

Kamux

Seurannan aloitus

1/2018

inde
res.

Autokaupan tehokas uudistaja

Aloitamme Kamuxin seurannan lisää-suosituksella ja 8,0 euron tavoitehinnalla.

Kamux toimii käytettyjen autojen markkinoilla Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa

Kamux on käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Yhtiön ensimmäinen autoliike avattiin vuonna 2003 Hämeenlinnassa. Yhtiö laajeni Ruotsiin vuonna 2012 ja Saksaan vuonna 2015. Kamuxilla oli vuoden 2017 lopussa yhteensä 53 autoliikettä (Suomi 41 kpl, Ruotsi 10 kpl ja Saksa 2 kpl) ja uskomme yhtiön avaavan uusia liikkeitä tänä vuonna kaikkiin toimintamaihinsa. Tilikaudella 2017 ennustamme Kamuxin myyneen 40 830 käytettyä autoa (2016: 36 290), liikevaihdon kasvaneen noin 12 % 453 MEUR:oon (2016: 405 MEUR) ja raportoidun liikevoiton paranevan 17,8 MEUR:oon (2016: 15,7 MEUR).

Liiketoimintamalli painottaa nopeaa varastonkiertoa, integroitua palveluita ja alhaisia kiinteitä kuluja

Kamuxin toiminta perustuu autoliikkeiden ja verkon yhdistelmään, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Integroitujen palveluiden tarjoaminen osana autokauppaa on tärkeä osa Kamuxin liiketoimintamallia ja näiden myynnillä on selvä positiivinen vaikutus Kamuxin kannattavuuteen. Kamux tarjoaa asiakkailleen automyyntiin yhteydessä kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutustuotteita sekä Kamuxin omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt korjauskustannukset.

Visiona olla johtava käytettyjen autojen kaupan erikoistunut autoliikeketju Euroopassa

Kamux on viimeisen kymmenen vuoden aikana todistanut tehokkaan liiketoimintamallinsa toimivuuden Suomessa ja noussut nopeasti myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna markkinajohtajan asemaan. Yhtiö pyrkii nyt viemään toimintamallinsa Ruotsiin ja Saksaan, mihin yhtiön suurimmat kasvuodotukset on ladattu. Suomessa käytettyjä autoja myytiin vuonna 2016 noin 0,5 miljoonaa, Ruotsissa 1,2 miljoonaa ja Saksassa 7,4 miljoonaa. Käytettyjen autojen kokonaismarkkina on arviolta noin 100 miljardia euroa yhteensä maissa, joissa Kamux toimii ja Suomen osuus tästä on vain noin 5 miljardia euroa. Kamux arvioi olevansa autojen lukumäärällä mitattuna Suomessa markkinajohtaja noin 6,5 %:n markkinaosuudella. Ruotsissa Kamuxin markkinaosuus on arviolta 0,3 % ja Saksassa vielä 0 %.

Näkymät ja taloudelliset tavoitteet ankuroitu vuoden 2019 välitavoitteeseen

Kamux tavoittelee vuonna 2019 vähintään 700 MEUR:n liikevaihtoa ja 4-5 %:n liikevoittomarginaalia sekä vähintään 5 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä. Kasvutavoite on haastava ja vaatii 25 %:n vuosikasvua nykytasolta. Kannattavuustavoite on realistinen, sillä yhtiö on historiallisesti tehnyt tasaista 4-5 %:n liikevoittomarginaalia, vaikka se on panostanut vahvasti kasvuun (CAGR 2013-2016: 39 %). Ennustamme Kamuxin kasvavan vuosina 2018-2019 noin 20 %:n vuosivauhtia liikevoittomarginaalien ollessa 4,3 % ja 4,5 %. Ennusteillamme Kamuxin 2019 liikevaihto on 652 MEUR ja liikevoitto 29 MEUR.

Yhtiön pitkän aikavälin kasvumahdollisuudet eivät mielestämme heijastu täysin osakkeen hintaan

Kamuxin markkina-arvo 7,0 euron osakekurssilla on 280 MEUR ja yhtiö on kevään listautumisannin jälkeen lähes nettovelaton. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 16x ja 13x, ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 9x. Osinkotuotot ovat ennustamallamme 40 %:n osingonjakosuhteella 1,9 % ja 2,4 %. Osake on mielestämme houkuttelevalla tasolla huomioiden yhtiön pitkän aikavälin tulokasvunäkymät, tasainen kannattavuus ja liiketoimintamallin alhainen riskitaso.

Analyytikko

Petri Kajaani

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

LISÄÄ

Edellinen: -

8,0 EUR

Edellinen: -



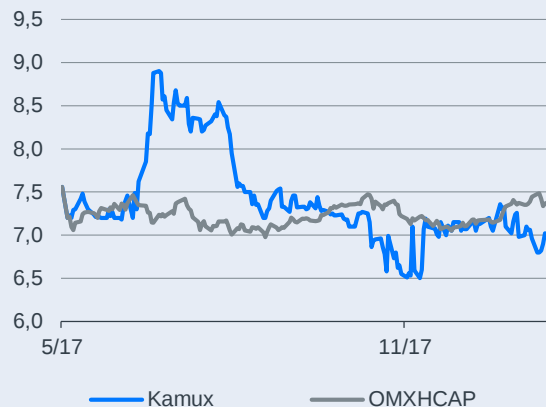
Osakekurssi: 7,0 EUR

Potentiaali: 14 %

Avainluvut

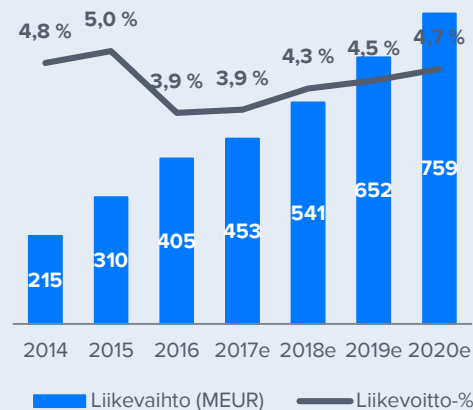
	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	405	453	541	652
<i>kasvu-%</i>	31 %	12 %	19 %	20 %
Liikevoitto	15,7	17,8	23,4	29,1
<i>Liikevoitto-%</i>	3,9 %	3,9 %	4,3 %	4,5 %
Nettotulos	11,0	13,3	17,4	21,8
EPS (oik.)	0,35	0,39	0,44	0,55
Osinko per osake		0,13	0,17	0,21
<i>-osingonjakosuhde</i>		39 %	39 %	39 %
P/E (oik.)		18,0	16,1	12,8
P/B		4,5	3,8	3,1
P/S		0,6	0,5	0,4
EV/EBIT		14,1	11,9	9,4
EV/EBITDA		13,4	11,4	8,9
Osinkotuotto-%		1,9 %	2,4 %	3,0 %

Kurssikehitys

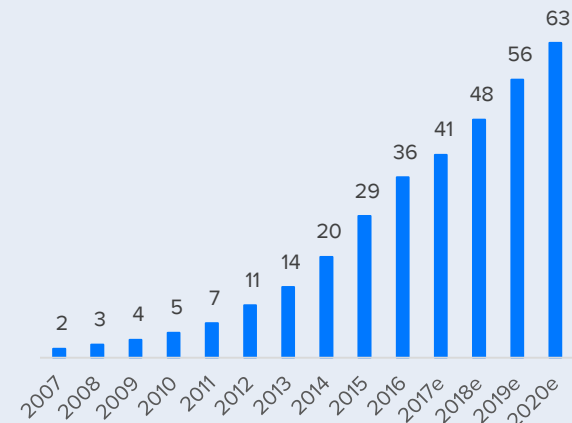


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Myytyjen autojen lukumäärä (tuhat kpl)



Arvoajurit

- Uusien autoliikkeiden avaaminen Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa
- Uusien hyvin myyjien rekrytoiminen
- Varastonkierron nopeutuminen
- Integroitujen palvelujen myynnin kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut esim. kolmansien osapuolten myyntipalkkioissa
- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus



Riskitekijät

- Voimakas historiallinen kasvuvauhti ei jatku
- Ruotsi ja Saksa jäävät kannattavuudessa selvästi Suomen tasosta
- Kamuxin maineriski
- Autoverolainsäädäntöön tehtävät negatiiviset muutokset
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentuminen
- Kilpailijat kopioivat Kamuxin toimintamallin
- Digitaalisuuteen liittyvät disruptiiviset palvelut



Arvostus

- Tulospohjainen arvostus lähivuosille P/E 16x ja 13x.
- Osinkotuotto tyypillisesti kasvuyhtiölle matala 1,8%
- Korkea P/B-luku perusteltavissa hyvällä oman pääoman tuotolla
- Osake tulee reagoimaan positiivisesti, jos 2019 tavoitteisiin ylletään
- Osaketta voi lyhyellä aikavälillä painaa matala likviditeetti ja lock-up -rajoitusten päätyminen
- Arvostus pitkälti linjassa verrokkien kanssa

MCAP
280
MEUR

P/E
16x
2018e

Osinko-%
1,9
2017e

EV/EBITDA
11x
2018e

Sisällysluettelo

Kamux lyhyesti	s. 5
Yhtiökuvaus	s. 6-7
Historiallinen kehitys	s. 8-10
Liiketoimintamalli	s. 11-19
Toimiala- ja markkinakatsaus	s. 20-24
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 25-28
Ennusteet	s. 29-34
Arvostus	s. 35-39
Sijoitusnäkemys ja riskit	s. 40-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 43

Kamux lyhyesti

Kamux on nopeasti kasvanut käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Ensimmäinen Kamux-autoliike avattiin Hämeenlinnassa vuonna 2003. Yhtiö laajeni Ruotsiin vuonna 2012 ja Saksaan vuonna 2015. Yhtiöllä on nykyään 41 autoliikettä Suomessa, 10 Ruotsissa ja 2 Saksassa. Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut autoliikeketju Euroopassa myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna. Yhtiön tavoite on saavuttaa vähintään 700 MEUR:n liikevaihto vuonna 2019 ja 4-5 %:n liikevoittomarginaali. Pitkällä tähtäimellä yhtiö tavoittelee vähintään 5 %:n liikevoittomarginaalia.

2003

ENSIMMÄINEN KAMUX-
AUTOLIIKE AVATTIIN

280 MEUR

MARKKINA-ARVO

405 MEUR (2015: 310 MEUR)

LIKEVAIHTO VUONNA 2016

15,7 MEUR (2015: 15,5 MEUR)

LIKEVOITTO VUONNA 2016

36 290 KPL (2015: 28 515 kpl)

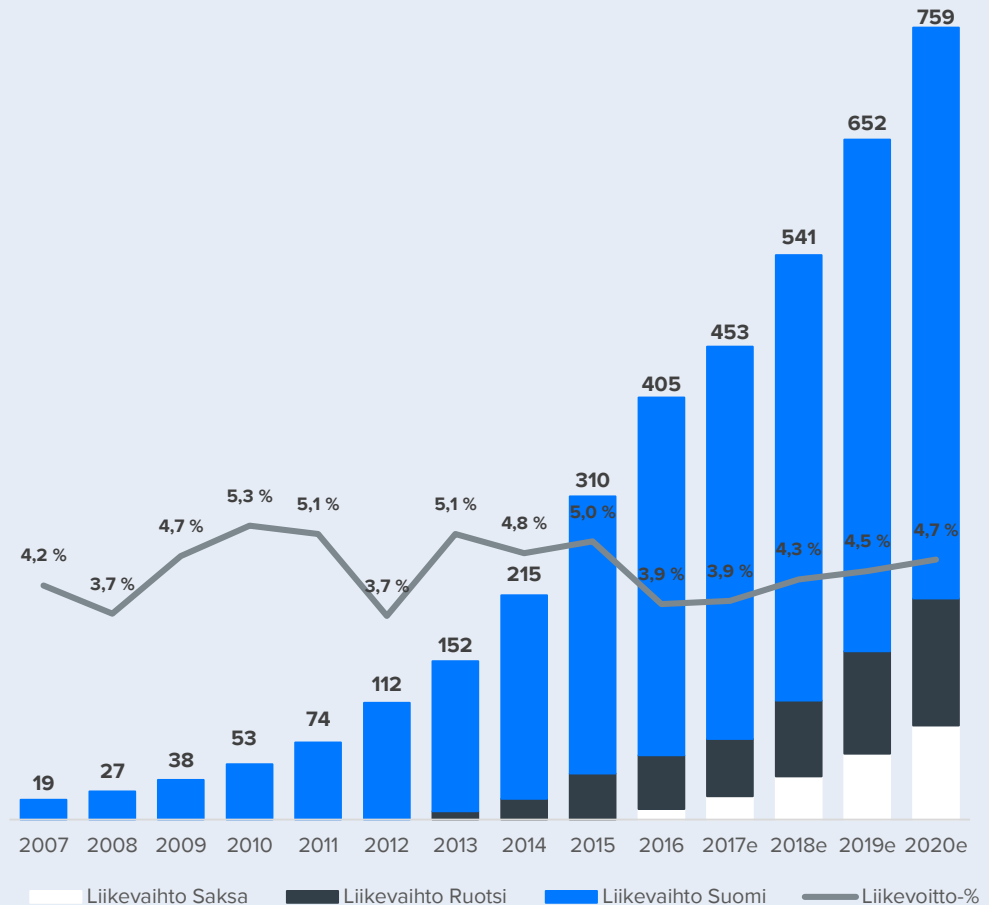
MYTTYJÄ AUTOJA VUONNA 2016

432

HENKILÖSTÖ
KESKIMÄÄRIN*

53

AUTOLIIKETTÄ**



* 1-9/2017

** 2017 lopussa

Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Kamux on myynyt perustamisensa jälkeen yli 160 000 käytettyä autoa. Tilikaudella 2016 Kamux myi 36 290 autoa ja sen liikevaihto oli 405 MEUR. Vuonna 2016 liikevaihto jakautui maiden osalta seuraavasti (Suomi 85 %, Ruotsi 13 % ja Saksa 2 %). Yhtiö arvioi olevansa myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna Suomessa markkinajohtaja noin 6,5 %:n markkinaosuudella. Ruotsissa Kamuxin markkinaosuus oli arviolta noin 0,3 % ja Saksassa 0 %. Oikaistu liikevoitto tilikaudelta 2016 oli 18,0 MEUR (4,4 % liikevaihdosta) ja raportoitu liikevoitto oli 15,7 MEUR (3,9 % liikevaihdosta). Yhtiöllä oli tilikauden 2016 lopussa yhteensä 552 työntekijää, joista 272 oli vakituisia työntekijöitä.

Autoliikkeet

Ensimmäinen Kamux-autoliike avattiin vuonna 2003 Hämeenlinnassa. Vuonna 2012 joulukuussa yhtiö avasi ensimmäisen autoliikkeen Ruotsiin ja vuonna 2015 joulukuussa yhtiö avasi ensimmäisen autoliikkeen Saksaan. Vuoden 2017 lopussa Kamuxilla oli autoliikkeitä Suomessa 41 kpl, Ruotsissa 10 kpl ja Saksassa 2 kpl.

Liiketoimintamalli

Kamuxin liiketoiminta perustuu autoliikkeiden ja verkon yhdistelmään, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Kamuxin tehokkaaseen varastonkiertoon suunniteltu liiketoimintamalli mahdollistaa Kamuxin

tarjoamien autojen kilpailukykyiset hinnat.

Integroidut palvelut

Liiketoimintamallinsa mukaisesti Kamux tarjoaa asiakkailleen myös autokauppaan liittyviä integroituja palveluja. Kamux myy kolmansien osapuolten rahoitustuotteita kaikissa liikkeissään Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Lisäksi Kamux tarjoaa kolmansien osapuolten vakuutustuotteita ja sen omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, auton korjauskustannusten varalle Suomessa ja Ruotsissa. Keskeinen osa Kamuxin asiakaspalvelukonseptia on kotiinkuljetuspalvelu Suomessa ja Ruotsissa, jolloin auto toimitetaan asiakkaalle ja samalla noudetaan mahdollinen vaihtoauto. Integroiduilla palveluilla on selvä positiivinen vaikutus Kamuxin kannattavuuteen.

Autojen hankinta

Kamux hankkii käytettyjä autoja leasingyhtiöiltä, autohuutokaupoista, yksityishenkilöiltä, muilta autoliikkeiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojilta ja muista lähteistä. Suurimman osan autoista Kamux hankkii asiakkailtaan vaihdossa osana vaihtoautokauppaa. Suomessa kaikki Kamuxin automyyjät ostavat autoja ja jokaisella liikkeellä on määritellyt ostotavoitteet. Ruotsissa ja Saksassa autohankintojen hinnoittelusta vastaavat ostojohtajan alaisuudessa olevat ostotiimit.

Autojen myynti ja autovalikoima

Kamux myy käytettyjä autoja autoliikkeissään Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa sekä verkkokaupassaan Suomessa. Kamuxin koko autovalikoima on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin autoliikkeissä Suomessa sekä maanlaajuisesti Ruotsissa ja Saksassa. Kamux

siirtää tarvittaessa auton liikkeestä tai maasta toiseen, kun kaupasta on sovittu. Vuonna 2016 Kamuxin myymistä autoista noin 27 % myytiin toisen Kamuxin autoliikkeen kautta.

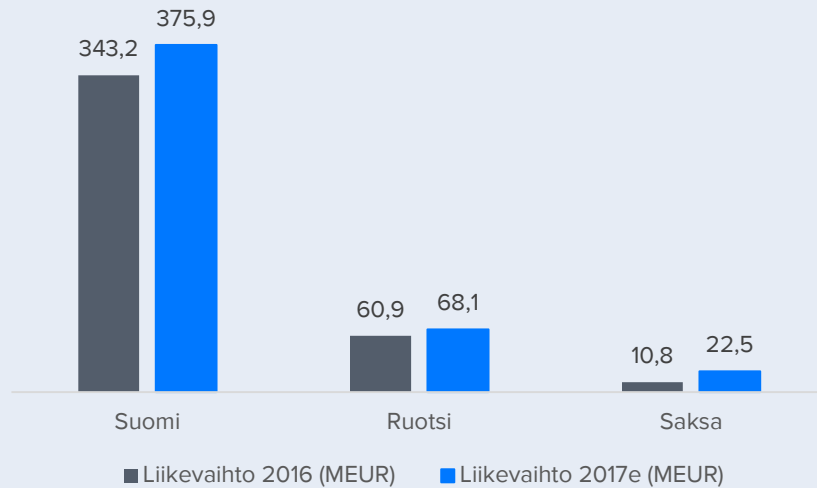
Kamux myy käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta ja pyrkii sovittamaan omat ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmänsä kautta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi autohankinnat ja vaihtoautoja sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Kamuxin keskeisin käytettyjen autojen luokka liikevaihdolla mitattuna ovat noin 2-6 vuoden ikäiset autot, joiden hintaluokka on 10 000-25 000 euroa. Kamuxin kussakin autoliikkeessä Suomessa ja Ruotsissa autovalikoiman suuruus vaihtelee keskimäärin noin 50-150 myynnissä olevan käytetyn auton välillä, ja Saksassa sijaitsevista autoliikkeissään Kamux pyrkii noin 150-300 myynnissä olevan käytetyn auton valikoimaan. Nopeaan varastonkiertoon pohjautuvan liiketoimintamallin ansiosta vuonna 2016 Kamuxin myymien käytettyjen autojen keskimääräinen myyntiaika laskettuna auton hankinnasta auton myyntiin oli 32 päivää toimialan keskiarvon ollessa Kamuxin johdon arvion mukaan noin kaksinkertainen.

Näkyvät ja tavoitteet

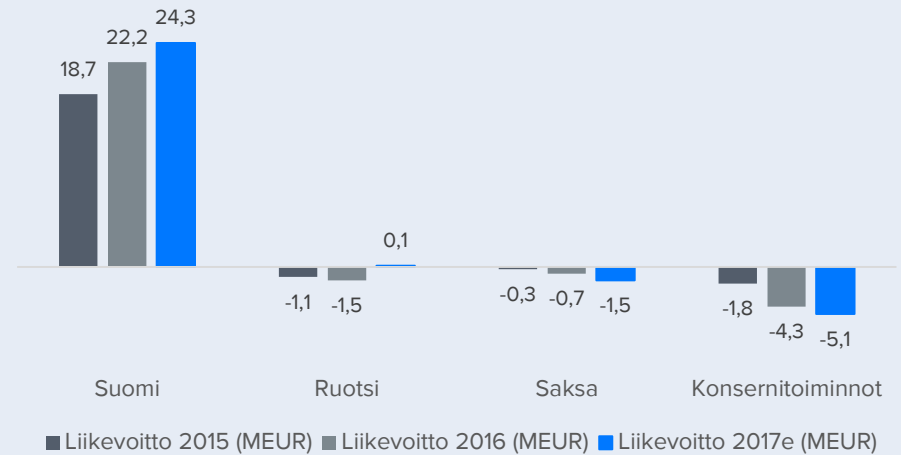
Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut ketju Euroopassa. Yhtiö ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä, mutta vuoden 2019 tavoite on liikevaihdon kasvattaminen vähintään 700 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaali 4-5 %. Yhtiö tavoittelee vähintään 5 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä. Pidämme 2019 liikevaihtotavoitetta haastavana, mutta 4-5 %:n liikevoittotavoite on mielestämme aivan realistinen.

Yhtiökuvaus

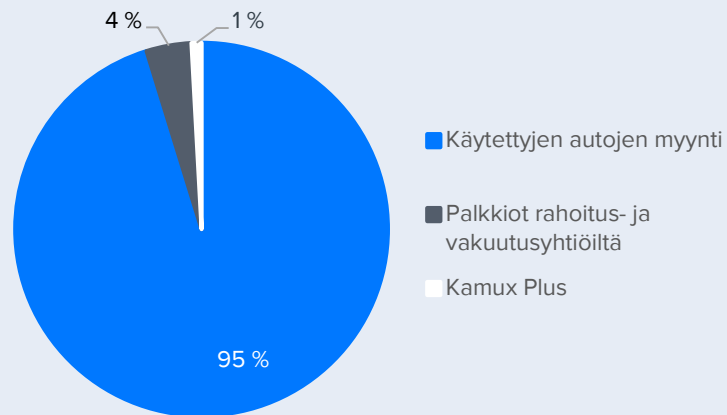
Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



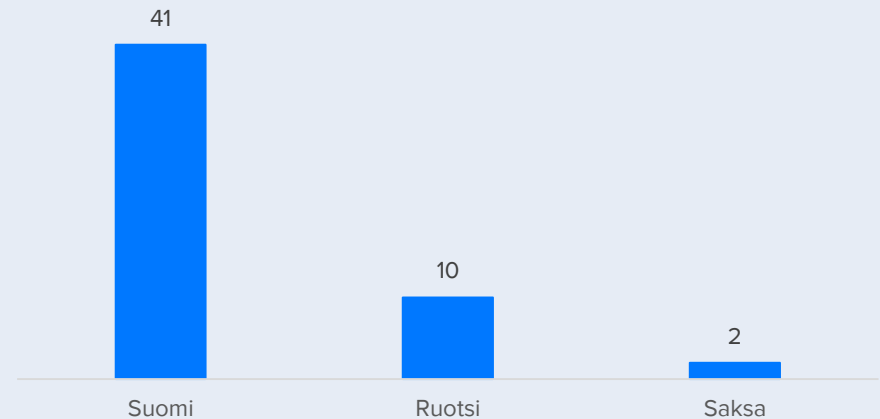
Liikevoitto segmenteittäin (MEUR)



Liikevaihto tuotealueittain (2016)



Kamux-autoliikkeit vuodel 2017 lopussa



Historiallinen kehitys

Historia

Kamuxin toimitusjohtajan Juha Kalliokosken perustama Kamux aloitti liiketoimintansa vuonna 2003. Ensimmäinen autoliike avattiin Hämeenlinnassa, jossa Kamuxin pääkonttori edelleen sijaitsee. Kamux avasi toisen autoliikkeen vuonna 2006 laajentuen vuoden 2010 loppuun mennessä 12 autoliikkeen ketjuksi Suomessa. Vuonna 2010 Kamux aloitti lisäksi järjestelmällisen integroitujen palveluiden tarjoamisen Suomessa.

