

Wetteri

Seurannan aloitus

16.12.2022 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Monimerkkiautotalo innokkaalla kaasujalalla

Aloitamme Wetterin seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Wetterillä on nähdäksemme hyvät edellytykset kasvaa laajentamalla toimipisteverkostoaan maantieteellisesti hyödyntämällä suurta merkkiedustussalkkuaan. Ennustamme yhtiölle lähivuosina vahvaa tuloskasvua, mutta se ei silmissämme riitä kompensoimaan erittäin korkean arvostuksen aiheuttamaa osakeriskiä. Mielestämme Simula Investin tuleva 0,82 euron ostotarjous entisistä Sopranon osakkeista on houkutteleva ja tarjoukseen kannattaa tarttua.

Laaja merkkiedustus ja jälkimarkkinapalvelut kattavat jälkimarkkinapalvelut rajaavat riskiprofilia

Wetteri on täyden palvelun autotalo, jonka liiketoiminta jakautuu neljään eri segmenttiin: Henkilöautomyynti, Raskas kalusto, Huoltopalvelut ja Muut liiketoiminnot. Yhtiön liikevaihto painottuu uusia ja vaihtoautoja myyvään Henkilöautomyynti-segmenttiin, mutta suurin osa yhtiön tuloksesta syntyy huollon ja varaosamyynnin kaltaisia jälkimarkkinapalveluita tarjoavassa Huoltopalvelu-segmentissä. Myös raskaan kaluston myyntiä, huoltoa ja varaosia tarjoava Raskas kalusto -segmentti on keskeisessä roolissa tuloksenteon kannalta. Käänteisen yritysjärjestelyn kautta konserniin päätyneet koulutusliiketoimintaan keskittyvä Soprano raportoidaan osana Wetterin Muut liiketoiminnot -segmenttiä, johon kuuluu myös yhtiön omistaman huoltoaseman myynti. Wetterillä on yhteensä 25 toimipistettä ja sen markkinaosuus on erityisen vahva Pohjois-Suomessa, jossa markkinaosuus on noin 38 % uusien autojen rekisteröinnissä mitattuna. Wetterin myynti- ja huoltoedustuksiin kuuluu yhteensä 13 automerkkiä, minkä lisäksi sillä on huoltoedustus yhdeksän muun automerkin kanssa. Laaja brändiedustus rajoittaa yhtiön riippuvuutta yksittäisestä autovalmistajasta ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta. Mielestämme Soprano istuu huonosti osana uutta Wetteriä ja pidämme yhtiön divestointia todennäköisenä sijoitustarinan selkeyttämiseksi, mutta heikon tuloskunnan vuoksi emme odota erityisen suurta korvausta yhtiöstä.

Ennusteissamme yhtiö jatkaa vahvaa kasvua ja markkinaosuuden voittamista

Wetterin tavoitteena on kasvaa Suomen suurimmaksi täyden palvelun monimerkkiautotaloksi ja toimialan kannattavimmaksi yhtiöksi vuoteen 2025 mennessä. Kasvun tavoittelu vaikuttaa mielestämme järkevältä autovalmistajien keskittäessä jakelukanaviaan ja odotamme kyseisen trendin vauhdittavan toimialan konsolidoitumista ja tukevan suurimpia toimijoita. Wetteri on historiallisesti kasvanut noin 5 %:n vuosivauhtia ja odotamme kasvun jatkuvan yhtiön levittäessä toimipisteverkostoaan etelään päin. Ennusteissamme Wetterin liikevaihto kasvaa vuosina 2023-2025 keskimäärin 10 %, kun taas liikevoittomarginaalin elpyy 2025 ennusteissamme 2,1%:iin. Kasvava liikevaihto yhdessä paranevan suhteellisen kannattavuuden kanssa johtaa ennusteissamme keskimäärin 33 %:n osakekohtaiseen tuloskasvuun.

Arvostus on kireä, mikä johtuu arviomme mukaan ostotarjouksen aiheuttamasta erikoistilanteesta

Vuosien 2022 ja 2023 ennusteillamme Wetterin P/E-luku on 49x ja 32x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 13x ja 11x. Tulospohjaisesti osake vaikuttaa mielestämme erittäin kalliilta, kun markkina on historiallisesti hinnoitellut autotaloja alennuksella laajempaan osakemarkkinaan verrattuna. Wetterin tulospohjainen arvostus on lähivuosien ennusteillamme merkittävästi verrokkeja korkeampi, mutta nykyisten näyttöjen valossa näemme premiohinnoittelussa varaa kaventua. Ennustamastamme vahvasta tuloskasvusta ja osinkotuotosta huolimatta yhtiön tuotto-odotus jää silmissämme heikoksi arvostuskertoimien laskuvaran vuoksi. Näkemystämme ylihinnoittelusta tukee myös DCF-mallimme, joka indikoi 0,47 euron osakekohtaista arvoa.

Suositus

Myy

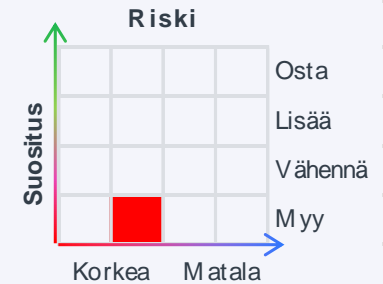
(aik.)

0,45 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

0,79



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	320,0	316,6	370,0	402,4
kasvu-%	13 %	-1 %	17 %	9 %
EBIT oik.	6,6	5,1	7,0	8,0
EBIT-% oik.	2,1 %	1,6 %	1,9 %	2,0 %
Nettotulos	4,6	2,0	3,3	4,4
EPS (oik.)	0,03	0,02	0,02	0,03

P/E (oik.)	0,0	48,7	31,9	24,0
P/B	0,0	3,6	3,3	3,0
Osinkotuotto-%		0,9 %	1,0 %	1,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,6	37,3	27,3	23,2
EV/EBITDA	4,3	12,6	11,0	10,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,6	0,5	0,5

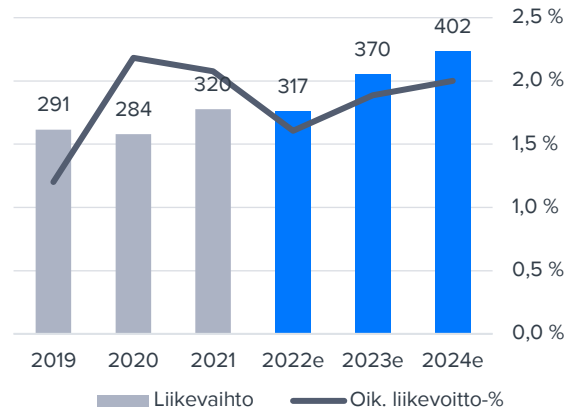
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

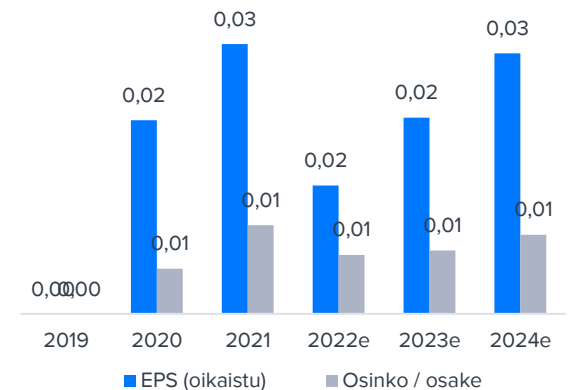
Liikevaihdon arvioidaan pysyvän vuoden 2021 tasolla ja tuloksen jäävän jonkin verran vertailukaudesta.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,79	0,79	0,79
Osakemäärä, milj. kpl	134,6	134,6	134,6
Markkina-arvo	106	106	106
Yritysarvo (EV)	190	190	187
P/E (oik.)	48,7	31,9	24,0
P/E	53,0	31,9	24,0
P/Kassavirta	29,7	41,0	15,8
P/B	3,6	3,3	3,0
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	12,6	11,0	10,2
EV/EBIT (oik.)	37,3	27,3	23,2
Osinko/tulos (%)	50,1%	32,3%	30,4%
Osinkotuotto-%	0,9%	1,0%	1,3%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13
Strategia	s. 14
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 15-18
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 19-22
Ennusteet	s. 23-27
Arvonmääritys ja suositus	s. 28-33
Vastuuvapauslauseke	s. 34

Wetteri lyhyesti

Wetteri on Suomessa toimiva monimerkkiautotalo, jolla on Suomen suurin valikoima henkilöautoedustuksia. Konserniin kuuluva Soprano harjoittaa koulutusliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa.

1960

Perustamisvuosi

2022

Listautuminen Helsingin pörssin päälistalle

25

Toimipistettä

317 MEUR (-1 % vs. 2021)⁽¹⁾

Liikevaihto 2022e

5,1 MEUR (1,6 % lv:sta)⁽¹⁾

Oik. liikevoitto 2022e

~10 000

Myytyä ajoneuvoa vuodessa

~700 (~610)

Uuden konsernin ja vanhan Wetterin henkilöstömäärä

2000-2010

Wetteri Power perustetaan (2000)

Wetteri Auto perustetaan harjoittamaan henkilöautoliiketoimintaa (2003)

Wetteri Auton nimenmuutos Wetteriksi (2007)

Aarne Simula nimitetään Wetteri Oy:n toimitusjohtajaksi (2008)

2011-2020

Autotalo Mobila siirtyy osaksi Wetteriä (2015)

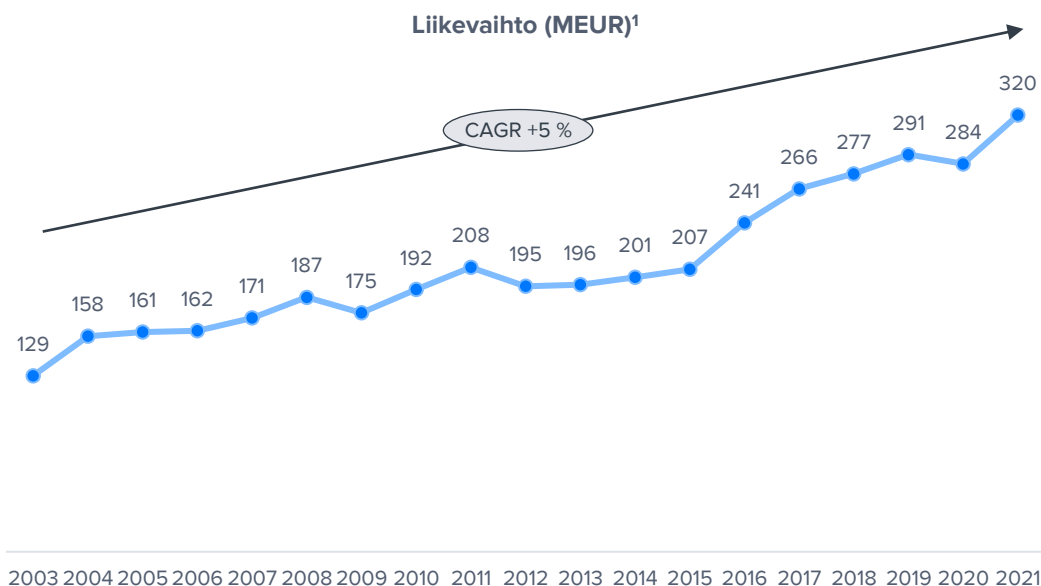
Veho Autotalot myydään Wetterille Oulussa (2017)

Wetteri hankkii Niemelän Auton liiketoiminnan Kemissä ja Rovaniemellä (2018)

2021-

Aarne Simulan ja Markku Kankaalan Themis Holding ostaa Wetterin (2022)

Wetteri listautuu Helsingin pörssiin Soprano-yrityskaupan kautta (2022)



1) Ei sisällä Soprano lukuja. 2020-2022 IFRS, muuten FAS.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Autobrändien johtava yhteistyökumppani

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

Henkilöautojen myynti tuo 66 % Wetterin liikevaihdosta

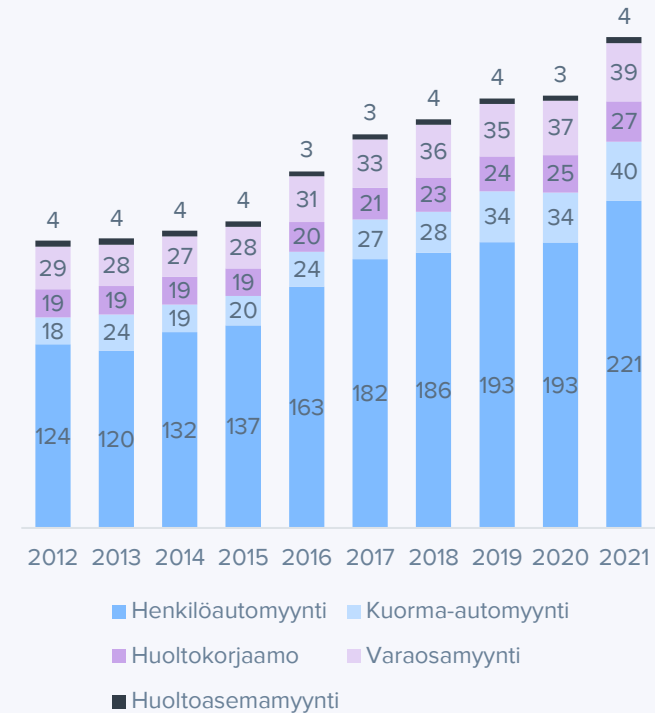
Henkilöautomyynti-segmentti myy henkilöautoja sekä Wetteri- että Mobila -brändien alla. Wetteri myy sekä uusia että vaihtoautoja, kun taas Mobila keskittyy käytettyjen autojen myyntiin. Yhtiön mukaan 60 % sen myymistä autoista on vaihtoautoja ja 40 % uusia autoja, joskin uusien autojen myynnissä on huomattavia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

Wetteri edustaa yhteensä 13 eri henkilöautomerkkiä ja Suomen kymmenestä myydyimmästä automerkistä yhtiö myy kuutta. Olemme tiivistäneet Wetterin merkkiedustukset sivulla 10. Laaja merkkiedustus vähentää Wetterin riippuvuutta yksittäisistä merkkivalmistajista, mikä on erityisen arvokasta, kun valmistajat kipuilevat vaihtelevissa määrin tuotannon pullonkaulojen kanssa, mutta se laajentaa myös yhtiön tuotetarjoomaa. Laajasta merkkivalikoimasta huolimatta Wetteri ei toimi yhdenkään autobrandin maahantuojana. Arviomme mukaan tämä on strateginen valinta brändien välisten intressiristiriitojen välttämiseksi.

