

# Relais Group

## Laaja raportti

30.05.2023 08:30



**Petri Gostowski**  
+358 40 821 5982  
petri.gostowski@inderes.fi



**Tommi Saarinen**  
+358 40 053 0573  
tommi.saarinen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ajoneuvojen jälkimarkkinan konsolidaattori

Relaisin arvonaluontimalli pohjautuu liiketoimintojen omistamiseen, kehittämiseen ja ajoneuvojen jälkimarkkinan konsolidointiin. Yhtiön näytöt tästä viime vuosilta ovat hyvät ja odotamme pääoman allokoinnin toimivan yhtiön keskeisenä arvoajurina myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyinen arvostus on usein eri tavoin tarkasteltuna maltillinen. Siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta hyvänä ja toistammeekin 15,5 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

## Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinalla

Relais Group omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yhtiöitä ja konsolidoi jälkimarkkinaa. Tämänhetkiset konserniyhtiöt harjoittavat varaosien, valaisimien ja varusteiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Pohjoismaissa ja Baltiassa. Viimeisen reilun kolmen vuoden aikana Relais on kasvanut kymmenen yritystason sekä arviomme mukaan markkinakasvua nopeamman organisaation kasvun turvin. Yhtiön taloudellinen tavoite on lähes kaksinkertaistaa operatiivinen tulos (pro forma) viime vuoden tasolta vuoden 2025 loppuun mennessä. Arviomme mukaan tämä tulee edellyttämään useita yritystoja, joten arvonaluontimallinsa mukaisesti odotamme Relaisin jatkavan sen mittakaavassa valtavan kokoisien ajoneuvojen jälkimarkkinan konsolidointia myös tulevaisuudessa.

## Tuloskasvun keskeisenä ajurina toimivat kannattavuusparannus ja todennäköiset yritystostot

Relaisin kohdemarkkina kasvaa pääasiassa ajoneuvokannan kasvun mukaista tahtia, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä karkeasti linjassa talouskasvuvauhdin kanssa. Näin ollen noin markkinakasvun mukaista liikevaihdon kasvua, mutta matalalta vuoden 2022 tasolta vahvistuvaa kannattavuutta peilaten odotamme yhtiön operatiivisen tuloskasvun yltävän kaksinumeroiselle tasolle lähivuosina (2022-2025e). Relaisin rahoitusasema, liiketoiminnan kassavirta ja mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppavälineenä mahdollistavat epäorganisaation kasvun, mutta pidämme myös lisärahoituksen keräämistä ja epäorganisaation kasvun kiihdyttämistä varsin mahdollisena lähivuosina. Arviomme mukaan pidemmän tähtäimen sijoittajan tuotto-odotuksen keskeinen ajuri onkin pääoman allokoinnin lopputulos, mihin myös keskeisimmät riskit valtaosin liittyvät. Lähistorian yritystostojen laatu ja arvostustasot huomioiden on näytöt yritystostovetoisesta kasvusta mielestämme hyvät.

## Tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle jo ilman odotuksia onnistuneesta pääoman allokoinnista

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 13x ja 12x ja oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset jo pelkästään nykyiselle liiketoimintakokonaisuudelle, eivätkä ne toisaalta hinnoittelu pääoman uudelleen allokoinnin arvonaluontia sisäänsä. Suhteellisesti Relais arvostetaan lähes linjaan suhteessa vastaavanlaisten liiketoimintojen verrokkiyhtiöihin, kun taas sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verokkiryhmään suhteutettuna osake arvostetaan huomattavalla alennuksella. Mielestämme Relaisin perusteltu arvostustaso taas löytyy näiden verokkiryhmien välimaastosta. Useammalla arvostusmittarilla tarkasteltuna nykyinen osakkeen arvostus on mielestämme maltillinen nykyiselle liiketoimintarakenteelle, eikä se hinnoittelu sisäänsä toteutumattomien yritysjärjestelyiden arvonaluontia. Siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta hyvänä.

## Suositus

### Lisää

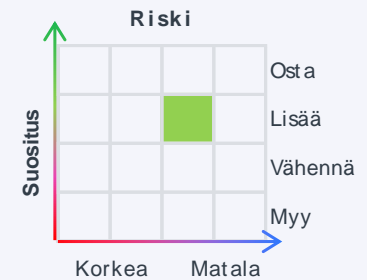
(aik. Lisää)

**15,50 EUR**

(aik. 15,50 EUR)

### Osakekurssi:

13,15



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	260,7	277,5	289,6	298,3
<b>kasvu-%</b>	10 %	6 %	4 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	23,0	29,8	31,9	33,8
<b>EBIT-% oik.</b>	8,8 %	10,7 %	11,0 %	11,3 %
<b>Nettotulos</b>	10,1	14,5	16,9	18,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,80	1,00	1,12	1,21
<b>P/E (oik.)</b>	12,7	13,2	11,7	10,9
<b>P/B</b>	1,8	2,2	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,9 %	3,2 %	3,4 %	3,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,3	12,5	11,3	10,4
<b>EV/EBITDA</b>	9,0	8,4	7,8	7,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	1,3	1,3	1,2

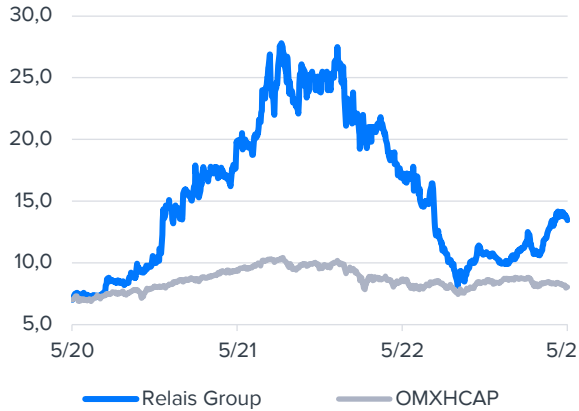
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

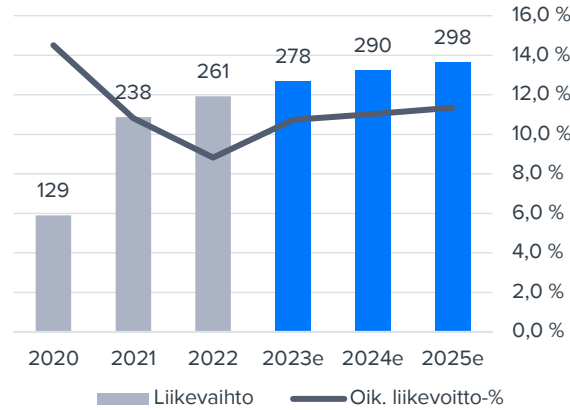
(Ennallaan)

Relais ei anna numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2023.

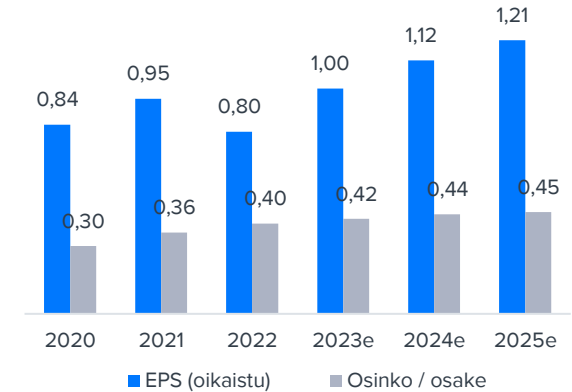
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



### Arvoajurit

- Yli ajan vakaa ja defensiivinen markkina on Relaisin kokoluokassa erittäin suuri
- Pirstaleisella ajoneuvojen jälkimarkkinalla riittää konsolidoitavaa
- Sarjayhdistelijän liiketoimintamallin ja kasvustrategian arvonluontipotentiaali on varsin hyvä
- Omistettujen liiketoimintojen keskinäiset myyntisynergiat tukevat kasvun edellytyksiä



### Riskitekijät

- Käyttöpääoman sitoutuminen tukkuliiketoiminnassa jarruttaa kassavirtaa
- Yritystoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Rajallisen hinnoitteluvoimaan ja kilpailutilanteeseen liittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Korkean inflaation aiheuttama kustannusten nousupaine ja rahoituksen kustannuksen merkittävä nousu

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	13,15	13,15	13,15
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	239	239	239
Yritysarvo (EV)	372	362	352
P/E (oik.)	13,2	11,7	10,9
P/E	16,5	14,3	13,0
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,5	11,3	10,4
Osinko/tulos (%)	52,6 %	47,7 %	44,4 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,4 %	3,4 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-11</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 12-15</b>
Markkina ja kilpailukenttä	<b>s. 16-20</b>
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	<b>s. 21-22</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 23-24</b>
Ennusteet	<b>s. 25-29</b>
Arvonmääritys	<b>s. 30-32</b>
Taulukot	<b>s. 33-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 40</b>

# Relais Group lyhyesti

Relais Group on ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yrityksiä omistava, kehittävä ja markkinaa konsolidoiva konserni. Nykyiset konserniyhtiöt operoivat sekä varaosien ja varusteiden tukkukaupassa että hyötyajoneuvojen huolto- ja korjaamopalveluissa.

## 2010

Perustamisvuosi

## 260,7 MEUR (+ 9,6 %)

Liikevaihto 2022 (kasvu-%)

## 28 % 2016-2022

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

## 25,8 MEUR (9,9 % lv:sta)

Oik. EBITA 2022 (EBITA-%)

## 1 009

Henkilöstö tilikauden 2022 lopussa

### Kansainvälistymisen alku 2014-2018

Kauden alussa liiketoiminnan pääpaino oli kotimaassa

Kansainvälistyminen eteni rivakasti yritysostoilla

Kauden aikana yhtiö laajentui Norjaan, Baltiaan ja Ruotsiin

### Pääomaa kasvuun pörssistä 2019-2020

Listautuminen First North – markkinapaikalle vuonna 2019

Kolme yritysostoa Ruotsissa ja yksi Tanskassa

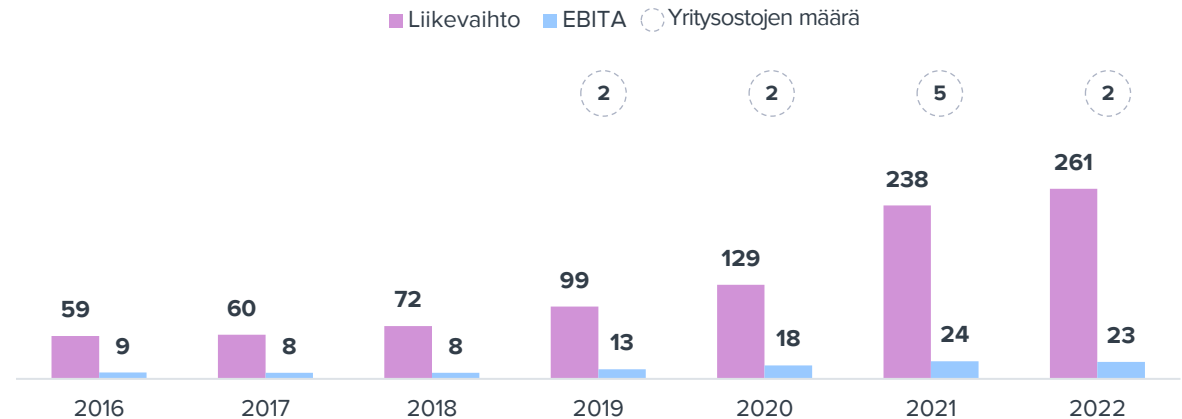
Yritysostot vahvistavat Pohjoismaista jalansijaa ja hajauttavat tulovirtoja maantieteellisesti

### Kasvun kiihdytys yritysostoin 2021-

Raskone- ja STS-yrityskauppojen myötä laajentuminen korjaamo- ja huolto liiketoimintaan

Markkinoiden kasvua ripeämpää organista kasvua

Kyvykkyyksien vahvistaminen yritysjärjestelyissä ja profiloituminen sarjayhdistelijäksi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

Relais Group on ajoneuvojen jälkimarkkinoilla erilaisia liiketoimintoja pitkäjänteisesti omistava ja kehittävä konserni, joka myös konsolidoi jälkimarkkinaa aktiivisesti. Konsernin nykyiset liiketoiminnot muodostuvat varaosien ja tarvikkeiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa harjoittavista yhtiöistä, jotka toimivat pääasiassa Pohjoismaissa ja Baltiassa.