Vuonna 2011 suomalaisen pääomasijoittajan Intera Partnersin perustama yhtiö KMX Holding Oy (Kamux Oyj:n aikaisempi nimi) osti Kamux Suomen (yhtiötä edeltäneen konsernin emoyhtiön) ja sen tytäryritykset. Järjestelyn yhteydessä toteutetussa osakeannissa Kamuxin toimiva johto ja muut avainhenkilöt merkitsivät 45 % osakkeista ja Interalla säilyi 55 % osakkeista. Interan tarkoitus oli tarjota Kamuxille lisää resursseja ja osaamista liiketoiminnan laajentamiseen Suomessa ja ulkomailla.

Vuoden 2012 lopussa Kamux laajentui Ruotsiin avaten ensimmäisen autoliikkeen Gävlessä, minkä jälkeen Kamux on laajentunut kymmenen autoliikkeen ketjuksi Ruotsissa. Vuoden 2015 joulukuussa Kamux laajentui Saksaan avaten ensimmäisen autoliikkeen Elmshornissa, Hampurin alueella ja toisen autoliikkeen Hampurin Nedderfeldissä joulukuussa 2016. Nedderfeldin liike on ainoa, joka on tällä hetkellä Kamuxin omassa omistuksessa. Kaikissa muissa autoliikkeissä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa Kamux toimii vuokralla. Kamuxin vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta ja valtaosassa on ehtoja sopimuksen uusimisesta.

Vahva kasvu ja tasainen kannattavuus

Kamux profiloituu kasvuyhtiöksi. Vuosien 2007-2012 aikana yhtiön liikevaihdon kasvu oli keskimäärin 43 % vuodessa, joka koostui täysin kasvusta Suomen markkinoilla. Tällä aikavälillä liikevaihto kasvoi 19 MEUR:sta 112 MEUR:oon. Vuosien 2013-2016 aikana Kamuxin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 39 % vuodessa. Euromääräisesti viime vuosien kasvu on tullut pääosin Suomesta, mutta pienten pohjalukujen ansiosta Ruotsin ja Saksan liikevaihdot ovat kasvaneet nopeinta vauhtia. Vahvasta kasvusta huolimatta Kamux on pysynyt voitollisena ja liikevoittomarginaali vuosien 2007-2016 aikana on ollut tasaisesti noin 4-5 %:n. Kamuxin kasvu vaatii hyvin vähän investointeja, mutta jokaisen uuden liikkeen avaamisen yhteydessä autovarastoon sitoutuu käyttöpääomaa.

Kamuxin liikevaihdon kasvu on perustunut myynnin kasvuun olemassa olevissa liikkeissä sekä uusien liikkeiden avaamiseen. Yhtiön mukaan Kamuxin liikevaihdon kasvusta katsauskaudella 2014-2016 noin puolet on perustunut uusien liikkeiden avaamiseen, ja uusien liikkeiden avaamisen odotetaan vaikuttavan jatkossakin merkittävästi Kamuxin liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Käytettyjen autojen myynnin lisäksi Kamuxin liikevaihtoon ja erityisesti kannattavuuteen vaikuttaa sen tarjoamien integroitujen palvelujen myynti (kolmansien osapuolien rahoitus- ja vakuutuspalvelut sekä Kamux Plus). Kamux on nopeasti kasvanut Suomen markkinajohtajaksi perinteistä autokauppaa selvästi tehokkaammalla toimintamallillaan. Nyt yhtiön tavoite on monistaa sama konsepti näiden oppien perustella selvästi suuremmille Saksan ja Ruotsin käytettyjen autojen markkinoille.

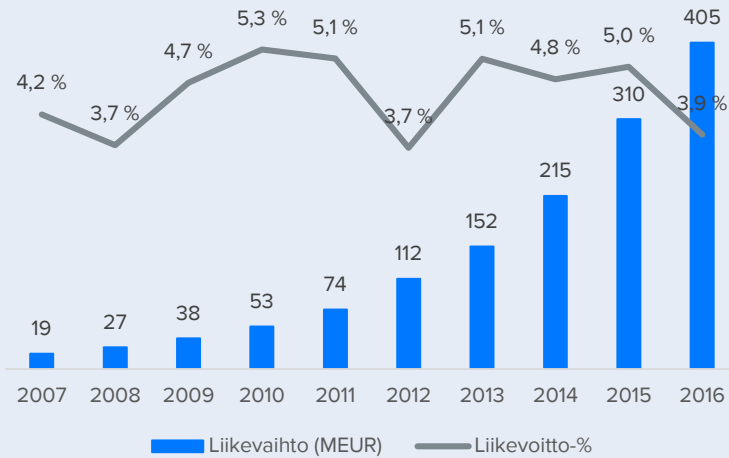
Laajentuminen Ruotsiin ja Saksaan

Suomen automyyntin osuudella on ollut merkittävä vaikutus Kamuxin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitykseen. Maantieteelliseen laajentumiseen liittyen Kamux on tehnyt investointeja Ruotsiin ja Saksaan ja sille on myös kertynyt lisäkuluja laajentumiseen liittyen mm. erilaisista selvityksistä ja asiantuntijapalveluista, markkinoinnista ja rekrytoinnista, mitkä ovat vaikuttaneet yhtiön tulokseen. Tämän lisäksi Kamuxin toimintahistoria, tunnettuus ja koko Ruotsissa ja etenkin Saksassa ovat vielä huomattavasti Suomea vähäisempiä, millä on ollut ja tulee olemaan vaikutus Kamuxin kannattavuuteen, kunnes sen liiketoiminnat kyseisissä maissa ovat kehittyneet pidemmälle.

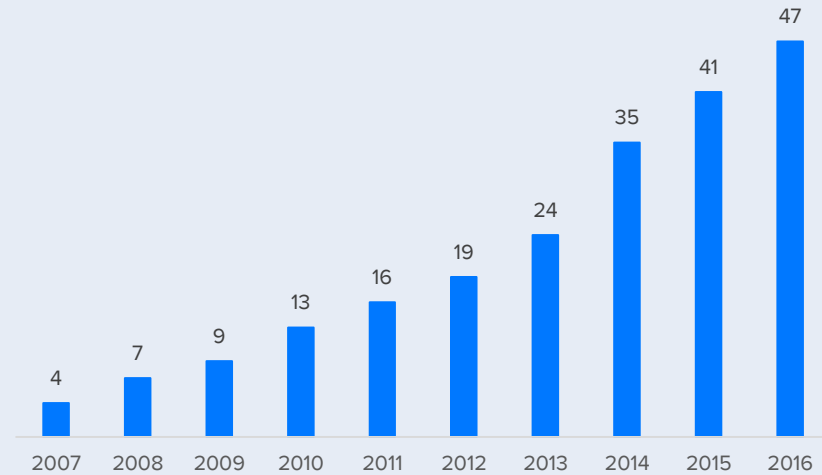
Kamuxin strategian mukaisesti se keskittyy Ruotsissa ja Saksassa liiketoiminnan kehittämiseen parantaen kannattavuutta asteittain. Ruotsissa Kamuxin tarkoituksena on keskittyä seuraavien vuosien aikana liikevaihdon kasvattamiseen sekä liiketoimintaprosessien ja henkilöstön kehittämiseen. Kamuxin tavoitteena on, että liikevaihdon kasvu alkaa näkyä Ruotsissa myös kannattavuuden parantumisena ja yhtiö on tehnyt Ruotsissa positiivista liikevoittoa nyt kahtena perättäisenä neljänneksenä (Q2'17 ja Q3'17). Saksassa Kamux on aloittanut toimintansa vuoden 2015 lopussa ja yhtiö keskittyy toistaiseksi liiketoiminnan kasvattamiseen Hampurin alueella ja liiketoimintaprosessien kehittämiseen ja optimointiin Saksan markkinoilla. Saksan liiketoiminta on tehnyt alkuvuonna 2017 noin 0,4 MEUR liike tappiota per kvartaali, mutta toiminta on vielä erittäin varhaisessa vaiheessa. Odotamme Saksan tekevän ensimmäisen positiivisen liike tuloksen vuonna 2020.

Historiallinen kehitys

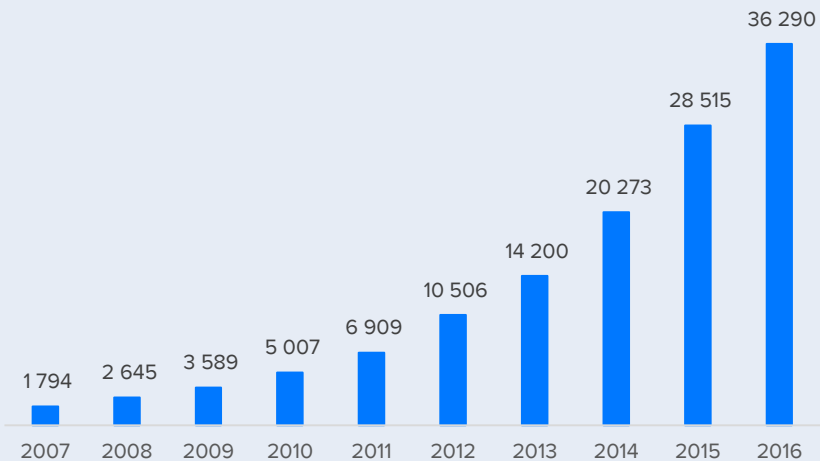
Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto



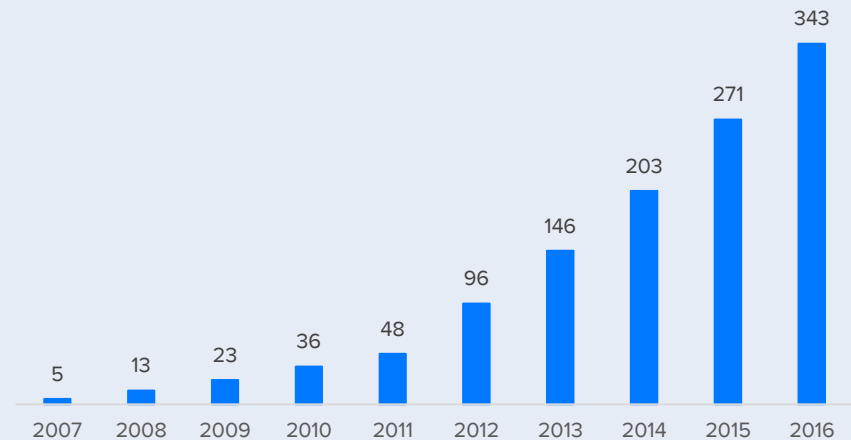
Autoliikkeiden määrä vuoden lopussa



Myytyjen autojen lukumäärä per vuosi



Henkilöstö keskimäärin kauden aikana



Historiallinen kehitys

2003

Suomi: ensimmäinen
autoliike avataan

2006

Suomi: toinen
autoliike avataan

2012

Ruotsi: ensimmäinen
autoliike avataan

2015

Saksa: ensimmäinen
autoliike avataan

2017

Yli 150 000
autoa myyty

2010

Integroitujen palvelujen
systemaattinen myynti alkaa

2011

Pääomasijoittaja Intera
Partners mukaan yhtiön
kehittämiseen

2015

Yli 100 000
autoa myyty

5/2017

Listautuminen
Nasdaq Helsinkiin

Liiketoimintamalli

Yleistä

Kamuxin liiketoimintamallin perustana ovat:

1. Käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti
2. Nopea varastonkierto
3. Alhaiset kiinteät kulut
4. Integroitujen palvelujen myynti asiakkaille

Lisäksi Kamux pyrkii siihen, että sen asiakaspalvelu on laadukasta, nopeaa ja proaktiivista vastaten asiakkaiden tarpeisiin sen kaikessa toiminnassa. Kamux ei harjoita uusien autojen myyntiä eikä korjaamotoimintaa, mikä mahdollistaa keskittymisen ydinliiketoimintaan, liiketoimintaprosessien parantamisen ja kasvuun.

1. Käytettyjen autojen ammattimainen hankinta ja myynti

Käytettyjen autojen hankinta

Hyväkuntoisten käytettyjen autojen hankinta hintaan, joka mahdollistaa kilpailukykyisen jälleenmyyntihinnoittelun, on keskeisessä roolissa Kamuxin liiketoiminnassa. Kamux hankkii suurimman osan myymistään käytetyistä autoista asiakkailtaan vaihdossa osana vaihtoautokauppaa. Kamux ottaa vastaan lähes minkä tahansa ajoneuvon vaihdossa osana kauppasummaa edellyttäen, että autokaupan ehdoista päästään kokonaisuutena muutoin asiakkaan kanssa sopimukseen. Kamux hankkii käytettyjä autoja myös autohuutokaupoista, leasingyhtiöiltä, muilta autoliikkeiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojilta, yksityishenkilöiltä muutoin ja muista lähteistä.

Kamuxin hankkimien käytettyjen autojen tyypillinen ikäjakauma vuonna 2016 oli 3-10 vuotta niiden autojen osalta, jotka Kamux hankkii asiakkailtaan tai muilta yksityishenkilöiltä, ja 1-5 vuotta niiden autojen osalta, jotka hankki Kamuxin oma osto-organisaatio. Kamuxin autoliikkeiden myyjät Suomessa toimivat lähtökohtaisesti itsenäisesti tehdessään autohankintoja käyttäen tarvittaessa osto-organisaation tukea autojen hinnoittelussa. Vuonna 2016 Kamuxin ostotiimi ja myyjät ostivat yhteensä noin 8500 käytettyä autoa (pois lukien asiakkailta osana vaihtokauppaa hankitut käytetyt autot).

Ruotsissa ja Saksassa autohankintojen hinnoittelusta vastaavat ostajohtajan alaisuudessa olevat ostotiimit näissä maissa. Kamuxin myyjät pääsääntöisesti tarkastavat ostettavat käytetyt autot, mutta Kamux ei itse huolla tai kunnosta ostamiaan autoja. Sen sijaan Kamuxilla on useita yhteistyökumppaneita, joita se hyödyntää joustavasti autojen huoltoa ja korjauksia varten.

Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen ja markkinatuntemukseen. Kamuxin liiketoimintamallin kannalta on hyvin tärkeää, että hankintoja tehdään jatkuvasti ja hyvään hintaan. Kamux opettaakin uusia myyjiään heti ottamaan yhden tietyn automallin tarkkailuun ja etsimään tämän mallin autoilmoituksista selkeitä poikkeamia markkinahinnoissa. Näin myyjät oppivat ajan kanssa tuntemaan eri autojen käypiä hintatasoja ja ostotoiminta kehittyi paremmaksi. Kamux tekee keskimäärin yhdellä autolla liikevaihtoa noin 11 000 euroa ja yhdestä autosta jää yhtiölle liikevoittoa vuodesta riippuen keskimäärin 400-500 euroa. Jos

esimerkin vuoksi oletetaan, että jokainen auton hankinta pystytään tekemään 100 euroa edullisemmin, tarkoittaisi se Kamuxin liikevoittomarginaalin nousua 4 %:sta 5 %:iin (muiden asioiden pysyessä ennallaan).

Käytettyjen autojen myynti

Kamux myy käytettyjä autoja autoliikkeidensä kautta Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa sekä verkkokaupassaan Suomessa. Kamux markkinoi autovalikoimaansa verkkosivustoillaan. Kamuxin verkkosivut ovat sen asiakkaiden pääasiallinen lähde tutustua Kamuxin autovalikoimaan ja siellä on esillä noin 3500 auton valikoima. Kamux pyrkii laajentamaan autovalikoimaansa uusia liikkeitä avaamalla ja liiketoimintaprosessejaan edelleen kehittämällä.

Autoliikkeet

Vuoden 2017 lopussa Kamuxilla oli yhteensä 53 autoliikettä, joista Suomessa oli 41 kpl, Ruotsissa 10 kpl ja Saksassa 2 kpl. Kamuxin koko autovalikoima on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin autoliikkeissä Suomessa sekä maanlaajuisesti Ruotsissa ja Saksassa, jolloin Kamux pystyy täydentämään autoliikekohtaista käytettyjen autojen valikoimaa muiden autoliikkeidensä autovalikoimalla ja jopa maiden välillä. Vuonna 2016 Kamuxin myymistä autoista noin 27 % myytiin toisen Kamuxin autoliikkeen kautta. Kamuxin laaja autovalikoima, kilpailukykyiset hinnat ja mahdollisuus myydä myös toisten Kamux-liikkeiden varastoa toimivat sen kilpailuetuna erittäin hajanaisilla käytettyjen autojen markkinoilla.

Liiketoimintamalli

Suurin osa Kamuxin autoliikkeistä sijaitsee suurten tai keskikokoisten kaupunkien vaikutusalueilla, joihin on keskittynyt myös muuta kaupallista liiketoimintaa ja joissa liikkuu paljon Kamuxin potentiaalisia asiakkaita. Kamuxin liiketilakonseptin mukaisesti Kamuxin autoliikkeillä on yhtenäinen ja helposti tunnistettava, muista autoliikkeistä erottuva ulkonäkö sekä selkeät ja yksinkertaiset sisätilat. Kamuxin autoliikkeiden pinta-ala on yleensä noin 500-2300 neliömetriä keskiarvon ollessa noin 1000 neliömetriä.

Kamuxin kussakin autoliikkeessä Suomessa ja Ruotsissa autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-150 myynnissä olevan käytetyn auton välillä ja Saksassa Nedderfeldin autoliikkeen suuren koon vuoksi Saksassa sijaitsevilla autoliikkeissä on keskimäärin noin 150-300 myynnissä olevan käytetyn auton valikoima. Eri kokoisissa liikkeissä myyjien määrät vaihtelevat tyypillisesti 4-12 myyjän välillä. Kamuxin kokemuksen perusteella yksi automyyjä myy keskimäärin 150-200 autoa vuosittain maasta riippuen ja parhaat myyjät voivat myydä jopa 360 autoa vuodessa.

Kamux etsii jatkuvasti uusia liikepaikkoja ja tavoittelee vähintään yhden uuden liikkeen avaamista vuosittain kaikissa toimintamaassaan. Vuosien 2018-2020 aikana arvioimme yhtiön hieman kiihdyttävän avaamistahtia uusien liikkeiden osalta ja arvioimme yhtiön avaavan noin 8 myymälää per vuosi. Kamuxin tavoite on avata uudet autoliikkeensä noin kahden kuukauden kuluessa sopivan liiketilan hallintaan saamisesta, mikäli liiketila on tyhjänä. Kamux pyrkii siihen, etteivät sen vuokraamat liiketilat vaatisi merkittäviä investointeja tai sitoisi huomattavasti aikaa ennen käyttöönottoa.

Tyypillisesti uuden keskikokoisen autoliikkeen

avaamisen yhteydessä liiketiloihin liittyvä investointi on ollut alle 50 000 euroa, mikä koostuu esim. liikkeen perusparannusmenoista, brändäyksestä, tietokoneista, työpöydistä yms. Nopea kasvu vaatii kuitenkin pääomia, sillä uuden autoliikkeen avaamisen yhteydessä autovaraston ostoon sitoutuu käyttöpääomaa arviolta noin 1 MEUR (100 autoa noin 10 000 euroa per auto).

Suomessa Kamuxilla oli vuoden 2017 lopussa 41 autoliikettä. Yhtiö on avaamassa helmikuussa 2018 Savonlinnaan 42. myymälän ja kesällä 2018 Ideaparkin yhteyteen on avautumassa myös uusi Kamux-liike. Suomessa Kamux myi vuonna 2016 keskimäärin noin 922 autoa per autoliike (myytyjen autojen lukumäärä vuoden aikana oli 31 325 ja autoliikkeiden määrä katsauskaudella keskimäärin noin 34 kpl). Suomessa yhtiön prosessit on hiottu vuosien saatossa tehokkaiksi ja toiminta on selvästi kehittyneempää ja kannattavampaa kuin Ruotsissa ja Saksassa.

Ruotsissa Kamuxilla oli vuoden 2017 lopussa 10 autoliikettä eikä uusista avauksista ole vielä tiedotettu. Kamux myi vuonna 2016 Ruotsissa keskimäärin 455 autoa per liike (myytyjen autojen lukumäärä 4098 ja liikkeiden määrä katsauskaudella keskimäärin noin 9 kpl). Ruotsissa myydään noin puolet vähemmän autoja per liike kuin Suomessa, vaikka käsityksemme mukaan liikkeiden koossa, valikoimissa tai myyjien lukumäärässä ei ole näin suurta eroa. Toiminta on siis ainakin tällä hetkellä selvästi tehottomampaa kuin Suomessa ja tämän eronaventamiseen yhtiö on keskittynyt vuoden 2017 aikana.

Saksassa Kamuxilla oli vuoden 2017 lopussa kaksi autoliikettä Hampurin alueella. Ensimmäisen avautui Elmshornissa joulukuussa

2015 ja toinen Nedderfeldissä joulukuussa 2016. Kamuxin tavoite on kasvaa seuraavan parin vuoden ajan Hampurissa ja sen lähialueilla, jotta yhtiö pystyy hyödyntämään liiketoimintamallinsa skaalaetuja Saksan markkinoilla. Kamux on myynyt Q1-Q3/2017 aikana yhteensä 1343 autoa kahdessa Saksan liikkeessään, eli jos sama tahti jatkuu loppuvuonna, tulee yhden autoliikkeen myynti olemaan keskimäärin noin 900 autoa vuodessa. Luku jää hieman Suomen alapuolelle, vaikka Saksassa liikkeiden keskimääräinen koko on selvästi suurempi kuin Suomessa.

Kamux myy kaikilla markkinoilla käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta. Suurin osa Kamuxin myymistä käytetyistä autoista on henkilöautoja, mutta Kamux myy myös käytettyjä pakettiautoja ja muita hyötyajoneuvoja. Kamuxin keskeisin käytettyjen autojen luokka liikevaihdolla mitattuna ovat noin 2-6 vuoden ikäiset autot, joiden hintaluokka on 10 000-25 000 euroa. Lisäksi Kamux myy käytettyjen autojen internet-huutokaupassa tai suoraan pienemmille autokauppiaille sellaisia autoja, jotka eivät esimerkiksi auton ikääntymisen, heikon kunnon tai ajatun kilometrimäärän johdosta enää täytä Kamuxin laatuvaatimuksia.