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

Uusien autojen myynnissä Wetteri on Pohjois-Suomen markkinajohtaja ja omaa paikkakunnasta riippuen noin 30-50 %:n markkinaosuuden myytyjen autojen kappalemäärässä mitattuna. Näemme yhtiöllä vielä runsaasti varaa laajentaa myymäläverkostoaan etenkin etelään päin. Kuvaaja Wetterin toimipisteverkostosta löytyy sivulla 20. Myymäläverkoston laajentamisen ohella näemme Wetterillä myös edellytykset kasvaa laajentamallaan nykyisten merkkiedustusten huoltoa ja jakelua, mutta myös solmimalla uusia merkkiedustuksia. Vuonna 2021 henkilöautomyynti toi 66 % vanhan Wetterin liikevaihdosta, mutta vain 15 % konsernin liikevoitosta.

Toimintakohtainen liikevaihto (MEUR)⁽¹⁾⁽²⁾



1) Wetterin FAS-luvut ja vanha konsernirakenne. 2) Ei sisällä Sopranoa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Vähäisempi kilpailu tukee kannattavuutta Powerissa

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

Vuonna 2021 Raskas kalusto -segmentti toi 20 % vanhan Wetterin liikevaihdosta ja 27 % liikevoitosta. Arviomme mukaan huolto- ja varaosamyynti tuo noin 40 % segmentin liikevaihdosta ja painottuu kuorma-autoihin. Raskaan kaluston käyttöasteet ovat tyypillisesti huomattavasti henkilöautoja korkeammat, mikä lyhentää niiden huoltosykliä. Asiakkaiden kannalta raskaan kaluston toimivuus on kriittistä. Siksi Wetteri Power palvelee asiakkaitaan ajallisesti joustavasti ja on kehittänyt matemaattisia malleja huoltotarpeiden ennustamiseksi, jotta huollon aiheuttamat liiketoiminnalliset häiriöt saadaan asiakkaan kannalta minimoitua. Arviomme mukaan asiakkaiden yksilölliset tarpeet ja toisaalta markkinan rajallinen koko rajoittavat raskaan kaluston houkuttelevuutta uusien tulokkaiden näkökulmasta.

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

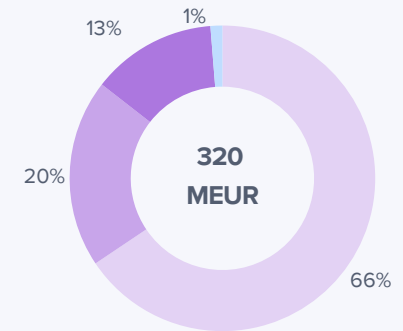
ole siinä liiketoiminnassa yhtä kireää. Raskaan kaluston myynnin yhteydessä Wetteri myy usein käsityksemme mukaan suurimmalle osalle asiakkaistaan kaluston huoltosopimuksen, joka on tyypillisesti noin 5 vuoden mittainen. Huoltosopimukset ovat kaluston myyntikatteita arvokkaampia ja yksittäinen sopimus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

Huoltotoiminnot on kannattavaa ja liiketoiminnan luonne paikallista

Wetterin huoltotoiminnot vastaa autojen huollosta, varaosien myynnistä, vauriokorjauksesta ja maalauksesta. Strategisesti Wetteri pyrkii tarjoamaan asiakkailleen mahdollisimman laaja-alaisesti jälkimarkkinapalveluita maksimoidakseen potentiaalisen ajoneuvo kohtaisen arvon. Yhtiö huollattaa kaikkia jakelemiaan henkilöautomerkkejä, minkä lisäksi sillä on 10 muuta merkkihuoltoedustusta (yhteensä 23 huoltomerkkiedustusta).

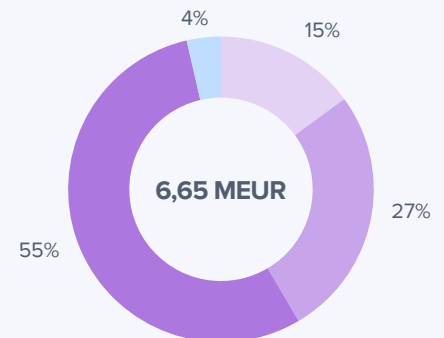
Toimipisteverkoston ja huoltomerkkiedustusten laajentaminen ovat nähdäksemme Wetterin ensisijaiset keinot kasvattaa huoltopalveluliiketoimintaansa. Huoltoliiketoiminnassa kilpailu on paikallista, koska asiakkailta on tapana valita huoltoyhtiö läheltä. Asiakkailta on lisäksi tapana arvioida huoltoliiketoiminnan saatavuutta uutta autoa ostaessa, mikä luo selvät synergiat uusien autojen myynnin ja huoltoliiketoiminnan välille.

Wetterin liikevaihto segmentteittäin⁽¹⁾⁽²⁾



■ Henkilöautomyynti ■ Raskas kalusto
■ Huoltopalvelumyynti ■ Kohdistamattomat erät

Wetterin liikevoitto liiketoiminnoittain⁽¹⁾⁽²⁾



■ Henkilöautomyynti ■ Raskas kalusto
■ Huoltopalvelumyynti ■ Kohdistamattomat erät

1) Wetterin 2021 IFRS-luvut. Ei sisällä Sopranoa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Vuonna 2021 huoltopalvelumyynti-segmentin liikevaihto oli 42 MEUR eli 13 % vanhan Wetterin liikevaihdosta. Henkilöautomyynti tuo suurimman osan Wetterin liikevaihdosta, mutta yhtiön tulos painottuu hyväkatteisiin huoltopalveluihin ja varaosamyyntiin, joiden kysyntä on lisäksi suhdannekestävää. Suurin osa segmentin varaosamyynnistä tapahtuu huollon yhteydessä (Inderesin arvio 80-90 %), mikä luo selvät synergiat liiketoimintojen välille. Vuonna 2021 huoltotoimintojen liikevoitto oli 3,6 MEUR (8,6 % EBIT-marginaali), mikä oli 55 % vanhan Wetterin liikevoitosta. Huoltopalvelutoiminnot sitoo liikevaihtovolyymiinsa nähden paljon henkilöstöresursseja ja yli 70 % vanhan Wetterin henkilöstöstä työskenteli viime vuonna jälkimarkkinatoiminnassa.

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

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

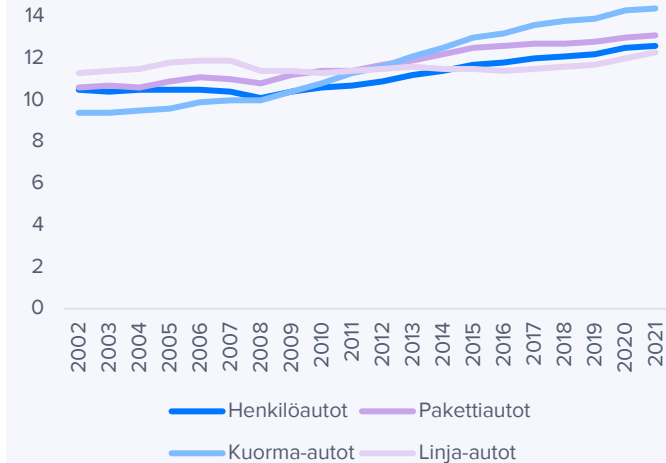
Huoltotoiminnoissa Wetteri pyrkii digitalisoimaan huoltoa ja on kehittänyt huoltotoimintoa

kontaktittomaan suuntaan. Lisäksi yhtiö on kehittänyt suoramekaanikkotoimintaa, jossa mekaanikko toimii asiakkaan kanssa suoraan ilman työnjohdon panosta. Suoramekaanikkotoiminta on Wetterille kustannussäästö ja yhtiö odottaa suoramekaanikkotoiminnan yleistyvän laajemmin toimialalla.

Muut liiketoiminta-alueet

Uuden Wetterin Muut-liiketoiminta-alueet kattaa Sopranon opetusliiketoiminnan ja Wetterin huoltoasemamyynnin. Wetterin 2021 pro forma -liikevaihto (sis. Soprano) olisi ollut 331 MEUR, josta 4 MEUR koostuu vanhan Wetterin ydinliiketoimintojen ulkopuolisesta liikevaihdosta ja 11 MEUR liittyy Sopranoon. Wetteri omistaa yhden huoltoaseman Kuusamossa Rukan lähellä, jonka kerryttämä liikevaihto raportoitiin ennen erikseen huoltoasemamyynninä, mutta nykyään muiden liiketoiminta-alueiden alla. Huoltoasemamyynti on tuonut viime vuosina noin 3-4 MEUR liikevaihtoa, mikä on pientä konsernin mittakaavassa ja sen kateprofiili on arviomme mukaan melko ohut liiketoiminnan luonteesta johtuen (elintarvikkeiden ja polttoaineen myynti). Näemme kasvunäkymän vaisuna huoltoasemamyynnissä emmekä odota Wetterin laajentavan muihin huoltoasemiin liiketoiminnan olemattoman roolin vuoksi yhtiön strategiassa. Yhtiö on aiemmin omistanut useitakin huoltoasemia, mutta käsittääksemme mukaan luopunut niiden omistuksesta niiden rajallisen strategisen roolin vuoksi. Käsittelemme mukaan Kuusamon huoltoaseman liiketoiminta on kuitenkin tasaisen kannattavaa, eikä yhtiöllä ole intressejä tehdä siihen muutoksia niin kauan kuin se generoi konsernille tasaista rahavirtaa.

Suomen autokannan ikäkehitys



Uuden Wetterin 2021 pro forma -liikevaihdon jakauma⁽¹⁾



1) Liikevaihto laskettu pro formaan ikään kuin Soprano olisi vuonna 2021 ollut osana Wetteriä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Soprano

Koulutukseen erikoistunut kehitysytio

Soprano on Pohjoismaiden johtavia koulutuskehitysytioita. Yhtiö koostuu pääosin työelämän koulutus- ja valmennuspalveluihin keskittyneestä kahdesta operatiivisesta kehitysytioistään sekä konsernin kehitysosa-alueesta (mm. koulutusvienti). Soprano päätyi osaksi Wetteri-konsernia käänteisen yritysoston kautta, jonka myötä Wetteri listautuu Helsingin pörssiin.

Sopranon päämarkkina-alueet ovat Suomi (> 70 % liikevaihdosta) ja Ruotsi (~ 20 %). Molempien maiden taloussuhdanteet vaikuttavat yhtiön kysyntään, sillä ala on herkkä suhdannevaihteluille. Taloussuhdanteiden heikentyminen yhdessä koronan aiheuttamien haasteiden kanssa on ollut yhtiölle huono yhdistelmä, mikä on heikentänyt tulosta ja liikevaihtoa. Lähivuosien tavoitteena Sopranolla on ollut lisätä koulutusvientiä konsernin kehitysytion (MIF Academy) kautta. Tämä vähentäisi yhtiön riippuvuutta Suomen ja Ruotsin suhdannekehityksestä. Hankkeiden toteutumisessa on kuitenkin ollut haasteita. Suhdanteet ovat heikentyneet etenkin kehittyvissä maissa, mikä on hidastanut koulutusvientihankkeiden myyntiä.

Sopranon liiketoiminta jakautuu tällä hetkellä kahteen varsinaiseen operatiiviseen liiketoimintasegmenttiin (IT Group ja MIF). Sen lisäksi raportoidaan yhteiset erät -segmentti, johon kuuluvat emoyhtiön lisäksi sekä konsernin vientihanke MIF Academy.

Sopranon kokonaan omistama **Informer Tieturi Group** (jäljempänä IT Group) on yksi

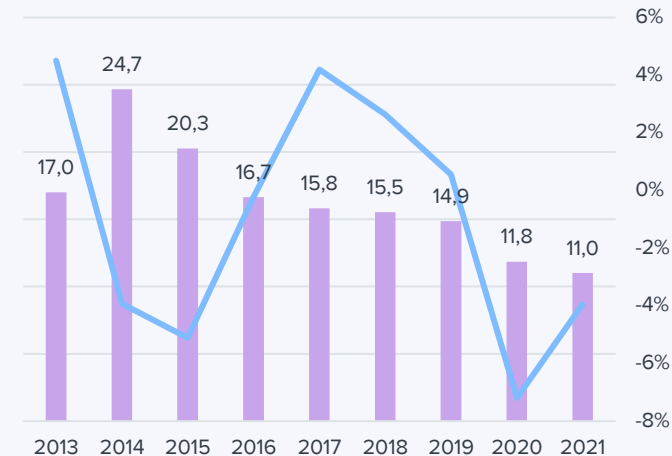
Pohjoismaiden johtavia erityisesti ICT-alaan keskittyviä koulutusyrityksiä ja tärkeä palanen Sopranon liiketoiminnassa. Yhtiön liikevaihto vuonna 2021 oli 6,6 MEUR ja liikevoitto 0,15 MEUR (EBIT-%: 2,3 %). Yhtiö toimii Ruotsissa Informatorin voimin ja Suomessa Tieturin voimin. IT Groupin asiakkaat ovat julkisia organisaatioita ja Pohjoismaissa toimivia suuryrityksiä, joiden henkilökuntaa yhtiö kouluttaa.

Sopranon toinen kokonaan omistama tytäryhtiö **Management Institute of Finland (MIF)** on Suomen johtavia työelämän kouluttajia erikoistuen johtamis-, esimies- ja viestintäkoulutukseen sekä tutkintoihin. MIF:n tarjontaan kuuluu useita businesskouluja: Johtamistaidon Opisto JTO, Infor, Fintra, MIF Financial ja MIF Tutkinnot. MIF:n liikevaihto vuonna 2021 oli 4,2 MEUR ja liikevoitto oli noin -0,3 MEUR.

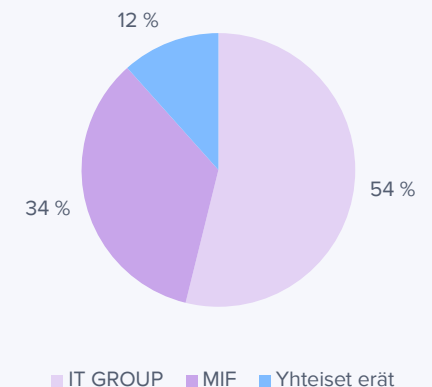
Emoyhtiö Sopranon hallintopalveluiden kanssa yhteisissä erissä raportoitui tärkeimpänä konsernin vientihanke MIF Academy. Segmentin liikevaihto oli vuonna 2021 noin 1,4 MEUR ja liiketappio noin 0,6 MEUR. Liikevaihto muodostuu yhtiön koulutusvienti-hankkeesta ja hallintoon liittyvistä toimista muille konsernin yhtiöille. Liikevaihto on laskenut koulutusvientihankkeiden haasteiden vuoksi.