Liiketoimintojen organisen kasvun lisäksi Relaisin toiminnan keskiössä on epäorganainen kasvu. Yritysostrategiassaan Relais on historiallisesti keskittynyt ensin ajoneuvojen jälkimarkkinalla varaosien ja varusteiden myyntiin, mutta yhtiö on laajentunut vuosina 2021 ja 2022 myös korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan. Kohdemarkkinaa yhtiö tarkastelee tällä hetkellä lähes koko ajoneuvojen jälkimarkkinan laajuudessa.

## Konserni on kasvualusta itsenäisille liiketoiminnoille

Konsernin liiketoiminnot ovat operatiivisesti itsenäisiä ja Relaisin tavoitteena on toimia kasvualustana konserniin hankituille ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimiville yhtiöille. Yhtiöt kuitenkin jakavat konsernin hallinnolliset resurssit ja pyrkivät hyötymään keskinäisistä kasvu- ja myyntisynergioista.

Kasvavan yritysyryppään kassavirtoja hyödyntämällä Relais-konserni taas pyrkii luomaan arvoa yritysostoilla. Näin ollen konsernitason

liiketoimintamalli on ns. sarjayhdistelijöiden liiketoimintamalli, kun taas alla olevien liiketoimintojen liiketoimintamallit ovatkin perinteisempiä tukku-, tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleja. Siten konsernitason arvoa pyritään luomaan etenkin toistuvien yritysjärjestelyiden avulla eli pääomaa allokoimalla. Konsernin alla yhtiötasolla arvonnluonti nojaa tavanomaisiin tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleihin.

## Liiketoiminnan rakenne

Relais raportoi taloudellisen tuloksensa tuoteryhmittäin sekä maantieteellisten alueiden mukaan. 67 % vuoden 2022 raportoidusta liikevaihdosta (2022 liikevaihto 261 MEUR) muodostui hyöty- ja henkilöajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkukaupasta sekä valaisimien ja virranhallintatuotteiden ja muiden varusteiden tukku- ja verkkokaupasta.

Vastaavasti hyötyajoneuvojen huolto- ja korjauspalvelut muodostivat siten noin kolmanneksen raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2022. Huomionarvoista on, että korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan liikevaihdosta noin puolet muodostuu työstä ja puolet käytetyistä varaosista, joten suuri osa myös tämän segmentin liikevaihdosta syntyy varaosien toimittamisesta.

Konserniyhtiöiden vuoden 2022 raportoidusta liikevaihdosta Suomi vastasi noin 45 %, kun taas Ruotsi vastasi noin 42 %. Vastaavasti Viro, Norja, Tanska ja muut Baltian maat muodostivat yhteensä noin 15 % liikevaihdosta.

# RELAIS



Ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumyyntiä Pohjoismaissa ja Baltiassa

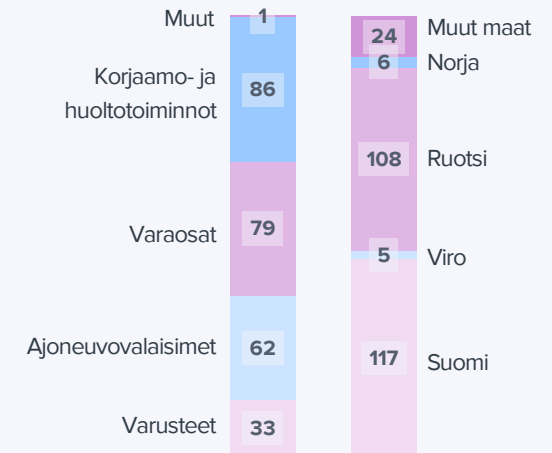


Hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa



Konserni on kasvualusta omistetuille yhtiöille, jota kasvatetaan toistuvien yritysostoin

## Liikevaihdon jakauma (2022, 261 MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Laaja tuotevalikoima ja toimittajaverkosto

Relaisin tukkuliiketoimintojen tuotevalikoima on erittäin laaja, sillä se kattaa arviolta 150-200 tuhatta varastonimikettä, jotka jakaantuvat ajoneuvojen lisä- ja sähkövarusteisiin sekä varaosiin. Relaisilla on erikoisosaamista erityisesti ajoneuvojen sähkövarusteissa, -varaosissa ja valaisinratkaisuissa, johon keskittyneitä yhtiöitä ovat mm. Strands, Awimex ja Lumise.

Tuotevalikoimansa yhtiö hankkii useista sadoista toimittajista koostuvasta toimittajaverkostostaan, jossa pääsääntö on, että yksittäisillä tuotteilla on useita vaihtoehtoisia toimittajia. Tämä laskee toimittajaverkoston liittyvän riskiprofiilin maltilliseksi, vaikka harvoissa yksittäisissä erikoisosissa toimittajakunta saattaa olla rajoittunut yhteen toimittajaan.

Relaisin asemaa ostajana tukee sen jäsenyys globaalisti toimivassa varaosa- ja tarviketukkureiden Nexus-yhteenliittymässä. Nexus tarjoaa jäsenilleen skaalaetuja mm. ostoissa varaosavalmistajilta, apua suhteiden luomisessa valmistajiin sekä tukea laadunvarmistukseen, logistiikkajärjestelyihin ja koulutukseen

## Omat tuotemerkkien osuus on merkittävä

Valtaosa Relaisin tukkuliiketoimintojen myynnistä tulee muiden brändien tuotteista, mutta konsernin omien brändien osuus myynnistä on kuitenkin käsityksemme mukaan merkittävä eli noin 25 %. Omat tuotteet koostuvat etenkin valomerkeistä, joita myydään useilla omilla brändeillä. Pienen lisän omiin tuotemerkkeihin tuovat myös varaosat, joita

myydään Nordic Product Development -merkillä. Tukkuoliiketoiminnassa omiin tuotemerkkeihin panostamista tyypillisesti puoltaa niiden hieman korkeampi katetaso, minkä vuoksi arvioimme myös Relaisin panostavan niiden kasvuun.

## Asiakaskunta on hyvin hajautunut

Tuoteliiketoiminnoissa (sis. tukku sekä verkkomyynti) yhtiön asiakkaat muodostuvat pääasiassa jälkimarkkinoilla toimivista varaosien ja varusteiden jälleenmyyjistä, jotka ovat paikallisia tai alueellisia jakelijoita ja vähittäismyöntiketjuja sekä ajoneuvovarusteiden myyjiä.

Tukkutoimintojen asiakkaita ovat lisäksi ajoneuvojen korjaamot, kuten esimerkiksi konserniin lukeutuvat Raskone ja STS. Kaiken kaikkiaan tuoteliiketoimintojen liikevaihto muodostuu erittäin laajasta asiakaskunnasta.

Liikevaihtoa hajauttaa edelleen palveluliiketoimintojen laaja asiakaskunta, joka muodostuu korjaamo- ja huoltotoimipisteiden alueellisesta kysynnästä. Näitä toimipisteitä Raskoneella on Suomessa 16, STS:llä 15 ja Skeppsbronsilla 1 Ruotsissa.

Tätä taustaa vasten Relaisin liikevaihto on mielestämme varsin hyvin hajautettu. Käsityksemme mukaan karkeasti kymmenen suurinta asiakasta tuovat noin 10 % Relaisin liikevaihdosta vuositasolla, joten myöskään suurimpien asiakkaiden osalta liikevaihdon jatkuvuus ei mielestämme muodosta suurta riskiä.

# RELAIS

## Konserniyhtiöitä

### Hyötyajoneuvojen varaosia ja varusteita



### Henkilöajoneuvojen varaosia ja varusteita



### Valaisimia, virransäätö- ja muita varusteita



### Valaisin ja verkkokauppa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Kysyntä on luonteeltaan jatkuvaa

Relaisin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimus pohjaisia jatkuvia elementtejä, sillä sen liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista ja ajoneuvojen korjaus- ja huoltotarpeista. Tukkuliiketoiminnoissa on kuitenkin ominaista, että jokin toimittaja on ostajan ensisijainen toimija ja avainasiakkaiden kanssa solmitaan yksivuotisia raamisopimuksia, joissa kannustimet rakentuvat volyymsidonnaisiin ostobonusiin. Vastaavasti korjaus- ja huoltoliiketoiminnoissa maltillinen osa kysynnästä muodostuu ymmärryksemme mukaan huolenpitosopimuksista tai merkkiedustuksista, joille Raskone ja STS tekee takuuhuoltoja. Kokonaisuutena mielestämme yhtiön kysynnän ajurit ovat suurelta osin jatkuvia, sillä varaosien sekä korjaus- ja huoltopalveluiden kysyntä on luontainen seuraus ajoneuvojen kulutukselle ja näiden kysyntä on myös elinehto ajoneuvojen pitkälle käyttöäälle.

Konserniyhtiöiden kysyntä jakautuu vuoden aikana jokseenkin tasaisesti, vaikkakin Pohjoismaiden sääolosuhteet voivat lievää kausiluonteisuutta aiheuttaakin. Kausiluonteisuutta nimittäin voimistaa talviolosuhteet, jotka tyypillisesti lisäävät sekä varaosien että korjaamo- ja huoltopalveluiden kysyntää. Tämän kausiluonteisuuden voimakkuus voi vaihdella riippuen talven ankaruudesta, kuten esimerkiksi vuodet 2021 (ankara talvi) ja 2022 (leudompi talvi) osoittivat.