Vuonna 2016 Kamuxin myydyimmät automerkit myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna olivat Volkswagen, Mercedes-Benz, BMW, Volvo ja Audi. Vuonna 2016 Kamuxin keskimääräinen liikevaihto per myyty auto oli Suomessa noin 10 900, Ruotsissa noin 12 500 euroa ja Saksassa noin 12 600 euroa (mukaan lukien myydyt rahoitukset, vakuutukset ja Kamux plussat). Vuoden 2016 lopussa myynnissä olleiden autojen keski-ikä oli Suomessa 7,3 vuotta, Ruotsissa 5,8 vuotta ja Saksassa 4,5 vuotta.

Liiketoimintamalli

Käytetyn auton hintaan vaikuttavat mm. auton varustelu, ikä, ajetut kilometrit, sekä kunto. Käytettyjen autojen hintoihin vaikuttavat myös muun muassa kysyntä ja tarjonta, uusien autojen kauppaa lisäävät kannustimet (esimerkiksi verotukseen liittyen), saatavilla oleva rahoitus sekä yleiset taloudelliset olosuhteet.

Kamuxin verkkosivustot ja verkkokauppa

Kamuxin verkkosivustot ovat olennainen osa Kamuxin asiakaskohtaamista ja liiketoimintamallia ja niillä on olennainen merkitys Kamuxin strategian toteuttamisessa. Vuonna 2016 lähes kaikki Kamuxin asiakkaat löysivät ostamansa auton Kamuxin verkkosivustojen tai muiden digitaalisten kanavien kautta ja internetin mukana käytettyjen autojen hinnoittelu on muuttunut entistä läpinäkyvämmäksi.

Kamux avasi helmikuussa 2017 verkkokaupan, jonka kautta asiakkaat voivat ostaa auton Suomessa. Kamuxin verkkokauppa tukee sen myyntiä ja hankintaa, ja se muodostaa yhdessä Kamuxin autoliikkeiden kanssa olennaisen osan Kamuxin monikanavaista myyntistrategiaa. Painopiste Kamuxin autoliikkeiden ja verkkokaupan myynnin välillä saattaa tulevaisuudessa muuttua, ja Kamux seuraa aktiivisesti kuluttajakäyttäytymistä voidakseen palvelulla asiakkaita heidän tarpeisiin parhaiten vastaavien kanavien kautta ja arvioidakseen autoliikkeiden avaamistarvetta tulevaisuudessa.

Kamux uskoo verkkokaupan luovan mahdollisuuden tavoitella uusia kuluttajaryhmiä ja palvella asiakkaita, jotka ensisijaisesti haluavat asioida sähköisten kanavien kautta.

2. Nopea varastonkierto

Ammattimainen ja järjestelmällinen käytettyjen autojen hankinta ja myynti pyrkivät siihen, että Kamux pystyy tarjoamaan asiakkailleen laajan valikoiman kilpailukykyisesti hinnoiteltuja käytettyjä autoja. Tämä lisää asiakaskäyntejä Kamuxin autoliikkeillä ja verkkosivustoilla, mikä puolestaan nopeuttaa autojen myyntiä ja siten Kamuxin varastonkiertoa. Kamux pyrkii hinnoittelemaan autonsa houkuttelevasti edistääkseen varastonkiertoa ja minimoimaan autovaraston arvon alenemisen. Autojen hinnat laskevat tyypillisesti 1-2 % kuukaudessa, joten mitä pidemmäksi myyntiajat nousevat, sitä pienemmäksi Kamuxin kate muodostuu.

Kamux pyrkii hinnoittelemaan myytävät autonsa markkinoiden 3-5 edullisimman yksilön joukkoon ja tarjoamaan asiakkailleen kilpailukykyisen hinnan yhdessä integroitujen palvelujen kanssa. Mikäli autoon ei kohdistu odotettua kysyntää, Kamux reagoi tilanteeseen esimerkiksi nostamalla auton paremmin esiin markkinoinnissa, muuttamalla auton hinnoittelua tai tekemällä pieniä muutoksia autoon, kuten renkaiden ja/tai vanteiden vaihto ja pienten vikojen korjaus. Varastonkierron nopeutta edesauttaa se, että Kamuxin koko autovarasto on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin autoliikkeissä Suomessa sekä maanlaajuisesti Ruotsissa ja Saksassa. Kamux on kehittänyt kannustinjärjestelmän automyyjilleen ja myymäläpäälliköilleen ristiinmyynnin edistämiseksi, mikä edistää myös toisen Kamux-autoliikkeiden valikoimasta myymisen, jos myyjän omasta autoliikkeestä ei löydy asiakkaalle sopivaa autoa.

Kamuxin tehokas varaston hallinta mahdollistaa käytettyjen autojen hankinnan suurella volyymillä ja yhtiö voi hankkia kerralla kymmeniä autoja esim. leasingyhtiöiltä tai muilta autoliikkeiltä. Kamux tarjoaa kilpailukykyisen hinnan ostaessaan käytettyjä autoja ja vastaavasti myy hankkimansa autot kilpailukykyiseen hintaan. Tämä yhdessä Kamuxin liiketoimintamallin muiden tekijöiden kanssa mahdollistaa nopean varastonkierron, mikä edelleen vahvistaa Kamuxin kykyä kilpailukykyiseen hinnoitteluun, laajemman autovalikoiman hankkimiseen ja markkinaosuuksien voittamiseen.

Varaston nopean kierron ansiosta Kamux pystyy toimimaan erittäin malalla bruttokatteella (bruttokate 2016: 12,2 %) ja silti tekemään erittäin hyvää tuottoa sekä liiketoimintaan sidotulle pääomalle että omalle pääomalle (ROI 2016: 22,5 %; ROE 2016: 43,8 %). Nopea varaston kierto on myös riskien hallinnan kannalta positiivinen asia sillä, jos tehokkaan varaston hallinnan ansiosta Kamux selviäisi arviomme mukaan kilpailijoitaan paremmin tilanteesta, jossa esimerkiksi autojen hintatasolle tapahtuisi ulkoisen shokin takia nopeasti jotain (esim. verotukseen ja/tai diesel-autoihin liittyvien yllätysten takia).

Vuonna 2016 Kamuxin myymien käytettyjen autojen keskimääräinen myyntiaika laskettuna auton hankinnasta auton myyntiin oli 32 päivää toimialan keskiarvon ollessa Kamuxin johdon arvion mukaan noin kaksinkertainen. Vuonna 2016 Kamuxin myymien käytettyjen autojen myyntiajan mediaani oli 17 päivää. Kamuxin tavoitteena on saada hankkimansa autot myyntiin samana päivänä, kun ne on hankittu.

Liiketoimintamalli

Kamuxin varaston kiertoaika oli tilikaudella 2016 43,1 päivää (2015: 38,6 päivää). Vuonna 2016 vaihto-omaisuuden kierto hidastui vuoteen 2015 verrattuna johtuen muun muassa Saksan Nedderfeldin liikkeen avauksesta ja siihen jo ennen liikkeen avaamista sitoutuneesta varastosta myynnin alettua vasta joulukuussa 2016 sekä Suomen ja Ruotsin varastojen kasvusta vuoden 2016 aikana. Toiminnan tehokkuus on kaikilla mittareilla tarkasteltuna Suomessa selvästi paremmalla tasolla kuin Ruotsissa ja Saksassa, joten uskomme uusien toimintamaiden näkyvän heikentävästi yhtiön tehokkuutta tarkastelevissa mittareissa lähivuosina ennen kuin toiminta saadaan uusissa maissa viritettyä Suomen tasolle.

3. Alhaiset kiinteät kulut

Alhaiset kiinteät kulut ovat olennainen osa Kamuxin liiketoimintamallia. Suurin osa Kamuxin kaikista kuluista (noin 90 %) on muuttuvia, mikä vähentää liikevaihdon muutosten vaikutusta Kamuxin kannattavuuteen. Käytettyjen autojen hankintakulujen sekä autoihin liittyvien korjaus-, kunnostus- ja kuljetuskulujen jälkeen Kamuxin kulut muodostuvat pääasiassa henkilöstökuluista ja toimitiloihin liittyvistä kuluista, jotka ovat kasvaneet pääosin suhteessa autoliikkeiden määrän kasvuun.

Toimitiloihin liittyvät kulut

Kamuxin pääkonttori ja kaikki sen autoliikkeet Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimivat vuokratiloissa pl. Nedderfeldin autoliike Saksassa. Kamuxin autoliikkeiden vuokrasopimukset vaihtelevat toistaiseksi voimassa olevista 10 vuoden määräaikaisiin sopimuksiin ja vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta. Valtaosassa

vuokrasopimuksista on ehtoja sopimuksen uusimisesta alkuperäisen sopimuskauden jälkeen ja Kamux on historiallisesti kyennyt uusimaan vuokrasopimuksensa suotuisin ehdoin riippumatta siitä, onko uusitus sopimuksessa ollut uusimismahdollisuutta. Valtaosassa Kamuxin vuokrasopimuksista vuokraa tarkistetaan kuluttajahintaindeksin perusteella. Kamux pyrkii siihen, etteivät sen vuokraamat liiketilat vaatisi merkittäviä investointeja tai sitoisi huomattavasti johdon aikaa ennen käyttöönottoa, joten Kamux etsii tyypillisesti jo olemassa olevia tiloja, jotka soveltuvat Kamuxin käyttötarkoituksiin.

Kamuxin autoliikkeissä on selkeä ja tunnistettava ulkoasu ilman autoliikkeille turhia elementtejä, jotka lisäävät kustannuksia. Monet Kamuxin kilpailijat ovat sitoutuneita tyypillisesti autovalmistajien ja maahantuojaen määrittämiin toimintamalleihin, jotka koskevat esimerkiksi liiketiloja ja laitteita. Tällainen toimintamalli on tyypillinen etenkin niiden autoliikkeiden osalta, jotka myyvät käytettyjen autojen lisäksi myös uusia autoja. Kalliimmat toimitilat antavat vähemmän joustoa autokaupan marginaalin suhteen, mikä antaa Kamuxille kilpailuedun hinnoittelussa, mahdollistaen osaltaan toimialan keskiarvoa nopeamman autojen myyntiajan ja varastonkierron.

Henkilöstökulut

Kamuxilla oli vuoden 2016 lopussa 552 työntekijää, joista 272 oli vakituisia. Vakituista työntekijöistä myyntihenkilöstöä oli 83 % ja loput hallintohenkilöstöä (johtoryhmä, talous-, rekisteröinti-, markkinointi- ja IT-osasto). Osa-aikaiset työntekijät (noin 280 henkilöä) hoitavat pääosin liikkeiden välisiä autojen kuljetuksia sekä asiakkaille tarjottavia kotiintoituksia.

Kamuxin organisaatorakenne on kevyt ja vuonna 2016 Kamuxin henkilöstökulut olivat 19,9 MEUR eli alle 5 % liikevaihdesta. Kamuxin kiinteät henkilöstökulut ovat alhaiset muuttuvan palkan osuuden muodostaessa merkittävän osan henkilöstökuluista. Henkilöstön muuttuva palkka perustuu yhtiön luomaan palkitsemisjärjestelmään, jossa kiinteän palkan lisäksi maksetaan henkilökohtaista tulospalkkiota. Palkitsemisjärjestelmän tavoitteena on innostaa työntekijöitä hyviin suorituksiin sekä motivoida ja kannustaa koko henkilöstöä pitkäjänteiseen työhön omien ja yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

Kamuxin palkitsemismalli pyrkii ohjaamaan työntekijöitä toimimaan siten, että se tukee Kamuxin liiketoiminnan kannattavuutta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi myynnin, autohankinnat ja vaihtoautot sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Kamux arvioi, että sen henkilöstön muuttuvan palkan osuus oli noin 69 % ja myyntihenkilöstön muuttuvan palkan osuus noin 75 % tilikaudella 2016 maksetuista palkoista.

Kun myyntihenkilöstön kiinteä kuukausipalkka on matala (Suomessa 880 euroa/kk, Ruotsissa 10 000 kruunua/kk ja Saksassa 1000 euroa/kk) ja kokonaispalkasta suurin osa on myyntitavoitteisiin sidottuja palkkioita, mahdollistaa palkitsemismalli henkilöstökulujen joustamisen alaspäin ajanjaksoilla, joilla myyntiluvut jäävät heikoiksi. Toisaalta henkilöstökulut liikkuvat myös ylöspäin tulospalkkioiden ansiosta, jos myyntiluvut ovat hyviä. Tästä syystä yhtiön suhteellinen kannattavuus ei skaalaudu merkittävästi ylöspäin liikevaihdon kasvaessa..

Liiketoimintamalli

Joustava palkitsemismalli on pidemmällä aikavälillä tehnyt Kamuxin kannattavuudesta hyvin ennustettavaa ja liikevoittomarginaali on pysynyt vuosien 2007-2016 aikana tasaisesti noin 4-5 %:n välillä. Kamuxin palkkamalli pitää huolen siitä, että hyviä myyjien palkkataso pysyy korkealla, mutta huonot myyjät saattavat jättää tehtävänsä palkkatason ollessa riittämätön. Tällainen luonnollinen vaihtuvuus on välttämätöntä, jotta yhtiön pitkän aikavälin kannattavaa kasvua pystytään pitämään yllä..

4. Integroitujen palvelujen myynti

Integroitujen palvelujen tarjoaminen osana autokauppaa on tärkeä osa Kamuxin liiketoimintamallia. Integroidut palvelut vastaavat asiakaskysyntään ja tarjoavat merkittävästi parempaa suhteellista katetta kuin pelkästään käytettyjen autojen myynti. Kamux tarjoaa seuraavia integroituja palveluja automyyntiin yhteydessä:

- Kolmansien osapuolten rahoitustuotteita
- Kolmansien osapuolten vakuutustuotteita
- Kamuxin omaa lisävastuusitoustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt kriteerit täyttävien autojen korjauskustannukset.

Integroitujen palvelujen myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus Kamuxin kannattavuuteen, sillä Kamuxille itselleen ei koidu suoria kuluja rahoituksen tai vakuutusten myynnistä. Toisin sanoen kolmansien osapuolten tuotteiden myyntikate on Kamuxille lähes 100 %. Väliillisenä kuluna voidaan kuitenkin ottaa huomioon esimerkiksi myyjän integroitujen palvelujen myyntiin käyttämä aika.

Integroitujen palvelujen myynti laskee näin ollen Kamuxin käytettyjen autojen myynnistä saatavan katteen vaatimusta, mikä mahdollistaa Kamuxin tarjoamien autojen kilpailukykyisemmän hinnoittelun.

Kamux on suuren myyntivolyyminsa johdosta houkutteleva kumppani integroituja palveluja tarjoaville tahoille kuten rahoitus- ja vakuutusyhtiöille. Kolmannet osapuolet saavat Kamuxin laajan myyntiverkoston kautta omille tuotteilleen uuden jakelukanavan ja Kamux ottaa välittäjän roolissa itselleen toteutuneista kaupoista myyntipalkkion. Koska vakuutus- tai rahoitusyhtiön myynnin kustannus rajoittuu Kamuxin myyntipalkkioon, voidaan kolmansien osapuolten integroituja palveluita tarjota myös asiakkaalle kilpailukykyiseen hintaan. Varsinkin Suomessa Kamuxin on mahdollista neuvotella itselleen edulliset ehdot integroitujen palvelujen tarjoamiseen sen toimintahistorian ja toiminnan suuren volyymien tukemana. Ruotsissa ja Saksassa ehdot eivät ole (vielä) yhtä edullisia Kamuxille kuin Suomessa, mutta Kamuxin johto uskoo toiminnan laajentuessa ehtojen parantuvan myös näillä markkinoilla. Tällaisten skaalaetujen takia Kamuxille on erityisen tärkeää saada Ruotsin ja Saksan liiketoimintoihin nopealla aikataululla selvästi lisää volyymia.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet

Kamux tarjoaa kaikkiin myymiinsä autoihin kolmannen osapuolen rahoittaman osamaksupaketin edellyttäen, että asiakas täyttää rahoituspalveluntarjoajan asettamat vaatimukset. Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin Kamuxin riski rahoituksen osalta rajoittuu pääasiassa sen rahoitusyhtiöltä saamaan myyntipalkkioon.

Luottopäätöksen tekee ja asiakkaan luottokelpoisuuden toteaa aina rahoitusyhtiö, joka myös kantaa luottoriskin. Kamux on myymiensä rahoitustuotteiden osalta oikeutettu palkkioihin. Palkkiot rahoitusyhtiöiltä sisältävät kiinteitä nosto- ja laskutuspalkkioita sekä muuttuvia korko- ja vuosibonuspalkkioita. Osa palkkioista on ehdollisia rahoitusyhtiön ja asiakkaan välisen sopimuksen jatkumiselle.

Kamuxin suurimmat yhteistyökumppanit rahoituspalveluissa ovat hieman maasta ja vuodesta riippuen Santander, OP, Nordea ja DNB Bank. Kamux kilpailuttaa rahoitustuotteiden tarjoajat vuosittain, jotta yhtiö voi jatkuvasti saada asiakkailleen tarjottaviin kolmansien osapuolten tuotteisiin ajankohtaiset ja hyvät ehdot sekä hyvän myyntipalkkion. Kamux-rahoitusta voi hakea auton oston yhteydessä ja takaisinmaksuaika lainaa otettaessa on 6-72 kuukautta. Yleisin laina-aika on 60 kuukautta. Kamux-rahoituksessa on kiinteä korko ja sen voi saada myös ilman käsirahaa. Kamux tarjoaa myös kolmannen osapuolen tarjoamia kulutusluottoja auton oston yhteydessä veloitettavan käsirahan rahoittamiseksi.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet on integroiduista palveluista Kamuxille tärkein. Vuonna 2016 Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman Kamux-rahoituksen 47 %:iin Kamuxin Suomessa myymistä autoista, 45 %:iin Kamuxin Ruotsista myymistä autoista ja 28 %:iin Kamuxin Saksassa myymistä autoista. Yhtiö pyrkii jatkuvasti lisäämään näiden osuutta, mutta myyntipotentiaali riippuu myös asiakkaan tarpeista. Penetraatio ei voi nousta 100 %:iin, sillä kaikki asiakkaat eivät tarvitse tai halua rahoitusta autokaupan yhteydessä. Maksimiarvo voisi siis löytyä esim. jostain 60-70 %:n tasoilta.

Liiketoimintamalli

Kolmansien osapuolten vakuutustuotteet

Kamux tarjoaa yksityishenkilöille myymiinsä käytettyihin autoihin Suomessa ja Ruotsissa kolmannen osapuolen kaskovakuutusta. Kamux-kaskovakuutus on tarjolla vain Kamuxin asiakkaille henkilö- ja pakettiautoihin IF Vahinkovakuutusyhtiö Oy:n liikennevakuutuksen yhteydessä Suomessa ja IF Skadeförsäkring AB:n liikennevakuutuksen yhteydessä Ruotsissa. Kamux toimii vakuutusasiamiehenä, ei vakuutuksenantajana. Kamux on oikeutettu kiinteään palkkioon per myyty vakuutustuote ja myytyjen vakuutusten määrään perustuvaan vuosipalkkioon. Kamux voi joutua tietyissä tilanteissa palauttamaan saamansa palkkion kokonaan tai osan siitä, mikäli se ei saavuta vakuutusyhtiön asettamia kokonaismyyntitavoitteita. Kamux-kaskovakuutuksen sisältö ja ehdot ovat riippuvaisia sen vakuutusyhteistyökumppanin päätöksistä ja tuotevalikoimasta. Laajuustason lisäksi vakuutuksen vuosimaksun suuruus riippuu muun muassa vakuutetun auton myyntihinnasta.

Vuonna 2016 Kamux myi yhteensä noin 18 500 kaskovakuutusta. Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman Kamux-kaskovakuutuksen 52 %:iin Kamuxin Suomessa myymistä autoista. Kamux alkoi tarjota asiakkailleen Kamux-kaskovakuutusta Ruotsissa helmikuussa 2016. Kamux ei vielä myy Saksassa autovakuutuksia, sillä arviomme mukaan riittävän hyvää sopimusta ei ole maassa saatu aikaan.

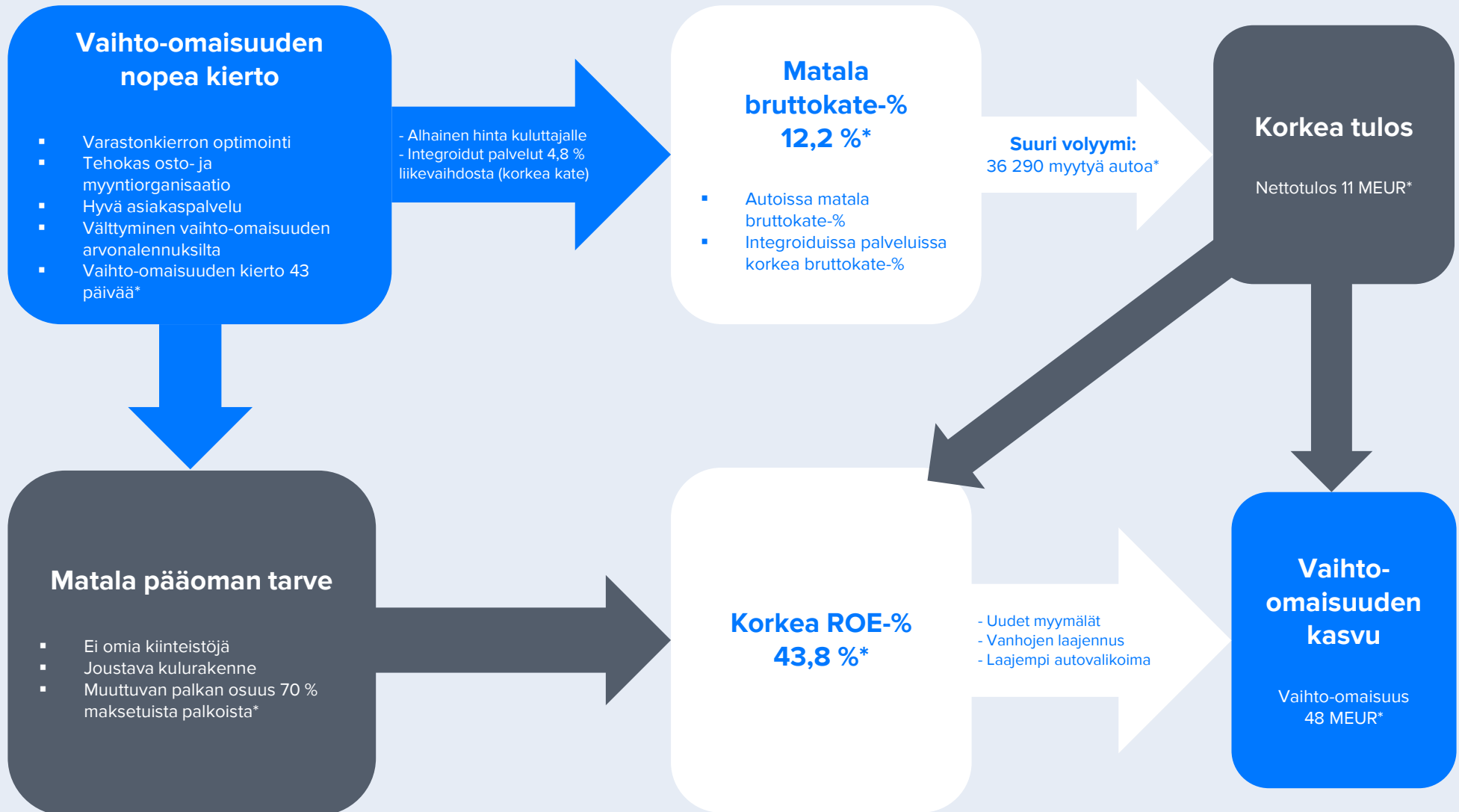
Kamux ei erittele palkkioitaan rahoitus- ja vakuutustuotteiden myynnistä, mutta yhteensä palkkiot rahoitus- ja vakuutustuotteiden myynnistä vuodelta 2016 olivat 15,8 MEUR (2015: 11 MEUR).