Mielestämme Sopranon operatiivinen istuvuus osana Wetteri-konsernia on heikko ja näemme yhtiön divestoinnin loogisena lopputulemana sopivan ostajan löytyessä. Näkemystä tukee mielestämme yhtiöiden toisistaan erilliset strategiat ja Sopranon kehityksen epätarkka raportointi osana Wetterin Muut liiketoiminnot -segmenttiä. Sopranoon voi tutustua tarkemmin yhtiötä käsittelevässä laajassa [raportissamme](#).

Liikevaihto (MEUR) on ollut laskevaa ja liikevoitto vaihtelevaa



Sopranon liikevaihto 2021*



Wetterin merkkiedustukset

Henkilöautojen
jälleenmyynti,
huolto ja
varaosamyynti



HONDA



HYUNDAI

polestar⁺



ŠKODA



RENAULT



smart



OPEL

DACIA

Huolto ja
varaosamyynti



CHRYSLER



JAGUAR

Jeep



RANGE
ROVER



SUBARU

KIA



MINI

Raskaan kaluston
myynti, huolto ja
varaosamyynti



RENAULT

Raskaan kaluston
huolto ja
varaosamyynti

DOOSAN



bobcat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Rahoitus ja vakuutustuotteiden myynti on erittäin kannattavaa

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

Autovalmistajien pyrkimys hallita arvoketjua muovaa jakelukanavia

Wetterin näkemyksen mukaan autokaupan jakeluverkon toimintamalli on muuttumassa autonvalmistajien kasvattaessa asemaansa jakeluverkossa, mikä laskee erillisten maahantuojien merkitystä. Yhtiön arvion mukaan autokaupassa toimipisteiden määrä tulee kokonaisuudessaan vähenemään ja jakeluteiden sekä jakelumallien muutosten myötä

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

Toistaiseksi Wetterillä on ainoastaan Polestarin kanssa agenttityyppinen palvelusopimus, eikä kyseisestä palvelusta syntynyt liikevaihto ollut viime vuonna konsernin mittakaavassa olennaista yhtiön mukaan. Yhtiö ennakoi erilaisten agenttimallien yleistyvän keskipitkällä aikavälillä. Kehityksen odotetaan kuitenkin tapahtuvan ensin muilla maantieteellisillä markkinoilla ja vasta myöhemmin Suomessa. Muutokset jakelumalleissa suosivat arviomme mukaan suurempia ja vahvempia autokauppiaita, minkä seurauksena vahvan kasvun tavoittelu on

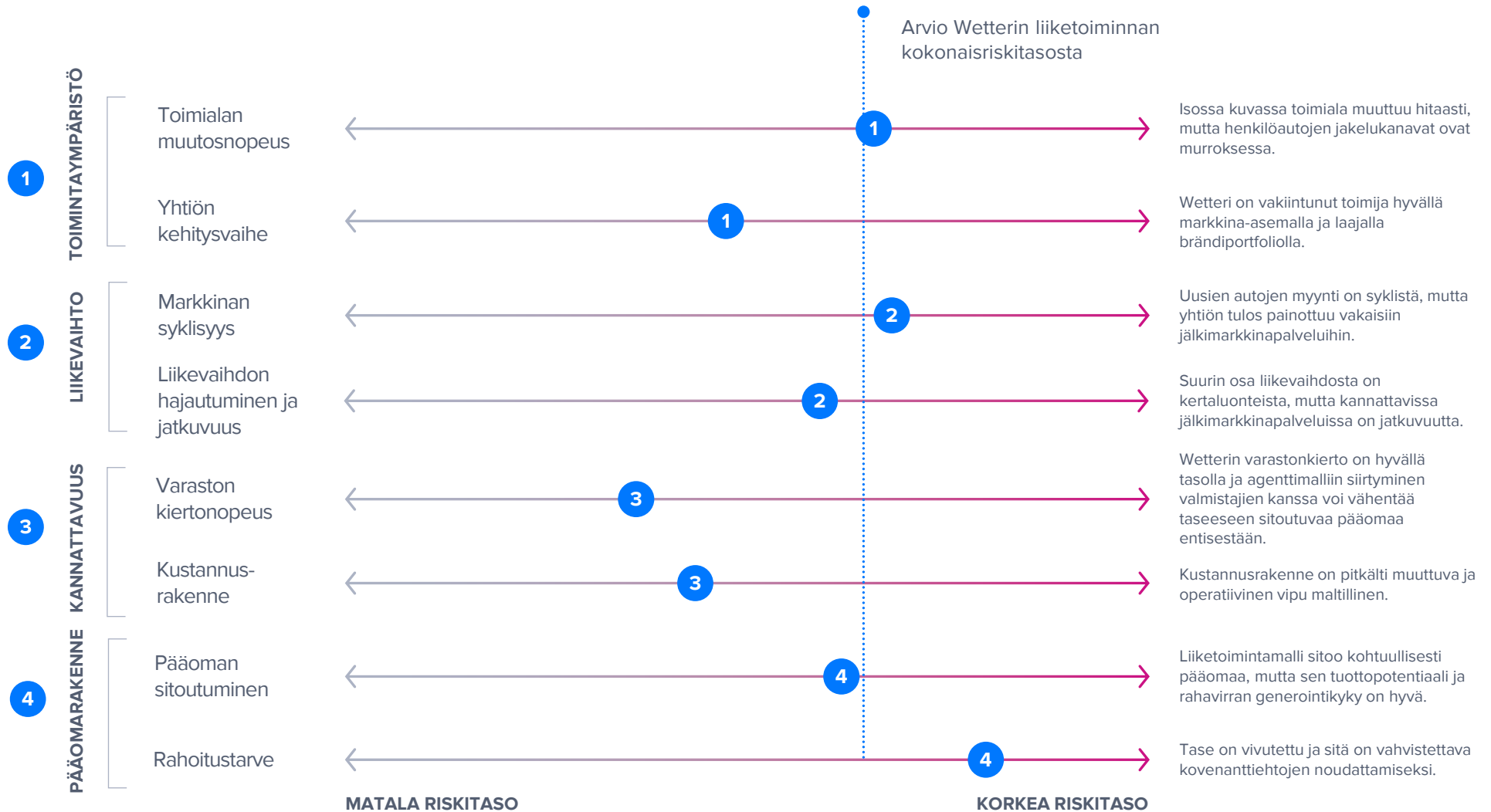
mielestämme perusteltua.

Autokaupan brändit kootaan yhdeksi

Konsernin autokaupan brändeihin kuuluu Wetterin lisäksi raskaan kaluston liiketoimintaan keskittyvä Wetteri Power ja vaihtoautoihin erikoistunut Autotalo Mobila. Listautumisesitteen mukaan Wetterin brändi tukeutuu tulevaisuudessa vahvemmin Wetteri-brändin varaan. Uusi laajempi Wetteri-brändi kokoaa yhdeksi kokonaisuudeksi kaikki konsernin autokaupan brändit. Siirtymällä yhden brändin strategiaan yhtiö pyrkii hyödyntämään Wetteri-brändin yhtenäisyyttä ja lisäämään brändin tunnettuutta. Arviomme mukaan näkyvin muutos on Autotalo Mobilan liikkeiden brändääminen Wetteriksi. Käsityksemme mukaan puhtaasti vaihtoautoihin keskittyviä myymälöitä on tarkoitus jatkaa Wetteri -brändin alla. Vaihtoautoliiketoiminnan siirtäminen Mobilalta Wetterille mahdollistaa lisäksi valikoiman laajentamisen Wetterin merkkiedustusten vuoksi.

Selkeä hyöty brändien yhdistämisestä syntyy nähdäksemme markkinointipanostusten yhtenäistämisestä ja sen mahdollistamista kulusäästöistä. Mobilan pienen skaalan vuoksi (5 myymälää) sen brändi ei ole yhtä vahva kuin Wetterillä ja brändin laajentaminen valtakunnalliseksi olisi arviomme mukaan ollut kallis hanke. Oletamme brändiuudistuksen tarkoittavan, että tulevaisuudessa yritysjärjestelyjen kautta konsernin omistukseen siirtyvät toimipisteet tuodaan myös Wetteri-brändin alle. Suunniteltu brändiuudistus koskee ainoastaan autokaupan brändejä ja Sopranon koulutusliiketoiminnan brändit (MIF, JTO, Infor ja Infomator) pysyvät ominaan ja jatkavat monibrändistrategialla.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Laaja merkkiedustus hajauttaa brändikohtaista riippuvuutta

2.

Paikallisesti vahva markkina-asema

3.

Jälkimarkkinapalvelut generoivat tasaista rahavirtaa

4.

Alan konsolidoiminen vahvasti läsnä sijoitustarinassa

5.

Soprano sivuroolissa

6.

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan suuri omistus kannustaa arvon maksimoimiseen

Potentiaali



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

Riskit



- Merkkiedustusten menettäminen
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen
- Maineriskit
- Päämiesten vertikaalinen integroituminen
- Autoilua lannistavat poliittiset päätökset
- Aineettoman omaisuuden alaskirjausriski

Strategia

Missio ja visio

Wetterin missiona on tarjota autoalan laadukkaat ja monipuoliset palvelut pitkäjänteisesti ja kannattavasti. Yhtiön visio puolestaan on olla Suomen suurin ja kannattavin monimerkkiautotalo.

Yritysosot ja panostukset digitalisaatioon ovat strategian keskiössä

Wetterin kasvustrategiana on kasvaa Suomen suurimmaksi täyden palvelun monimerkkiautotaloksi ja toimialansa kannattavimmaksi yhtiöksi vuoteen 2025 mennessä. Arviomme mukaan visio edellyttää Rinta Joupin Autoliikkeen ohi kasvamista, eli yli 500 MEUR:n liikevaihdon saavuttamista. Strategiassaan yhtiö pyrkii orgaanisen kasvun ohella kasvamaan epäorgaanisesti. Arviomme mukaan Wetterin kasvuambitiot painottuvat henkilöautojen myyntiin ja niihin liittyvään jälkimarkkinatoimintaan. Konserni käsittelee Sopranon strategiaa erikseen uudesta Wetteristä irrallisena osana. Tämä tukee mielestämme ajatusta siitä, että konserni voi olla luopumassa Sopranosta sopivan ostajan löytyessä.

Yritysjärjestelyillä voi kasvaa nopeasti, mutta arvonluonti ei ole itsestään selvää

Wetterillä on edellytykset kasvaa uusia toimipisteitä avaamalla ja merkkiedustuksiaan laajentamalla. Arviomme mukaan yhtiön tavoite kasvaa suurimmaksi täyden palvelun autotaloksi vaatii myös merkittävää epäorgaanista kasvua. Mahdollisuus konsolidoida toimialaa on mielestämme mielenkiintoinen osa Wetterin

sijoitustarinana ja nähdäksemme listautuminen Helsingin pörssiin tukee yhtiön edellytyksiä epäorgaaniseen kasvuun helpottamalla oman osakkeen käyttämistä maksuvälineenä ja julkisen raportoinnin tuoman näkyvyyden ja uskottavuuden kautta. Mielestämme kasvuun tähtäävä strategia on perusteltu toimialan jakeluteiden keskittyessä, mutta vahvassa M&A-vetoisessa kasvussa näemme riskin, että ostokohteesta maksetaan liikaa tai että niiden integroinnissa epäonnistutaan. Yritysjärjestelyt voivat pahimmillaan johtaa omien tai ostokohteen merkkiedustusten menettämiseen, joten aktiivinen dialogi autonvalmistajien kanssa on kriittistä Wetterin strategian onnistumisen kannalta.

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

Yritysosojen yhteydessä näemme mahdollisuuden synergiahyödyille esimerkiksi tuomalla uusia merkkiedustuksia ostokohteen tarjoomaan ja antamalla pääsyn suuremman

organisaation digitaaliseen infrastruktuuriin. Yhtiön tavoitteena on edustaa kaikkia Wetterin merkkiedustukseen kuuluvia ajoneuvomerkkejä kaikilla sen toimintapaikkakunnilla, mikä edellyttää tuntuvia investointeja myymäläverkostoon, mutta luo samalla orgaanisia kasvumahdollisuuksia.

Digitalisaatio ja suoramekaanikkotoiminto parantavat asiakaskokemusta

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

Mielestämme Wetteri voi hyvinkin kasvaa Suomen suurimmaksi monimerkkiautotaloksi, jos yhtiö investoi kasvuun ja toteuttaa aktiivisesti yritysyrityksiä. Suurimman ja kannattavimman yhtiön tittelin samanaikainen hallitseminen vaikuttaa mielestämme haastavalta, koska odottaisimme tuntuviin kasvupanostusten rajoittavan kannattavuutta maltillisempaa kasvua tavoitteleviin kilpailijoihin verrattuna.

Toimiala ja kilpailu 1/4

Markkina koostuu noin 4,4 miljoonasta ajoneuvosta

Wetterin liiketoiminnan relevantti kohdemarkkina muodostuu Suomen henkilöautojen ja raskaan kaluston myynnistä sekä ajoneuvojen huolto- ja korjaamopalveluista. Suomessa oli vuoden 2021 lopussa lähes 4,4 miljoonaa rekisteröityä ajoneuvoa ja ajoneuvokannan koko on kasvanut keskimäärin 2,4 % vuodessa vuosina 2010-2021.

Koronapandemia aiheutti suuren loven uusien autojen toimituksiin

Vuosina 2010-2019 Suomessa ensirekisteröitiin keskimäärin 131 tuhatta uutta autoa, mutta viime vuosina määrä on jäänyt vähemmäksi koronapandemian aiheuttamien tuotannon pullonkaulojen rajoittaessa valmistajien kykyyn vastata kysyntään. Q1'2020-Q3'2022 aikana ajoneuvojen ensirekisteröinnit ovat Tilastokeskuksen tilastojen perusteella jääneet yhteen lasketusti noin 61,2 tuhannella ajoneuvolla edellisen vuosikymmenen keskiarvoon nähden.