## Liiketoimintojen ydintoiminnot

Relaisin konserniyhtiöiden omien tuotemerkkien valmistus on ulkoistettu, joten omaa valmistavaa

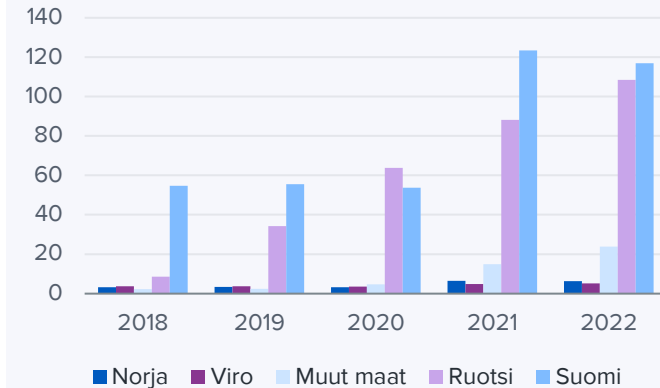
toimintaa konsernilla ei ole. Siten tuoteliiketoiminnoissa konserniyhtiöiden ydintoimintoja ovat varaosien ja varusteiden hankinta, myynti ja jakelu. Näin ollen liiketoimintojen kilpailukyky rakentuu laajan tuotetarjoaman tehokkaan hankinnan ja jakelun ympärille, missä korostuu logistiikan tehokkuus. Tuoteyhtiön kustannusrakenteen kiinteät elementit muodostuvat logistiikasta, jolloin toiminnan tuloskehityksen kannalta merkittävin tekijä on sen kokoluokka eli volyyymi. Vastaavasti konsernin palveluyhtiöissä, kustannusrakenteen kiintein elementti on toimipisteiden lyhyen tähtäimen kiinteät kustannukset, jotka muodostuvat suurelta osin palveluita toimittavan henkilöstön kustannuksista ja toimipisteiden infrastruktuurista. Näin ollen palveluliiketoiminnan kannattavuuden kannalta kriittisin ajuri on toimipisteiden käyttöaste.

## Konsernitoiminnot

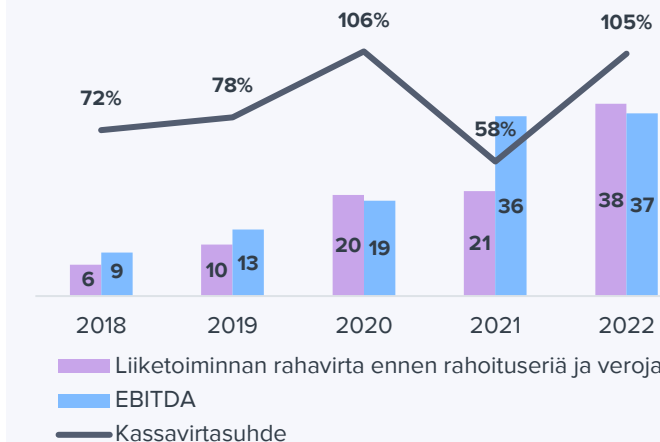
Relaisin yhtiöissä pyritään säilyttämään hankittujen liiketoimintojen itsenäisyys ja vaalimaan yrittäjä- ja omistajalähtöistä kulttuuria. Tämä näkyy mm. siten, yhtiöiden paikallinen johto jatkaa yrityshankintojen jälkeen tehtävissään, eikä konserniyhtiöitä pyritä päivittäin ohjaamaan ylimmän konsernijohtoon toimesta. Konsernitason johto osallistuu yrityskohtaisiin hallituksiin tarjotakseen liiketoiminnoille tukea ja seuratakseen strategian etenemistä.

Konsernitason toimintoja on vastaavasti keskitetty pääasiassa sellaisiin toimintoihin, joissa mittakaavaetuja voidaan hyödyntää kuten ostotoiminnoissa, rahoituksessa ja tietojärjestelmissä. Konsernitason vastataan myös

## Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



## Rahavirran kehitys



Lähde: Relais ja Inderes  
Kassakonversio: Liiketoiminnan rahavirta / käyttökate



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

keskeisten menettelytapojen (tietoturva, riskienhallinta, ESG jne.) yhtenäistämisestä ja koordinoimisesta.

Relaisin konsernitason liiketoimintamallin yksi keskeisimmistä toiminnoista ovat yritysjärjestelyt, joita konsernissa etsii ja toteuttaa sen johtoryhmä. Yritysostot ovat siis etenkin toimitusjohtajan ja liiketoiminnan kehitysjohtajan fokusaluetta, mutta potentiaalisten kohteiden kartoittamiseen ja hankkeiden edistämiseen osallistuu myös omistettujen yhtiöiden toimitusjohtajat sekä tapauskohtaisesti Relaisin hallituksen jäsenet. Yritysjärjestelyitä kartoitetaan käsityksemme mukaan oman etsinnän tuloksena, mutta myös konserniyhtiöistä tulevien havaintojen ja ulkopuolelta tulevien ehdotuksien pohjalta.

Yritysostoissa Relais tarjoaa kohdeyhtiöille etenkin mahdollisuutta kasvaa osana suurempaa kokonaisuutta ja omistajalle/yrittäjälle vapautusta hallinnollisista tehtävistä ja mahdollisuutta keskittyä ydinliiketoimintaan. Suuremman kokoluokan ja keskinäisten synergioiden kautta osa arvolutapausta on myös pyrkimys kasvattaa ostettavan liiketoiminnan arvoa osana Relaisia. Näin ollen olennainen osa yritysjärjestelyitä on myyvän tahon ja/tai paikallisen johdon sitouttaminen osakeomistuksilla tai kauppahintamekanismeilla. Nämä järjestelyt ovat tapauskohtaisia ja sitouttamista voidaan tehdä joko vähemmistöomistusta tai Relaisin omaa osaketta hyödyntävillä järjestelyillä tai lisäkauppahintajärjestelyillä.

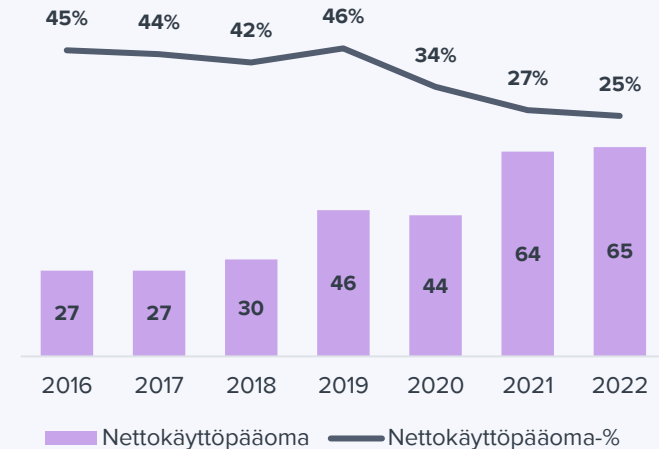
## Liiketoiminta rullaa ilman suurempia investointeja

Relaisin tuoteliiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen, minkä ansiosta vuosien 2018-2022 investoinnit (ilman yritysostoja) ovat olleet keskimäärin vain noin 1 MEUR. Vuosina 2021-2022 investoinnit ovat kuitenkin olleet hieman suuremmat eli noin 1,5-2,3 MEUR kohonneita laite- ja järjestelmäinvestointeja mukaillen. Tämä arviomme mukaan heijastelee sekä konsernin kasvanutta kokoluokkaa, että jossain määrin myös korjaamoliiketoiminnan myötä lievästi kasvaneita investointitarpeita. Tätä taustaa vasten arvioimme, että nykytuotoisen Relaisin vuotuiset orgaaniset investointitarpeet käyttöömaisuuteen ovat noin 2,5-3 MEUR:n suuruusluokkaa.

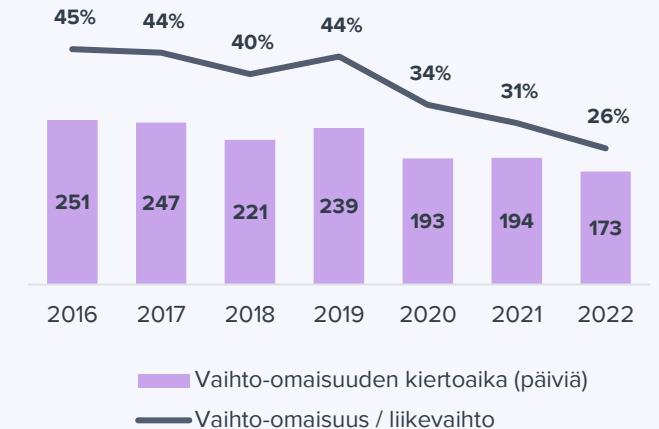
## Varastot sitovat pääomaa

Liiketoimintamallissa rahavirran kehitystä jarruttaa käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla on etenkin tuoteliiketoiminnan suuret varastot. Tämä on tukkuliiketoiminnalle tyypillistä, mutta varastojen arvo arviomme mukaan kohottaa osin tehdyt strategiset päätökset kuten erittäin laaja tarjonta eli suuri määrä varastonimikkeitä. Suuret varastot mahdollistavat lyhyet toimitusajat ja kattavan tuotevalikoiman, mitkä ovat näkemyksemme mukaan yhtiön pitkän tähtäimen kilpailukyvyyn kannalta olennaisia elementtejä. Vastapainona nämä kuitenkin kasvattavat vaihto-omaisuuden kiertoaikaa, mikä taas johtaa pääoman sitoutumiseen.

## Pääoman sitoutuminen



## Vaihto-omaisuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tilikausilla 2018-2022 Relaisin nettokäyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 26-41 %. Käyttöpääoman suhteellinen osuus on kuitenkin kääntynyt laskusuunnalle, minkä taustalla on yritysostojen kautta tapahtunut laajentuminen liiketoimintoihin, joissa käyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa. Lisäksi H2'22:lla yhtiön aloittama suunniteltu varastotasojen laskeminen pienensi suhteellisen nopeasti käyttöpääoman määrää. Tätä heijastellen yhtiön nettokäyttöpääoma laski vuoden 2022 lopussa 25 %:iin liikevaihdosta. Q1'23:n lopussa nettokäyttöpääoma-% (ed. 12kk liikevaihto) oli vajaa 24 %, mikä arviomme mukaan on jokseenkin normaali taso yhtiölle. Pitkässä juoksussa pääoman sitoutumisen ratkaiseekin konsernin yhtiöryppään liiketoimintojen luonne.

## Liiketoiminnan rahavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi

Käyttöpääoman sitoutumista heijastellen Relaisin liiketoiminnan operatiivinen rahavirta on ollut tilikausien 2018-2022 osalta operatiivista tulosta matalampi. Tätä suhdetta kuvaava kassakonversio (%) on ollut keskimäärin 84 % lähihistoriassa eli vuosina 2018-2022 (s.8). Tämä kuvaa sitä, miten liiketoiminta sitoo pääomaa käyttöpääoman muodossa

## Pääoman tuotto strategian toteutuksen pääasiallinen mittari

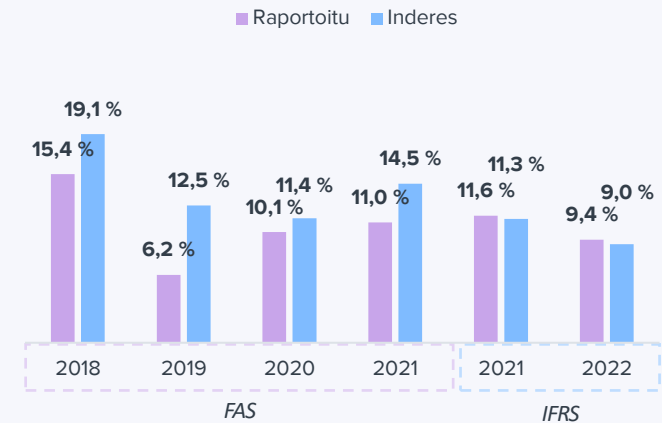
Näkemyksemme mukaan Relaisin liiketoimintamallin ja strategian arvonluontia varsin hyvin kuvaava mittari on sijoitetun pääoman tuotto-

%. Vuosina 2018-2022 raportoitu sijoitetun pääoman tuotto on ollut 6,2-15,4 % sen keskiarvon ollessa 10,6 %. Pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan ollut keskimäärin pääoman kustannusta selvästi korkeampi ja näin ollen kasvustrategia on luonut arvoa.

