15,4	12,2	1,1	1,0	33,7	17,2		0,5	1,7
Relais (Inderes)	10,15	171	205	10,0	8,9	9,7	8,7	1,4	1,3	11,7	10,9	2,8	3,0	2,3
Keskiarvo				15,4	13,4	11,7	10,5	1,2	1,1	18,1	14,5	2,2	2,4	2,6
Mediaani				14,8	12,7	11,7	10,3	0,9	0,9	16,1	14,5	2,6	3,1	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				-33 %	-29 %	-17 %	-15 %	54 %	47 %	-27 %	-25 %	6 %	-2 %	2 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	7,9	9,5	12,4	13,9	15,4	15,7	16,0	16,3	16,6	16,8	21,2	
+ Kokonaispoistot	5,5	8,0	8,3	8,1	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	3,6	
- Maksetut verot	0,0	-3,1	-4,0	-4,3	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,8	-4,9	-5,0	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-15,1	-2,1	-5,3	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	-3,1	11,8	11,1	15,8	16,7	16,9	17,2	17,5	17,7	18,0	18,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-54,7	-13,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-59,4	-1,6	10,5	15,1	16,0	16,2	16,5	16,7	17,0	17,2	17,6	
+/- Muut	43,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-15,9	-1,6	10,5	15,1	16,0	16,2	16,5	16,7	17,0	17,2	17,6	296
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,6	9,7	12,9	12,6	11,9	11,1	10,5	9,8	9,2	8,7	147
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		242	243	234	221	208	196	185	175	165	156	147
Velaton arvo DCF		242										
- Korolliset velat		-64,2										
+ Rahavarat		29,6										
- Vähemmistöosuus		-0,3										
- Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		205										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,20										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,3 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,30 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	60,4	72,5	98,9	127,0	141,1	EPS (raportoitu)	2,51	0,36	0,03	0,23	0,41
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	20,6	EPS (oikaistu)	2,51	0,67	0,53	0,68	0,86
Liikevoitto	6,1	5,7	7,9	9,5	12,4	Operat. kassavirta / osake	4,35	0,71	-0,19	0,70	0,65
Voitto ennen veroja	5,3	4,8	2,5	7,3	11,0	Vapaa kassavirta / osake	0,97	0,81	-0,98	-0,09	0,62
Nettovoitto	3,8	3,1	0,4	3,9	7,0	Omapääoma / osake	7,12	1,92	3,93	4,23	4,38

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143,0	148,3	140,3	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	20 %	37 %	28 %	11 %
Oma pääoma	14,2	17,2	63,7	71,3	74,3	Käyttökateen kasvu-%	-7 %	5 %	53 %	31 %	18 %
Liikearvo	7,0	4,9	53,7	58,6	51,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	37 %	55 %	31 %	17 %
Nettovelat	21,6	17,1	34,5	34,3	28,9	EPS oik. kasvu-%		-73 %	-21 %	30 %	27 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	13,8 %	12,1 %	13,5 %	13,8 %	14,6 %
Käyttökate	8,3	8,7	13,3	17,5	20,6	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	11,6 %	13,1 %	13,4 %	14,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-2,4	-15,1	-2,1	-5,3	Liikevoitto-%	10,2 %	7,9 %	7,9 %	7,5 %	8,8 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	6,1	-3,1	11,8	11,1	ROE-%	44,7 %	22,7 %	1,0 %	5,8 %	9,6 %
Investoinnit	-5,1	-0,8	-54,7	-13,3	-0,5	ROI-%	17,5 %	15,8 %	9,6 %	7,3 %	10,1 %
Vapaa kassavirta	1,5	7,0	-15,9	-1,6	10,5	Omavaraisuusaste	31,5 %	36,0 %	44,5 %	48,1 %	52,9 %
						Nettovelkaantumisaste	152,2 %	99,7 %	54,2 %	48,1 %	39,0 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Ari Salmivuori & Ajanta Oy	40,4 %	EV/Liikevaihto			1,7	1,6	1,4
Nordic Industry Development AB	23,4 %	EV/EBITDA (oik.)			12,6	11,8	9,7
Suomen Teollisuussijoitus Oy	2,8 %	EV/EBIT (oik.)			13,0	12,1	10,0
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	2,4 %	P/E (oik.)			15,7	14,9	11,7
Rausanne Oy	2,2 %	P/B			2,1	2,4	2,3
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,0 %	Osinkotuotto-%			1,2 %	2,4 %	2,8 %

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 (välttömät 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 käytettävä neuvonantaja. 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 arvon 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2019	Osta	9,00 €	7,35 €
24.2.2020	Lisää	9,00 €	8,37 €
28.2.2020	Lisää	9,00 €	8,25 €
27.3.2020	Lisää	7,00 €	6,51 €
10.8.2020	Lisää	8,50 €	7,80 €
17.8.2020	Lisää	9,50 €	8,68 €
8.12.2020	Lisää	12,00 €	10,15 €

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 Oy

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.**