Uusien autojen tilauskannat ovat globaalisti korkealla tasolla ja mm. Inchcape odottaa viime vuosien vajaatuotannon myötä patoutuneen kysynnän tukevan lähivuosien kasvunäkymää. Heikko uusien autojen myynti on osaltaan tukenut Suomen autokannan ikääntymistä. Suomen autokannan keski-ikä oli vuonna 2021 12,6 vuotta, joka kuuluu Länsi-Euroopan vanhimpaan päähän. Wetterin kannalta tahmea uusien autojen myynti ei aiheuta erityistä huolta, koska ikääntyvä autokanta tukee yhtiölle kannattavien jälkimarkkinapalveluiden kysyntää.

Vuosina 2015-2019 Suomessa myytiin keskimäärin

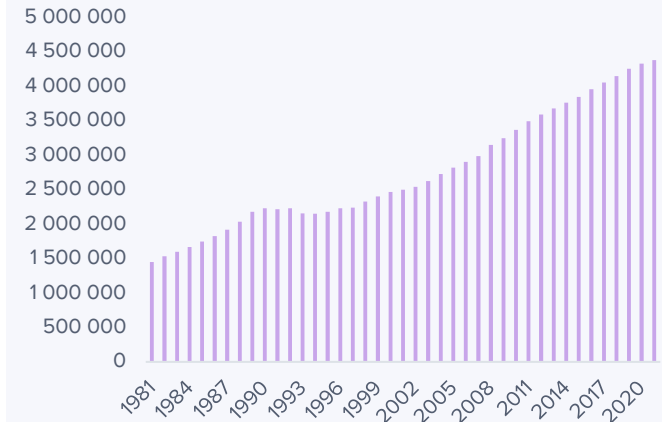
721 tuhatta vaihtoautoa per vuosi, joten määrällisesti mitattuna käytettyjen autojen markkina on noin 5-6 kertaa uusien autojen markkinaa suurempi. Euromääräisesti mitattuna ero kaventuu kuitenkin huomattavasti matalampien keskihintojen vuoksi. Yleisesti uusien autojen myynti on käytettyjen autojen kauppaa suhdanneherkempää, mikä näkyy myös uusien autojen rekisteröintitilastoissa. Suomessa autojen lukumäärä on ollut trendinomaisessa kasvussa, mutta odotamme kasvun hidastuvan, maltillisen väestönkasvun ja loivenevan auto/väestö-suhdeluvun kasvun myötä.

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

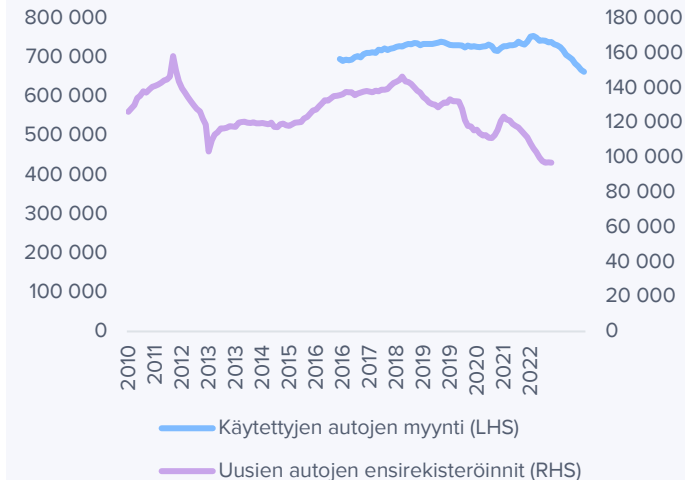
Autokauppa on toimialana todella pirstaleinen ja toimijoiden koko vaihtelee paljon. Toimialalla operoi sekä alueellisia perheyhtiöitä että valtakunnallisia toimijoita. Pohjois-Suomessa toimiala on keskittynyt muita markkinoita nopeammin, mikä johtuu Wetterin mukaan markkinoiden pienestä koosta. Uusien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

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

Rekisteröityjen autojen lukumäärä Suomessa



Autokauppa Suomessa (Rullaava 12kk)



Toimiala ja kilpailu 2/4

Suuriin autotaloihin verrattuna Wetteri on kasvanut mediaania nopeammin, mutta yhtiön liikevoittomarginaali on ollut mediaanin alapuolella. Segmenttijaoltaan Wetteri muistuttaa eniten Vehoa ja Käyttöautoa. Vehon liikevoittomarginaali on viime vuosina ollut Wetteriä korkeampi, kun taas Käyttöauto on jäänyt matalammalle tasolle. Arviomme mukaan Käyttöauton heikompi kannattavuus selittyy osittain yhtiön suhteellisesti pienemmällä jälkimarkkinaaliiketoiminnalla. Vehon vahvaa kannattavuutta voi osittain selittää pienemmät panostukset kasvuun, kun yhtiön liikevaihto on jopa kutistunut hieman Suomessa. Arviomme mukaan yhtiön kasvupanostukset ovat kohdistuneet muille markkinoille.

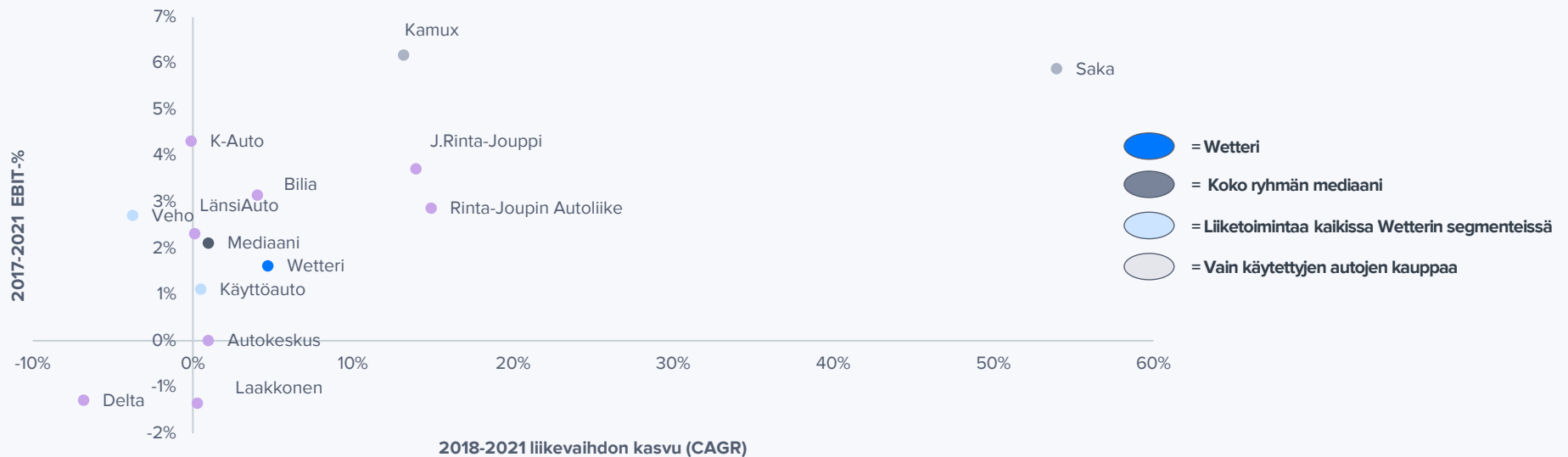
Uusiin ja vaihtoautoihin keskittyvien yhtiöiden

joukosta vahvaa ja kannattavaa kasvua saavuttaneet Rinta-Joupin Autoliike ja J.Rinta-Jouppi loistavat edukseen. Kumpikin on käsityksemme mukaan kasvanut pääosin orgaanisesti laajentamalla myymäläverkostoaan ja kasvattamalla myymäläkohtaista myyntiään. Käsityksemme mukaan kumpikin keskittyy Wetteriä enemmän vaihtoautojen myyntiin. Bilia Oy Ab toimii Volvo henkilöautojen jälleenmyyjänä ja sillä on Suomessa kolme pääkaupunkiseudulla sijaitsevaa toimipistettä. Bilia on Volvo Car Finland Oy:n tytäryhtiö eikä sillä nimestään huolimatta ole kytköksiä Tukholman pörssissä listattuun Bilia AB:hen.

Puhtaasti käytettyjen autojen myyntiin keskittyvä Saka ja Kamux ovat verokkiryhmän kannattavimmat yhtiöt noin 6 %:n liikevoittomarginaaleillaan.

Arviomme mukaan kyseisten toimijoiden korkean kannattavuuden taustalla on käytettyjen autojen korkeampi autokate sekä erittäin kannattava yhteistyökumppanien rahoitus- ja vakuutus tuotteiden myynti. Kasvun osalta Saka on toimialalla aivan omaa luokkaansa ja kasvanut keskimäärin yli 50 % vuodessa 2018-2021, joskin matalasta kantaluovusta. Kamuxin kohdalla suurimmat kasvupanostukset suuntautuvat Ruotsiin ja Saksaan, mikä rajoittaa Suomen liiketoiminnan kasvua, mutta toisaalta tukee kannattavuutta.


Suomessa toimivien autotalojen kasvu ja kannattavuus¹



Huom: Sakan liikevoittomarginaali laskettu 2017-2020. Kannattavuus on arviomme mukaan ollut paineessa 2021.

Lähde: Asiakastieto, Kamux, Saka, Wetteri

Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

	2021 liikevaihto (MEUR)	2021 liikevoitto-%	Uusien autojen myynti	Käytettyjen autojen myynti	Raskaan kaluston myynti	Huoltopalvelut ja varaosamyynti
WETTERI OHITTAMATON.	332	1,8 %	✓	✓	✓	✓
VEHO	792	3,4 %	✓	✓	✓	✓
K Auto	665 ⁽¹⁾	5,9 %	✓	✓		✓
KAMUX 	611	6,2 %		✓		
Saka	512	6,9 % ⁽²⁾		✓		
Rinta-Joupin Autoliike	509	4,8 %	✓	✓		✓
LAAKKONEN	371	-1,1 %	✓	✓		✓
KÄYTTÖAUTO	364	2,8 %	✓	✓	✓	✓
J.RINTA-JOUPPI oy	364	4,8 %	✓	✓		✓
AUTOKESKUS	339	0,0 %	✓	✓		✓
Delta	283	0,5 %	✓	✓		✓
LänsiAuto	241	2,5 %	✓	✓		✓
BILIA	238	3,6 %	✓	✓		✓
Mediaani	351	3,2 %				

Huom: Sisältää vain Suomen liiketoimintojen luvut. Lähde: Asiakastieto, Wetteri, Kamux, Saka

1) Ei sisällä autokaupan maahantuontia 2) Sisältää ainoastaan alkuvuoden

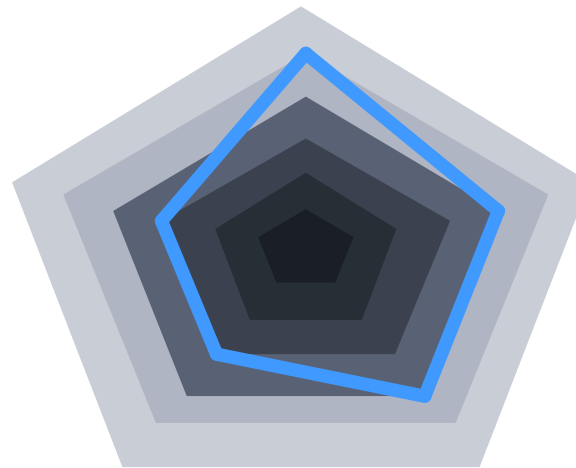
Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

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



Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

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

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/3

Liikevaihdon ja kannattavuuden trendi on ollut ylös päin

Wetterin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8 %⁽¹⁾ vuosina 2015-2021. Kasvun taustalla on myymäläverkoston laajeneminen, uusien merkkiedustusten sopiminen ja myös epäorgaaninen kasvu. Vuonna 2015 Wetteri osti Autotalo Mobilan, vuonna 2017 ostokohde oli yksi Veho Autotalon toimipiste Oulussa ja vuonna 2018 yhtiö osti Niemelän Auton Kemin ja Rovaniemen liiketoiminnan. Vuosina 2019-2021 Wetterin kasvu on painottunut Rovaniemelle, Kemiin, Ylivieskaan ja Ouluun. Kasvusta huolimatta yhtiö on kyennyt parantamaan suhteellista kannattavuuttaan ja vanhan Wetterin vuoden 2021 liikevoittomarginaali oli 2,1%, kun se oli vain 0,5 % vuonna 2015. Parannus suhteellisessa kannattavuudessa on vakuuttavaa, kun huomioi hyväkatteisten huoltopalveluiden ja varaosamyynnin kutistuneen osuuden liikevaihdosta (22,6 % -> 20,1 %). Arviomme mukaan parannuksen taustalla voi olla suotuisasti kehittyneet katteet kuorma-auto- ja henkilöautomyynnissä löystyneen hinnoitteluympäristön seurauksena Pohjois-Suomessa.

Kulurakenne on pitkälti muuttuva

Materiaalit ja palvelut on Wetterin selvästi suurin kuluerä ja ollut viime vuosina melko vakaasti noin 80-82 % konsernin liikevaihdosta. Erä koostuu pääosin uusien ja vaihtoautojen ostoista, vaihtoautojen kunnostuskustannuksista, varaosien ja renkaiden ostoista sekä huoltoasematoimintaan liittyvistä polttoaineen ja päivittäistavaroiden ostoista. Emme näe Wetterillä varaa merkittävään parannukseen kyseisen kuluerän osalta, mutta se

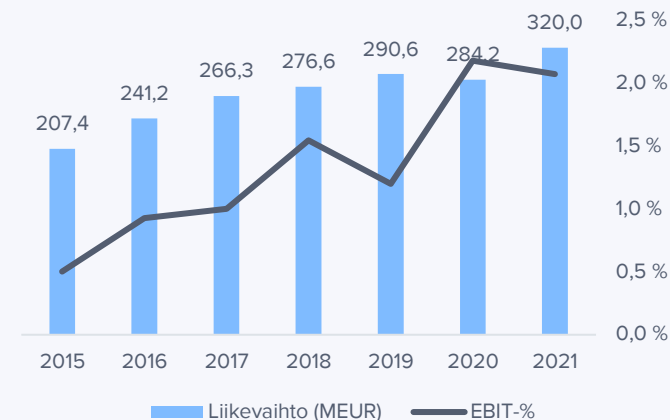
voi laskea suhteessa liikevaihtoon, jos yhtiö saa huolto- ja varaosamyynnin osuutta kasvatettua konsernin liikevaihtoon suhteutettuna.