Tulevaisuudessa pääomantuoton kannalta yksi keskeinen tekijä on se, miten tehokkaasti yhtiö kykenee allokoimaan pääomaa yritysostoihin eli toisin sanoen, millaisilla arvostuksilla ja sijoitetun pääoman tuotolla yhtiö toteuttaa yritysostoja. Lisäksi keskeisiä tekijöitä on nyt jo omistettujen ja hankittavien liiketoimintojen pidemmän aikavälin operatiivinen kehitys ja pääoman tuotot.

Lähihistoriassa Relais on ostanut yrityksiä noin 7x EV/EBITDA-kertoimella. Staattisesti tarkasteltuna tämä vastaa karkeasti kaksinumeroista sijoitetun pääoman tuottoa, mikäli liiketoiminnat ovat suhteellisen pääomakeveitä. Huomioitavaa on kuitenkin, että nykyisellä liiketoimintarakenteella käyttökate antaa liiketoimintojen kassavirran tuottokyvystä hieman liian positiivisen kuvan, koska nykyinen liiketoiminta sitoo pääomaa etenkin käyttöpääomaan ja edellyttää investointeja, vaikka tarvittava taso onkin kohtuullinen.

## Relais, sijoitetun pääoman tuotto ROIC-% 2018-2022



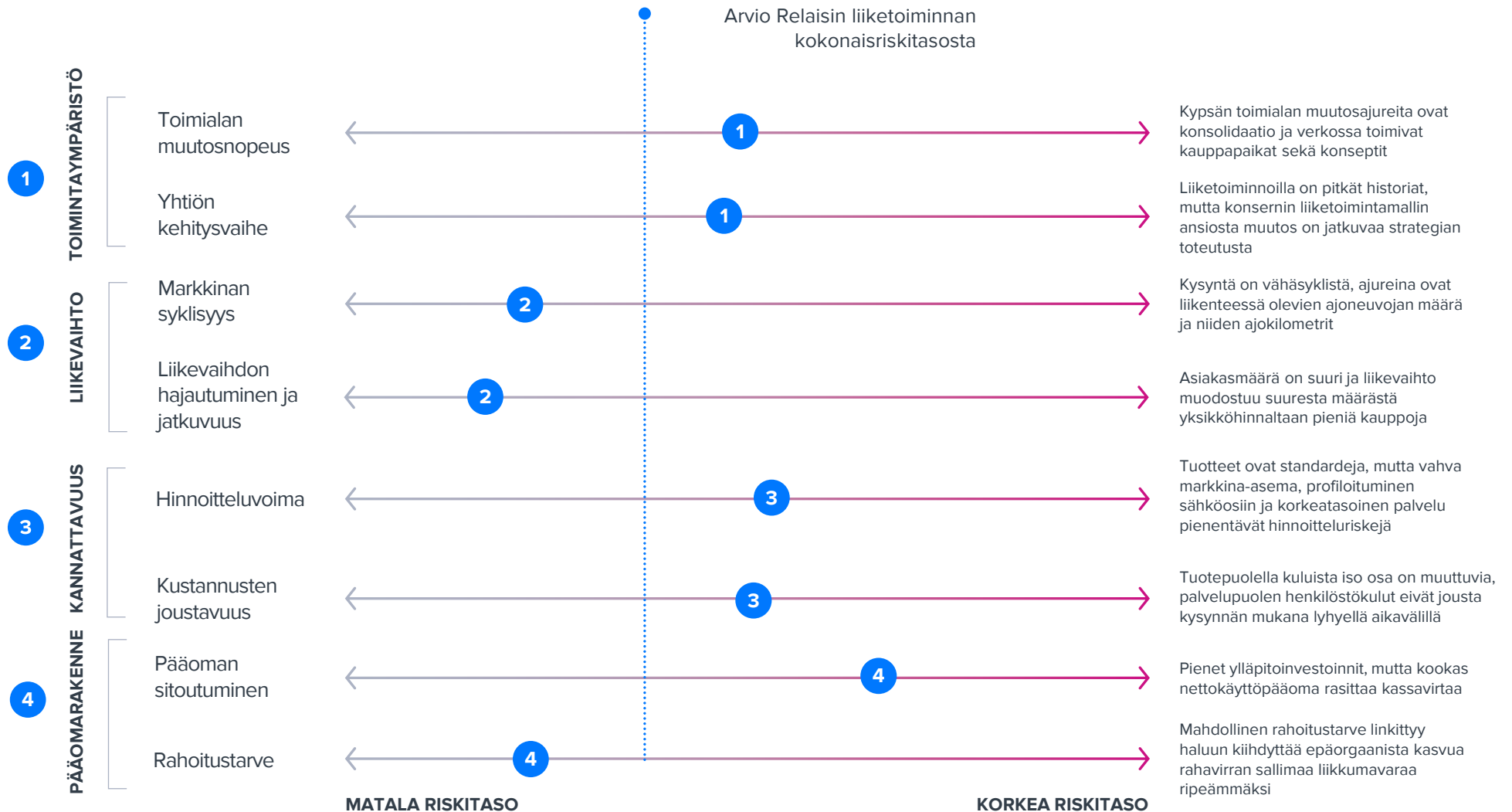
## ROIC metodologia

Relais	Inderes
$\begin{aligned} & \text{EBIT} \\ & + \\ & \text{Muut korko- ja rahoitustuotot} \\ & - \\ & \text{Listautumiseen liittyvät kulut} \end{aligned}$	$\begin{aligned} & \text{EBITA} \\ & + \\ & \text{(1-verokanta)} \end{aligned}$
Tilikauden keskiarvo	Tilikauden keskiarvo
$\begin{aligned} & \text{Oma pääoma} \\ & + \\ & \text{Vähemmistöosuus} \\ & + \\ & \text{Lainat rahoituslaitoksilta} \\ & + \\ & \text{Muut lainat} \\ & + \\ & \text{Pääomalainat} \\ & + \\ & \text{Vaihtovelkakirjalaina} \end{aligned}$	$\begin{aligned} & \text{Oikaistu oma pääoma}^1 \\ & + \\ & \text{Vähemmistöosuus} \\ & + \\ & \text{Lainat rahoituslaitoksilta} \\ & + \\ & \text{Muut lainat} \\ & + \\ & \text{Pääomalainat} \\ & + \\ & \text{Vaihtovelkakirjalainat} \end{aligned}$

Lähde: Relais, Inderes

<sup>1</sup>Tehdyt liikearvon poistot lisätty takaisin liikearvoon

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia painottaa arvonluontia yritysostoilla

Strategiassaan Relais keskittyy arvonluontiin läpi ajoneuvojen elinkaaren ajoneuvovalmistajista riippumattomalla jälkimarkkinalla. Yhtiön strategia pohjautuu seuraavaan kolmeen toisiaan tukevaan tekijään:

**Yrityskaupat:** liiketoimintamallin arvonluonnin keskeisiä välineitä on omistettujen liiketoimintojen tuottaman kassavirran uudelleen allokointi. Näin ollen on mielestämme myös luonnollista, että yhtiön strategia painottaa yritysostoja.

**Synergiat:** keskittymällä ajoneuvojen jälkimarkkinaa yhtiö pyrkii konsolidoimaan samalla toimialalla toimivia yhtiöitä ja löytämään näiden väliltä synergioita. Nykyisissä liiketoiminnoissa näitä tavoitellaan käsittääksemme etenkin myynnin eli liikevaihdon puolelta, sillä esimerkiksi konsernin huolto- ja korjaamopalvelut voivat keskittää ostojaan konsernin tuote-yhtiöille jossain määrin.

**Operatiivinen tehokkuus.** Keskeiset operatiivisen tehokkuuden mittarit arviomme mukaan vaihtelevat hieman liiketoiminnoittain. Esimerkiksi tukkutoiminnoissa tehokkuuden ytimessä on käyttöpääoman kierto ja katteet, kun taas palveluliiketoiminnassa suuressa roolissa on työntekijöiden korkea ”laskutusaste”. Konsernitasolla operatiivinen tehokkuus mielestämme kuvastaa sitä, että hankittuja yhtiöitä pyritään kehittämään osana Relais-konsernia.

Yhtiön taloudellisena tavoitteena on saavuttaa 50 MEUR:n EBITA (pro forma) vuoden 2025 loppuun

mennessä.

## Täsmäostoja ja arvoketjussa laajentumista

Yritysostostrategiassa Relais etsii nykyistä tarjontaa tukevia add-on järjestelyjä, millaisiksi lukeutuvat esimerkiksi tukku- ja tuoteliiketoiminnan kokoluokkaa ja leveyttä laajentavat järjestelyt. Näissä järjestelyissä strateginen ja teollinen logiikka pohjautuu etenkin siihen, että ostettava yhtiö sekä Relaisin liiketoiminta on järjestelyn jälkeen arvokkaampi, esimerkiksi myyntisynergioiden realisoinnin ja parantuneen investointikyvyn ansiosta.

Add-on-järjestelyiden lisäksi Relais tarkastelee mahdollisuuksia laajentua arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin Platform-järjestelyin. Tästä esimerkki on vuoden 2021 aikana toteutetut korjaamo- ja huoltopalveluiden hankinnat. Platform-järjestelyjen mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, että ne laajentavat kohdemarkkinaa ja luovat näin uutta kasvupohjaa add-on-järjestelyille. Pidämme tulevaisuudessa nykyisten liiketoimintojen kylkeen hankittavia pienempiä add-on-järjestelyjä suurempia Platform-ostoja todennäköisimpinä.

## Hankintojen kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

Käsityksemme mukaan yritysostokohteilta edellytetyt kriteerit (esim. koko, kannattavuus jne.) eivät ole kiveen hakattuja, sillä kohteita tarkastellaan erityisesti strategisista lähtökohdista. Tällöin yritysostokohteita valikoidessa Relais arvioi mm. ostokohteen markkina-asemaa, liikevaihdon laatua sekä kasvunäkymää, toiminnan



## Strategian keskeiset tekijät:

- Yrityskaupat
- Synergiat
- Operatiivinen tehokkuus

## Taloudellinen tavoite:

- 50 MEUR:n pro forma -EBITA:a vuoden 2025 loppuun mennessä.