Kamux Plus

Kamux tarjoaa autojen myynnin yhteydessä lakisääteistä myyjän virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoumusta, Kamux Plussaa 650 euron hintaan. Kamux Plussan tarkoituksena on antaa käytetyn auton ostajalle turvaa auton korjauskustannusten varalle. Kamux korjaa ennalta määritellyt viat, jotka havaitaan 12 kuukauden kuluessa auton ostamisesta tai 17 500 ajokilometriin mennessä, sen mukaan kumpi ehdoista täyttyy ensin. Kamux Plussan voimassaolo edellyttää auton huolto-ohjelman noudattamista. Kamux Plus kattaa ehtojensa mukaisesti yleisimmät ennalta määritellyt viat. Kamux Plussan korjausehtojen mukaan Kamux vastaa yli 100 euroa ylittävistä korjauskustannuksista 3000 euroon saakka yksittäistä korjausta kohden. Nämä kustannukset Kamux maksaa yleensä suoraan korjaamolle toteutuneiden korjauskustannusten mukaan. Kamux hankkii korjauspalvelut useilta yhteistyökumppaneilta osin etukäteen neuvoteltujen hinnastojen mukaan.

Vuonna 2016 Kamux myi Kamux Plussan 20 %:iin Kamuxin Suomessa myymistä autoista ja 25 %:iin Kamuxin Ruotsissa myymistä autoista. Kamux Plus on yhtiölle kannattavaa liiketoimintaa, mutta Kamuxille koituvien huoltokulujen takia se ei ole yhtä kannattava kuin kolmansien osapuolten kaupiteltavat rahoitus- ja vakuutustuotteet. Kamux Plus toi yhtiölle vuonna 2016 liikevaihtoa 3,5 MEUR (2015: 2 MEUR).

Kamuxin liiketoimintamalli

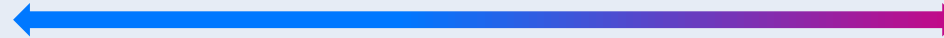


Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



1 Liikevaihto

Markkinan syklisyys
Liikevaihdon jatkuvuus
Liikevaihdon hajautuminen

1

1

1

Markkinoiden kysyntä erittäin vakaata ja defensiivistä

Kappaletavaramyyntiä, ei käytännössä jatkuvuutta ”joka aamu herätään tekemään kauppaa”

Kolme eri maata, 53 eri liikettä ja kymmeniä tuhansia asiakkaita

2 Kannattavuus / pääoman tuotto

Kustannusten joustavuus
Varaston kiertonopeus

2

2

Matalat kiinteät kulut ja joustava kulurakenne
→ tasainen kannattavuus

Varaston kiertonopeuden hidastuminen syö nopeasti pääoman tuottoa

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen rahavirta
Investointi-intensiivisyys

3

3

Kasvun kiihtyessä käyttöpääomaa sitoutuu uusiin autovarastoihin, kassaa helppo ohjata ostoilla

Matala investointitarve kiinteään omaisuuteen

Arvio Kamuxin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta (matala)

Tulokseen vaikuttavat tekijät

Mittari & tavoitesuunta

1-9/2016

1-9/2017

Toimenpiteitä tuloksen parantamiseksi

Myytyjen autojen lukumäärä
(ylöspäin)

27 614
KPL

+ 11,0 %

30 663
KPL

Liikevaihto per myyty auto
(ylöspäin)

11 116
€

- 0,1 %

11 106
€

Bruttokate per myyty auto
(ylöspäin)

1 369
€

- 2,7 %

1 332
€

Kiinteät kulut per myyty auto
(alaspäin)

880
€

+ 3,4 %

910
€

Liikevoitto per myyty auto
(Lopputulema)

485
€

- 12,6 %

424
€

- Autoliikkeiden ja myyjien määrän kasvu
- Myymälä- ja myyjäkohtaisen myynnin kasvu
- Kilpailukykyisemmät hinnat
- Laajempi autovalikoima
- Tehokkaampi markkinointi
- Nopeampi varastonkierto
- Autoihin liittyvän verotuksen keventyminen

- Laadukkaampien ja/tai kalliimpien autojen myynti
- Integroitujen palvelujen myynti suhteellisesti useampien autojen yhteydessä
- Uusien integroitujen palvelujen tuominen valikoimiin

- Tehokkaampi hankintaorganisaatio
- Laadukkaampien ja/tai kalliimpien autojen myynti
- Integroitujen palvelujen myynnin kasvu
- Paremmat ehdot kolmansien osapuolten palkkiomallissa integroituihin palveluihin

- Matalammat vuokratkulut
- Matalammat markkinoinnin ja mainonnan kulut
- Matalammat hallinnon kulut
- Matalampi investointitaso ja sitä kautta pienemmät poistot
- Nopeampi varastonkierto

- Kaikkien edellä mainittujen tekijöiden lopputulema

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/4

Kohdemarkkinat ovat erittäin hajanaiset

Käytettyjen autojen markkinat ovat kaikissa Kamuxin toimintamaissa erittäin hajanaiset ja toimijat vaihtelevat suurista valtakunnallisista merkki-autoliikkeistä yksityishenkilöihin. Käytettyjen autojen myyntikanavat on perinteisesti jaettu seuraaviin kategorioihin:

- 1. Uusia autoja myyvät merkki-autoliikkeet** keskittyvät pääosin uusien autojen ja huolto- ja varaosapalvelujen myyntiin, eikä käytettyjen autojen myynti ole niiden ydinliiketoimintaa. Liikkeet saavat käytetyt autot suurimmaksi osaksi vaihdossa uuden auton kaupassa, joten niiden valikoima on tyypillisesti rajallinen eivätkä ne keskity hinnoittelussa varastonkierron optimointiin.
- 2. Pienemmät käytettyjen autojen liikkeet** ovat usein paikallisia toimijoita, joilla on yksi tai muutama toimipiste. Autovalikoimat ovat yleensä rajallisia eivätkä ne hyödy suuren volyymin mukana tuomista skaala- ja tehokkuuseduista.
- 3. Kuluttajien välinen suora autokauppa** sisältää monia piirteitä, jotka kuluttaja voi kokea rajoittaviksi autoliikkeisiin verrattuna. Kaupan yhteydessä on harvoin mahdollisuus antaa oma auto vaihdossa osana kauppahintaa, eikä kuluttajansuojalaki ulotu kuluttajien välisiin kauppoihin. Lisäksi rahoitus ja muut integroidut palvelut täytyy hankkia muualta.
- 4. Autohuutokaupat** toimivat sekä internetissä että perinteisinä paikan päällä toteutettavina huutokauppoina. Huutokaupoissa voi olla myynnissä sekä huutokaupan järjestäjän omia kohteita että kolmansien osapuolten myyntiin asettamia kohteita.

Euroopan käytettyjen autojen markkina

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Yhtiön visio on tulla johtavaksi käytettyjen autojen kauppaan erikoistuneeksi ketjuksi Euroopassa, joten 5-10 vuoden päästä yhtiö on todennäköisesti laajentunut toimintaansa ainakin muutama uuteen Euroopan maahan.

Suomessa käytettyjen autojen myynti on noussut noin 0,4 miljoonasta myydystä käytetystä autosta vuonna 2011 noin 0,5 miljoonaan autoon vuonna 2016. **Ruotsissa** myynti on noussut noin 1,1 miljoonasta myydystä käytetystä autosta vuonna 2011 arviolta noin 1,2 miljoonaan vuonna 2016. **Saksassa** käytettyjen autojen myynti on noussut 6,8 miljoonasta myydystä käytetystä autosta vuonna 2011 noin 7,4 miljoonaan vuonna 2016. Saksa on Euroopan toiseksi suurin käytettyjen autojen markkina.

Kamux on myynyt alkuvuoden 2017 aikana (Q1-Q3) näillä kolmella markkinalla yhteensä 30 663 käytettyä autoa ja katsauskauden liikevaihdosta (340,6 MEUR) 80 % on tullut Suomesta, 15 % Ruotsista ja 5 % Saksasta. Käytettyjen autojen kokonaismarkkinakoon on arvioitu olleen noin 100 miljardia euroa vuonna 2016 näissä kolmessa maassa, joissa Kamux toimii.

Euroopan käytettyjen autojen markkina on suuri ja suhteellisen vakaa uusien autojen markkinaan verrattuna. Euroopassa vuonna 2016 myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna käytettyjen autojen markkina on yli kaksinkertainen uusien autojen markkinaan verrattuna. EU-jäsenvaltioissa myytiin uusia autoja vuonna 2016 yhteensä noin 15 miljoonaa kappaletta, kun käytettyjä autoja myytiin noin 33 miljoonaa kappaletta. Myytyjen käytettyjen autojen määrä

on viime vuosina kasvanut hieman kaikilla markkinoilla, joilla Kamux tällä hetkellä toimii. Markkinan volyymikasvu on kuitenkin maltillista.

Kamuxin kohdemarkkinat

Käytettyjen autojen markkina Suomessa

Vuosien 2008-2016 aikana auton omistajien osuus tuhatta asukasta kohden on Suomessa kasvanut 465:stä 478:aan. Samalla autojen keski-ikä on noussut 10,1 vuodesta 11,8 vuoteen. Suomen autokannan keski-ikä on vanhimpia Euroopassa. Suomessa tehdään vuosittain noin 0,6 miljoonaa autokauppaa, joista noin 0,4-0,5 miljoonaa on käytettyjen autojen kauppaa. Kamuxin arvion mukaan noin 45 % käytettyjen autojen kaupoista on kuluttajien välisiä ja noin 55 % käytetyistä autoista ostetaan merkki-autoliikkeistä ja pienemmistä käytettyjen autojen liikkeistä.

Kamux arvioi, että se oli myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna markkinajohtaja Suomessa noin 6,5 %:n markkinaosuudella vuonna 2016. Kamuxin liikevaihto Suomessa on kasvanut alkuvuonna 2017 noin 11 % ja arvioimme Kamuxin kasvattaneen markkinaosuuttaan jälleen vuoden 2017 aikana. Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin kolmesta toimintamaasta kaikista keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin arvion mukaan yhteensä noin 13 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna. Tästäkin huolimatta markkina on erittäin hajautunut suhteessa moniin muihin toimialoihin.

Toimiala- ja markkinakatsaus 2/4

Suurimmat Kamuxin kilpailijat Suomessa ovat *Laakkonen-konserni*, *Veho-konserni*, *Rinta-Joupin Autoliike Oy* ja *J. Rinta-Jouppi Oy*. Suurimmista kilpailijoistaan poiketen, Kamux keskittyy vain käytettyjen autojen myyntiin, eikä esimerkiksi myymään uusia autoja tai tarjoamaan huolto- ja varasosapalveluita.

Veho-konsernin liikevaihto vuonna 2016 oli 1,2 miljardia. Veho-konsernin liikevaihtoon kuuluu uusien ja käytettyjen autojen myynnin lisäksi mm. huoltoliiketoimintaa, katsastuspalveluita, henkilö- ja hyötyajoneuvojen maahantuontia, huoltoliiketoimintaa ja vuokrausliiketoimintaa. Veholla on uusien autojen edustuksia kahdeksalta merkiltä (Mercedes-Benz, Citroen, DS, Ford, Honda, Peugeot, Skoda ja Smart).

Laakkonen-konsernin liikevaihto oli tilikaudella 2016 lähes 600 MEUR. Autoliiketoiminnoista vastaavat Autotalo Laakkonen Oy ja Veljekset Laakkonen Oy, joiden muodostama autojen vähittäismyyntiketju tekee vuosittain yli 36 000 autokauppaa. Arvioimme tästä määrästä hieman yli puolet olevan käytettyjä autoja. Laakkosella on edustuksia 16 eri automerkiltä ja konserniin kuulu myös huolto- ja varasosaliketoimintaa.

Rinta-Joupin Autoliike Oy:n liikevaihto vuodelta 2016 oli 271 MEUR. Yhtiöllä on käytettyjen autojen kaupan lisäksi myös uusien autojen kauppaa, uusien ja käytettyjen matkailuautojen ja -vaunujen kauppaa sekä edustuksia kymmeneltä eri merkiltä (Toyota, BMW, Honda, Skoda, Kia, Peugeot, Ford, Opel, Lexus ja Subaru).

Suomessa toimii myös *J. Rinta-Jouppi Oy*-niminen autoliikeketju, joka on Rinta-Joupin Autoliike Oy:n toimitusjohtaja Ari Rinta-Joupin

veljen, Jarmo Rinta-Joupin vuonna 1987 perustama yritys. J. Rinta-Jouppi Oy:n liikevaihto vuonna 2016 oli 215 MEUR. J. Rinta-Jouppilla on käytettyjen autojen myynnin lisäksi uusien autojen kauppaa, uusien ja käytettyjen matkailuautojen ja -vaunujen kauppaa sekä edustukset kolmelta eri merkiltä (Ford, Kia ja Opel).

Käytettyjen autojen markkina Ruotsissa

Kamuxin markkinaosuus Ruotsissa myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna oli noin 0,3 % vuonna 2016. Kamux aloitti toimintansa Ruotsissa 2012 ja on sen jälkeen kasvanut voimakkaasti. Kamuxin liikevaihto Ruotsissa on kasvanut alkuvuoden 2017 aikana noin 19 % ja arvioimme Kamuxin kasvattaneen markkinaosuuttaan Ruotsissa jälleen vuonna 2017.

Ruotsi on Suomen tavoin harvaan asuttu maa, jossa pitkät etäisyydet lisäävät autojen kysyntää. Ruotsissa auton omistajien osuus on Suomen tavoin kasvanut hitaasti vuosien 2008-2016 aikana ja autojen keski-ikä on noussut 9,3 vuodesta 9,8 vuoteen. Kuluttajat suosivat Ruotsissa uudempia ja vähemmän ajettuja autoja kuin Suomessa.

Ruotsissa suurin käytettyjen autojen myyntikanava (myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna) oli yksityishenkilöiden välinen suora myynti. Ruotsissa kuluttajien välinen suora kauppa on ollut tyypillisesti yleisempää kuin Suomessa. Kamuxin näkemyksen mukaan järjestäytymättömän, kuluttajien välisen kaupan suuri osuus Ruotsissa tukee Kamuxin kilpailuasemaa Ruotsissa. Kamux uskoo, että se pystyy tarjoamaan turvallisen, tehokkaan ja

helpon markkinakanavan kuluttajille verrattuna kuluttajien väliseen kauppaan. Kamux arvioi, että Ruotsissa se kuului myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna kymmenen suurimman käytettyjen autojen myyjän joukkoon. Suurimmat käytettyjen autojen myyjät Ruotsissa vuonna 2016 myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna olivat *Bilia*, *Din Bil*, *Hedin Bil* ja *KVD Kvarndammen*.

Käytettyjen autojen markkina Saksassa

Kamux aloitti toimintansa Saksassa joulukuussa 2015 ja avasi toisen Saksan autoliikkeensä joulukuussa 2016. Kamuxin markkinaosuus on lyhyen toimintahistorian takia 0,0 %. Kamux arvioi, että Hampurin alueella sen markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna oli noin 0,2 % vuonna 2016. Hampurin alue vastaa kooltaan Suomen markkinan kokoa. Kamuxin liikevaihto on kasvanut Saksassa alkuvuoden 2017 aikana noin 106 % ja arvioimme Kamuxin kasvattaneen markkinaosuuttaan Saksassa selvästi vuoden 2017 aikana.

Saksassa auton omistajien osuus on kasvanut tasaisesti vuosien 2008-2016 aikana. Samalla autojen keski-ikä on noussut 8,0 vuodesta 9,2 vuoteen. Kamuxin näkemyksen mukaan auton ostajat Saksassa ovat hyvin merkki- ja laatu-tietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoille on tyypillistä merkkiautoliikkeiden ja autovalmistajien keskeinen rooli myyntikanavina ja käytetyn auton kaupassa sekä markkinoiden suuri hajanaisuus, jonka lisäksi Saksassa toimii myös alueellisia tai paikallisia käytettyjen autojen kauppaan keskittyviä toimijoita.

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/4

Suurimmat käytettyjen autojen myyjät Saksassa vuonna 2015 olivat AVAG Holding, Wellegruppe, Gottfried Schultz, Feser-Graf Gruppe ja Emil Frey, jotka kaikki myyvät myös uusia autoja. Saksan markkina on Kamuxin kolmesta toimintamaasta kaikista hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin arvion mukaan yhteensä noin 2 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna.

Markkinoiden trendit

Markkinat, joilla Kamux tällä hetkellä toimii, ovat ominaispiirteiltään samankaltaisia, suhteellisen vakaita ja niihin vaikuttavat pääosin samat trendit. Näitä trendejä ovat mm. internetin osuuden kasvu käytettyjen autojen markkinointi- ja myyntikanavana, yleinen vähittäiskaupan siirtyminen internetiin ja tietynkaltaisten autojen kysyntään vaikuttavat muutokset lainsäädännössä ja esimerkiksi päästöveroissa.

Jatkuva tarve autoille

Suomessa ja Ruotsissa etäisyydet ovat pitkiä ja väkiluku suhteellisen alhainen, mikä heikentää julkisen liikenteen kilpailukykyä autoiluun verrattuna muualla kuin suurissa kaupungeissa. Tämä taas pitää yllä autojen kysyntää. Saksassa autojen kysyntää puolestaan tukee erityisesti pitkät työssäkäyntietäisyydet ja työmatka-autoilun suosio. Käytettyihin autoihin kulutettu rahamäärä oli kotitalouksien viiden suurimman kulutuskategorian joukossa kaikilla Kamuxin markkinoilla vuonna 2016. Lisäksi kotitalouksien keskimääräisen koon pienentymisen uskotaan tukevan autojen kysyntää Kamuxin markkinoilla. Rekisteröityjen autojen määrä on lisääntynyt kaikilla Kamuxin markkinoilla vuodesta 2010.

Internet ja markkinoiden läpinäkyvyys

Vuodesta 2000 alkaen vähittäiskaupan kasvusta noin 75 % on tullut digitaalisten kanavien kautta. Kuluttajat käyttävät yksittäisen tuotteen ostamisessa yhä enenevässä määrin monia eri kanavia, mikä korostaa internet-näkyvyyden ohella perinteisten liikkeiden tärkeyttä osana asiakaskokemusta. Lisäksi käytettyjen autojen ostajat käyttävät internetiä yhä enemmän autojen etsimiseen ja ostamiseen, ja internet on myös Kamuxin tärkein markkinointikanava. Käytettyjen autojen ostajat myös etsivät muiden asiakkaiden mielipiteitä toimijoista, mikä lisää hyvän asiakaskokemuksen luomisen tärkeyttä.

Ostajien saapuessa autoliikkeisiin heillä on jo valmiiksi paljon tietoa tietyistä automalleista ja niiden hinnoista. Näin ollen yksi käytettyjen autojen kaupan yhä kasvavista trendeistä on tyypillisen myyjän ja ostajan välisen informaation epäsymmetrian väheneminen, sillä käytettyjen autojen hinnat ovat nykyisin jo hyvin läpinäkyviä internetin ansiosta. Tämä rajaa autokaupan marginaalipotentialin ohueksi. Toisaalta saatavilla olevan informaation lisääntyminen ja markkinoiden läpinäkyvyys saattavat heikentää sellaisten toimijoiden asemaa, joiden kaupanteko on perustunut informaation epäsymmetriaan, kuten autohuutokaupat.

Lisäksi kilpailuun käytettyjen autojen markkinoilla vaikuttavat muutkin yritykset, kuten hakukoneyhtiöt ja ilmoitussivustot, jotka voivat ohjata internet-liikennettä kilpailevien autokauppioiden verkkosivustoille. Ilmoitussivustojen tehokas hyödyntäminen ja internet-liikenteen ohjaaminen omille sivustoille on Kamuxin näkemyksen mukaan tärkeä osa menestyksestä käytettyjen autojen kauppaa. Kamux on pyrkinyt olemaan edelläkävijä

digitaalisissa kanavissa ja pyrkii jatkossakin hyödyntämään markkinoinnissaan laajasti eri digitaalisia kanavia ja kehittämään jatkuvasti digitaalista tarjontaansa. Kamux avasi helmikuussa 2017 Suomessa verkkokaupan, josta kuluttaja voi ostaa auton suoraan ilman kontaktia myyjän kanssa.

Käytetyn auton myynnin helppous

Yksi tärkeimmistä kuluttajatrendeistä on ollut halu tehdä ostamisesta helppoa ja vaivatonta. Näin ollen myös käytettyä autoaan myyvät kuluttajat saattavat olla valmiita maksamaan uudesta autosta enemmän, mikäli he saavat samalla myytyä vanhan autonsa mahdollisimman helposti ja vaivattomasti. Tämän uskotaan hyödyttävän internetissä toimivia autokauppiaita ja välityssivustoja, mutta myös käytettyjä autoja hankkivien autokauppioiden hankintatoimintaa, jos kuluttajat kokevat niille myymisen olevan helpompaa kuin suoraan toiselle kuluttajalle. Helppoutta ja vaivattomuutta etsivien kuluttajien uskotaan myös saavan lisäarvoa siitä, että heidän tarvitsemansa palvelut ovat saatavilla samalta toimijalta.

Järkevän ostamisen trendi

Kamuxin näkemyksen mukaan kuluttajien saatavilla on tällä hetkellä enemmän tietoa tuotteista ja niiden myyjistä kuin koskaan aiemmin, minkä seurauksena kuluttajat pystyvät vertailemaan paremmin erilaisia vaihtoehtoja. Näin ollen niin kutsutun ”järkevän ostamisen” trendin, jossa kuluttajat haluavat enemmän vastinetta rahalle ja etsivät edullisia hintoja, uskotaan saavuttaneen suosiota. Järkevän ostamisen trendin myötä kuluttajista uskotaan tuleen korostuneen hintatietoisia ja hintoja aktiivisesti vertailevia.