Wetterin henkilöstökuluissa on nähtävissä lievää skaalautumista ja kuluerä on laskenut 2015-2021 noin 0,6 % suhteessa liikevaihtoon. Käsitksemme mukaan Wetterin myyjien palkka on hyvin tulossidonnainen ja tyypillisesti palkan kiinteä osuus on noin 20-30 %. Huoltohenkilöstöllä on käsitksemme mukaan myös kannustinpalkkioita sekä lisiä, mutta heillä kiinteä osuus palkkauksesta on huomattavasti myyjä korkeampi. Henkilöstökulujen muuttuvat elementit laskevat Wetterin kulurakenteen operatiivista vipua ja samalla riskiprofiilia. Henkilöstökulujen osalta näemme kuluilla varaa skaalautua kasvun myötä ja kulurakenteeltaan tehokkaan digitaalisen myynnin yleistyessä.

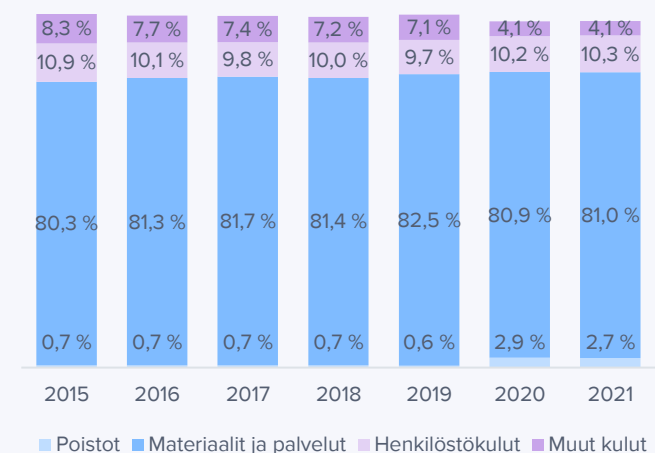
Wetterin poistot liittyvät pitkälti yhtiön liiketilöiden vuokriin (~65-70 %), minkä lisäksi yhtiö poistaa omistamia ajoneuvoja, koneita ja kalustoa. Wetterin poistotasossa näkyy selvä hyppy vuonna 2020, koska yhtiön aiemmin noudattaman FAS-kirjanpitosstandardin alla vuokriin liittyvät kulut kirjataan osana liiketoiminnan muita kuluja. Poistot ovat luonteeltaan puolikiinteitä kuluja, joten näemme niiden tasossa edellytykset lievään skaalautumiseen kasvun myötä. Muut kulut ovat vuosina 2020-2021 olleet 4,1 % liikevaihdosta. Kuluerä pitää sisällään toimitila-, markkinointi-ajoneuvo-, IT-, kalusto ja muut hallintokulut. Poistojen tapaan miellämme myös nämä kulut puolikiinteiksi. Odotamme Wetterin brändiuidistuksen tehostavan muita kuluja, markkinointipanostusten panos/tuottosuhteen parantuessa.

2) Laskettu vanhan Wetterin FAS-liikevaihtoa käyttäen

Liikevaihto ja kannattavuus⁽²⁾



Wetterin kulurakenne (%-liikevaihdosta)



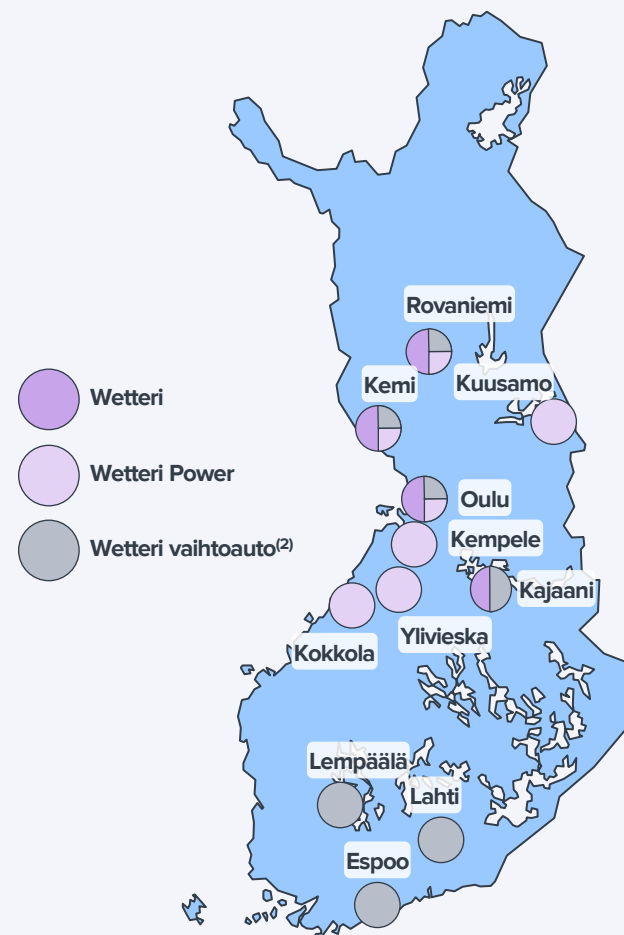
2) Ei sisällä Sopranoa.

Liikevaihto markkinan-alueittain

Vanhan Wetterin markkinakohtainen liikevaihto ja osuus konsernin liikevaihdosta
MEUR (FAS)

	2021	2020	2019
Oulu	177,6	159,2	161,8
	53 %	54 %	56 %
Kuusamo	7,6	6,7	7,0
	2 %	2 %	2 %
Rovaniemi	61,2	51,8	47,9
	18 %	18 %	16 %
Kemi	35,4	32,7	29,6
	11 %	11 %	10 %
Kajaani	19,1	17,3	19,7
	6 %	6 %	7 %
Lempäälä	6,3	5,7	7,6
	2 %	2 %	3 %
Kokkola	3,7	3,8	3,3
	1 %	1 %	1 %
Ylivieska	21,3	15,4	13,7
	6 %	5 %	5 %
Konserni yhteensä	332,2	292,6	290,6
	100 %	100 %	100 %

Wetterin toimipisteverkosto⁽¹⁾



1) Espoo, Lahti ja Kempele avattu vuoden 2022 aikana. Kartta suuntaa antava
2) Suurin osa vielä Mobila-brändin alla

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/3

Taseen kierto on hidastunut viime vuosina

Wetterin taseen kierto on viime vuosina hidastunut selvästi tunnusluvun laskettua vuoden 2015 5,5x tasosta 3,0x tasolle vuonna 2021. Hidastuneen taseen kierron taustalla on sekä kasvanut käyttöpääoma että vuokrasopimusvelkojen siirtyminen taseeseen IFRS-kirjanpitostandardin alla. Pysyvien vastaavien osalta kehitys ei mielestämme ole huolestuttava, koska tasokorjaus vuokrasopimusvelassa on kirjanpitotekninen, eikä liiketoiminnan pääomavaltaisuus ole muuttunut oleellisesti. Vuosina 2019-2021 vuokraveloista oikaistut pysyvät vastaavat ovat kehittyneet vakaasti suhteessa liikevaihtoon.

Pysyvien vastaavien kierto tulee hidastumaan entisestään vuonna 2022 toteutettujen Themis Holding- ja Soprano-yrityskauppojen luoman liikearvon seurauksena. Sillä ei kuitenkaan ole vaikutusta liiketoiminnan investointitarpeeseen tai uudelleen sijoitetun pääoman tuottoon. Tarkastelemme Wetteriä erikseen Sopranon ollessa meidän silmissä keino listautua nopeasti Helsingin pörssiin.

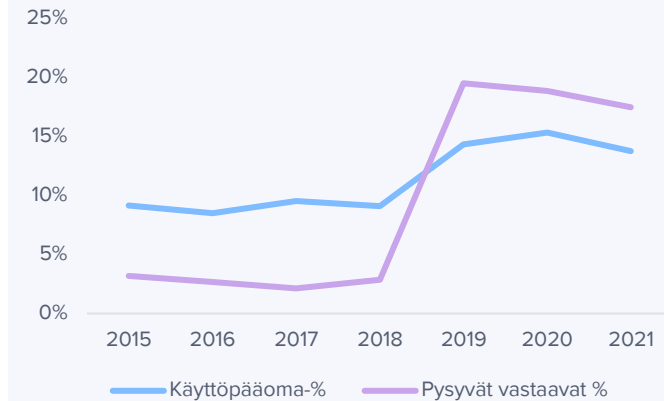
Wetterin käyttöpääoman kierto on viime vuosina hidastunut, mikä on sitonut varoja taseeseen. Vuonna 2015 käyttöpääomaprocentti (käyttöpääoma / liikevaihto) oli 8,5 %, mutta vuonna 2021 se oli noussut 13,8 %:iin. Merkittävin tekijä kasvaneen käyttöpääoman taustalla on hidastunut myyntisaamisten kierto, joka on venynyt 11,6 päivästä 14,9 päivään. Arviomme mukaan suurin osa myyntisaamisista on saamia rahoitusyhtiöiltä, jotka ovat suorittaneet luottopäätöksen, mutta joiden maksusuoritus ei ole vielä saapunut Wetterille. Myyntisaamisten kasvun taustalla voi arviomme mukaan olla

esimerkiksi muuttunut sopimus rahoituskumppanin kanssa ja kuluttaja-asiakkaille myönnetyt pidemmät maksuajat auton oston tai huollon yhteydessä. Myyntisaamisten kasvu ei välttämättä ole huono asia, jos sen tuoma lisämyynti kompensoi kasvaneen sidotun pääoman negatiivisen vaikutuksen pääoman tuotossa. Myös Wetterin ostovelkojen kierto on nopeutunut (ts. Wetteri maksaa tavarantoimittajien laskut aiempaa nopeammin) 18,4 päivästä edellisvuoden 8,7 päivään. Kehityksen taustalla on käsityksemme mukaan se, että osa autojen maahantuojaista on siirtynyt kaupintamalliin, jossa autot lunastetaan vasta rekisteröinnin/laskutuksen yhteydessä, mikä keventää jälleenmyyjien varastoa. Wetterin varastonkierto on viime vuosina laskenut lievästi vuoden 2015 tasosta (46,8 päivää) ja oli viime vuonna 45,4 päivää. Yhtiön varasto kiertää toimialaan nähden melko nopeasti, mikä selittyy arviomme mukaan osittain uusien autojen korkeasta suhteellisesta osuudesta, koska niissä varaston kierto on tyypillisesti vaihtoautoja nopeampi.

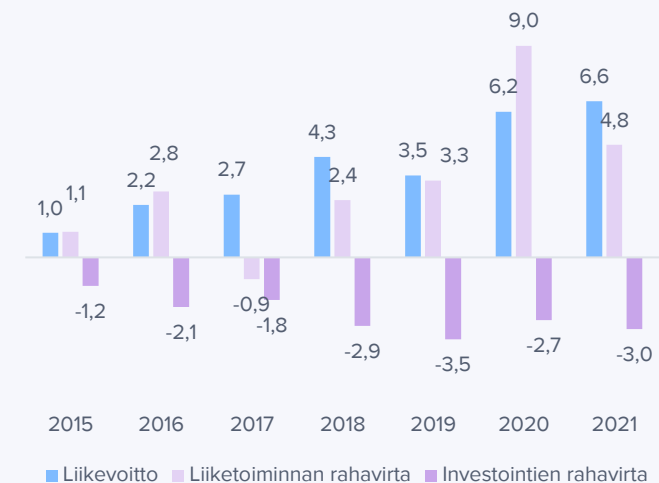
Käyttöpääoma heiluttaa rahavirtaa

Wetterin liikevoitto, liiketoiminnan rahavirta ja investointitaso ovat kaikki kasvaneet viime vuosina liiketoiminnan koon mukana. Liiketoiminta generoi hyvää rahavirtaa, joskin muutokset käyttöpääoman määrässä voi heiluttaa sitä tuntuvasti liikevoittoon verrattuna. Wetterin investointitarve on viime vuosina ollut korkea liikevoittoon nähden, mikä johtuu yhtiön kasvuhakuisuudesta. Korkean investointiasteen ja autokaupan ohuen kateprofiilin vuoksi Wetterin liikevaihdosta vain noin 0,3 % on historiallisesti konvertoitunut vapaaksi rahavirraksi.

Liiketoiminta on viime vuosina sitonut aiempaa enemmän pääomaa²



Liikevoitto ja rahavirta (MEUR)⁽¹⁾



¹⁾ Vanha Wetteri, ²⁾ Käyttöpääoma = Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat - saadut ennakot.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/3

Velkaantumista on laskettava kovenanttiehtojen noudattamiseksi

Wetteri julkaisi pro forma -taseen, joka kuvastamaan Wetterin taloudellista tilannetta 31.12.2021, kuin Soprano- ja Themis-kaupat olisi toteutettu 2021 lopussa. Tämä antaa nähdäksemme tarkimman kuvan taloudellisesta tilanteesta, joten keskitymme siihen.

Konsolidoidussa 2021 taseessa oli 83,5 MEUR nettovelkaa, josta vuokrasopimusvelan osuus oli 41,6 MEUR. Wetterin lainojen kovenantit sisältävät ehtoja, jotka mittaavat FAS-standardin mukaista korollista nettovelkaa suhteessa käyttökatteeseen. Wetteri ja Soprano tekivät viime vuonna yhteensä noin 8,7 MEUR:n FAS-standardin mukaista käyttökatetta, jonka perusteella uuden kokonaisuuden velkaantuneisuusaste olisi noin 4,8x, joten yhtiön on parannettava tulostuntonaan ja laskettava nettovelkaansa noudattaakseen kiristyviä kovenanttiehtojaan. Olemme tiivistäneet ehdot sivupalkissa. H1'22:n aikana vanhan Wetterin IFRS-standardin mukainen nettovelkaantumisaste kasvoi 388 %:iin (2021: 350 %), joten tase ei jätä suurta liikkumavaraa yritysjärjestelyihin nykyisillä kovenanttiehdoilla.