## Kasvustrategian arvonluonnin viitekehys



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

kannattavuutta ja pääoman tuottoa. Tarkkoja raja-arvoja näiden osalta ei ole kuitenkaan ymmärryksemme mukaan päätetty, vaan kohteita tarkastellaan tapauskohtaisesti.

## Kevyt integraatio laskee riskitasoa

Relaisin tapa integroida yritysostokohteet on pintapuolinen, mikä tarkoittaa että ostettavat kohteet jatkavat tavanomaisesti omalla brändillä ja operatiivinen toiminta jatkuu pitkälti ennallaan. Konsernin yhtiöille jaetaan kuitenkin yhteisiä toimintatapoja ja tukifunktioita. Kustannuspuolen synergiat sen sijaan eivät ole järjestelyissä merkittävässä roolissa, vaan synergioiden tavoittelu nojaa myynnin synergioihin. Tämä mielestämme laskee yritysostostrategian riskitasoa, sillä kustannussynergioiden tavoittelu on useimmin yritysjärjestelyiden kipupiste kuin kasvusynergiat.

## Kasvustrategia arvoajurien mukainen

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategiset painopistealueet tukevat liiketoimintamallin arvonluonnin edellytyksiä ja ovat toisiaan täydentäviä. Tämän taustalla on se, että konsernitason pitkän aikavälin arvonluonti pohjautuu omistettujen liiketoimintojen kassavirran onnistuneeseen allokointiin. Tämän kassavirran mahdollistaa lisäarvonluonti asiakkaille nykyisellä tuote- ja palvelutarjoomalla, mitä vahvistaa edelleen hankittujen kohteiden keskinäiset synergiat. Lisäksi synergiat voivat kasvattaa ostettujen kohteiden arvoa.

Epäorganista kasvustrategiaa puoltaa hankittujen

liiketoimintojen kassavirtaprofiili, minkä ansiosta Relais saa jo lähtötilanteessa positiivista kassavirtaa tekevän liiketoiminnan. Tämä taas parantaa konsernin edellytyksiä tehdä uusia järjestelyjä ja hajauttaa sen tulovirtoja.

## Pääoman tuotto strategian arvioinnin keskeinen mittari

Relaisin taloudellinen tavoite on 50 MEUR:n pro forma EBITA:n saavuttaminen vuoden 2025 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaa karkeasti EBITA:n kaksinkertaistamista vuoden 2022 tasosta, jolloin yhtiön oikaistu EBITA oli 25,8 MEUR.

Näkemyksemme mukaan strategian arvonluontia yksi parhaiten mittaava mittari on pääoman tuotto, joka mittaa yhtiön onnistumista pääoman allokoinnissa eli yritysostostrategian toteutuksessa ja myös nykyisten liiketoimintojen tehokkuutta ja sen kehitystä pidempää aikaväliä tarkasteltaessa. Mielestämme sijoittajan perspektiivistä se, millaisella sijoitetun pääoman tuotolla tuloskasvu tapahtuu onkin tärkeämpää kuin absoluuttinen strategiakauden tulostasoa. Samaan aikaan 50 MEUR:n EBITA-tavoite kuitenkin kuvastaa yhtiön tavoitetta ylläpitää vauhdikasta kasvua tulevaisuudessa.

## Riskinottohalukkuus määrittää vauhtia

Relaisilla ei ole taserakennetta tai velkaantumista koskevia taloudellisia tavoitteita. Näin ollen yhtiön taloudellisen liikkumavaran pääasiallinen rajoite on yhtiön rahoittajien asettamat kovenantit (ei julkaistu) sekä yhtiön riskinottohalukkuus.

## Historiallinen kehitys



## Yritysjärjestelyt

Q1'20-Q1'23 (MEUR)

Ostettu yritys	Hinta <sup>3</sup>	LV <sup>1</sup>	EBITDA <sup>1</sup>	Arvostus <sup>2</sup>
Adita	1,0	5,6	0,2	4,1x
S-E-T A/S	5,3	4,0	1,1	5,1x
Skeppsbrons J.	7,8	7,3	1,4	6,0x
Trucknik	2,8	2,4	0,3	9,9x
STS	9,7	23,0	1,2	8,1x
Lumise	10,3	11,0	1,1	9,4x
Raskone	30,7	63,0	4,7	6,5x
Strands	17,8	15,6	2,4	7,4x
TD Tunga D.	14,3	8,9	1,9	7,4x
SEC	0,8	1,5	0,2	4,0x
<b>Mediaani</b>				<b>7,0x</b>

<sup>1</sup> Viimeisin tiedossa oleva raportointirivi

<sup>2</sup> EV/EBITDA sis. Inderesin arvion nettovelosta

<sup>3</sup> Inderesin arvio, mikäli kauppahintaa ei ole julkaistu

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Näkemyksemme mukaan yhtiön liiketoimintojen defensiivinen luonne antaa edellytykset operoida karkeasti 3x nettovelka/käyttökate-tasolla yli ajan ilman liiallista riskitason nousua. Emme pidä suhdelukua kiveen hakattuna etenkin lyhyellä tähtäimellä ja huomioitavaa on myös, että jo yritysostojen myötä yhtiön eteenpäin katsova tulos- ja kassaviirtataso vahvistuu. Tämän takia taaksepäin katsovien raportoitujen lukujen taso ei täysimääräisesti heijastele sen hetkistä velanottokapasiteettia, mikäli edellisen 12 kuukauden aikana on tehty yritysostoja.

Liiketoiminnan defensiivinen luonne ja yhtiön historialliset näytöt huomioiden emme usko yhtiön rahoitusaseman rajoittavan kasvustrategian toteutusta, etenkin kun huomioidaan myös oman osakkeen käyttömahdollisuudet osana yritysostoja. Riippuen yritysostojen arvostuksesta, nämä työkalut mielestämme riittäisivät taloudellisen tavoitteen saavuttamisen rahoittamiseen. Pidämme kuitenkin myös varsin mahdollisena, että yhtiö rahoittaa ja kiihdyttää kasvustrategian toteutusta oman pääoman ehtoista rahoitusta keräämällä.

## Liiketoimintamallin skaalautuvuus korostuu kokoluokan kasvaessa

Sarjayhdistelijöiden pitkän tähtäimen arvontuonti linkittyy vahvasti yritysostoprosessien tehokkuuteen, sillä konsernin koon kasvaessa ja arvon noustessa yksittäisten ja tyypillisesti konsernin mittakaavassa pienempien järjestelyiden vaikutus suhteessa konsernin arvoon pienenee. Toisin sanoen yksittäisellä

järjestelyllä on ajan yli laskeva rajahyöty, sillä transaktioiden kokoluokkaa kasvattamalla niiden arvostuksilla on tapana kohota. Tällöin arvontuonti linkittyy olennaisesti pienempien järjestelyjen lukumäärään, mikä taas on riippuvainen järjestelyjä toteuttavasta henkilöstöstä.

Pitkällä tähtäimellä Relaisin tulee arviomme mukaan kyetä jalkauttamaan yritysostoprosessia kasvavassa määrin myös alemmalle tasolla konsernin organisaatiossa, sillä ylimmän johdon kyky toteuttaa järjestelyjä ei skaalaudu. Onnistunut jalkauttaminen mahdollistaisi useamman liiketoimintahaaran toistuvien add-on-järjestelyjen toteuttamisen ja siten tasaisen arvontuontitahdin pitkässä juoksussa. Yritysosto-osaamisen ja arvontuontimallin jalkauttaminen vahvemmin liiketoimintahaaroihin tehostaa myös uusien kohteiden etsintää paikallisen markkinan ja kilpailijakentän syvemmän tuntemisen seurauksena.

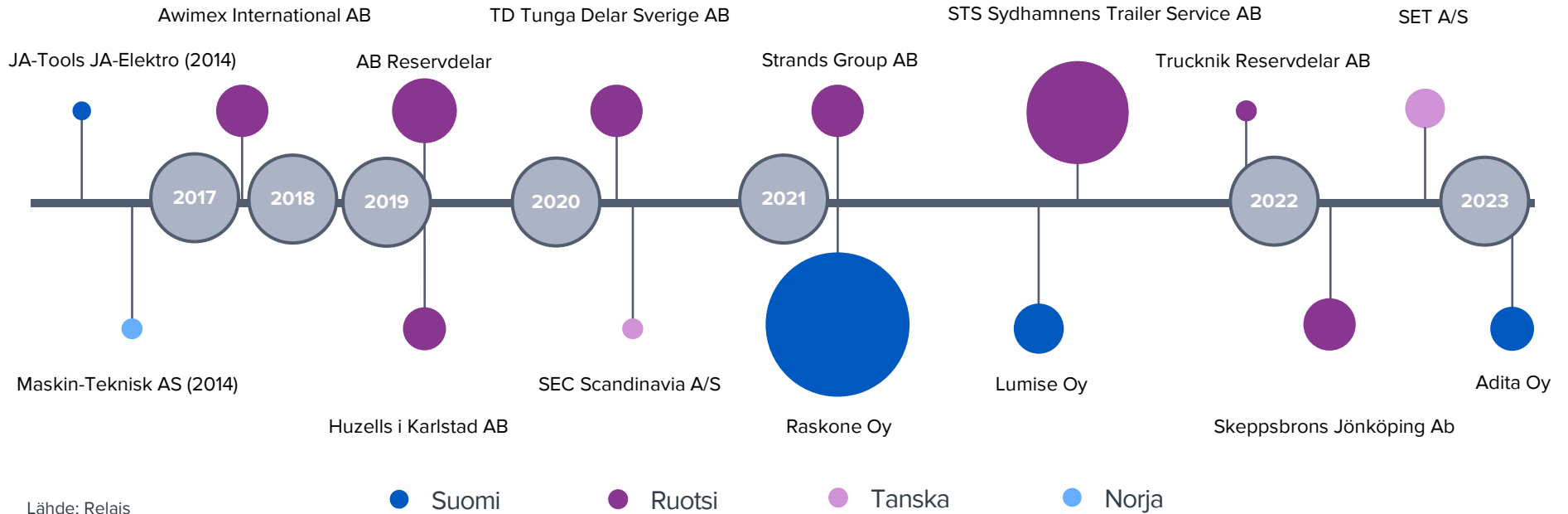
## Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

Relaisin osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain keskimäärin yli 30 % konsernin keskimääräisestä vertailukelpoisesta osakekohtaisesta tuloksesta, suhdannevaihtelut huomioiden.

Politiikan maltillinen osingonjakosuhde mielestämme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle suuntaa antavan lattiataason tullaan pääoman allokoinnissa arviomme mukaan painottamaan kasvua voitonjaon sijaan.

Nykyisessä kehitysvaiheessa pidämme maltillista voitonjakoa myönteisenä, olettaen, että Relais onnistuu allokoimaan pääomat sekä laadullisilta että taloudellisilta kriteereiltään järkeviin yritysostoihin.