Toimiala- ja markkinakatsaus 4/4

Internet on lisännyt automarkkinoiden läpinäkyvyyttä tuomalla kuluttajien käyttöön tehokkaita työkaluja tietojen keräämistä ja hintavertailua varten, mikä lisää kuluttajien hintatietoisuutta ja kykyä tunnistaa parhaat hinnat. Järkevän ostamisen trendin uskotaan myös vähentäneen kuluttajien halua maksaa heidän mielestään tarpeettomista ominaisuuksista, palveluista tai puitteista.

Jakamistalouden trendi

Teknologian ja digitaalisten sovellusten kehittyminen on tehnyt yksityisomisteisten tavaroiden ja palvelujen jakamisesta entistä tehokkaampaa ja hallittavampaa. Jakamistalouden trendi vaikuttaa auto- ja kuljetusalaan luomalla eri toimijoille uusia mahdollisuuksia, kuten kuljetusten tarjoaminen omalla autolla, oman auton vuokraaminen, yhteisautojen hankinta ja kuljetusten jakaminen. Tällaista palvelua edustavat esim. kesällä 2017 OP:n Suomeen tuoma DriveNow ja vuoden 2016 ja 2017 aikana Suomessa toiminut Uber. Uusien kuljetusmahdollisuuksien suosioon vaikuttaa myös nuorempien sukupolvien aikaisempaa kielteisempi suhtautuminen yksityisautoiluun.

Kamuxin johto uskoo, että jakamistalouden yleistymisen myötä auto- ja kuljetusallalle syntyneet uudet mahdollisuudet voivat houkutella henkilöitä, jotka eivät ole aiemmin omistaneet autoa, autojen käyttäjiksi. Jos tulevaisuudessa yhtä ja samaa autoa käyttäisi yhden henkilön sijasta monta eri henkilöä, tulisi se lisäämään yhdellä autolla ajettuja kilometrejä, joka voisi johtaisi entistä lyhyempään auton käyttöikään ja sitä kautta tiheämpään autojen vaihtoväliin. Olemassa olevien autojen määrä voisi tätä kautta vähentyä, mutta autojen

tiheimmän vaihteluvälin ansiosta markkina ei välttämättä kutistuisi samassa suhteessa.

Verotus

Päästöihin pohjautuvan verotuksen kiristyessä EU:ssa ajoneuvoverotus perustuu yhä enemmän hiilidioksidipäästöihin, minkä ennustetaan lisäävän pienten ja ympäristöystävällisten autojen suosiota tulevaisuudessa. Tämän odotetaan lisäävän myös uusien autojen kysyntää vähäpäästöisen tekniikan kehittyessä verotuksen ja kysynnän ohjaamana.

Verotus Suomessa

Suomessa autoihin kohdistuva verotus koostuu ajoneuvoverosta ja autoverosta. Ajoneuvovero maksetaan vuosittain ja se perustuu ensisijaisesti auton hiilidioksidipäästöihin tai käyttövoimaveroon (jos auto ei käytä bensiiniä). Autoveron määrä perustuu auton yleiseen vähittäismyyntiarvoon Suomen markkinoilla ja auton hiilidioksidipäästöihin, ja se on pääsääntöisesti suoritettava ennen ajoneuvon rekisteröintiä tai käyttöönottoa Suomessa. Vuonna 2015 annetun hallituksen esityksen mukaan autovero laskee asteittain neljässä samansuuruisessa vaiheessa vuosina 2016-2019. Vähäpäästöiset autot saavat uudistuksissa suuremman veronalennuksen, minkä odotetaan siirtävän kysyntää kohti vähäpäästöisiä automalleja. Uudistuksen johdosta Suomen käytettyjen autojen markkinanäkymien odotetaan olevan vakaat vuoteen 2019 asti.

Vuoden 2017 alussa Liikenne- ja viestintäministeriö julkisti runsaasti keskustelua herättäneen liikenneverkkoselvityksen. Selvityksessä ehdotettiin, että Suomeen

perustettaisiin liikenneverkkoyhtiö, joka vastaisi liikenneverkon kunnosta ja kehittämisestä. Valtionyhtiön rahoitus perustuisi aluksi käyttäjien kuukausi- tai vuosimaksuihin, mutta laskutus voisi myöhemmässä vaiheessa muuttua kilometripohjaiseksi. Selvityksessä ehdotettiin myös, että polttoaine- ja ajoneuvoveroa laskettaisiin ja auton ensirekisteröinnin yhteydessä kannettava autovero poistettaisiin kokonaan.

Verotukseen liittyvät muutokset (ja pelkästään niiden ehdotukset) ohjaavat kuluttajien käyttäytymistä merkittävästi ja näin kävi myös Liikenne- ja viestintäministeriön ehdotuksen jälkeen. Esitys autoveron poistosta sai suomalaiset kuluttajat lykkäämään auton hankintaa hetkeksi ja tarkkailemaan miten tilanne kehittyy. Tämän johdosta käytettyjen autojen myynti laski Suomessa alkuvuodesta 2017, joka näkyi negatiivisesti myös Kamuxin myyntiluvuissa. Liikenne- ja viestintäministeriö tiedotti kuitenkin myöhemmin, että liikenneverkkoselvityksen lausuntokierros lakkautetaan eikä autoverosta luovuta tällä hallituskaudella.

Verotus Ruotsissa ja Saksassa

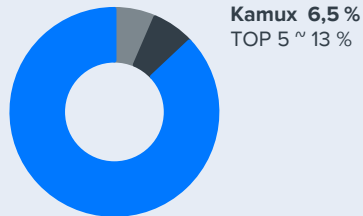
Ruotsissa ja Saksassa autoihin kohdistuva verotus koostuu vuotuisesta ajoneuvoverosta, joka perustuu pääosin joko ajoneuvotyyppiin, käytettävään polttoaineeseen ja/tai hiilidioksidipäästöihin.

Toimiala ja markkinakatsaus

Suomi

80 % liikevaihdosta*

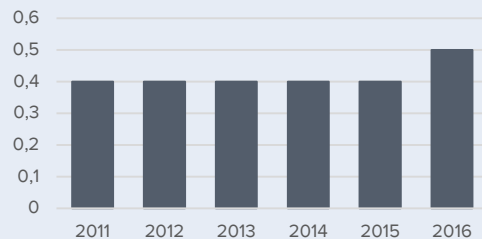
Markkinaosuudet



Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
Kamux	Kyllä
Laakkonen	Ei
Veho	Ei
Rinta-Joupin Autoliike	Ei

Käytettyjen autojen markkinakehitys



■ Myydyt käytetyt autot (miljoona autoa)

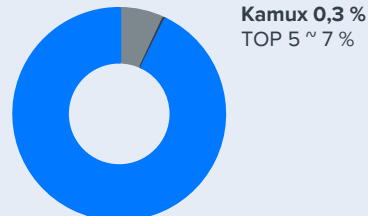
Kamuxin luvut (2016)

Myydyt autot (lkm)	31 325
Liikevaihto	343,2 MEUR
Liikevaihto per auto**	10 956 €
Bruttokate-%	12,8 %
Liikevoitto-%	6,5 %

Ruotsi

15 % liikevaihdosta*

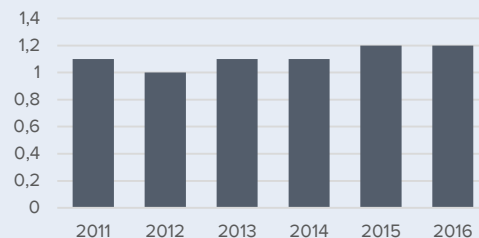
Markkinaosuudet



Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
Bilia	Ei
Din Bil	Ei
KVD	Kyllä
Hedin Bil	Ei

Käytettyjen autojen markkinakehitys



■ Myydyt käytetyt autot (miljoona autoa)

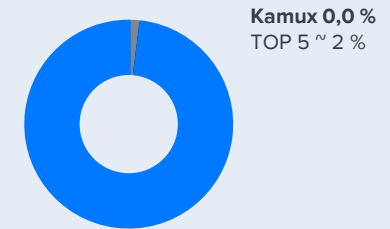
Kamuxin luvut (2016)

Myydyt autot (lkm)	4 098
Liikevaihto	60,9 MEUR
Liikevaihto per auto**	12 518 €
Bruttokate-%	7,1 %
Liikevoitto-%	-2,5 %

Saksa

5 % liikevaihdosta*

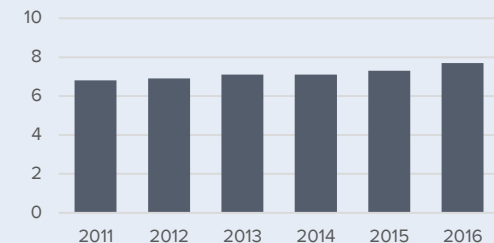
Markkinaosuudet



Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
AVAG Holding	Ei
Weller Gruppe	Ei
Gottfried Schultz	Ei
Feser-Graf Gruppe	Ei

Käytettyjen autojen markkinakehitys



■ Myydyt käytetyt autot (miljoona autoa)

Kamuxin luvut (2016)

Myydyt autot (lkm)	817
Liikevaihto	10,8 MEUR
Liikevaihto per auto**	12 564 €
Bruttokate-%	7,4 %
Liikevoitto-%	-6,5 %

* Laskettu Kamuxin toteutuneesta liikevaihdosta (1-9/2017) **Laskettu segmentin ulkoisen liikevaihdon perusteella (esim. Ruotsin segmentistä paljon konsernin sisäistä myyntiä Suomeen)

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kamuxin visio ja asiakaslupaus

Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kaupan erikoistunut autoliikeketju Euroopassa myytyjen käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna. Kamuxin asiakaslupaus on tarjota käytettyjä autoja asiakkaita kiinnostavaan hintaan, toimia asiakkaidensa luotettavana kumppanina ja tarjota markkinoiden parasta asiakaspalvelua.

Kamuxin strategia

Kamuxin strategia nojaa neljään peruspilariin, jotka ovat:

1. Kannattavan kasvun jatkaminen kasvattamalla markkinaosuutta markkinoilla, joilla Kamux tällä hetkellä toimii
2. Kannattavuuden parantaminen
3. Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen
4. Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi

1. Kannattavan kasvun jatkaminen kasvattamalla markkinaosuutta markkinoilla, joilla Kamux tällä hetkellä toimii

Kamux uskoo, että sen suhteellisen alhaiset markkinaosuudet sen hajautuneilla markkinoilla tarjoavat sille kasvumahdollisuuksia. Kamuxin nykyisen kasvustrategian mukaisesti Kamux keskittyy lyhyellä aikavälillä liiketoimintansa kasvattamiseen maissa, joissa se jo toimii. Kamuxin johto kuitenkin uskoo, että sen liiketoimintamalli toimii myös nykyisten markkinoiden ulkopuolella, joten yhtiö voi tulevaisuudessa hakea kasvua myös uusilta maantieteellisiltä alueilta. Uskomme Kamuxin

toimivan 10 vuoden päästä vähintään muutamassa uudessa Euroopan maassa, mutta ainakin vuoteen 2019 asti nykyiset kolme maata tarjoavat yhtiölle riittävästi mahdollisuuksia.

Kamuxin strategiaan kuuluu kannattavan orgaanisen kasvun jatkaminen sen nykyisillä markkinoilla markkinaosuutta kasvattamalla. Yhtiö ei sulje pois yritysostoja, mutta pääpaino on orgaanisessa kasvussa. Strategiaan kuuluu uusien autoliikkeiden avaaminen ja nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattaminen. Kamux pyrkii laajentamaan autoliikeverkostoa järjestelmällisen markkinoiden seurannan ja tarkasti määriteltujen vaatimusten avulla sekä hyödyntämällä Kamuxin liiketilakonseptia ja autoliikkeiden nopeaa avaamista.

Kamux pyrkii kasvattamaan nykyisten autoliikkeidensä myyntiä ja autovalikoimaa tehokkaan kannustinjärjestelmänsä avulla sekä rekrytoimalla lisää myyntihenkilöstöä, kouluttamalla henkilöstöä ja edistämällä parhaiden käytäntöjen jakamista koko organisaatiossaan. Kamuxin tavoitteena on myös kehittää ja tuoda markkinoille erilaisia uusia integroituja palveluita. Kamux pyrkii myös hyödyntämään digitaalisuutta mm. Suomessa avatun verkkokaupan kautta, Kamuxin verkkosivustoille tulevan liikenteen lisäämisellä hakukoneoptimoinnin ja kohdistetun markkinoinnin avulla sekä näkyvyydellä erilaisilla verkkosivustoilla.

Kamux on kasvanut nopeasti Suomen käytettyjen autojen markkinajohtajaksi uudella tehokkaalla toimintamallillaan ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet kasvattaa markkinaosuuttaan entisestään vanhojen toimijoiden kustannuksella. Meidän 2020-

liikevaihtoennuste Kamuxin Suomen segmentille on 547 MEUR, mikä tarkoittaa noin 13 %:n vuosikasvua ja 10 %:n markkinaosuutta, jos kokonaismarkkina pysyisi samaan aikaan paikoillaan. Ruotsin markkinoilla Kamuxilla on näyttää muutaman vuoden ajalta vakuuttavaa kasvua ja nyt myös Q2'17 ja Q3'17 käännettä positiivisen tuloksen tekemiseen. Tämä lisää luottamustamme siihen, että Kamuxin toimintamallilla on mahdollista hankkia markkinaosuutta nopeastikin myös kotimarkkinoiden ulkopuolella.

2. Kannattavuuden parantaminen

Kamux keskittyy strategiassaan kannattavuuden parantamiseen eri tavalla eri maissa, sillä yhtiö on kaikilla eri markkinoilla hyvin erilaisessa kehitysvaiheessa. Kaikilla markkinoilla yhtiö kuitenkin pyrkii kasvattamaan kokoaan mm. saadakseen itselleen edullisemmat ehdot integroitujen palvelujen tarjoamiseen ja muita suuremman skaalan tuomia etuja. Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti tuomaan myyntiin uusia integroituja palveluja, joissa on parempi kannattavuus kuin pelkässä automyyynnissä.

Suomessa Kamux pyrkii parantamaan kannattavuuttaan toimintaansa tehostamalla toimintojen, prosessien ja liiketoimintamallin jatkuvan kehittämisen kautta. Kamux pyrkii kehittämään integroitujen palvelujen myyntiä ja hyödyntämään kokonsa tuomaa etua kilpailijoihinsa nähden. Kamux vertaa suorituskyykyään ja tuloksiaan jatkuvasti sekä ulkoisesti kilpailijoihinsa että konsernin sisäisesti autoliikkeiden välillä. Suomessa kannattavuus on jo nyt hyvällä tasolla (2016 EBIT: 6,5 %) ja emme koe todennäköisenä, että yhtiö pystyisi sitä nostamaan enää merkittävästi näiltä tasoilta.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Ruotsissa ja Saksassa Kamux pyrkii parantamaan kannattavuuttaan keskittymällä ensin liiketoiminnan kasvattamiseen, mikä johtaa kannattavuuden parantumiseen asteittain skaalaetujen kautta. Molemmissa maissa on tarkoitus keskittyä seuraavien vuosien aikana liikevaihdon kasvattamiseen avaamalla uusia liikkeitä ja lisäämällä nykyisten liikkeiden myyntiä. Sekä Ruotsissa että Saksassa panostetaan liiketoimintaprosessien ja henkilöstön kehittämiseen, jotta toiminnan laatu ja tehokkuus nousisivat samalle tasolle kuin Suomessa. Toimenpiteet ovat alkaneet näkyä Ruotsissa jo kannattavuuden parantumisena, sillä tulostilanne on toteutunut Ruotsi on ylittänyt positiiviseen tulokseen nyt kaksi neljännestä perättäin (Q2'17 ja Q3'17). Saksassa yhtiö keskittyy toistaiseksi liiketoiminnan kasvattamiseen, henkilöstön kehittämiseen ja liiketoimintaprosessien kehittämiseen ja optimointiin. Odotamme Saksan tekemän ensimmäisen positiivisen tuloksen vuonna 2020.

3. Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen

Kamuxin tavoitteena on tarjota luokassaan paras asiakaskokemus. Kamuxille on tärkeää täyttää ja ylittää asiakkaidensa odotukset ja vastata näiden tarpeisiin sekä autoliikkeissä että internetin välityksellä. Tästä johtuen Kamux esimerkiksi edistää parhaiden käytäntöjen jakamista koko organisaatiossaan muun muassa asiakaspalveluun liittyen. Kamuxin tavoitteena on, että sen asiakkaat kokevat myyntiprosessin luotettavaksi ja asiakkaan huomioivaksi alusta loppuun. Kamux pyrkii varmistamaan, että autojen tarkastukset on tehty huolellisesti ja sen asiakaspalvelu on nopeaa, proaktiivista ja laadukasta vastaten asiakkaiden tarpeisiin.

Kamuxin johto uskoo, että Kamuxilla on laaja, uskollinen ja hintatietoinen asiakaskunta, joka usein palaa ostamaan Kamuxilta myös toisen tai kolmannen auton. Lisäksi Kamuxin tavoitteena on jatkaa integroitujen palvelujen kehittämistä ja tuoda markkinoille erilaisia integroituja palveluja parantaakseen asiakkailleen tarjoamaansa palvelukokonaisuutta.

4. Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi

Kamux uskoo, että sitoutunut ja motivoitunut myyntihenkilöstö on avain kilpaillulla autojen vähittäiskaupan alalla menestymiseen. Kamux pyrkii ylläpitämään työntekijöiden motivaatiota muun muassa antamalla työntekijöille vastuuta ja tunnustusta hyvästä työstä, valmennus- ja mentorointiohjelmilla ja kuuntelemalla aktiivisesti työntekijöiden kehitysehdotuksia. Lisäksi Kamux tarjoaa henkilöstölleen erilaisia uramahdollisuuksia sisältäen muun muassa mahdollisuuden työskennellä eri autoliikkeissä ja toimintamaissa.

Kamuxin henkilöstö on ollut säännöllisesti tehdyn henkilöstötyytyväisyystutkimuksen mukaan keskimäärin erittäin tyytyväinen työhönsä ja Kamuxin tavoitteena on ylläpitää sen henkilöstön korkeaa tyytyväisyyttä tulevaisuudessa. Kamux järjestää myyntihenkilöstölleen viikoittaisia koulutuksia sekä muutaman kerran vuodessa toteutettavia koko päivän kestäviä koulutuksia. Lisäksi Kamuxin rahoitus- ja vakuutusyhtiökumppanit kouluttavat Kamuxin henkilöstöä omien tuotteidensa osalta.

Kamux pyrkii myös sovittamaan yhteen omat ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmänsä kautta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi myynnin, autohankinnat ja vaihtautot

sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Jokaisella Kamuxin automyyjällä on henkilökohtainen autojen ja integroitujen palvelujen myyntitavoite. Kamuxilla on käytössään myös kannustinjärjestelmä, joka kannustaa ristiinmyyntiin autoliikkeiden välillä. Kamux uskoo, että sen myyntihenkilöstö toimii sen etuna kilpaillulla autojen vähittäiskaupan alalla.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön hallitus on vahvistanut Kamuxille seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihdon kasvattaminen vähintään 700 miljoonaan euroon vuonna 2019 (liikevaihto vuonna 2016: 405 MEUR)
- 4-5 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2019 ja vähintään 5 %:n liikevoittomarginaali pitkällä aikavälillä (2016 liikevoittomarginaali: 3,9 %)
- Osinko vähintään 30 % tilikauden voitosta

Pidämme yhtiön 2019-liikevaihtotavoitetta hyvin haastavana ja olemme ennusteessamme tämän alapuolella (2019e: 652 MEUR). Jos Kamuxin 2017 liikevaihto osuu lähelle ennustettamme (2017e: 453 MEUR), tarvitsee yhtiö noin 25 %:n vuosikasvua tavoitteen saavuttamiseksi. Tämä ei yhtiön historialliseen kasvuun nähden tunnu lainkaan mahdottomalta, mutta yhtiön kasvettua noin 40 %:n vuotuista vauhtia perustamisesta lähtien, muuttuu tällaisten kasvuprosenttien ylläpitäminen koko ajan haastavammaksi. Alkuvuoden 2017 aikana liikevaihdon kasvu on ollut vain 11 %, mikä kertoo yhtiön selvästi hidastuneesta kasvusta. Meidän vuosien 2018 ja 2019 liikevaihtoennusteemme pitävät sisällään noin 20 %:n vuotuisen kasvuodotuksen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Liikevoittomarginaalin osalta 4-5 %:n tavoite vuonna 2019 on mielestämme täysin realistinen. Odotamme vuoden 2019 liikevoiton olevan 29 MEUR, mikä tarkoittaa 4,5 %:n liikevoittomarginaalia. Kamux on vuosien 2007-2016 aikana pystynyt tekemään vahvoista kasvuponnisteluista huolimatta tasaista 4-5 %:n liikevoittomarginaalia, joten näytöt tältä osin on yhtiöllä kunnossa. Vuonna 2017 Kamuxin listautuminen aiheuttaa merkittäviä lisäkuluja, Kamux tekee tappiota Saksassa ja Ruotsi on vielä nollatuloksella. Silti yhtiö on pitänyt alkuvuonna raportoidun liikevoiton 3,8 %:n tasolla ja odotamme sen koko vuoden osalta olevan 3,9 %. Oikaistu liikevoittomarginaali tältä vuodelta tulee olemaan ennusteidemme mukaan noin 4,4 %, mikä antaa parempaa kuvaa yhtiön tämänhetkisestä operatiivisesta tulokunnosta.

Pitkällä aikavälillä 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen ei ole mahdoton tehtävä, mutta se vaatisi Ruotsin ja Saksan liiketoimintojen kannattavuuden nostamisen hyvin lähelle Suomen nykyistä tasoa. Suomi on nyt liikevoittomarginaalin osalta hyvällä 6-7 %:n tasolla ja uskomme tämän olevan lähellä tämän liiketoimintamallin ylärajaa. Suomessa voidaan kannattavuus nostaa vielä ehkä 7 %:iin tai 8 %:iin, mutta 10 %:n liikevoittomarginaali ei arviomme mukaan ole mahdollista. Ruotsi on kääntymässä tänä vuonna ennusteidemme mukaan nollatulokselle ja tekee vuoteen 2019 mennessä 2,7 %:in liikevoittomarginaaliin. Saksan odotamme tekevän ensimmäisen positiivisen tuloksen vuonna 2020, joten tämän jälkeen yhtiö voi alkaa nousta konsernitasolle kohti 5 %:n liikevoittomarginaalia. Pitkän aikavälin liikevoittomarginaalitavoite (5 %) pitää

näkemyksemme mukaan sisällään sen, ettei Kamuxin johto odota Ruotsin ja Saksan kannattavuuden nousevan Suomen tasolle välttämättä koskaan.