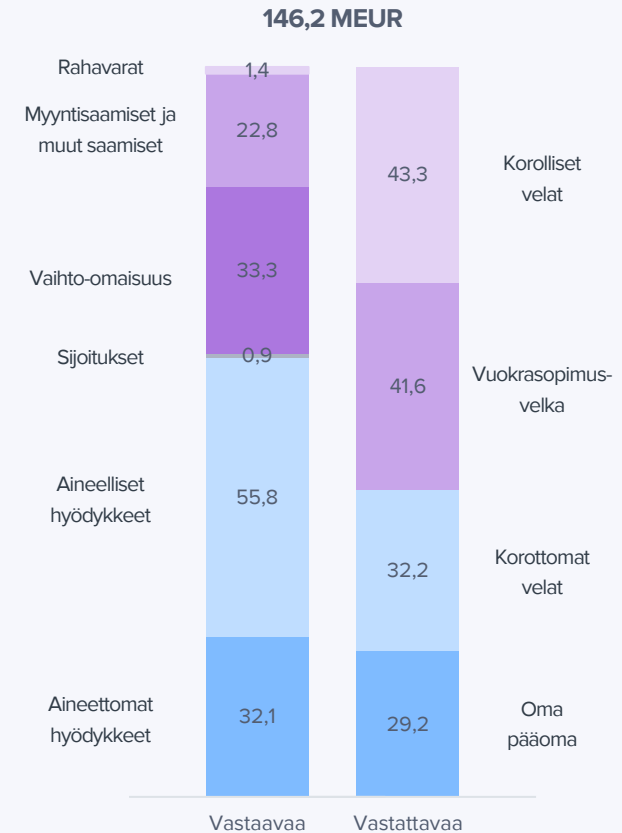
Uuden Wetterin 2021 pro forma -taseessa oli 2021 lopussa rahavaroja noin 1,4 MEUR, mikä oli noin 0,42 % pro forma liikevaihdosta. Wetteri on historiallisesti ylläpitänyt kokoonsa nähden matalaa käteispuskuria, minkä ennustettava huoltoliiketoiminta ja hyvät limiittiluotot mahdollistavat arviomme mukaan.

Taserakenne ei oleellisesti poikkea kaupan alasta

Wetterin taserakenne on melko perinteinen kaupan alan yhtiölle. Aineelliset hyödykkeet ovat lähes täysin liiketiloihin liittyviä vuokrasopimuksia, kun taas yhtiön vaihto-omaisuus koostuu pääosin autoista, mutta myös autojen varaosista ja autokorjaamoiden keskeneräisistä töistä. Saamiset koostuvat enimmäkseen myyntisaamisista ja kirjanpidon jaksottumiseen liittyvistä siirtosaamisista, mutta erä sisältää myös 1,4 MEUR:n edestä pääosin Sopranon tappioista syntyneitä verosaamisia. Sopranon 2021 taseessa oli yhteensä 1,3 MEUR laskennallisia verosaamisia, minkä lisäksi yhtiöllä oli yhteensä 2,1 MEUR verosaamisia taseen ulkopuolella. Käsitksemme mukaan Wetteri voi mahdollisesti hyödyntää noin 2,4 MEUR:n edestä Sopranon Suomessa syntyneitä verosaamisia, jos konserni omistaa tämän yli vuoden ajan. Verovelan hyödyntämiseen liittyy epävarmuutta ja Wetteri on hakemassa verottajalta ennakkoratkaisua verosaamisiin liittyen. Arviomme mukaan verosaamisten nykyarvo on noin 2 MEUR, joten verottajan ratkaisulla on vain pieni vaikutus Wetterin käypää arvoa ajatellen.

Wetterin aineettomat hyödykkeet ovat lähes täysin syntyneet 2022 aikana Themis Holdingin ostettua Wetterin ja myöhemmin Soprano-kaupan myötä. Wetteri-kaupasta syntynyt liikearvo ei huoleta meitä, mutta Sopranon huonon strategisen istuvuuden ja heikon tulostunnon vuoksi näemme alaskirjausriskin Soprano-kaupasta syntyneen liikearvon osalta. Soprano-järjestelystä syntynyt liikearvo oli 11,4 MEUR. Sen alaskirjaamisella ei olisi kassavirtavaikutusta, mutta se laskisi konsernin omavaraisuusastetta.

Pro forma -taserakenne 2021 (IFRS)



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

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

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Wetterin liiketoimintaa toistaiseksi konsernitasolla, mutta implementoimme segmentikohtaiset ennusteet, kun saamme lisää näkyvyyttä segmenttikohtaiseen kehitykseen (toistaiseksi tiedossa segmenttikohtainen kannattavuus vain vuoden 2021 osalta). Wetteri raportoi ensimmäistä kertaa maaliskuun lopussa Q4-raportin tiimoilta ilman erillistä Q3-raporttia. Tästä johtuen ennustamme kuluvaan vuotta puolivuositain ja päivitämme ennusteemme kvartaalikohtaiseksi ensi vuoden puolella. Ennusteemme sisältävät ainoastaan epäorgaanista kasvua jo toteutettujen yritysjärjestelyjen osalta (ts. Soprano), koska yhtiön ulkopuolelta meillä ei ole näkyvyyttä tulevien yritysjärjestelyjen ajoittumiseen tai ehtoihin.

Toimitushaasteet värittävät kuluvaan vuotta

Kuluvan vuoden osalta liiketoimintaympäristö on korkean inflaation, heikon kuluttajaluottamuksen ja toimitusketjujen haasteiden vuoksi ollut vaikea. Wetteri ohjeistaa 2022 liikevaihdon jäävän edellisvuoden tasolle ja tuloksen jäävän jonkin verran vertailukauden tasolta. Heikkenevän tuloksen taustalla on yhtiön mukaan ennakoitua huonompi uusien autojen saatavuus, listautumiseen liittyvät kertaluonteiset kustannukset, koronapoissaolojen vaikutus huoltoliiketoimintaan alkuvuonna sekä Autotalo Mobilan kasvuun liittyvät panostukset.

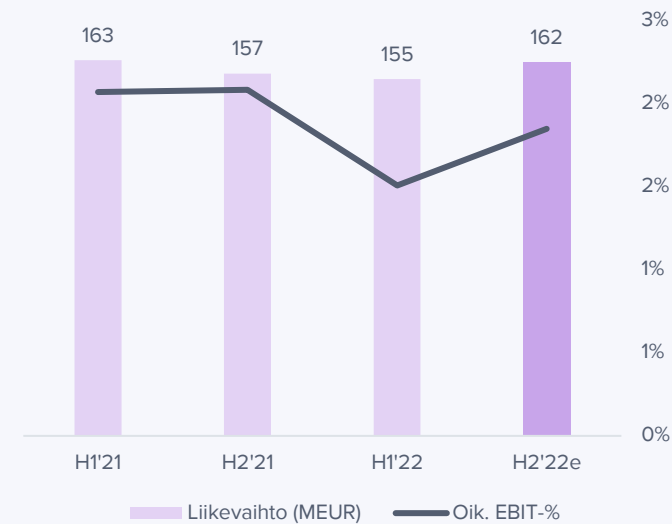
Wetterin H1'22 liikevaihto laski 5 % 155 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto laski 31 % 2,3 MEUR:oon (0,1 MEUR oikaistu Themis Holdingin Wetteri-kauppaan liittyvistä kuluista). Tyypillisesti alkuvuosi on uusien autojen kaupalle loppuvuotta verkkaisempi, mutta vaihtoautokauppa tasoittaa

hieman kausivaihteluita vilkkaimpien kuukausien painottuessa kesään ja alkusyksyyn. Poikkeuksellinen liiketoimintaympäristö sekoittaa toistaiseksi henkilöautosegmentin kausivaihtelua uusien autojen korkean kysynnän ja tuotantoketjujen haasteiden vuoksi. Powerissa kausiluonteisuus on henkilöautoliiketoimintaa vähäisempää, mutta Q3 on arviomme mukaan tyypillisesti segmentin hiljaisin. Huoltoliiketoiminnassa kannattavimmat kuukaudet ajoittuvat käsittääksemme tyypillisesti talveen.

Uusien autojen ensirekisteröinnit laskivat Suomessa Autoalan Tiedotuskeskuksen tilastojen perusteella heinä-marraskuussa edellisvuodesta 8 %, kun vastaava lasku oli H1:llä 23 %. Käytettyjen autojen kaupassa markkina kutistui volyymipohjaisesti 11 % H1:llä ja vastaavat 11 % heinä-marraskuussa. Tahmeasta markkinasta huolimatta Wetterin tilauskanta oli H1:n lopussa noussut ennätyskellisen suureksi 110 MEUR:oon vertailukauden 50 MEUR:n tasolta. Suuri tilauskanta ja uusien autojen patoutunut kysyntä tukee arviomme kasvunäkymää heikon kuluttajaluottamuksen värittämässä liiketoimintaympäristössä.

Ennusteissamme Wetterin H2-liikevaihto kasvaa 3 % 162 MEUR:oon autojen nousseen keskihinnan tukemana. Odotamme kappalemääräisen myynnin laskevan edellisvuodesta, joskin kasvanut myymäläverkosto loiventaa laskua. Kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme on vertailukauden tasolla. Liikevoiton kohdalla odotamme etenkin huoltoliiketoiminnan kannattavuuden paranevan ensimmäisen vuosipuoliskon tasolta ja H2:n oikaistu liikevoittoennusteemme asettuu 2,8 MEUR:oon.

Liikevaihto ja kannattavuus (puolivuosi)



Ennusteet 2/3

Vuosina 2023-2025 odotamme patoutuneen kysynnän purkaantuvan

Haastavasta talousympäristöstä huolimatta näemme Wetterillä hyvät edellytykset kasvulle suuren tilauskannan turvin. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa 17 % 370 MEUR:oon elpyvien uusien henkilö- ja kuorma-autojen toimitusten myötä. Ennusteissamme Soprano tuo 12,2 MEUR:n edestä liikevaihtoa vuonna 2023, joten Wetterin orgaaninen kasvu asettuu 13 %:iin. Wetteri arvioi markkinan kasvavan ensi vuonna noin 25 %⁽¹⁾ uusien henkilöautojen osalta koronapandemian aiheuttaman ajoneuvoalijäämän purkautuessa. Arviomme mukaan henkilöautomarkkinoiden elpyminen painottuu kuitenkin vuoden jälkipuolelle ja patoutuneen kysynnän tuomasta myötätuulesta nautitaan vielä vuonna 2025.

Käytettyjen autojen myynnin osalta odotamme elpymistä vuoden loppua kohti, mutta hiljaista alkuvuotta. Ennusteissamme vuoden 2023 liikevoitto nousee 7,0 MEUR:oon uusien ajoneuvojen kasvavien toimitusvolyymien, ja kiinteän kulumassan skaalautumisen tukemana. Odotamme etenkin huoltopalveluliiketoiminnan nauttivan kasvaneesta tehokkuudesta koronan aiheuttamien henkilöstön sairaspotissaolojen vähentyessä. Soprano liikevoittokontribuutio on ennusteissamme 0,18 MEUR.

Vuonna 2024 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 9 % 402 MEUR:oon sekä uusien että käytettyjen autojen myyntimäärän tukemana. Odotamme Wetterin kasvavan markkinaa

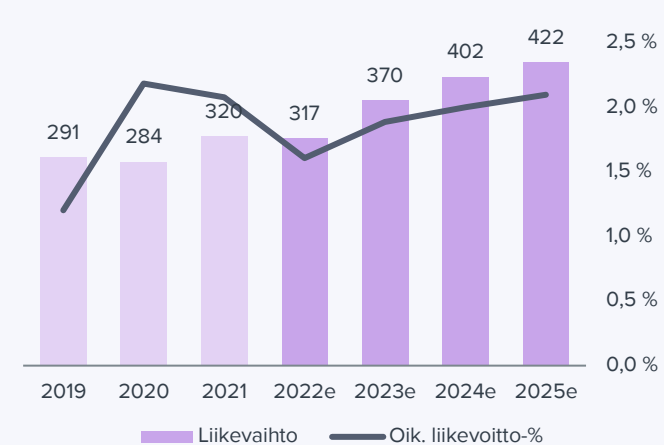
nopeammin yhtiön panostaessa kasvuun ja avatessa uusia toimipisteitä. Ennusteissamme yhtiön 2024 liikevoitto kasvaa 15 % 8,0 MEUR:oon. Näemme uusien autojen patoutuneen kysynnän tukevan lievästi vielä vuoden 2025 myyntiä ja liikevaihtoa kasvaa ennusteissamme 422 MEUR:oon, kun taas liikevoittoennusteemme asettuu 8,9 MEUR:oon. Arviomme mukaan Wetterin suhteellinen kannattavuus voi nousta odotuksiamme vahvemmaksi, jos yhtiö kykenee systemaattisesti kasvattamaan huoltopalvelujen ja Powerin osuutta liikevaihdostaan.

Hyödynnämme 2024-2025 ennusteissamme tavallista matalampaa veroprosenttia Soprano Suomessa sijaitsevien verosaamisten hyödyntämistä ennakkoiden.

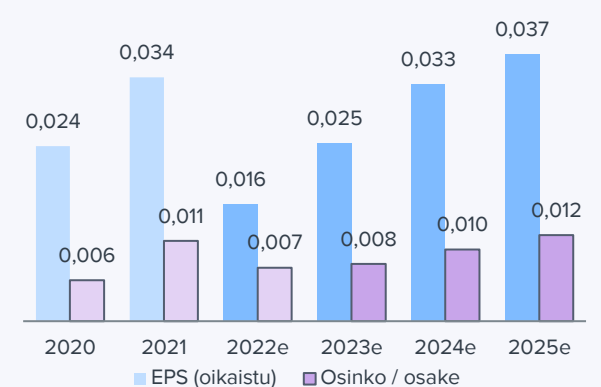
Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä odotamme Wetterin kasvun olevan noin 2-3 % laajenevan toimipisteverkoston tukemana. Ennusteissamme yhtiön liikevoittomarginaali nousee väliaikaisesti jopa 2,5 %:iin suurten kasvupanostusten aiheuttaman kannattavuuspaineen hellittäessä. Tämä taso on linjassa paikallisten kilpailijoiden 2017-2021 liikevoittomarginaalien mediaanin kanssa. Pidemmällä aikavälillä Wetterin kannattavuuden kannalta on nähdäksemme keskeistä, kuinka kilpailu asetelma kehittyy yhtiön avainmarkkina-alueilla, missä määrin autovalmistajat implementoivat agenttimallia Suomessa ja miten yhtiön liikevaihto painottuu tulevaisuudessa segmentteittäin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko⁽¹⁾



Huom: 2020-2022 osingossa hyödynnetty Soprano-kaupan jälkeistä osakemäärää vertailukelpoisuuden mahdollistamiseksi. 2022 osinko jaetaan Themis Holdingin nykyisille osakkeenomistajille.

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

Ennusteet 3/3

Tase ei mahdollista velkavetoista kasvua

Uuden Wetterin tase on velkainen ja vuoden 2021 pro forma -taseen nettovelkaantumisaste oli korkea 286 %, kun taas omavaraisuusaste oli 20 %. Odotamme nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme taseen vahvistuvan tasaisesti positiivisen tuloksen kasvattaessa oman pääoman puskuria taseessa. Ennusteissamme vuoden 2025 lopussa Wetterin omavaraisuusaste nousee 25 %:iin ja nettovelkaantumisaste laskee 199 %:iin. Kovenanttiehtojen noudattaminen vaatii velkavivun asteittaista pienentämistä, joten yhtiön on rahoitettava kasvuinvestointinsa tulorahoituksella.