# Relaisin lähihistorian yrityskaupat ja yrityskauppastrategia



## Relaisin yrityskauppastrategia

Relaisin yritysjärjestelyjen kriteerejä:

- Ostokohteiden strateginen yhteensopivuus tulee olla hyvä. Toimintamalli ja/tai asiakassektorit ovat samantyyppisiä eikä kohteissa ole tarvetta isoihin uudelleenjärjestelyihin
- Ostokohteet ovat vahvoja toimijoita alueillaan
- Hyvä synergia potentiaali ristiinmyynnin kautta

- Relais ei ole asettanut ostokohteille tarkkaa tavoitekokoluokkaa, ja se voi vaihdella järjestelyn logiikasta riippuen (add-on-järjestelyt vs. platform-hankinnat)
- Kohteen kannattavuuden tulisi olla kunnossa eli liikevoittomarginaalin mieluusti kaksinumeroinen
- Maantieteellinen fokus Pohjoismaat
- Toimivan johdon ja avainhenkilöiden jatkaminen ostokohteessa on Relaisille tärkeää

- Relaisin ostokohteiden integrointi on kevyt prosessi, sillä kohteet jatkavat omalla brändillään. Synergia potentiaalia haetaan liikevaihtotasolla, eikä tyypillisiä kovia synergioita tavoitella kustannuspuolella

# Markkina ja kilpailukenttä 1/4

## Relevantti kohdemarkkina laajentuu yritysostoilla

Relaisin nykyisten liiketoimintojen relevantti markkinapotentiaali muodostuu sen maantieteellisten kohdemarkkinoiden ajoneuvojen jälkimarkkinoiden tukkukaupan sekä huolto- ja korjaamopalveluiden markkinoista. Mielestämme nämä ovat kuitenkin relevantit mittarit ainoastaan konsernin orgaaniselle kasvulle, sillä epäorgaanisen kasvustrategian pelikenttä on käytännössä koko ajoneuvojen jälkimarkkinan arvoketju päättyen ennen ajoneuvojen elinkaaren päätöstä eli romutusta ja kierrätystä, josta yhtiö ei ole tällä hetkellä kiinnostunut.

Kohdemarkkinan tarkastelun kohdistaminen vain tukkukauppaan ja korjaamo- ja huoltopalveluiden markkinaan on mielestämme suppea katsantokanta, kun tiedetään yhtiön tavoittelevan epäorgaanista kasvua laajemmin arvoketjussa. Siten tarkastelemmekin yhtiön potentiaalista kohdemarkkinaa koko arvoketjun tasolla sekä nykyisten liiketoimintojen kohdemarkkinoiden tasolla.

## Kohdemarkkinalla noin 22 miljoonaa ajoneuvoa

Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2022 lopussa noin 21,8 miljoonaa ajoneuvoa. Ajoneuvokannasta 18,8 miljoonaa kappaletta (86 %) oli henkilöautoja ja 3,0 miljoonaa kappaletta (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Tämän ajoneuvokannan ympärille rakennetut tuote- ja palveluliiketoimintojen markkinat muodostavat teoriassa koko Relaisin kasvustrategian kohdemarkkinan. Relais on arvioinut tämän markkinapotentiaalin arvoksi noin 20 miljardia, mikä vaikuttaa mielestämme uskottavalta arviolta.

Käsityksemme mukaan Relais on kuitenkin tarkastellut kohdemarkkinan rajatumpia segmenttejä ja niissä toimivia yrityksiä niiden houkuttelevuuden näkökulmasta (markkinan kasvu, kannattavuuspotentiaali jne.), minkä ansiosta se on rajannut joitain osia pois epäorgaanisen kasvun kohdelistalta. Tämä rajaa jossain määrin markkinapotentiaalia, mutta ei muuta sitä kokonaiskuvaa, että markkinapotentiaali on yhtiön nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna valtava.

## Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa vajaan 2 %:n vuositahtia

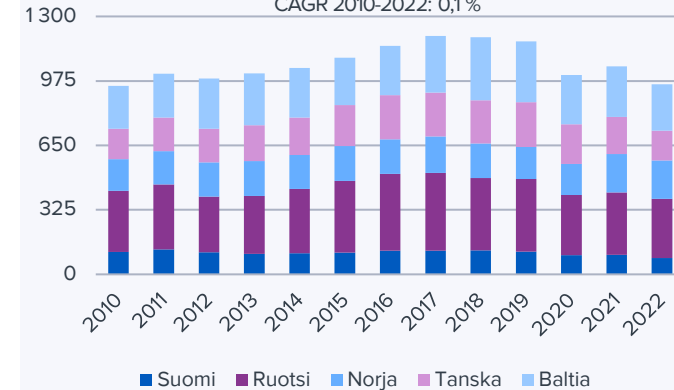
Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi melko suhdannealtista. Esimerkiksi henkilöautojen rekisteröintimäärä laski kohdemarkkinoiden maissa 2 % vuonna 2012, ja Covid-pandemian iskeyttyä vuonna 2020 rekisteröintimäärä laski jopa 15 % (Tilastot seuraavalla sivulla).

Pandemian puhkeamisen jälkeen autojen rekisteröintien määrät eivät ole nousseet vuosien 2016-2019 tasolle ja pitkän aikavälin kehitys on ollut vakaata. 2010-2022 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli henkilöautojen osalta 1,7 % ja hyötyajoneuvojen osalta 2 %.

## Henkilöautojen rekisteröinnit,

1 000 kpl, 2010-2022

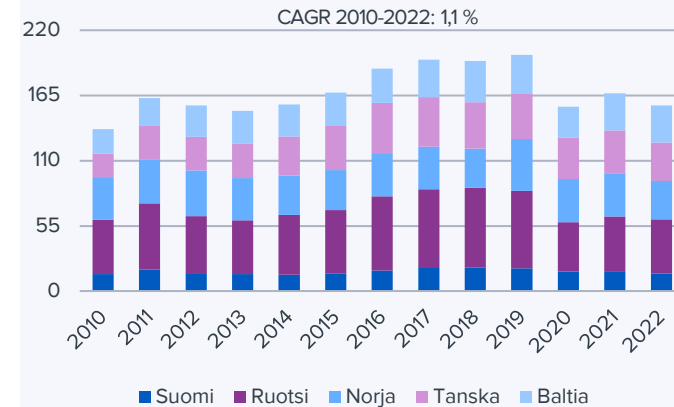
CAGR 2010-2022: 0,1 %



## Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit,

1 000 kpl, 2010-2022

CAGR 2010-2022: 1,1 %





# Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Kun supistetaan tarkastelujaksoa koronapandemiaa edeltävään jaksoon (2010-2019) vastaavat luvut ovat 1,1 % ja 2 %.

Edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2022 vajaa 82 tuhatta henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 41 tuhatta käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi noin kolmasosaa kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi.

Myös käytettynä maahantuodut autot kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Tätä taustaa vasten käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa, vaikka uusien ajoneuvojen markkina supistuisikin ajoneuvojen käyttöiän pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian henkilöautokanta samoin kuin hyötyajoneuvokanta on kasvanut 1,7 %:n vuositaitia (CAGR) vuosina 2010-2022.

## Markkina-ajurit nyt ja tulevaisuudessa

Olenneisimmat ajurit ajoneuvojen varaosa- ja tarvikemarkkinoilla sekä huolto- ja korjaamomarkkinoilla ovat käytössä olevien ajoneuvojen määrä, niiden ikä sekä ajatut kilometrit. Markkinoilla on myös muita ajureita joiden merkitys kasvaa tulevaisuudessa. Tärkeimmät näistä ovat:

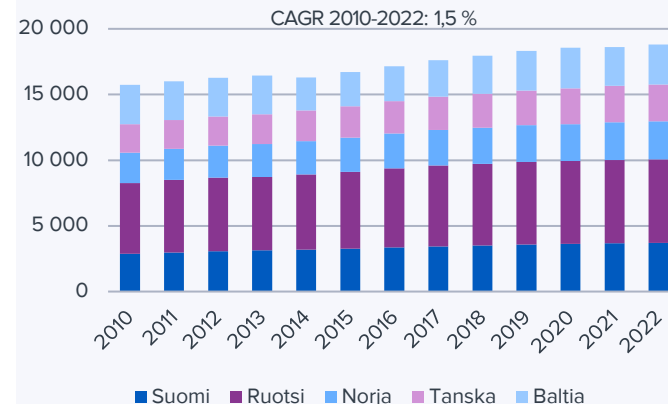
**Ajoneuvokannan sähköistyminen.** Uusien ajoneuvojen myynnin painopisteen siirtyminen kohti sähköautoja merkitsee hidasta, mutta varmaa varaosa- ja tarvikemarkkinan rakennemuutosta.

Relaisin kannalta arvio voi vaikuttaa huolestuttavalta, mutta kolikon käänttöpuoli on, että sähköajoneuvojen yleistymisen laajentaa lisävarusteiden ja varaosien valikoiman tarvetta sekä huolto- ja korjaamopuolella uudenlaisen osaamisen tarvetta. Lisäksi käsityksemme mukaan pelkästään polttomoottorien lukumäärään linkittyvä tuotetarjooma ei ole Relaisilla merkittävä. Huomionarvoista on myös se, että nykyisin Relaisin liikevaihdosta tulee karkeasti 2/3 hyötyajoneuvoihin liittyvistä tuotteista ja palveluista, jossa sähköistyminen ei ole arviomme mukaan yhtä nopeasti etenevä trendi kuin henkilöautoissa. Siten pidämme keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tapahtuvaa murrosta hallittavana.

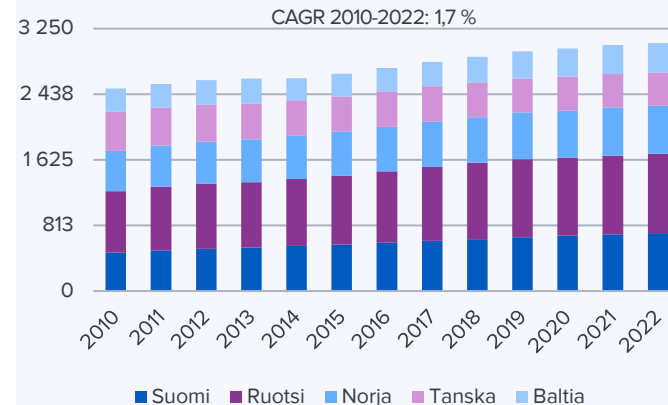
**Autokauppioiden vastaus kilpailuun.** Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon. Myös Volkswagenin Direct Express – huolto ja Volvon Essential –huolto alkuperäisvaraosineen, joita tarjotaan yli 5-6 vuoden ikäisille autoille ovat esimerkkejä autokauppioiden kasvaneesta tarjonnasta jälkimarkkinalla.

**Digitaaliset markkinapaikat.** Internetpohjaiset tuotehakemistot ja niihin kytketty digitaalinen asiakaspalvelu ovat nopeutensa, helppokäyttöisyytensä ja saavutettavuutensa vuoksi nousseet jo merkittävään suosioon ja jatkavat nopeaa kasvuaan. Monipuolisimman ja helppokäyttöisimmän digitaalisen palvelutarjonnan omaava tukkuri voi saada kilpailuedun markkinalla.

Rekisterissä olevat henkilöautot,  
1 000 kpl, 2010-2022



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot,  
1 000 kpl, 2010-2022



# Markkina ja kilpailukenttä 3/4

**Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan laajentuminen.** Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertailuun. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden tunkeutua perinteisten tukkureiden markkinalle.