Osinkopolitiikka

Kamuxin hallitus on vahvistanut osinkopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 30 % Kamuxin tilikauden voitosta. Yhtiön hallitus arvioi jaettavan osingon ja Kamuxin kasvuun sijoitettavien varojen määrän välisen tasapainon vuosittain ja tekee tämän arvion perusteella esityksen jaettavan osingon määrästä, joka voi yksittäisenä vuonna poiketa merkittävästi osinkopolitiikan mukaisesta tavoitetasosta. Lähivuosina Kamuxin ensisijainen tavoite on kasvaa sen strategian mukaisesti.

Kamux on kannattava yhtiö, jonka tase on kevään 2017 listautumisen jälkeen mielestämme jopa turhan tuhdissa kunnossa (omavaraisuusaste Q3'17: 56,8 %). Yhtiö tekee ennustettavasti tasaista kannattavuutta ja hyvän pääoman tuoton saamiseksi yhtiötä voisi mielestämme ajaa selvästi suuremmalla velkavivulla. Kamuxin liiketoiminta ei vaadi suuria vuotuisia investointeja ja viimeisen kolmen vuoden ajan vuotuinen investointitaso on ollut hieman yli 1 MEUR:n luokkaa. Nopea kasvu uusia autoliikkeitä perustamalla sitoo kuitenkin autovarastoihin käyttöpääomaa, mikä voisi kasvun merkittävästi kiihtyessä rajoittaa osingonmaksukykyä.

Uskomme yhtiön keränneen taseeseensa listautumisannissa sen verran varoja, ettei mikään eteen tuleva mahdollisuus jäisi käyttämättä varojen puutteen takia olisi se sitten uusien liikkeiden perustaminen nopeassa

tahdissa, yritysjärjestely tai joku merkittävä muu investointi. Tase on kuitenkin nyt sen verran tuhdissa kunnossa, että jotain edellä mainitun tapaista tulisi tapahtua, että osingonjakosuhte jäisi 30 %:iin tai alle. Odotamme yhtiön pitävän osingonjakosuhteen noin 40 %:n tasolla lähivuosina 2018-2020, mikä jättää yhtiölle silti hyvin pelivaraa erilaisiin strategisiin liikkeisiin.

Vaikka nykyisellä taseella ja ennustetulla tulokasvulla osingonjakosuhteen voisi hyvinkin nostaa lähelle 100 %:a, vaikuttaisi erikoiselta, jos yhtiö juuri keräsi listautumisannissa 20 MEUR, ja alkaisi jakaa sitä heti takaisin omistajilleen sillä perusteella, ettei varoille löydy mitään parempaa käyttötarkoitusta.

Strategia yhteenveto

Kannattavan kasvun jatkaminen kasvattamalla markkinaosuutta markkinoilla, joilla Kamux tällä hetkellä toimii

- Uusien autoliikkeiden avaaminen
- Nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattaminen
- Digitaalisen jalanjäljen kasvattaminen

Kannattavuuden parantaminen

- Suomessa fokus kannattavuuden toiminnan tehostamisessa toimintojen, prosessien ja konseptien jatkuvan kehittämisen kautta
- Ruotsissa ja Saksassa fokus liiketoiminnan kasvattamisessa parantaen kannattavuutta asteittain
- Pyrkimys hyödyntämään skaalaetuja esim. integroitujen palvelujen tarjoamisesta saatujen palkkiotuottojen osalta
- Tuomalla myyntiin uusia integroituja palveluja

Erinomaisen asiakaspalvelun tarjoaminen

- Tavoite tarjota luokassaan paras asiakaskokemus
- Halu tarjota asiakkaille luotettava ja asiakkaan huomioiva myyntiprosessi alusta loppuun saakka
- Tavoite jatkaa integroitujen palvelujen kehittämistä ja tuoda erilaisia integroituja palveluita markkinoille asiakkaille tarjottavan palvelukokonaisuuden parantamiseksi

Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi

- Sitoutunut ja motivoitunut myyntihenkilöstö on avain kilpaillulla autojen vähittäiskaupan alalla menestymiseen
- Myyntihenkilöstölle säännöllistä koulutusta
- Kamuxin ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmän kautta yhteneväisiksi

Ennusteet 1/3

Vuoden 2017 ennusteet

Kamux ei ole antanut liikevaihto- tai tulosohjeistusta tilikaudelle 2017. Vuoden kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana konsernin liikevaihto on kasvanut 11,0 % vertailukaudesta 340,6 MEUR:oon, oikaistu liikevoitto on kasvanut 2,3 % vertailukaudesta 15,3 MEUR:oon ja raportoitu liikevoitto on laskenut 3,4 % 13,0 MEUR:oon.

Ennusteemme mukaan koko vuoden 2017 liikevaihto kasvaa 12 % edellisvuodesta 453 MEUR:oon (2016: 405 MEUR) ja kertaluonteisista eristä oikaistu liikevoitto nousee 20,0 MEUR:oon (2016: 18,0 MEUR). Pääosin listautumiseen liittyvien kertaluonteisten kulujen takia raportoitu liikevoitto jää ennusteemme mukaan oikaistun liikevoiton alapuolelle 17,8 MEUR:oon (2016: 15,0 MEUR), joka on 3,9 % liikevaihdosta (2016: 3,9 %).

Vuoden 2017 EPS-ennusteemme on kertaluonteisista eristä oikaistuna 0,39 euroa ja raportoidun tuloksen osalta 0,33 euroa. Yhtiön hallitus on vahvistanut osinkopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 30 % Kamuxin tilikauden voitosta. Meidän osinkoennusteemme on 0,13 euroa, joka tarkoittaa noin 40 %:n osingonjakosuhdetta raportoidusta tuloksesta.

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Kamux ei ole tähän mennessä julkaissut lyhyen aikavälin näkymiä, eikä yhtiö todennäköisesti tule antamaan ohjeistusta myöskään vuodelle 2018. Yhtiö keskittyy sanojensa mukaisesti nyt edessä olevan välitavoitteen saavuttamiseen, joka koskee vuoden 2019 liikevaihtoa ja liikevoittomarginaalia.

Kamuxin tavoite on kasvattaa konsernin liikevaihto vähintään 700 miljoonaan euroon vuonna 2019 (2016: 405 MEUR) ja tehdä silloin 4-5 %:n liikevoittomarginaalia (2016: 3,9 %). Kasvutavoite vaatisi yhtiöltä tasan 20 %:n vuotuista kasvua, jos pohjaluvuksi otetaan vuoden 2016 toteutunut liikevaihto. Vuoden 2017 ensimmäisen kolmen neljänneksen aikana liikevaihto on kasvanut 11,0 % vertailukaudesta 341 MEUR:oon, joten kasvuvauhdin vuotuisesta tavoitetasosta ollaan tällä hetkellä jäljessä.

Emme usko yhtiön olevan tyytyväinen 2017 alkuvuoden kasvuvauhtiin, sillä se on selvästi heikompi kuin yhtiön keskimääräinen vuosikasvu välillä 2007-2016 sekä selvästi heikompi kuin mitä yhtiö tarvitsisi saavuttaakseen vuoden 2019 liikevaihtotavoitteen. Vuoden 2017 alun epäselvyydet autoveronkeskustelun osalta sekä yhtiön listautumisprosessi ovat arviomme mukaan haitanneet kasvuvauhtia varsinkin, kun listautumissuunnitelmat törmäsivät ensimmäisellä kerralla ongelmiin keväällä 2016. Kamux listautui Helsingin pörssiin vasta toisella yrittämällä toukokuussa 2017 ja odotamme yhtiön painavan nyt kunnolla kaasua seuraavan kahden tilikauden ajan, jotta vuoden 2019 tavoitteisiin päästäisiin.

Jos Kamuxin koko vuoden 2017 liikevaihto osuu meidän ennusteeseemme (2017e: 453 MEUR), tarvitsee yhtiön kasvattaa liikevaihtoaan vuosien 2018 ja 2019 aikana noin 25 %:n vuotuista tahtia, jotta 700 MEUR:n liikevaihtotavoite saavutetaan. Pidämme tällä hetkellä liikevaihtotavoitteen saavuttamista haastavana ja meidän ennusteemme vuoden 2019 liikevaihdoksi on 652 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 20 %:n vuotuista kasvua vuosien 2018-2019 aikana.

Yhtiö voisi kyllä avata nopeallakin aikataululla uusia myymälöitä, sillä kasvuun vaadittava raha ei ole ongelma ja autoliikkeille olisi kyllä löydettävissä vapaita paikkoja. Kasvun rajoitteena pidämme enemmänkin sitä, ettei yhtiö kykene riittävän nopealla aikataululla rekrytoimaan ja kouluttamaan autoliikkeisiin Kamuxin muottiin sopivia uusia myyjiä ja varmistamaan, että autoliikkeet lähtevät toimimaan Kamuxin pelikirjan mukaisella tavalla.

Kamuxin tavoite saavuttaa vuonna 2019 4-5 %:n liikevoittomarginaali ei mielestämme ole yhtä haastava kuin liikevaihtotavoite. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden ajan jatkuvasti tasaista 4-5 %:n liikevoittomarginaalia kovista kasvupanostuksista huolimatta ja jopa Ruotsin ja Saksan markkinoilla tehdyt tappiot 2012-2016 aikana eivät ole laskeneet kannattavuutta lähes ollenkaan. Ruotsi on nyt viidennen täyden toimintavuoden aikana kääntymässä plussalle ja arvioimme Ruotsin alkavan vaikuttaa positiivisesti konsernin tulokseen vuodesta 2018 eteenpäin. Saksan tulos tulee arviomme mukaan olemaan vielä 2018 ja 2019 tappiolla (-1,0 MEUR ja -0,4 MEUR), mutta odotamme sen kääntyvän nollatulokselle tai lievästi plussalle viidennen toimintavuotensa aikana eli vuonna 2020.

Pitkän aikavälin ennusteet

Jos Kamuxin toimintamallin vieminen Ruotsiin ja Saksaan onnistuu kannattavasti, emme näe syytä miksei malli voisi toimia kannattavasti myös muissa Euroopan maissa. Yhtiön kasvun rajat eivät tule vielä pitkään aikaan vastaan, sillä pelkästään Suomen, Ruotsin ja Saksan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkinakoko on lähes 100 miljardia euroa.

Ennusteet 2/3

Tämän hetken ennusteillamme Kamux kaksinkertaistaa liikevaihtonsa nykytasolta vuoteen 2022 mennessä, jolloin yhtiö saavuttaa 900 MEUR:n liikevaihdon. Tässä vaiheessa pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö on avannut toimintaa jo uusiin Euroopan maihin sekä tarjoaa sellaisia palveluita, joita se ei tällä hetkellä tarjoa, tai joita ei tällä hetkellä ole välttämättä vielä keksitty.

Kamux voi pidemmällä aikavälillä uusiin maihin laajentumisen lisäksi alkaa laajentaa omaa tuote- ja palveluvalikoimaansa esimerkiksi samaan suuntaan kuin alalla kauemmin toimineet kilpailijansa. Tämä voisi tarkoittaa alkuun esimerkiksi autojen ostojen ja myyntien lisäksi leasing-palveluita, autojen vuokrausta tai oman rahoitus- ja vakuutusyhtiön perustamista näiden palveluiden liittyessä olennaisena osana autokauppaan. Yhtiön strategiaan liittyy olennaisesti uusien integroitujen palvelujen keksiminen ja niiden tuominen osaksi Kamuxin palvelutarjontaa.

Perinteisten toimialalla tarjottavien palvelujen lisäksi voimistuvien digitaalisuuden ja jakamistalouden trendien mukaisesti yhtiö voi alkaa tarjota erilaisia autojen jakamis- tai kuljetuspalveluita tai ottaa käyttöön sellaisia uusia kuluttajatarpeisiin vastaavia palveluita, joita ei vielä ole keksitty. Vaikka käytettyjen autojen kauppa on hyvin perinteinen ja ollut historiallisesti vakaa ala, ovat vanhat rakenteet autokaupassakin murtumassa, minkä myös Kamux on pystynyt näyttämään ottamalla kymmenessä vuodessa markkinajohtajan aseman Suomessa hyvin stabiilina pysyneellä toimialalla. Suurimmat alaa tulevaisuudessa mullistavat tekijät voivat hyvinkin tulla jostain muualta kuin toimialan nykyisiltä kilpailijoilta

(esim. digitaaliset palvelut ja erilaiset autokauppaan tai autojen käyttöön liittyvät uudet alustat).

Autoliikkeiden määrän kehitys

Kamuxin kannattavan kasvun jatkuminen nojaa vahvasti markkinaosuuden ottamiseen niillä markkinoilla, joilla yhtiö tällä hetkellä toimii. Tämä perustuu joko uusien autoliikkeiden avaamiseen tai nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattamiseen. Kamux on tällä hetkellä avaamassa Suomen 42. myymälän Savonlinnaan helmikuussa 2018, minkä lisäksi yhtiö on ilmoittanut uuden liikkeen avaamisesta Ideaparkin laajennusosaan kesällä 2018. Uskomme yhtiön avaavan myös Ruotsiin useita myymälöitä vuoden 2018 aikana ja Saksaan odotamme avautuvan ainakin yksi uusi myymälä vuonna 2018. Arvioimme Kamuxin pyrkivän kiihdyttämään uusien liikkeiden avaamista siinä, mitä yhtiöltä on nähty viimeisen parin vuoden ajan (6 uutta liikettä vuodelta 2015 ja 2016). Kamuxin uusien myymälöiden avaus on arvioimme mukaan erittäin harkittua, sillä yhtiö ei ole toimintahistoriansa aikana joutunut vielä sulkemaan yhtäkään myymälää. Tämä kertoo siitä, että taustatyö tehdään kunnolla ja konsepti pystytään kaikissa myymälöissä saamaan kohtuullisessa ajassa pyörimään kannattavasti. Arvioimme mukaan Kamuxilla on vuoden 2019 loppuun mennessä 69 autoliikettä näissä kolmessa maassa, mikä tarkoittaa keskimäärin kahdeksaa uutta liikettä per vuosi.

Myytyjen autojen määrän kehitys

Kamuxin liikkeet vaihtelevat kokoluokaltaan pienistä neljän myyjän liikkeistä suurempiin yli kymmenen myyjän liikkeisiin. Tästä syystä

liikkeiden määrä ja niiden kasvattaminen ei kerro kasvusta koko totuutta, vaan sijoittajien tulee seurata enemmänkin myytyjen autojen määrän kehitystä. Odotamme Kamuxin myytyjen autojen lukumäärän kasvavan noin 56 000 autoon vuonna 2019, mikä tarkoittaa 37 %:n kasvua vuoden 2017 ennustamaltamme tasolta (2017e: 40 830 autoa). Suomen myyntimäärän odotamme kasvavan 9260 autolla, Ruotsin 2825 autolla ja Saksan 3012 autolla. Vaikka Saksan ja Ruotsin kasvuprosentit ovat arvioimme mukaan lähivuosina korkeita, tulee Suomen markkinalla olemaan vielä pitkään selvästi suurin painoarvo Kamuxin liikevaihdon ja tuloksen osalta.

Liikevaihdon kehitys

Myytyjen autojen lukumäärän kasvun ja myytyjen autojen keskihinnan yhdistelmänä saamme ennusteen Kamuxin lähivuosien liikevaihdon kehityksestä. Odotamme liikevaihdon per auto pysyvän hyvin stabiilina tulevina vuosina, eikä siinä mielestämme ole pitkällä aikavälillä suuria mahdollisuuksia kasvaa yli inflaatiovauhdin. Arvioimme myytyjen autojen keskihinnan (sisältäen integroidut palvelut) nousevan korkeintaan 1-3 %:n vauhtia lähivuosina. Tätä ajavat mm. Saksan ja Ruotsin keskimäärin kalliimmat autot sekä integroitujen palvelujen myynnin lisääntyminen. Tästä huolimatta odotamme liikevaihdon kasvun nojaavan pääosin autoliikkeiden ja autoliikekohtaisten myyntimäärien positiiviseen kehittymiseen. Ennusteemme mukaan Kamuxin liikevaihto kasvaa vuosien 2018-2019 ajan noin 20 %:n vuosivauhtia. Yhtiö saavuttaa ennusteissamme yli 700 MEUR:n liikevaihdon vasta 2020 eli vuoden myöhässä tavoitteestaan. Vuonna 2020 yhtiön liikevaihto kasvaa ennusteidemme mukaan 16 % tasolle 759 MEUR.

Ennusteet 3/3

Bruttomarginaalin kehitys

Kamuxin bruttokate-% on pitkään pysynyt hyvin stabiilina noin 12 %:ssa. Vuosien 2014-2016 aikana bruttokate-% on pysynyt vaihteluvälillä 12,0-12,3 % ja vuoden 2017 ensimmäisen kolmen neljänneksen aikana bruttokate on ollut 12,0 %. Odotamme sen asettuvan vuoden 2017 ennusteillamme 12,0 %:iin, mikä tarkoittaa koko vuoden osalta noin 55 MEUR:n bruttokatetta.

Kamuxin bruttokate-% on yleisesti ottaen hyvin matalalla tasolla, jos vertaa esimerkiksi perinteiseen vähittäiskauppaan. Yhtiön nopeaan varastonkiertoon ja alhaisiin kiinteisiin kuluihin nojaavaan liiketoimintamallin suhteutettuna tämän tasoinen bruttomarginaali on kuitenkin yhtiölle riittävä taso, mikä kertoo Kamuxin harvinaisesta tehokkuudesta ja hyvästä kulukurista. Yhtiön liiketoiminnassa pelkän automyyntin bruttokate on hyvin matala, mutta integroitujen palvelujen korkea bruttokate-% mahdollistaa autojen myymisen pienemmällä katteella ja siten nopeamman varastonkierron. Vaikka integroidut palvelut tuovat vain noin 5 % konsernin liikevaihdosta, ovat ne yhtiön tuloksenteon kannalta äärimmäisen tärkeitä, ja arvioimme niiden tuovan (laskentatavasta riippuen) noin 30-50 % Kamuxin bruttokatteesta.

Koska Ruotsin ja Saksan liiketoiminnoissa on tällä hetkellä vielä selvästi heikommat bruttomarginaalit kuin Suomessa, oletamme Ruotsin ja Saksan nopean kasvun painavan hieman koko konsernin bruttomarginaalia alaspäin. Tästä syystä odotamme bruttomarginaalin liukuvan lähivuosina hieman 12,0 %:n alapuolelle, mikä tasoittuu aikanaan, kun Saksan ja Ruotsin toiminnot ja prosessit saadaan nostettua lähemmäs Suomen tasoa.

Liikevoiton kehitys

Kamuxin liikevoitto-% on pysynyt vuosina 2007-2016 tasaisesti 4-5 %:n välillä, vaikka yhtiön vahvat kasvupanostukset ja uusiin maihin laajentuminen ovat aiheuttaneet kustannuksia. Tehokas ja toimiva liiketoimintamalli sekä joustava kulurakenne pitävät huolen siitä, että kannattavuuskehitys on ennakoitavaa, eikä 4-5 %:n liikevoittomarginaalitavoite vuodelle 2019 ole mielestämme lainkaan epärealistinen. Odotamme Kamuxin tekevän vuosien 2018 ja 2019 aikana 4,3 %:n ja 4,5 %:n liikevoittomarginaalit, joita ajavat ylöspäin Suomen pieni kannattavuusparannus ja Ruotsin kääntyminen tekemään positiivista liiketulosta. Saksan tappiot painavat vielä lähivuosien tulokuntoa, mutta odotamme Saksan kääntyvän 2020 ensimmäistä kertaa voitolle ja Kamuxin tekevän 4,7 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2020. Pitkällä aikavälillä ennustamme Kamuxin liikevoittomarginaalin jäävän 4,5 %:n tasolle, kun yhtiön tavoitetaso on yli 5 %.

Taloudellinen tilanne

Kamux listautui Helsingin pörssiin toukokuussa 2017 ja keräsi listautumisen yhteydessä noin 21 MEUR:n bruttovarat. Listautumisannin tavoitteena oli tukea Kamuxin kasvustrategiaa ja kansainvälistymistä osakeannista hankituilla varoilla sekä lisäämällä Kamuxin näkyvyyttä Suomessa ja ulkomailla. Osakeannissa hankitut varat tekivät mielestämme Kamuxin taseesta hieman turhankin tukevan, sillä yhtiön nettovelka oli Q3'17 lopussa enää 8,7 MEUR ja omavaraisuusaste oli tukevat 57 % (Q3'16: 41 %). Kamuxilla on nyt kasvustrategian ja kansainvälistymisen tukemiseen ainakin kaikki riittävät varat käytössä eli laajentumisen

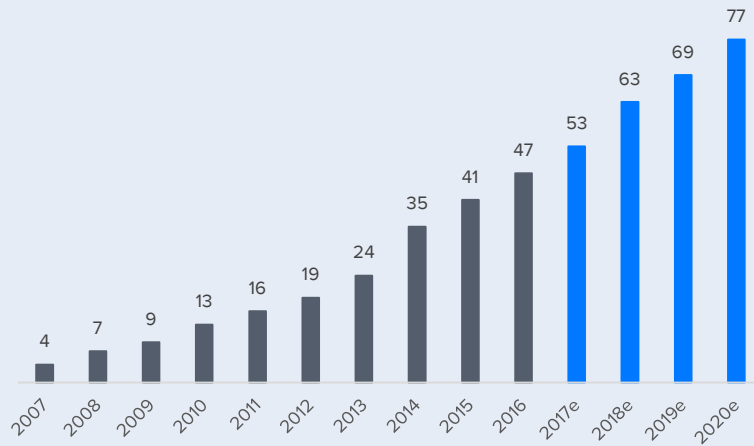
rahoittamiseen, kuten uusien myymälöiden perustamiseen, autovaraston kasvattamiseen ja liiketoiminnan kehittämiseen rahat tulevat riittämään aivan varmasti. Vahva tase antaa myös turvaa sille, jos jostain syystä Ruotsin tai Saksan liiketoiminnan käänteessä kestäisi odotettua kauemmin, tai jos yhtiölle avautuisi joku houkutteleva mahdollisuus kasvaa myös epäorgaanisin keinoin.

Taseessa on myös pienenä riskinä merkittävä määrä liikearvoa (13,6 MEUR), joka on muodostunut vuonna 2011 tehdyistä Interan ja Kamuxin välisistä omistusjärjestelyistä. Liikearvo on kohdistettu kokonaisuudessaan Suomen toimintasegmentille, jonka kasvunäkymät ovat vakaat ja tulokunto hyvä. Vuotuisessa arvonalentumistestauksessa ennusteparametrit ovat asetettu hyvinkin konservatiiviselle tasolle ja suurtenkin herkkyysanalyysien jälkeen liikearvossa ei ole nähty arvonalentumisen tarvetta. Pidämme arvonalentumisen riskiä hyvin pienenä, mutta liiketoimintanäkymien mahdollisesti nopeasti heikentyessä kuitenkin mahdollisena. Kamuxin taseen vahvuudessa hyvä puoli on se, että vaikka koko liikearvo jouduttaisiin alaskirjaamaan, jäisi Kamuxin tase silti tyydyttävälle tasolle.