Osinkoennusteet ovat taloudellisten tavoitteiden alarajalla

Uuden Wetterin osingonjakopolitiikkana on jakaa 30 % tuloksestaan. Pidämme maltillista jakoprosenttia perusteltuna yhtiön vivutettu tase ja toisaalta houkuttelevat yritysostovetoiset investointimahdollisuudet huomioiden. Wetterin nykyinen omistaja Themis Holding tulee jakamaan 1 MEUR osinkoina ennen Wetterin osakevaihdon toteuttamista sillä oletuksella, että nykyisen konsernin korolliset nettovelat / käyttökate on kovenanttiehdon mukaisesti alle 4,25x kuluvan vuoden lopussa. Kyseinen osinko jaetaan ennen fuusion toteutumista, joten Sopranoon nykyiset omistajat eivät ole siihen oikeutettuja. Wetterin nettovelat / käyttökate-tunnusluku on vahvempi ilman Sopranoa, minkä seurauksena kovenanttiehdon noudattaminen vaikuttaa mielestämme todennäköiseltä. Kyseisen osingon

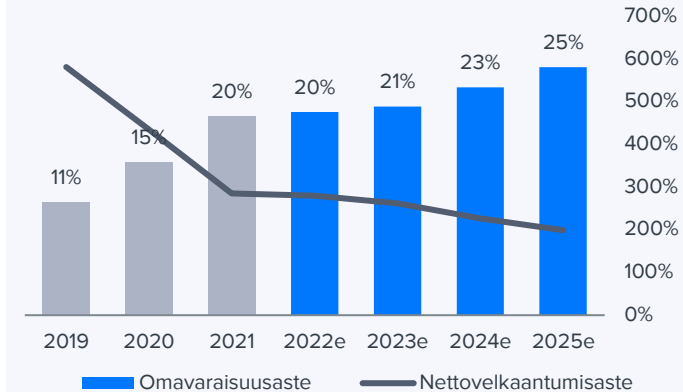
vuoksi osingonajakoprosentti nousee kuluvan vuoden osalta ennusteissamme 50 %:iin.

Lähivuosien ennusteissamme osingonjakoprosentti on noin 30-32 %:n tuntumassa, emmekä oleta oleellisia ylimääräisiä osinkoja, ennen kuin yhtiön tase vahvistuu tuntuvasti. Vuosien 2023-2025 osakekohtaiset osingonjakoennusteemme ovat 0,008-0,012 euroa.

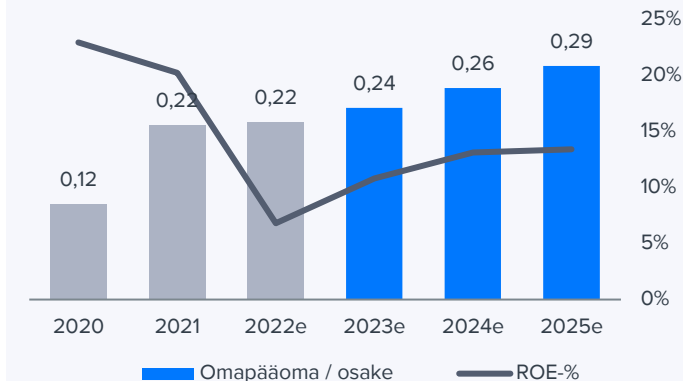
Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

Wetterin ja Sopranoon 2021 pro forma -taseessa oli 29,2 MEUR omaa pääomaa, mikä on noin 0,22 euroa osaketta kohden. Vanha Wetteri teki 2016-2021 varsin korkeaa oman pääoman tuottoa (keskimäärin noin 20 %), jota tuki osaltaan pääomarakenteen hyödyntämä velkavipu. Soprano-järjestelyn myötä Wetterin pääoman tuottopotentiali laskee nähdäksemme kasvaneen oman pääoman, mutta myös konsernin uuden, heikomman kannattavuusprofiilin omaavan liiketoiminnan myötä. Sopranoon painoarvo laskee kuitenkin ennusteissamme Wetterin kasvaessa tätä nopeammin. Ennusteissamme kuluvan vuoden oman pääoman tuotto laskee haastavan liiketoimintaympäristön vuoksi 7 %:iin, jonka jälkeen se asettuu lähivuosien ennusteissamme noin 11-13 % iin.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	291	284	163	157	320	155	162	317	370	402	422
Konserni	291	284	163	157	320	155	162	317	370	402	422
Käyttökate	5,2	14,4	7,7	11,6	19,3	6,6	8,4	15,0	17,2	18,3	19,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-8,1	-4,3	-8,3	-12,6	-4,4	-5,7	-10,1	-10,3	-10,2	-10,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	6,2	3,4	3,3	6,6	2,3	2,8	5,1	7,0	8,0	8,9
Liikevoitto	3,5	6,2	3,4	3,3	6,6	2,2	2,8	4,9	7,0	8,0	8,9
Konserni	3,5	6,2	3,4	3,3	6,6	2,2	2,8	4,9	7,0	8,0	8,9
Nettorahoituskulut	-0,9	-2,1	-1,0	-1,0	-2,0	-1,1	-1,2	-2,3	-2,8	-2,5	-2,4
Tulos ennen veroja	2,6	4,1	2,4	2,3	4,6	1,1	1,6	2,6	4,2	5,6	6,5
Verot	-0,6	-0,8	-0,5	0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	3,3	1,9	2,7	4,6	0,8	1,2	2,0	3,3	4,4	5,1
EPS (oikaistu)		0,02	0,01	0,02	0,03	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,04
EPS (raportoitu)		0,02	0,01	0,02	0,03	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	-2,2 %			12,6 %	-5,0 %	3,0 %	-1,1 %	16,9 %	8,8 %	4,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		77,7 %			7,1 %	-30,8 %	-16,0 %	-23,5 %	37,3 %	15,3 %	10,0 %
Käyttökate-%	1,8 %	5,1 %	4,7 %	7,4 %	6,0 %	4,3 %	5,2 %	4,8 %	4,7 %	4,5 %	4,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,2 %	2,2 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	1,5 %	1,7 %	1,6 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %
Nettotulos-%	0,7 %	1,2 %	1,2 %	1,7 %	1,4 %	0,5 %	0,8 %	0,6 %	0,9 %	1,1 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	53,5	90,7	89,1	88,2	86,7
Liikearvo	0,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	10,1	10,2	10,2	10,2
Käyttöomaisuus	52,0	55,8	54,0	53,1	52,8
Sijoitukset osakkuusrytysiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,3	1,4	1,4	1,4	0,3
Vaihtuvat vastaavat	50,1	55,5	56,7	64,7	68,0
Vaihto-omaisuus	32,8	33,3	35,5	40,7	41,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,8	20,9	19,6	22,2	24,1
Likvidit varat	0,5	1,4	1,6	1,8	2,0
Taseen loppusumma	104	146	146	153	155

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	15,9	29,2	29,7	32,1	35,4
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	15,9	29,2	29,7	32,1	35,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	43,2	59,3	54,2	54,7	52,6
Laskennalliset verovelat	0,9	2,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	40,4	53,8	51,0	51,5	49,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,8	3,2	3,2	3,2	3,2
Lyhytaikaiset velat	44,6	57,7	61,8	66,1	66,7
Lainat rahoituslaitoksilta	29,5	31,0	34,0	34,3	32,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,1	26,7	27,9	31,8	33,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	104	146	146	153	155

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tavoitehintaa ja suositus

Aloitamme Wetterin seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Näemme yhtiöllä hyvät edellytykset vahvaan ja kannattavaan tuloskasvuun sekä arvonluontiin yritysjärjestelyjen kautta, mutta korkeat absoluuttiset arvostuskertoimet ja räikeä preemiohinnoittelu verrokkeihin nähden nostaa riman korkealle arvonluonnin suhteen. Ennusteissamme yhtiön tulos kasvaa voimakkaasti, mutta arvostuskertoimien supistuessa odotamme osakkeen annualisoidun tuotto-odotuksen jäävän selvästi pääoman tuottovaadetta heikommaksi. Simula Invest tulee tekemään entisistä Sopranon osakkeista julkisen ostotarjouksen 0,82 euron osakekohtaisella hinnalla viimeistään 31.1.2023 mennessä. Ostotarjousmenettely aloitetaan kuukauden kuluessa ostotarjouksen julkistamisesta, arviolta 1.2.2023. Mielestämme tarjousvastike on houkutteleva uuden Wetterin tuloskuntoon verrattuna. Odotamme erikoistilanteen pitävän osakekurssia väliaikaisesti koholla, mutta 12 kuukauden tähtäimellä näemme tuntuvaa laskuvaraa.

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

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

Odotamme Wetterin jatkavan markkinaosuuden

voittamista, mutta suurin kysymysmerkki yhtiön sijoitustarinaa liittyen on mielestämme kuinka kannattavasti yhtiö kykenee investoimaan varojaan laajentuessaan Pohjois-Suomen ulkopuolelle. Pohjois-Suomessa yhtiön markkina-asema ja brändi on vahva, mutta laajenemisen myötä kasvuinvestointien kannattavuus voi olla paineessa. Lisäksi yhtiö on selvästi indikoinut suunnittelevansa kasvua yritysjärjestelyillä, mutta tässä vaiheessa on mielestämme vielä epäselvää kuinka houkuttelevilla kertoimilla yhtiö kykenee konsolidoimaan toimialaa ja missä määrin se kykenee yritysjärjestelyjen yhteydessä realisoimaan synergioita.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

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

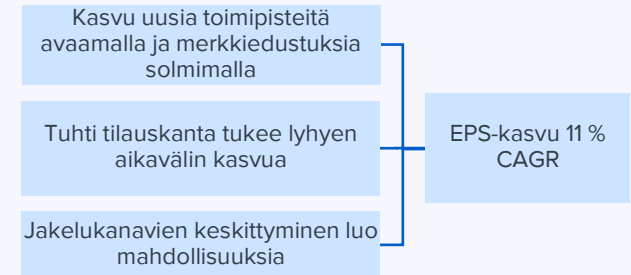
- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Vivutettu tase rajoittaa investointikykyä
- Rajallinen näkyvyys kykyyn luoda arvoa yritysjärjestelyillä
- Autokaupalla on syklinen luonne, vaikka jälkimarkkinapalvelut tasoittavatkin tulosheilauteluja
- Soprano hinnoitellaan alennuksella osana Wetteriä

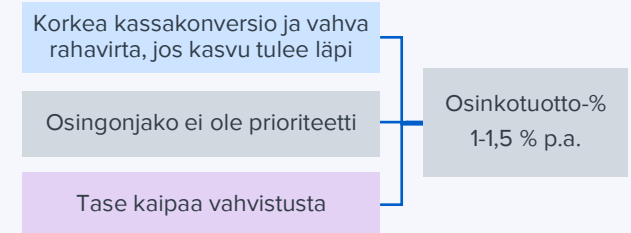
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

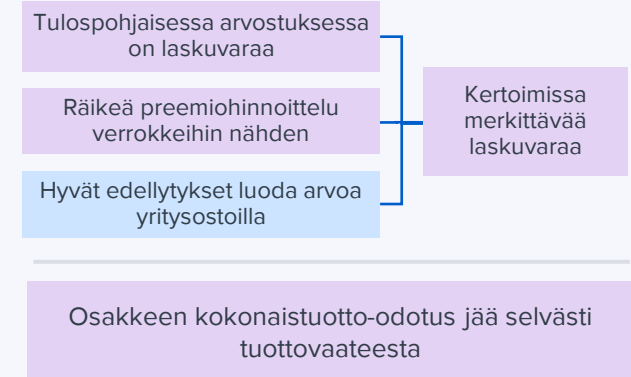
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus 2/4

Tulospohjainen arvostus on korkea

Wetterin kertaeristä oikaistu P/E-luku on kuluvaan vuoden ennusteillamme 49x, kun taas EV/EBITDA-kerroin on 13x, mikä on todella korkea taso autokauppiaille nykyinen haastava liiketoimintaympäristö ja osakemarkkinan kohonnut tuottovaatimus huomioiden. Ensi vuonna odotamme yhtiöltä selvää tuloskasvua, jonka myötä P/E-kerroin on ennusteissamme 32x ja EV-EBITDA-kerroin 11x. Ensi vuoden ennusteillamme arvostuskertoimet ovat edelleen vahvasta tuloskasvusta huolimatta korkeat ja sisältävät heikkenevän talousympäristön vuoksi kiistämättä tuntuvaa ennusteriskiä. Ensi vuoden P/E-kertoimesta laskettu tulostuotto asettuu 3,1%:iin, joten arvostuksen oikeuttaminen vaatisi erittäin vahvaa tuloskasvua oman pääoman tuottovaatimuksen ollessa yli 10 %.

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

DCF-malli on lähinnä tukea antava työkalu

DCF-mallin käytettävyys ei ole erityisen hyvä Wetterin liiketoiminnassa hyödynnetyn suuren vuokravelan vuoksi. Lisäksi liiketoiminnan ohut marginaaliprofiili tekee mallista todella herkän

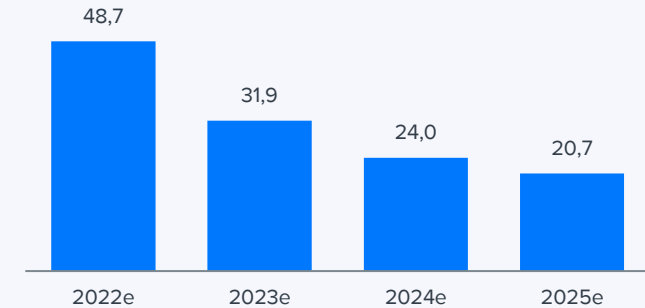
pienillekin muutoksille terminaali-jakson oletuksissa. Ennusteissamme Wetterin terminaali-jakson kasvuennuste on 1,5 %, kun taas liikevoittomarginaali asettuu 2,3 %:iin.

DCF-mallissa sovellamme 10,2 %:n oman pääoman tuottovaatimusta, mutta liiketoiminnan merkittävän velkavivun vuoksi WACC-% painuu matalalle 6,5 %:n tasolle. DCF-laskelman indikoima osakekohtainen arvo on 0,47 euroa osakkeelta, mikä on linjassa tavoitehintamme kanssa.