**Verkkokaupan kasvu lisää tavaraliikennettä, ja samalla ajoneuvoja.** Verkkokaupan yleistymisen jatkumisen myötä tavaraliikenne tulee kasvamaan. Nk. tavaran viimeisten kilometrien kuljetus asiakkaan kotiovelle lisää erityisesti kevyiden hyötyajoneuvojen tarvetta. Tämä lisää taas jatkuvan huollon sekä varustelun tarvetta.

**Varaosien kompleksisuus kasvaa.** Ajoneuvojen varaosien ja lisävarusteiden kompleksisuus kasvaa ajoneuvojen teknologisten tekijöiden kehittyessä. Erityisesti autojen sähköosien määrän kasvu ja niiden monimutkaisuuden lisääntyminen on edesauttanut markkinan euromääräistä kasvua historiassa merkittävästi ja tulee arviomme mukaan tekemään näin myös tulevaisuudessa. Tämän vuoksi sähköosien valitseminen Relaisin fokusalueeksi on ollut perusteltua.

## Ajoneuvokanta on iäkästä, mikä kasvattaa varaosa- ja huoltotarvetta

Relaisin kohdemarkkinalla käytössä oleva ajoneuvokanta on varsin iäkästä. Käytössä olevat henkilöautot ovat Suomessa keskimäärin 12,6 vuoden, Ruotsissa 10,4 vuoden, Norjassa 10,7 vuoden, Tanskassa 8,5 vuoden ja Baltian maissa 14-17 vuoden ikäisiä (lähde: ACEA). Lisäksi autokannan

keski-ikä on esimerkiksi Suomessa pikemminkin noussut kuin laskenut. Autokannan korkea keski-ikä kasvattaa vikaantumisalttiutta ja varaosien tarvetta.

Relais on omassa tuotetarjonnassaan keskittynyt 4-10 vuoden ikäisiin ajoneuvoihin, jotka vastaavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa 30-40 %:sta koko autokantaa ja potentiaali tässä segmentissä on siksi merkittävä. Puolestaan 0-3 vuoden ikäisten autojen osalta maahantuojat ja merkkiliikkeet useimmiten kattavat varaosatarpeet ja toisaalta yli 10 vuoden ikäisten autojen osalta omistajien kunnossapitomotivaatio ja usein myös taloudelliset edellytykset ovat vähäisempiä kuin uudemmissa ajoneuvoissa. Kuitenkin varsin tiukat katsastusmääräykset Relaisin toimintamaissa ylläpitävät tarvetta investoida ajoneuvojen kunnossapitoon.

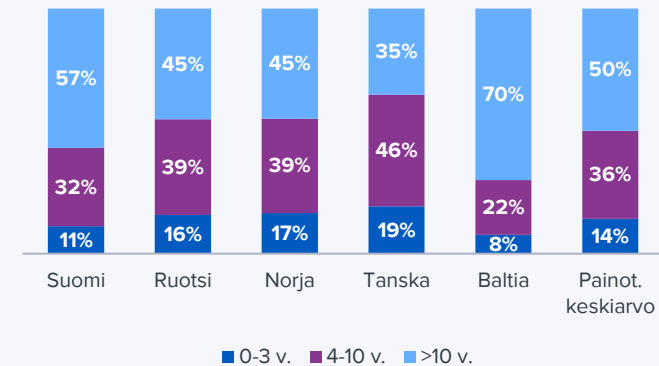
## Kasvunäkymän yhteenveto

Arviomme mukaan Relaisin nykyisen liiketoiminnan orgaanisen kasvun pitkän aikavälin kasvupotentiaali rakentuu rekisterissä olevan ajoneuvokannan kasvusta, joka on karkeasti linjassa yleisen talouskasvukuvan pitkän aikavälin kasvun kanssa. Siten arvioimme markkinakasvun asettuvan pidemmällä aikavälillä karkeasti 0-5 %:n haarakkaan.

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä yhtiön orgaaninen kasvuvauhti voi kuitenkin olla hankittujen liiketoimintojen myyntisynergioiden myötä hieman markkinan arvioitua kasvua ripeämpi viime vuosien tapaan.

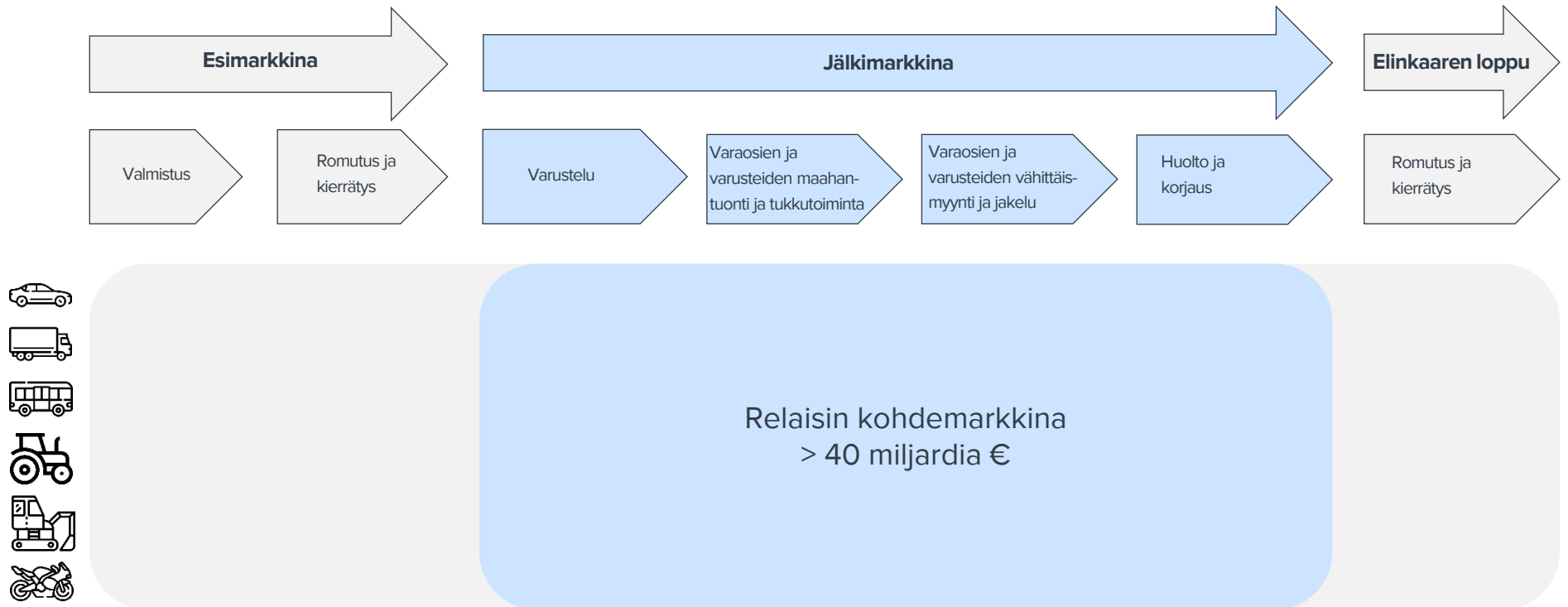
## Henkilöautokannan ikärakenne

2021



■ 0-3 v. ■ 4-10 v. ■ >10 v.

# Markkina ja kilpailukenttä 4/5



## Inderesin huomiot kohdemarkkinoista

- Jälkimarkkina koostuu maantieteellisten kohdemarkkinoiden noin 22 miljoonan ajoneuvojen ympärille rakentuvista tuote- ja palveluliiketoiminnoista
- Kohdemarkkinoilla toimivien yritysten lukumäärä lasketaan useissa tuhansissa
- Markkina on Relaisin kasvustrategian ajurit eli orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu huomioiden valtava
- Markkinan koko ei mielestämme rajoita yhtiön kasvustrategian toteutusmahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa
- Karkeasti markkina jakautuu puoliksi 20 miljardin euron OE-markkinaan ja 20 miljardin euron merkkiriippumattomaan markkinaan

# Markkina ja kilpailukenttä 5/5

Yritysostrategian seurauksena emme kuitenkaan näe kokonaismarkkinan kasvun muodostavan yhtiön orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmän kautta muodostuvalle kasvupotentiaalille missään realistisessa skenaariossa hidastetta. Mielestämme kokonaismarkkina tarjoaakin yhtiölle huomattavaa kasvupotentiaalia, kun huomioidaan kasvustrategian epäorgaaninen komponentti.

## Markkinat ovat fragmentoituneet

Varaosien ja tarvikkeiden markkinat ovat fragmentoituneet, mikä tarkoittaa että markkinoilla toimii suuri joukko pieniä ja keskikokoisia toimijoita. Esimerkiksi varaosia joko tukku- tai vähittäismarkkinoilla myyvien yritysten lukumäärä on Suomessa yli 1000 ja Ruotsissa yli 2000. Lukumääriin mahtuu kuitenkin paljon yrityksiä, joille varaosien ja tarvikkeiden myynti on vain pieni osa kokonaisliikevaihdosta ja jotka eivät ilmoita päätoimialakseen autojen varaosamyyntiä (kuten Puuilo). Tällaiset yritykset eivät ole erityisen merkittäviä kilpailijoita Relaisin kaltaiselle laajalla tuotevalikoimalla operoivalle tukkurille, vaikkakin ne pienen osansa kokonaismarkkinasta ottavatkin. Lisäksi kilpailukentässä yritykset voivat olla sekä kilpailijoita että asiakkaita (kuten Motonet), sillä niillä ei välttämättä ole kykyä ylläpitää vastaavan kokoluokan ja laajuuden varastoja.

## Markkinoille tulon kynnys ei ole korkealla

Arviomme mukaan suuri kilpailijoiden lukumäärä heijastelee sitä, että markkinoilla on matala alalle

tulon kynnys, eikä niillä ole tunnistettavissa olevia vahvoja ja kestävästi kilpailuedun lähteitä. Tämän taustalla on etenkin tukkutoiminnan maltillinen alkuinvestointien tarve ja joustava kulurakenne, minkä ansiosta alalle tulo ei edellytä erityisen suuria pääomia. Tämän ansiosta markkinoiden ominaispiirteitä ovat kohtuullisen tiukka hinnoittelu ja kilpailutilanne. Samalla on kuitenkin huomioitava, että leveän ja uskottavan tuotetarjonnan, asiakkaille riittävän nopean toimitusajan sekä hyvän asiakastuen tarjoaminen on jo merkittävästi haastavampaa mittavien panostusten takana. Tässä kategoriassa kilpailijoiden lukumäärä on rajallisempi, kuin mitä koko toimialan muodostavien yhtiöiden lukumäärä antaa ymmärtää.