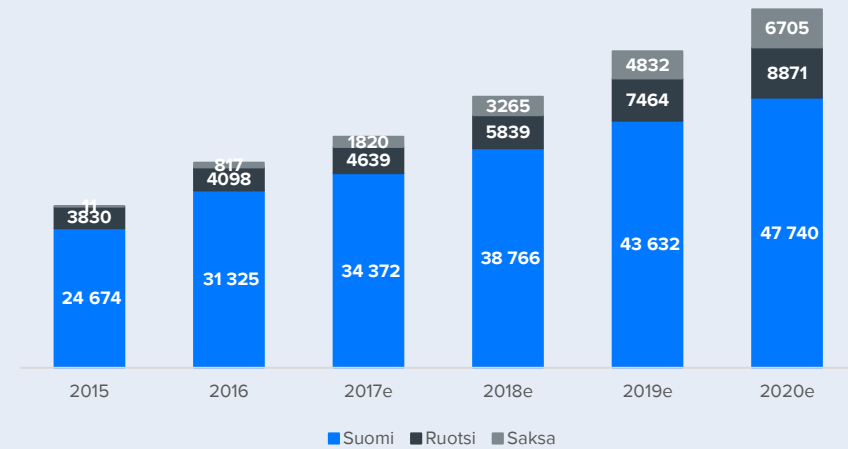
Kamuxin liiketoiminta ei vaadi suuria vuotuisia investointeja ja viimeisen kolmen vuoden aikana taso on ollut keskimäärin noin 1 MEUR/vuosi. Vuoden 2016 investoinnit (2,1 MEUR) oli poikkeuksellisen korkeat, kun Kamux osti Nedderfeldin toimitilat omaan taseeseen. Nopealla tahdilla uusien myymälöiden pystyttäminen ja rahojen sitominen autovaraston kasvattamiseen on näillä näkymin selkein kohde, johon yhtiö tulee tarvitsemaan vahvaa tasettaan.

Ennusteet

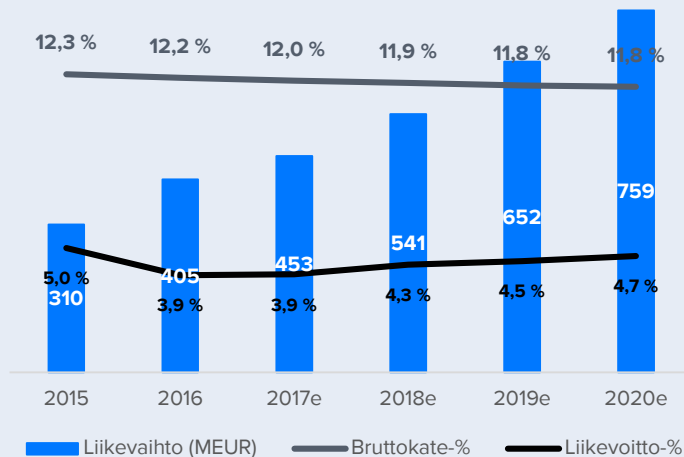
Autoliikkeiden määrä vuoden lopussa



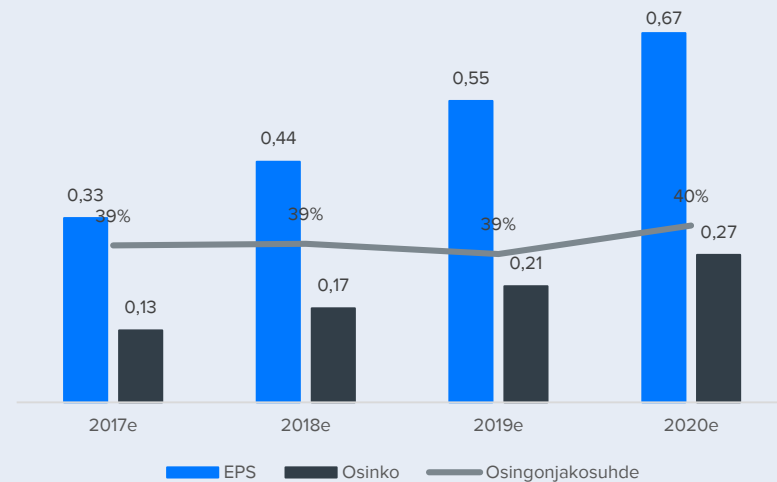
Myytyjen autojen lukumäärän kehitys



Liikevaihto, bruttokate-% ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	309,9	97,1	103,3	106,6	97,9	404,8	109,2	109,2	122,2	112,6	453,2	541,2	651,8
<i>Suomi</i>	265,9	83,4	86,3	89,3	84,2	343,2	91,1	89,8	99,2	95,8	375,9	427,1	490,3
<i>Ruotsi</i>	43,9	13,8	16,6	17,2	13,3	60,9	15,9	16,9	20,5	14,8	68,1	87,7	114,4
<i>Saksa</i>	0,1	2,2	2,7	2,8	3,1	10,8	5,4	5,8	5,8	5,5	22,5	41,4	63,1
<i>Konsernitoiminnot ja eliminoinnit</i>	0,0	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-10,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-13,2	-15,0	-16,0
Käyttökate	16,1	4,1	4,2	5,6	2,5	16,5	3,7	3,7	6,4	5,1	18,9	24,6	31,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,2	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,5	4,4	4,8	5,8	2,9	18,0	4,7	4,5	6,1	4,8	20,0	23,4	29,1
Liikevoitto	15,5	4,0	4,0	5,4	2,2	15,7	3,5	3,5	6,1	4,8	17,8	23,4	29,1
<i>Suomi</i>	18,7	5,5	5,8	6,6	4,3	22,2	6,0	5,6	6,8	5,9	24,3	28,7	33,0
<i>Ruotsi</i>	-1,1	-0,4	-0,2	0,0	-0,9	-1,5	-0,5	0,0	0,5	0,1	0,1	1,5	2,8
<i>Saksa</i>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-1,5	-1,0	-0,4
<i>Konsernitoiminnot ja eliminoinnit</i>	-1,8	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	-4,3	-1,6	-1,7	-0,9	-0,9	-5,1	-5,8	-6,3
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	14,9	3,7	3,8	5,4	1,8	14,6	3,3	3,2	6,0	4,6	17,1	22,6	28,3
Verot	-3,3	-0,9	-0,9	-1,2	-0,6	-3,6	-0,9	-0,8	-1,1	-1,0	-3,8	-5,2	-6,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	11,6	2,8	2,9	4,2	1,2	11,0	2,4	2,4	4,9	3,7	13,3	17,4	21,8
EPS (oikaistu)	0,31	0,09	0,10	0,12	0,05	0,35	0,09	0,09	0,12	0,09	0,39	0,44	0,55
EPS (raportoitu)	0,31	0,07	0,08	0,11	0,03	0,29	0,06	0,06	0,12	0,09	0,33	0,44	0,55

Kamuxin tavoite tilikaudelle 2019:

- Liikevaihto vähintään 700 MEUR
- Liikevoittomarginaali 4-5 %

Inderesin ennuste tilikaudelle 2019:

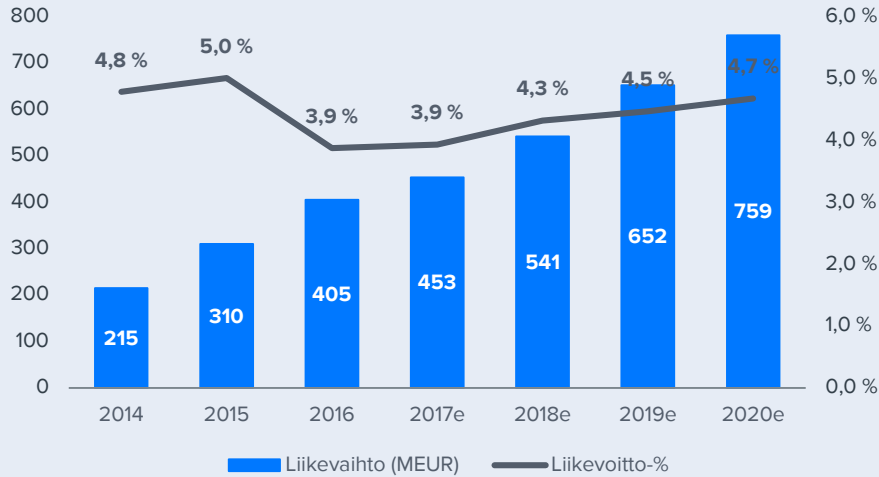
- Liikevaihto 652 MEUR
- Liikevoittomarginaali 4,5 %

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	44,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-68,4 %	30,6 %	12,5 %	5,8 %	14,6 %	15,1 %	12,0 %	19,4 %	20,4 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	50,9 %				-81,0 %	15,8 %	6,4 %	-7,3 %	3,9 %	64,2 %	11,4 %	16,8 %	24,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,2 %	4,2 %	4,1 %	5,3 %	2,6 %	4,1 %	3,4 %	3,4 %	5,2 %	4,6 %	4,2 %	4,5 %	4,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,0 %	4,5 %	4,6 %	5,5 %	3,0 %	4,4 %	4,3 %	4,1 %	5,0 %	4,3 %	4,4 %	4,3 %	4,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,7 %	2,9 %	2,8 %	3,9 %	1,2 %	2,7 %	2,2 %	2,2 %	4,0 %	3,2 %	2,9 %	3,2 %	3,3 %

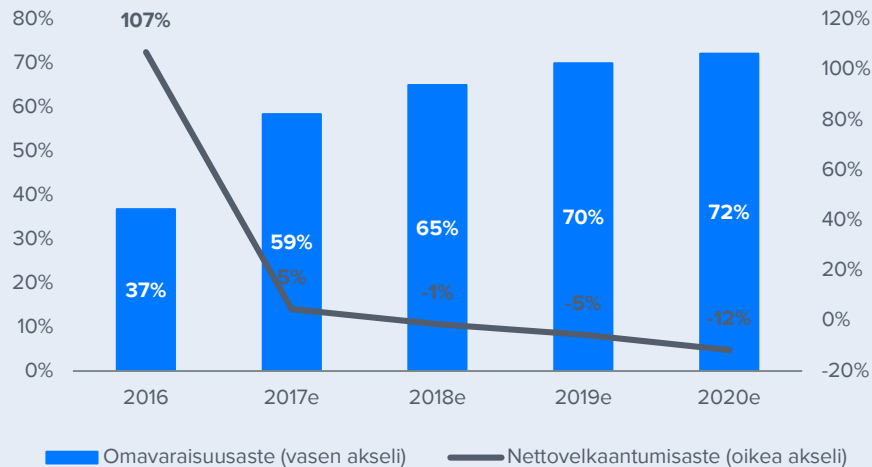
Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	17	18	18
Liikearvo	14	14	14
Aineettomat oikeudet	1	1	2
Käyttöomaisuus	2	2	3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	62	89	96
Varastot	48	53	62
Muut lyhytaikaiset varat	2	2	2
Myyntisaamiset	11	12	14
Likvidit varat	1	22	19
Taseen loppusumma	78	106	114
Vastattavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	29	62	74
Osakepääoma	0	0	0
Kertyneet voittovarot	14	47	59
Omat osakkeet	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0
Muu oma pääoma	15	15	15
Vähemmistöosuus	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	29	26	19
Laskennalliset verovelat	3	3	3
Varaukset	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	25	22	15
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	20	18	21
Lainat rahoituslaitoksilta	6	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	12	14	16
Muut lyhytaikaiset velat	2	2	2
Taseen loppusumma	78	106	114

Arvostus 1/2

Markkina-arvo ja yritysarvo noin 280 MEUR

Kamuxin markkina-arvo nykyisellä 7,0 euron osakekurssilla on noin 280 MEUR. Konserni tulee vuoden 2017 lopussa olemaan lähes nettovelaton eli yritysarvo (EV) on hyvin lähellä markkina-arvoa. Kamuxin liiketoimintamalli ei vaadi suurta velkavipua toimiakseen, vaikka yhtiö voisi hyötyä tästä paremman pääoman tuoton muodossa.

Tulospohjainen arvostus

Kamux tulee ennusteidemme mukaan tekemään vuonna 2017 noin 20 MEUR:n liikevoiton ilman kertaluonteisia eriä. Kamuxin kertaluonteiset erät (pääosin listautumiseen liittyviä) heikentävät vuoden 2017 raportoitua liikevoittoa ja odotamme sen jäävän 18 MEUR:oon. Ennusteidemme mukaiset vuoden 2017 EV/EBIT-kertoimet ovat oikaistulle liikevoitolle 14x ja raportoidulle liikevoitolle 16x. Vuoden 2017 ennustamamme nettotuloksen perusteella laskettu P/E-luku on 21x ja kertaluonteisilla erillä oikaistu P/E-luku on hieman matalampi 18x. Kamuxin listautumiseen liittyvät kulut, sekä strategiseen suunnitteluun, strategian toteuttamiseen ja maantieteelliseen laajentumiseen liittyvät erityiset erät ovat painaneet vuoden 2017 kannattavuutta ja odotamme liikevaihdon ja tuloksen paranevan lähivuosina. Annamme tästä syystä arvonmäärityksessämme enemmän painoa vuosien 2018 ja 2019 ennustetuille tuloksille.

Vuosien 2018 ja 2019 EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 12x ja 9x. Nettotuloksesta lasketut vastaavien vuosien P/E-kertoimet ovat 16x ja 13x. Kamuxin nopea kasvu ja tasainen kannattavuus huomioiden pidämme tulospohjaista arvostusta houkuttelevana.

Tasepohjainen arvostus

Kamuxin taseen loppusumma yhtiön Q3'17-osavuositarkastuksen perusteella on noin 100 MEUR, josta yhtiön omistajille kuuluva oma pääoma on 57 MEUR. Yhtiön markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta kuvaava P/B-kerroin on tästä laskettuna 4,9x. Kamuxin taseen varallisuus muodostuu pitkälti yhtiön vaihto-omaisuudesta (myytävät autot), myyntisaamisista ja rahavaroista, jotka yhteensä muodostavat noin 83 % taseen loppusummasta. Nämä ovat hyvin likvidiä varallisuutta, joiden tasearvo on luotettavalla tavalla määritettävissä.

Taseessa on merkittävä määrä liikearvoa (13,6 MEUR), joka on muodostunut vuonna 2011 tehdyistä Interan ja Kamuxin välisistä omistusjärjestelyistä. Jos tasepohjaista arvostusta tarkastellaan liikearvosta oikaistuna, muodostuu P/B-luvuksi korkea 7,0x. P/B-lukua tarkastellessa on kuitenkin hyvä ottaa huomioon Kamuxin vahvalla tasolla oleva oman pääoman tuotto (ROE-%), joka on vuoden 2017 ensimmäisen kolmen kvartaalin aikana ollut kiitettävällä 25 %:n tasolla (Q1-Q3/2016: 49 %).

Osinkopohjainen arvostus

Kamuxin osingonjakopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 30 % tilikauden voitosta. Yhtiön hallitus on kuitenkin tarkentanut ohjeistusta siten, että hallitus arvioi jaettava osingon ja Kamuxin kasvuun sijoitettavien varojen määrän välisen tasapainon vuosittain ja tekee tämän arvion perusteella esityksen jaettavan osingon määrästä, joka voi yksittäisenä vuonna poiketa merkittävästi osinkopolitiikan mukaisesta tavoitetasosta.

Kamux profiloituu kasvuyhtiöksi, joten

osingonjakosuhteen alarajan määrittäminen 30 %:iin on mielestämme neutraali taso, jos jäljelle jäävät varat käytetään kasvun kiihdyttämiseen. Kamux on kuitenkin jo valmiiksi hyvää tulosta tekevä yhtiö, jolla on vahva tase, eikä vakuuttava kasvuhistoria ole aiemminkaan merkittävästi haitannut suhteellista kannattavuutta tai vaatinut merkittäviä investointeja. Tässä mielessä yhtiön osingonjakosuhte voisi hyvinkin olla korkeampi.

Kamuxilla on selvästi määritelty standardoitujen omien myymälöiden kasvattamiseen perustuva liiketoimintamalli, mikä on toiminut hyvin yhtiön kasvualustana jo pidempään. Emme tästä syystä pidä todennäköisenä, että yhtiö käyttäisi listautumisannista saamiaan varoja esimerkiksi markkinaosuuden hankkimiseen ostamalla perinteisiä kilpailijoitaan. Yksi mahdollinen kasvualue, joka voisi rajoittaa yhtiön osingonmaksukykyä tulevaisuudessa voisi olla esimerkiksi Kamuxin oman rahoitusyhtiön perustaminen, mikä liittyisi saumattomasti yhtiön nykyiseen liiketoimintamallin yleisesti auton oston yhteydessä hankittavan rahoituksen takia.

Ennen kuin isompia kasvuinvestointeja on kuitenkaan näkyvissä, pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiön osingonjakosuhte tulee pysymään tämän 30 %:n lattiataason yläpuolella. Vuoden 2017 tuloksesta maksettava osinko on ennusteidemme mukaan 0,13 euroa (40 %:n jakosuhte) ja vuoden 2018 tuloksesta maksettava osinko on ennusteidemme mukaan 0,17 euroa (40 %:n jakosuhte). Nämä osinkoennusteet tarjoavat 1,9 %:n ja 2,4 %:n osinkotuottoa nykyiseen kurssitasoon nähden. Osinkotuotto on nykykurssiin nähden matalahko, mutta odotamme Kamuxin osakekohtaisen osingon nousevan nopeasti tulokunnon mukana.

Arvostus 2/2

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Kamuxille on vaikea löytää pörssilistattuja identtisiä verrokkiyhtiöitä, sillä Kamuxin pelkästään käytettyjen autojen myyntiin keskittyvään ydinliiketoimintaan verrattavissa olevaa toimintamallilla ei ole muilla yhtiöillä.

Verrokkiyhtiöistä löytyy kuitenkin esimerkiksi Tukholman pörssissä listattu Bilia AB, jonka liikevaihto on noin viisinkertainen Kamuxiin nähden ja markkina-arvo on noin kolminkertainen Kamuxiin nähden. Yhtiö toimii Ruotsin ja Saksan lisäksi myös sellaisissa maissa, joissa Kamux ei toimi (Belgia, Norja ja Luxemburg) ja tekee autovuokrauksen lisäksi myös paljon sellaista liiketoimintaa, mitä Kamux ei tee. Näistä esimerkkejä ovat mm. uusien autojen myynti, autoleasing, renkaiden säilytyspalvelut, huoltoasemat, korjauspalvelut yms. Heikompien kasvu- ja kannattavuuslukujen takia, Bilian arvostus on hieman Kamuxia matalampi. Vuosien 2018 ja 2019 EV/EBIT-kertoimet ovat 10,2x ja 9,9x ja vastaavat P/E-luvut ovat noin 10,5x ja 10,2x.

Toinen verrokkiryhmän poiminta on Yhdysvaltojen suurin käytettyjen autojen myyjä CarMax. Noin 16 miljardin dollarin liikevaihdolla, lähes kahdella sadalla myymälällä ja 13 miljardin dollarin markkina-arvolla yhtiö painii kuitenkin täysin eri sarjassa kuin Kamux. CarMaxin vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet (18,9x ja 16,3x) ovat hieman Kamuxin yläpuolella, mutta selvästi suuremman velkaantuneisuuden takia CarMaxin EV/EBIT-kertoimet (22,3x ja 21,7x) ovat selvästi Kamuxin arvostuksen yläpuolella.

Keskimäärin meidän kokoaman kansainvälisestä autonvuokrausta harjoittavista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat 12,5x ja 11,9x,

mediaanikertoimien ollessa 12,6x ja 12,2x. Kamuxin vastaavat kertoimet ovat meidän vuosien 2018 ja 2019 ennusteiden mukaan 11,9x ja 9,4x eli hieman verrokkiryhmän alapuolella.

Verrokkiryhmän P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat keskimäärin 12,5x ja 11,6x, mediaanien ollessa 11,5x ja 11,0x. Kamuxin vastaavat kertoimet ovat ennusteidemme mukaan 16,1x ja 12,8x. Näillä mittareilla Kamuxin osake on hieman verrokkiryhmän yläpuolelle arvostettu. Tulospohjaisista mittareista voi tulkita sen, että Kamuxin EV-pohjainen arvostus on matalampi suhteessa verrokkiryhmään kuin P/E-pohjainen arvostus, sillä yhtiön tase on hyvässä kunnossa, mutta se pitäisi laittaa paremmin töihin.

Verrokkiryhmän osinkotuotto on vuosien 2018 ja 2019 tuloksista maksettavien ennusteiden mukaan keskiarvolla 3,2 % ja 3,3 %. Verrokkiryhmän osinkotuottojen mediaanit ovat 3,7 % ja 3,9 %. Kamux tarjoaa heikompa osinkotuottoa kuin verrokkiryhmä. Meidän ennusteillamme Kamuxin vuosien 2018 ja 2019 tuloksista maksettavat osinkotuotot noin 40 %:n osingonjakosuhteella ovat 2,4 % ja 3,0 %.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) tukee näkemystämme Kamuxin osakkeelle antamastamme tavoitehinnasta ja suosituksesta. DCF-laskelmamme mukainen osakkeen arvo on 8,1 euroa, mikä tarkoittaa noin 16 prosentin nousuvaraa nykykurssiin nähden.

DCF-mallissamme liikevaihdon kasvu on noin 20 %:n tasolla vuosina 2018-2020 ja saavuttaa yhtiön tavoitteleman 700 MEUR:n tavoitteen vuoden myöhässä eli vuonna 2020. Tällä välin pidämme yhtiön liikevoittoennusteemme noin 4,3-4,7 %:n vaihteluvälissä. Kasvu tasoittuu

keskipitkän aikavälin ennusteissamme (2021-2025) noin 7-9 %:n välille, jonka aikana yhtiön liikevoittomarginaali pysyy ennusteissamme noin 4,5 %:n tasolla. Terminaaliennusteissamme kasvu jää 2,0 prosentin tasolle ja liikevoittomarginaali on 4,0 %.

DCF-mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 58 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 9,3 %, riskiton korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,8 %, beta 1,0. Kamuxin osakkeen erittäin heikon likviditeetin takia olemme ottaneet keskimääräisen pääoman kustannuksen laskennassa huomioon myös likviditeettipreemion (1,5 %), jota ilman pääoman keskimääräinen kustannus olisi matalampi.

Osakkeella heikko likviditeetti

Yksi Kamuxin osakkeessa näkemämme huoli on sen erittäin vaisu likviditeetti. Listautumisen jälkeen yhtiön osaketta on vaihdettu pörssissä keskimäärin päivässä noin 13 000 kappaletta, mikä tarkoittaa noin 90 000 euron päivävaihtoa. Näin heikko likviditeetti haittaa osakkeen tehokasta hinnanmuodostusta ja tekee isojen osakemäärien myymisestä/ostamisesta hankalaa ilman, että kurssi reagoi näihin tapahtumiin voimakkaasti.

Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Kamuxin seurannan 8,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Suosituksemme perustuu Kamuxin strategian ja tulevien vuosien näkymien perusteella tehtyjen ennusteidemme avulla laskettuihin arvostuskertoimiin, verrokkiryhmäarvostukseen sekä kassavirtapohjaisen arvonmäärityksen.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,00	7,00	7,00
Markkina-arvo	280	280	280
Yritysarvo (EV)	283	279	275
P/E (oik.)	18,0	16,1	12,8
P/E	21,0	16,1	12,8
P/Kassavirta	9,9	28,6	24,7
P/B	4,5	3,8	3,1
P/S	0,6	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	13,4	11,4	8,9
EV/EBIT	14,1	11,9	9,5
Osinko/tulos (%)	39,0 %	39,0 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	3,0 %
Lähde: Inderes			

Kamuxin tavoite tilikaudelle 2019:

- Liikevaihto vähintään 700 MEUR
- Liikevoittomarginaali 4-5 %

Inderesin ennuste tilikaudelle 2019:

- Liikevaihto 652 MEUR
- Liikevoittomarginaali 4,5 %
→ P/E 12,8x

Jos 2019 liikevaihto on 700 MEUR

- Liikevoittomarginaali 4,0 %
→ P/E 13,4x
- Liikevoittomarginaali 5,0 %
→ P/E 10,6x

Verrokkiryhmän arvostus

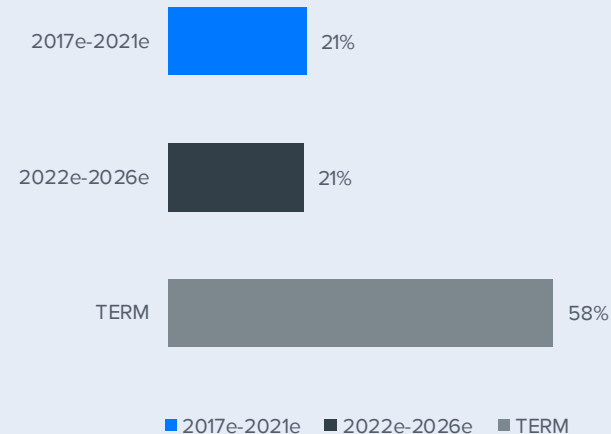
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Kamux (konsensus)	7,00	289	298	11,9	9,8	11,0	9,3	0,5	0,4	14,6	12,1	2,3	2,7	3,9
Bilia AB	77,55	815	989	10,2	9,9	6,0	5,9	0,4	0,4	10,5	10,2	6,0	6,2	2,7
Lookers PLC	97,00	440	510	5,3	5,0	4,1	3,9	0,1	0,1	7,0	6,7	3,9	4,0	1,0
Pendragon PLC	23,65	384	544	5,3	5,0	3,5	3,3	0,1	0,1	7,2	6,6	5,9	6,0	
Inchcape PLC	735,50	3482	3567	7,8	7,6	6,7	6,5	0,4	0,4	11,5	11,1	3,7	3,9	2,0
BCA Marketplace PLC	192,00	1762	2175	16,6	15,0	12,7	11,6	0,8	0,7	19,4	17,3	3,8	4,2	1,4
Asbury Automotive Group Inc	75,00	1266	2556	11,2	11,2	9,7	9,9	0,5	0,5	11,1	10,9			3,2
Group 1 Automotive Inc	80,40	1349	3535	12,6	12,4	11,2	11,0	0,4	0,4	10,0	9,8	1,2	1,2	1,4
Sonic Automotive Inc	22,40	781	2699	14,9	14,9	11,2	10,8	0,3	0,3	10,4	10,0	0,9	0,9	1,2
Carmax Inc	72,43	10546	21000	22,3	21,7	19,4	18,7	1,5	1,4	18,9	16,3			4,1
AutoNation Inc	61,15	4555	8070	12,5	12,1	10,5	10,1	0,5	0,5	14,2	13,4			2,2
Lithia Motors Inc	127,38	2544	4704	13,3	12,4	12,0	11,4	0,5	0,5	13,1	12,1	0,5	0,9	2,5
Penske Automotive Group Inc	54,34	3767	8474	16,8	15,7	14,4	12,8	0,5	0,5	11,6	11,0	2,3	2,2	2,2
AP Eagers Ltd	8,19	1021	1513	14,0	13,5	12,7	12,3	0,5	0,5	15,8	15,2	4,3	4,4	1,9
Kamux (Inderes)	7,00	280	279	11,9	9,4	11,4	9,0	0,5	0,4	16,1	12,8	2,4	3,0	3,8
Keskiarvo				12,5	11,9	10,4	9,8	0,5	0,5	12,5	11,6	3,2	3,3	2,3
Mediaani				12,6	12,2	11,1	10,5	0,5	0,5	11,5	11,0	3,7	3,9	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-23 %	2 %	-14 %	9 %	-7 %	39 %	17 %	-35 %	-23 %	74 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	15,7	17,8	23,4	29,1	35,5	37,2	40,6	43,8	46,9	44,6	45,5	
+ Kokonaispoistot	0,8	1,1	1,2	1,9	1,9	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	
- Maksetut verot	-0,3	-3,8	-5,2	-6,5	-8,0	-8,5	-9,2	-10,0	-10,7	-10,2	-10,4	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-16,6	-4,7	-7,3	-10,8	-10,0	-7,2	-7,8	-7,6	-7,2	-7,7	-2,3	
Operatiivinen kassavirta	-0,7	10,3	11,9	13,5	19,3	23,7	25,8	28,8	31,8	29,7	35,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,7	-2,7	-3,0	-3,2	-3,3	-3,6	-3,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,4	8,3	9,8	11,3	16,5	21,0	22,9	25,6	28,4	26,1	32,5	
+/- Muut	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,4	28,3	9,8	11,3	16,5	21,0	22,9	25,6	28,4	26,1	32,5	457,6
Diskontattu vapaa kassavirta		28,5	9,0	9,5	12,8	14,8	14,8	15,2	15,4	13,0	14,7	207,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		355,1	326,6	317,6	308,1	295,3	280,5	265,8	250,6	235,2	222,3	207,5
Velaton arvo DCF		355,1										
- Korolliset velat		-31,7										
+ Rahavarat		0,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		324,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,11										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Sijoitusnäkemyks ja riskit 1/3

Sijoitusnäkemyks

Suuret markkinat tarjoavat Kamuxille kasvumahdollisuuksia

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Näiden maiden yhteenlaskettu käytettyjen autojen kokonaismarkkina on noin 100 miljardia euroa, josta Suomen osuus on noin 5 miljardia euroa. Suuret ja hajanaiset markkinat tarjoavat Kamuxille kasvumahdollisuuksia.

Perinteiset myyntikanavat eivät vastaa kuluttajien tarpeisiin

Käytettyjen autojen kauppaa on perinteisesti käyty kuluttajien välisenä kauppana, suurten merkkiautoliikkeiden ”sivubisneksenä”, pienissä käytettyjen autojen liikkeissä tai huutokaupoissa. Mikään näistä kanavista ei ole keskittynyt ammattimaisesti pelkästään käytettyjen autojen myyntiin, jota on ohjattu tehokkaasti varaston kierron näkökulmasta ja mahdollisimman kilpailukykyisillä hinnoilla. Kamuxin toiminta muistuttaa sitä, miten halpalentoyhtiöt ovat viime vuosina ottaneet markkinaosuutta raskaan historiallisen kulurakenteen ja toimintamallin kanssa painivilta ”perinteisiltä” lentoyhtiöiltä tarjoamalla asiakkaalle uudella tavalla, kevyellä kustannusrakenteella ja isolla volyymillä turhista ylimääräisistä kuluista riisuttua yksinkertaista ja tehokasta palvelua.

Tulevien vuosien kasvu pohjautuu pääosin markkinaosuuksien voittamiseen

Käytettyjen autojen markkinat ovat hyvin stabiilit ja erittäin hajautuneet kaikilla markkinoilla, joilla Kamux toimii. Markkinoiden kasvunäkymät eivät ole erityisen houkuttelevat, joten Kamuxin

tulevien vuosien ennustamamme kasvu perustuu pääosin markkinaosuuksien voittamiseen vanhoilta perinteisiltä toimijoilta.

Suuruuden ekonomin hyödyntäminen

Mitä isommaksi Kamux kasvaa, sitä enemmän yhtiöllä on autoja valikoimissaan. Suurempi autovalikoima houkuttelee yhtiön liikkeisiin ja verkkosivuille enemmän potentiaalisia asiakkaita ja yhtiöstä tulee houkuttelevampi vaihtoehto käytetyn auton ostamiseen. Suurempi koko ja tunnettuus tarkoittaa myös parempaa neuvotteluvoimaa monissa hankinnoissa ja myös uusien työntekijöiden rekrytoinneissa. Yhtiö pystyy ostamaan huokeilla hinnoilla isoja määriä autoja esim. leasingyhtiöiltä tai toisilta autoliikkeiltä. Yhtiö saa myös suuremman myyntivolyymien kautta neuvoteltua parempia ehtoja kolmansien osapuolten integroitujen palveluihin, mitkä ovat erityisen tärkeitä yhtiön kannattavuuden näkökulmasta

Todistettu kannattavan kasvun malli - Suomessa

Kamux on onnistunut kasvamaan reilussa kymmenessä vuodessa käytettyjen autojen lukumäärällä mitattuna markkinajohtajaksi Suomessa. Markkina on edelleen erittäin hajanainen ja uskomme Kamuxin pystyvän nostamaan nykyistä 6,5 %:n markkinaosuuttaan vielä merkittävästi. Kamuxin toimintamalli on Suomessa todistettu ja yhtiö pystyy jatkuvasti avaamaan uusia liikkeitä ja kääntämään ne hyvinkin nopeasti kannattavaksi. Meidän vuoden 2020 liikevaihtoennuste Kamuxin Suomen segmentille on 547 MEUR, mikä tarkoittaa noin 13 %:n vuotuista kasvua ja 10 %:n markkinaosuutta Suomessa, jos oletetaan ettei kokonaismarkkina kasva.

Toimiiko kannattavan kasvun malli myös kotimarkkinoiden ulkopuolella?

Yksi suurista kysymyksistä Kamuxin tulevaisuuden kannalta on se, pystyykö yhtiö monistamaan Suomessa toimivaksi todistetun kannattavan kasvun mallin myös muihin maihin. Kamux avasti ensimmäisen autoliikkeen Ruotsiin joulukuussa 2012 ja yhtiö on nyt kymmenellä liikkeellä ja viisi vuotta myöhemmin pystynyt kääntymään toiminnan Ruotsissa plussalle kaksi neljännestä peräkkäin (Q2'17 ja Q3'17). Jos Ruotsi kääntyy kannattavaksi pidemmällä aikavälillä ja yhtiö onnistuu muutaman vuoden sisällä kääntämään myös Saksan toiminnot kannattavaksi, emme näe mitään syytä, miksei Kamux onnistuisi viemään konseptiaan myös muihin Euroopan maihin.

Osakkeen nykyarvostus vs. pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät

Kamuxin osakkeen nykyisessä arvostuksessa heijastuu markkinoiden arvio siitä, ettei yhtiö tule saavuttamaan vuoden 2019 tavoitteitaan. Vuoden 2019 ennustamallamme 652 MEUR:n liikevaihdolla ja 4,5 %:n liikevoittomarginaalilla olemme yhtiön omien tavoitteiden alapuolella ja Kamuxin P/E-luku on noin 13x. Mielestämme tämän tasoinen arvostus on yhtiön hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät ja tasaista kannattavuutta tekevä liiketoimintamalli huomioiden houkutteleva taso. Jos yhtiö pääsisi 700 MEUR:n liikevaihtoon ja 5 %:n liikevoittoon olisi P/E noin 10x, mikä olisi Kamuxin tapauksessa hyvin matala arvostus. Uskomme markkinoiden huolehtivan Ruotsin ja Saksan kannattavuusnäkökymistä, ja ennen niiden kestäväää tulostäännettä markkinat eivät uskalla hinnoitella osaketta kovin korkeilla kertoimilla.

Sijoitusnäkemys ja riskit 2/3

Riskit

Voimakas historiallinen kasvu ja kannattavuus eivät tule välttämättä jatkumaan

Kamuxin liikevaihto on kasvanut voimakkaasti yhtiön perustamisesta lähtien. Liikevaihdon kasvu ei tule arviomme mukaan jatkumaan yhtä vahvana, sillä yhtiön aiempaa suuremman koon vuoksi historiallista liikevaihdon kasvuvauhtia alkaa olla hyvin vaikea pitää yllä. Kamux on onnistunut toimimaan kannattavasti Suomessa, mutta erilaiset kilpailutilanteeseen vaikuttavat tekijät tai uusien markkina-alueiden pitkään jatkuva heikko tulos saattavat laskea Kamuxin kannattavuutta historialliselta tasolta.

Maantieteelliseen laajentumiseen liittyvät riskejä

Kamux on lähtenyt laajentamaan toimintaansa Ruotsiin ja Saksaan vuosina 2012 ja 2015. Yhtiö on tehnyt molemmissa maissa ensimmäiset vuodet tappiota ja vasta vuonna 2017 Ruotsi on kääntynyt tekemään voitollista tulosta kahtena kvartaalina peräkkäin. Saksassa Kamux tekee vielä tappiota. Kotimarkkinoiden ulkopuolella kilpailutilanne voi olla huomattavasti kovempaa, Kamuxilla voi olla vaikeuksia rekrytoida hyvää henkilöstöä tai solmia hyviä vuokrasopimuksia tai ehtoja kolmansien osapuolten integroitujen palvelujen osalta. Yhtiön myynti voi myös jäädä heikon tunnettuuden takia selvästi tavoitteista, jolloin liiketoiminnan kannattavuus voi jäädä heikolle tasolle.

Alalle tulemisen kynnys ja Kamuxin liiketoimintamallin kopioiminen

Käytettyjen autojen toimialalle ei ole käytännössä kovinkaan vaikea tulla kilpailemaan. Ainoa mitä siihen tarvitaan on

hieman alkupääomaa, jolla voi ostaa itselleen käytettyjä autoja ja sen jälkeen yrittää myydä niitä pienellä katteella eteenpäin vaikka omalla takapihalla. Aina yhden auton myynnin jälkeen ostat uuden ja pyrit pitämään varaston kierron korkealla. Kamuxin liiketoimintamalli on mielestämme helposti kopioitavissa ja tämä voi houkutella alalle paljon uusia samalla toiminta-ajatuksella toimivia kilpailijoita.

Autovarastoon kohdistuu arvonalentumisriski ja varastonkierron hidastuminen voi vaikuttaa kannattavuuteen

Kamuxin liiketoimintamallille nopea varastonkierto on erittäin tärkeää. Kamuxin vaihto-omaisuuden kiertoaika tilikaudella 2016 oli 43 päivää ja se hidastui hieman tilikaudesta 2015, jolloin se oli 39 päivää. Käytettyjen autojen nopea myyntitahti pienentää varastoon sitoutunutta rahamäärää ja se myös laskee riskiä varaston arvonalentumisesta. Autojen hinnat laskevat noin 1-2 % kuukaudessa, joten mitä pidemmäksi myyntiaika nousee, sitä pienemmäksi myymälän kate laskee. Erilaiset ulkoiset shokit mm. verotukseen liittyen, voivat nopeasti aiheuttaa Kamuxin varastoon arvonalentumisriskin, mikä heikentäisi yhtiön kannattavuutta.

Maineriski ja Kamuxiin liittyvät kohut

Käytettyjen autojen kaupassa onnistuminen riippuu osittain siitä, millainen kuva asiakkailta on kyseisestä automyyjästä ja kuinka hyvin asiakkaat luottavat sieltä saatavaan palveluun. Kamuxin hallitus sai yhtiön keväällä 2016 käynnissä olevan listautumisannin aikaan tiedon, että Kamuxin joillekin autolähetille oli maksettu palkkaa osaksi tai kokonaan polttoaineena.

Polttoaineen arvosta ei ollut suoritettu ennakonpidätyksiä eikä muita työnantajan sivukuluja. Näitä alettiin selvittää ulkopuolisen konsultin toimesta ja Kamuxin listautuminen peruutettiin kohun keskellä. Kamux päätyi maksamaan verottajalle jälkikäteen yhteensä ”vain” 45 tuhatta euroa, mutta tapahtumalla oli negatiivinen vaikutus Kamuxin julkisuuskuvaan.

Ulkopuolisten palveluntarjoajien tuotteisiin ja sopimusehtoihin liittyvät riski

Kamux myy autojen myynnin yhteydessä kolmansien osapuolten tarjoamia rahoitus- ja vakuutuspalveluita, joilla on merkittävä positiivinen vaikutus Kamuxin tulokseen. Yhtiö myy myös asiakkaille Kamux Plussan yhteydessä korjauspalveluja, jotka Kamux ostaa ulkopuoliselta toimijalta. Kamuxin tuloksenteko on vahvasti kiinni näiden kolmansien osapuolten tuotteissa ja palveluissa. Kamuxin kannalta ehtojen heikentyminen näissä sovituissa palveluissa voisi vaikuttaa negatiivisesti sen tulokseen.

Liikearvon arvonalentumistappion riski

Kamuxin taseessa on merkittävä määrä liikearvoa (13,6 MEUR), joka on muodostunut vuonna 2011 tehdyistä Interan ja Kamuxin välisistä omistusjärjestelyistä. Liikearvo on kohdistettu kokonaisuudessaan Suomen toimintasegmentille, jonka kasvunäkymät ovat vakaat ja tuloskunto hyvä. Pidämme arvonalentumisriskiä hyvin pienenä, mutta liiketoimintanäkymien mahdollisesti nopeasti heikentyessä kuitenkin mahdollisena. Kamuxin vahvan taseen hyvä puoli on se, että vaikka koko liikearvo jouduttaisiin alaskirjaamaan, jäisi Kamuxin tase silti tyydyttävälle tasolle.

Sijoitusnäkemys ja riskit 3/3

Riskit

Autoverolainsäädäntöön tehtävän muutokset

Muutokset autojen verotukseen liittyen tai tieto sellaisen lainsäädännön valmistelusta saattaa vaikuttaa uusien ja käytettyjen autojen kaupan lyhyellä aikavälillä. Esim. Liikenne- ja viestintäministeriön tammikuussa 2017 julkistama tieliikenneselvitys aiheutti Kamuxin johdon mukaan haitallisen vaikutuksen yhtiön myyntiin ja kannattavuuteen Q1'17 aikana.

Erilaiset digitaaliset ja jakamistalouteen liittyvät palvelut voivat vaikuttaa haitallisesti Kamuxiin tai koko käytettyjen autojen markkinaan:

Teknologian ja digitaalisten sovellusten kehittyminen on tehnyt yksityisomisteisten tavaroiden ja palvelujen jakamisesta entistä tehokkaampaa ja hallittavampaa. Jakamistalouden trendi vaikuttaa auto- ja kuljetusalaan luomalla eri toimijoille uusia mahdollisuuksia, kuten kuljetusten tarjoaminen omalla autolla, oman auton vuokraaminen, yhteisautojen hankinta ja kuljetusten jakaminen. Vaikka käytettyjen autojen kauppa on hyvin perinteinen ja ollut historiallisesti vakaa ala, ovat vanhat rakenteet autokaupassakin murtumassa, minkä myös Kamux on pystynyt näyttämään ottamalla kymmenessä vuodessa markkinajohtajan aseman Suomessa hyvin stabiilina pysyneellä toimialalla.

Suurimmat alaa tulevaisuudessa mullistavat tekijät voivat hyvinkin tulla jostain muualta kuin toimialan nykyisiltä kilpailijoilta (esim. digitaaliset palvelut ja erilaiset autokauppaan tai autojen käyttöön liittyvät uudet alustat), jotka voivat

vaikuttaa haitallisesti Kamuxiin tai koko käytettyjen autojen markkinaan.

Häiriöt Kamuxin IT-järjestelmissä

Kamuxin IT-järjestelmät ovat sille tärkeitä, sillä ne kattavat kaikki liiketoiminnan keskeiset alueet, kuten autoliikkeiden IT-järjestelmät, varaston seurannan, logistiikan, henkilöstöresurssien, talouden ja muut hallinnolliset järjestelmät. IT-järjestelmissä tapahtuvat häiriöt voisivat heikentää Kamuxin liiketoimintaa.

Keskittynyt omistajarakenne ja osakkeen heikko likviditeetti

Kamuxin omistajarakenne on hyvin keskittynyt. Kamuxin kymmenellä suurimmalla omistajalla oli hallussa 31.12.2017 noin 70 % yhtiön kaikista osakkeista. Osakkeiden keskittyminen pienelle joukolle vaikuttaa negatiivisesti osakkeen likviditeettiin ja Kamuxin osakkeella onkin käyty pörssitaipaleen aikana erittäin vähän kauppaa. Yhtiön osaketta on vaihdettu pörssitaipaleen aikana keskimäärin noin 90 000 eurolla per päivä. Tämä hankaloittaa osakkeen tehokasta hinnanmuodostusta ja pitää monet sijoittajat osakkeesta loitolla sen takia, ettei yhtiön osaketta pysty ostamaan/myymään isoilla summilla pörssistä ilman, että se vaikuttaisi merkittävästi vallitsevaan kurssitasoon.

Kamuxin osakkeiden luovutusrajoitusten (lock-up) päättymisen voi aiheuttaa osakkeelle myyntipainetta

Kamux ja yhtiön suurin omistaja, Intera Partners, sopivat Kamuxin listautumisen yhteydessä osakkeiden luovutusrajoituksesta (lock-up), joka

päätyy 180 päivän kuluessa Kamuxin listautumisesta. Kamux listautui pörssiin toukokuussa 2017, joten nämä luovutusrajoitukset ovat juuri vuodenvaihteessa 2017-2018 päättyneet.

Yhtiön hallitus ja johtoryhmä ovat myös sopineet osakkeiden luovutusrajoituksesta, joka päättyy 360 päivän kuluttua listautumisesta eli toukokuussa 2018. Myös henkilöstöäntiin osallistumisen edellytyksenä oli vastaavaan 360 päivän luovutusrajoitukseen sitoutuminen.

Luovutusrajoitusten piirissä on yli 60 % Kamuxin osakkeista, mikä osaltaan selittää osakkeen heikon likviditeetin. Rajoitusten päättymisen voi aiheuttaa osakkeelle myyntipainetta, jos syystä tai toisesta joku näistä luovutusrajoituksen piirissä olleista tahoista tahtoo pikaisesti päästä osakkeistaan eroon.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajailaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.12.2018	Lisää	8,00 €	7,00 €

Kamuxin suurimmat omistajat 31.12.2017

Intera Fund II Ky	28,44 %
Kalliokoski Juha Antero	13,64 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	6,73 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	3,36 %
Kalliola Jyri	3,31 %
Mäkinen Jussi Antero	3,31 %
Kamux Oyj	3,20 %
Fondita Nordic Micro Cap	2,97 %
Sijoitusrahasto Aktia Capital	2,78 %
OP-Suomi Arvo -sijoitusrahasto	2,73 %
10 suurinta yhteensä	70,47 %



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**