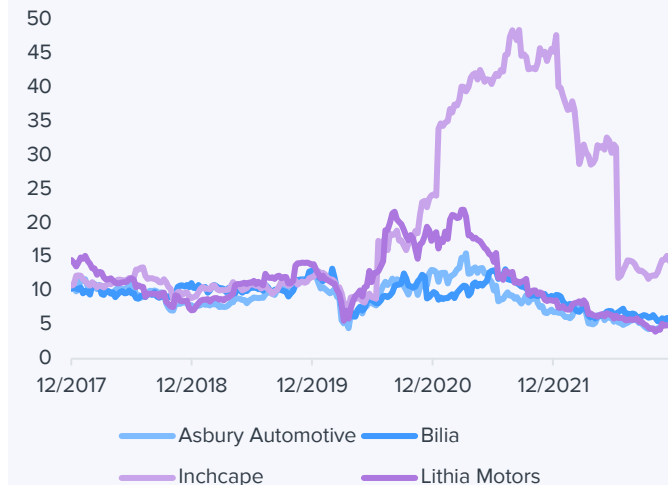
Verrokkeihin nähden Wetteriä hinnoitellaan täysin omassa luokassaan

Wetterille on saatavilla melko kattava verrokkiryhmä kansainvälisiä autoalan toimijoita, jotka keskittyvät autokauppaan ja jälkimarkkinapalveluiden tarjoamiseen. Verrokkiryhmän laadukkaampia sekä uusia laajan tarjoaman omaavia autoalan toimijoita on viime vuosina hinnoiteltu toteutuneella tuloksella mitattuna noin 8-12x P/E-kertoimella mitattuna. Suurimmalla osalla arvostuskertoimet nousivat koronapohjilta uusiin huippuihin viime kesän tienoilla, jonka jälkeen markkina on hinnoitellut osakkeita uusiksi toimialan lyhyen aikavälin haasteiden, mutta myös markkinan kasvaneen tuottovaatimuksen vuoksi. Toimialan kärkiyhtiöt ovat viime vuosina tehneet korkeaa pääoman tuottoa ja omaavat nähdäksemme suuremman kokonsa vuoksi Wetteriä matalamman riskiprofiilin. Tästä johtuen näemme Wetterin arvostuskertoimilla varaa korjata kohti verrokkiryhmää.

Wetterin P/E (oik.)



Verrokkien toteutunut P/E⁽¹⁾



1) Lähde: Bloomberg

Osakkeen arvostus 3/4

Tulospohjaisesti markkina hinnoittelee verrokkiryhmää matalilla kertoimilla

Wetterin verrokkiryhmän mediaani P/E-kerroin on konsensuksen 2022-2023 ennusteilla noin 5-6x, johon verrattuna yhtiötä hinnoitellaan erittäin suurella noin 400-800 %:n preemiolla. Etenkin Yhdysvaltalaiset verrokkit ja Bilia AB ovat viime vuosina tehneet poikkeuksellisen hyvää tulosta ja markkina on arviomme mukaan epäileväinen tuloskunnan säilymisestä analyttikoiden odottamalla tasolla. Verrokkien korkeamman suhteellisen kannattavuuden vuoksi Wetterin

preemiohinnoittelu korostuu tuloslaskelman alimmilla riveillä mitattuna. EV/EBITDA-kertoimella mitattuna arvostuspremio on maltillisempi, mutta kuitenkin 88-121 % verrokkiryhmään verrattuna.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet ovat vuosille 2022 ja 2023 0,3x, mikä on laajaan osakemarkkinan verrattuna erittäin matala taso, mutta tämä johtuu toimialan matalasta marginaaliprofilista. Liikevaihtokertoimilla mitattuna Wetteriä hinnoitellaan 54-79 %:n preemiolla verrokkeihin, mikä on sekini korkea taso.

Tasepohjaisessa arvostuksessa on selvä premio verrokkeihin nähden

Wetteri tekee hyvää oman pääoman tuottoa, mutta se ei kuitenkaan ole nähdäksemme riittävällä tasolla perustelevaan yli 80 %:n preemiota verrokkien P/B-lukuihin. Wetterin oman pääoman tuotto on viime vuosina ollut linjassa verrokkien kanssa, mikä tekee oleellisen preemiohinnoittelun perustelemisesta vaikeaa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
Bilia AB	1062	1495	9,4	10,4	6,5	7,0	0,5	0,5	7,7	9,5	6,7	6,7	2,0
Asbury Automotive Group Inc	3688	6698	5,7	6,5	5,4	6,2	0,5	0,5	4,8	5,7			1,4
AutoNation Inc	5328	8241	4,3	5,5	4,0	4,9	0,3	0,3	4,7	5,7			2,7
Group 1 Automotive Inc	2604	5109	5,2	6,3	4,8	5,7	0,3	0,3	4,2	4,8	0,7	0,7	1,3
Lithia Motors Inc	5766	12153	6,6	8,0	6,1	7,2	0,5	0,4	5,0	6,1	0,7	0,8	1,2
Penske Automotive Group Inc	8253	12165	8,6	10,7	8,6	9,0	0,5	0,5	6,7	8,2	1,7	1,8	2,2
Sonic Automotive Inc	1725	4245	7,6	8,3	6,3	6,8	0,3	0,3	5,4	6,2	1,7	1,9	2,1
Inchcape Plc	3582	3447	7,3	7,0	6,0	5,8	0,4	0,4	11,7	11,4	3,4	3,6	2,6
Lookers Plc	341	421	3,8	4,1	2,5	2,6	0,1	0,1	5,1	6,3	4,1	4,4	
Pendragon Plc	296	554	5,2	4,8	3,2	3,0	0,1	0,1	5,9	5,6			
Vertu Motors Plc	214	292	3,0	5,5	2,4	3,8	0,1	0,1	3,3	6,2	3,2	3,5	
Kamux Oyj	209	289	11,1	8,1	7,5	6,0	0,3	0,3	11,1	7,9	3,6	4,9	1,8
Wetteri (Inderes)	106	190	37,3	27,3	12,6	11,0	0,6	0,5	48,7	31,9	0,9	1,0	3,6
Keskiarvo			6,5	7,1	5,3	5,7	0,3	0,3	6,3	7,0	2,9	3,1	1,9
Mediaani			6,2	6,8	5,7	5,9	0,3	0,3	5,3	6,2	3,2	3,5	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			506 %	303 %	121 %	88 %	79 %	54 %	823 %	413 %	-71 %	-71 %	83 %

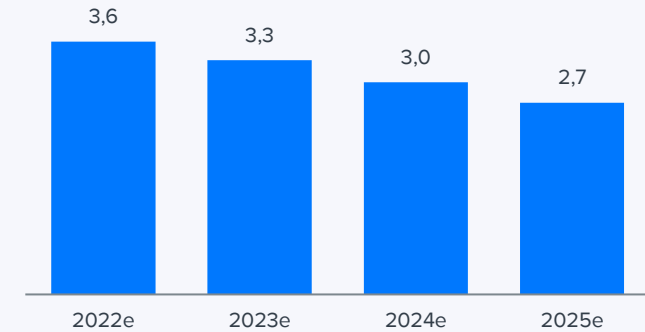
Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys ja suositus 4/4

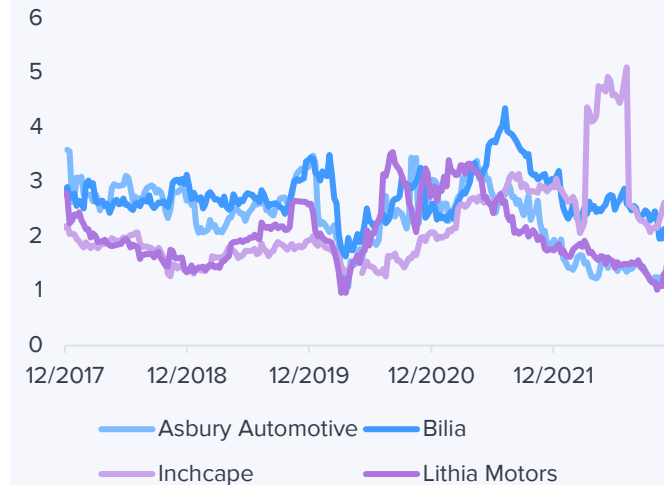
Tasepohjainen arvostus vaatii pysyvää kannattavuusparannusta taakseen

Uuden Wetterin 2021 pro forma -taseessa oli noin 22 MEUR yritysjärjestelyistä syntynyttä liikearvoa (15 % taseen loppusummasta), mikä heikentää lievästi P/B-kertoimen käytettävyyttä. Nykyisen arvostustason edellyttäviä reunaehtoja voi kuitenkin tarkastella kertoimen kautta. Wetterin P/B-kerroin on kuluvaan vuoteen ennusteillamme noin 3,6x, mikä arviomme mukaan yhtiön riskiprofiili huomioiden edellyttäisi noin 30 %:n kestävästä oman pääoman tuottoa. Vanha Wetteri teki 2016-2021 noin 20 %:n oman pääoman tuottoa ja ylsi 28 %:iin vuonna 2018, mutta Sopranon käänteisen yrityskaupan myötä tapahtuneen rakenteellisen muutoksen (ts. kasvanut oma pääoma ja heikon tuloskunnan omaavaan Soprano-liiketoiminnan konsolidoiminen) vuoksi kyseisen tason kestävä saavuttaminen vaikuttaa mielestämme erittäin haastavalta. Ensi vuoden ennusteillamme oman pääoman tuotto asettuu 11 %:iin, josta matkaa on selvästi nykyisen arvostuksen edellyttämälle tasolle.

Wetterin P/B



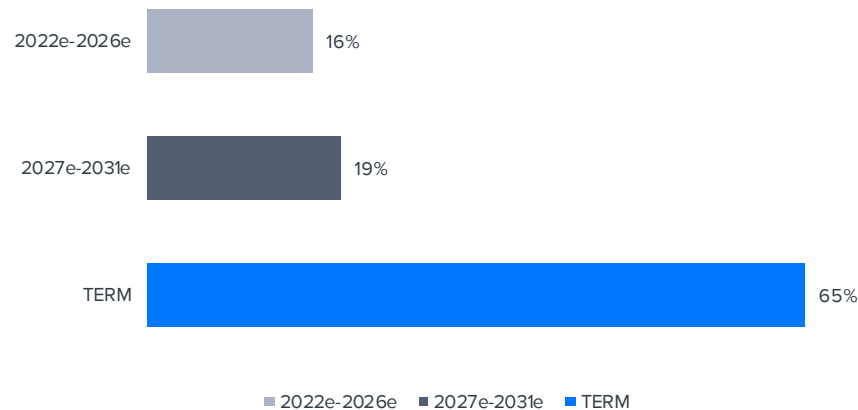
Verrokkien P/B



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,6 %	-1,1 %	16,9 %	8,8 %	4,9 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,1 %	1,6 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Liikevoitto	6,6	4,9	7,0	8,0	8,9	10,4	11,1	11,4	11,6	10,9	11,1	
+ Kokonaispoistot	12,6	10,1	10,3	10,2	10,3	10,3	10,4	10,5	10,6	10,7	10,7	
- Maksetut verot	0,1	-2,8	-0,9	0,0	0,0	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	7,0	0,3	-3,9	-1,1	-1,6	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	26,4	11,9	12,0	16,6	17,0	18,5	19,3	19,6	19,6	18,7	19,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-48,7	-8,5	-9,4	-9,9	-10,0	-10,2	-10,3	-10,4	-10,5	-10,6	-10,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,9	3,4	2,6	6,7	7,0	8,3	9,0	9,2	9,1	8,0	8,2	
+/- Muut	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-20,9	3,6	2,6	6,7	7,0	8,3	9,0	9,2	9,1	8,0	8,2	168
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	2,4	5,9	5,8	6,4	6,6	6,3	5,8	4,9	4,7	95,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		148	144	142	136	130	124	117	111	105	100	95,5
Velaton arvo DCF		148										
- Korolliset velat		-84,8										
+ Rahavarat		1,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,5										
Oman pääoman arvo DCF		62,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,47										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	290,6	284,2	320,0	316,6	370,0	EPS (raportoitu)		0,02	0,03	0,01	0,02
Käyttökate	5,2	14,4	19,3	15,0	17,2	EPS (oikaistu)		0,02	0,03	0,02	0,02
Liikevoitto	3,5	6,2	6,6	4,9	7,0	Operat. kassavirta / osake		0,09	0,20	0,09	0,09
Voitto ennen veroja	2,6	4,1	4,6	2,6	4,2	Vapaa kassavirta / osake		0,05	-0,16	0,03	0,02
Nettovoitto	2,0	3,3	4,6	2,0	3,3	Omapääoma / osake		0,12	0,22	0,22	0,24
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	111,5	103,7	146,2	145,7	152,9	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	-2 %	13 %	-1 %	17 %
Oma pääoma	12,6	15,9	29,2	29,7	32,1	Käyttökateen kasvu-%	-15 %	175 %	34 %	-22 %	15 %
Liikearvo	0,0	0,0	22,0	22,0	22,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	78 %	7 %	-23 %	37 %
Nettovelat	73,5	69,3	83,5	83,3	84,0	EPS oik. kasvu-%			39 %	-52 %	53 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	1,8 %	5,1 %	6,0 %	4,8 %	4,7 %
Käyttökate	5,2	14,4	19,3	15,0	17,2	Oik. Liikevoitto-%	1,2 %	2,2 %	2,1 %	1,6 %	1,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-7,4	-2,4	7,0	0,3	-3,9	Liikevoitto-%	1,2 %	2,2 %	2,1 %	1,6 %	1,9 %
Operatiivinen kassavirta	-2,8	11,5	26,4	11,9	12,0	ROE-%	17,2 %	23,0 %	20,2 %	6,8 %	10,8 %
Investoinnit	-50,3	-4,9	-48,7	-8,5	-9,4	ROI-%	5,8 %	7,2 %	6,7 %	4,3 %	6,0 %
Vapaa kassavirta	-50,8	6,2	-20,9	3,6	2,6	Omavaraisuusaste	11,3 %	15,3 %	20,0 %	20,4 %	21,0 %
						Nettovelkaantumisaste	581,8 %	435,7 %	285,6 %	280,3 %	261,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,3		0,3	0,6	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	14,1		4,3	12,6	11,0						
EV/EBIT (oik.)	21,1		12,6	37,3	27,3						
P/E (oik.)		0,0	0,0	48,7	31,9						
P/B	0,0	0,0	0,0	3,6	3,3						
Osinkotuotto-%				0,9 %	1,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/12/2022	Myy	0,45 €	0,80 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**