## Verkkokauppiat mukana kilpailussa

Yksi merkittävimpiä muutoksia varaosien ja varusteiden tukkukaupan kilpailukentässä on puhtaasti verkkokauppaan nojaavien toimijoiden, kuten esimerkiksi autodoc.fi:n sekä puolalaisen pääasiassa itsenäisille korjaamoille osia toimittavan Inter Carsin mukaantulo kilpailuun. Autodoc.fi toimii 27 Euroopan maassa ja sen liikevaihto oli vuonna 2022 yli miljardi euroa. Inter Carsin vuotuinen liikevaihto vajaa 3,5 miljardia MEUR ja se toimii 18 Euroopan maassa. Arviomme mukaan verkkokaupan toimijoiden maltillinen kiinteä kulurakenne mahdollistaa niille hinnalla kilpailun, mikä ylläpitää tiukkaa hinnoitteluympäristöä.

## Korjaamo- ja huoltomarkkinan kilpailu

Puhtaasti toimijoiden lukumäärän pohjalta

haarukoituna myös ajoneuvojen korjaamo- ja huoltomarkkinoilla toimii Suomessa ja Ruotsissa valtava määrä toimijoita (ts. tuhansia). Huomioitavaa on kuitenkin, että lukumäärää kasvattaa henkilöajoneuvojen markkinalla toimivat yritykset sekä merkkikorjaamot. Siten puhtaasti merkkiriippumattomien hyötyajoneuvojen korjaamojen lukumäärä on arviomme mukaan selvästi pienempi. Hyötyajoneuvojen korjauspalveluita tarjoavat toimijat ovat useimmiten myös keskittyneet kevyempiin ajoneuvoihin, kuten Fixus ja Atoy.

Käsityksemme mukaan Suomessa ei ole merkkiriippumatonta valtakunnallista kilpailijaa Raskoneelle. Huolto- ja korjaamopalveluissa on kuitenkin huomioitava, että kilpailu on pääasiassa paikallista, vaikka kokoluokka tuokin toimijalle uskottavuutta. Näin ollen Raskone tavanomaisesti kilpailee pienten paikallisten toimijoiden kanssa. Arviomme mukaan kilpailudynamiikka on samantapainen Ruotsissa, jossa suurten pelureiden osalta STS kilpailee etenkin Malte Månsonin sekä Mekonomenin kanssa, joilla on laaja maantieteellinen peitto usean palvelupisteen ansiosta. Merkkiriippumattomassa huolto- ja korjaamoliiketoiminnassa kilpailutekijänä arviomme mukaan toimii laatumieliokuva, mutta kokonaisuutena siinä ei mielestämme ole erityisen merkittäviä suhteellista kilpailukykyä vahvistavia elementtejä.

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikatteen kehitys lähtenyt noususuuntaan

Relaisin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa ja sen suhteellista liikevaihdon osuutta heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä siten skaalaudu. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on ollut noin 55-67 % vuosina 2018-2022, mutta liikevaihdonjakauman muuttuessa korjaamoliiketoiminnan osuuden kasvun ansiosta ne laskivat vuonna 2022 55 %:iin. Näin ollen yhtiön myyntikate-% kohosi vuonna 2022 noin 45 %:iin (2021: ~42 %). Mikäli yhtiö kykenee kasvattamaan omien tuotteiden suhteellista osuutta liikevaihdosta, olisi tällä arviomme mukaan positiivinen vaikutus myyntikatteen kehitykseen, sillä näiden tuotteiden katetasot ovat tyypillisesti jossain määrin korkeammat.

## Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä pääosin kiinteitä, mutta pidemmällä tähtäimellä muuttuvia. Niiden merkittävän suhteellisen osuuden kasvu viimeisen kahden vuoden aikana heijastelee korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan kasvun myötä kohonnutta henkilöstöintensiivisyyttä.

Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointikustannuksista.

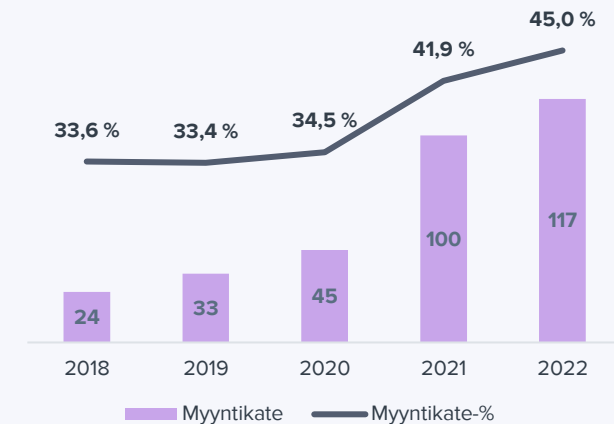
Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea tehokkuuden parantuessa. Vaikkakin keskipitkällä aikavälillä niiden suhteellinen kehitys linkittyy olennaisesti yritysostovetoiseen laajentumiseen, tehokkuuteen ja toimitusaikojen optimointiin.

## Kustannusrakenne on melko joustava

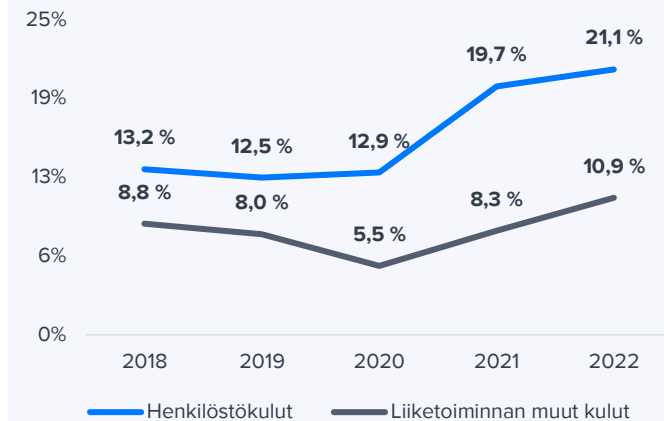
Relaisin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 60-65 % on lyhyellä tähtäimellä muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannuksien osuus on 35-40 %. Kiinteiden kustannusten kohtuullista osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liittyviä kiinteäluontoisia kuluja.

Joustavan kustannusrakenteen johdosta kustannusrakenteen skaalautumispotentiaali on maltillinen. Keskeiset liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttavat elementit ovat tukkuliiketoiminnoissa myyntiin liittyvät henkilöstökulut ja logistiikan tehostuminen volyymikasvun kautta. Vastaavasti palveluliiketoiminnassa keskeinen elementti on palvelupisteiden käyttöaste eli suorittavan henkilöstön laskutus/työtunnit.

## Myyntikatteen kehitys



## Kustannusrakenteen kehitys



# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

## Epäorgaaninen kasvustrategia näkyy liikearvossa

Q1'23:n lopussa Relaisin taseen loppusumma oli 317 MEUR. Liiketoimintamallia, kasvustrategiaa ja erityisesti epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat vuoden päätyttyä 132 MEUR. Aineettomat varat koostuvat valtaosin liikearvosta (118 MEUR), joka on syntynyt useista Relaisin tekemistä yrityskaupoista viime vuosina. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa oli Q1'23:n lopussa noin 58,8 MEUR, josta suurin osa (54,4 MEUR) oli käyttöoikeusomaisuuseriä eli korjaamojen vuokratiloja. Yhtiö omistikin itse vain 4,4 MEUR:n edestä kiinteää omaisuutta.

## Lyhytaikaisten varojen rakenne tyypillinen tukkuri- ja korjausliiketoiminnalle

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 66 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (21 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (25 % viimeisen 12 kuukauden liikevaihdosta). Suhteellisesti merkittävän kokoluokan vaihto-omaisuus on Relaisin tukkuliiketoimintojen rakenteellinen elementti, jonka taustalla on tavoite kyetä tarjoamaan asiakkaille laaja tuotetarjoama nopeilla toimitusajoilla.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden Q1'23:n lopussa 36 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli 20 MEUR Q1'23:n lopussa. Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin arviomme

mukaan liity merkittäviä alaskirjausriskejä konsernitason terveen kannattavuuden ansiosta.

## Taseessa on vipua

Relais on hyödyntänyt yritysostostrategiassaan velkavipua, minkä ansiosta sen nettovelkaantumisaste on ollut vuosien 2018-2022 aikana keskimäärin tyydyttävällä tasolla. Q1'23:n lopussa konsernin nettovelkaantumisaste oli 79 %:ssa (ilman vuokrasopimusvelkoja) ja korollista velkaa yhtiöllä oli noin 102 MEUR. Siten yhtiön nettovelan suhde edellisen neljän kvartaalin käyttökatteeseen oli 2,2x.

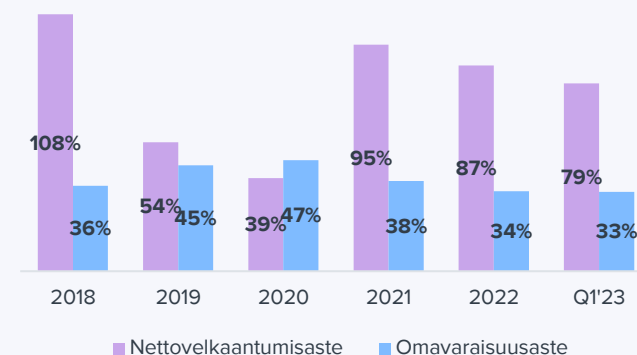
Arviomme mukaan nämä tasot ovat yhtiön mukavuusalueen rajojen sisäpuolella, ja pidämme velkavivun hyödyntämistä kassavirtojen defensiivinen luonne huomioiden perusteltuna. Huomioitavaa on myös, että Q1'23:n lopun tase huomioi täysimääräisesti toteutettujen yritysostojen tasevaikutukset, mutta nämä eivät heijastuneet vastaavalla tavalla viimeisen neljän kvartaalin tulokseen.

Korottomia velkoja yhtiöllä oli taseessaan noin 50 MEUR, josta ostovelkojen osuus oli noin 39 MEUR vuoden Q1'23:n lopussa. Muut korottomat velat ovat tavanomaisia siirtovelkoja ja muita velkoja.

## Taserakenne Q1'23 (317 MEUR)



## Vakavaraisuus 2018-Q1'23



# Sijoitusprofiili

## Relais on kasvuyhtiö

Konsernitasolla Relais on viime vuosina profiloitunut yhtiöksi, joka ostaa, omistaa ja kehittää liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalin keskiössä on omistettujen liiketoimintojen tuottaman kassavirran allokointi yritysostoihin. Siten konsernitasolla Relais on liikkunut kohti sarjayhdistelijöiden liiketoimintamallia aiemmasta puhtaasti tukkutoiminnan ympärille rakentuneesta liiketoimintamallista.

Arviomme mukaan Relaisilla on edelleen kohdemarkkinoidensa ansiosta rutkasti mahdollisuuksia kasvaa ja pidämmekin kasvuun panostamista myös sijoittajan kannalta oikeana valintana, mikä se luo arvoa. Kasvustrategia sekä markkinoiden orgaaniset kasvunäkymät huomioiden odotamme kasvun tulevan jatkossakin pääasiassa yritysostovetoisesti.

Ottaen huomioon yhtiön strategian ja epäorgaanisen kasvun arvonluontiedellytykset sekä näitä mukailevan maltillisen voitonjakopolitiikan, on osingon rooli mielestämme pääasiassa sijoittajan tuotto-odotusta tukeva. Vastaavasti tuotto-odotuksen kannalta merkittävin komponentti on mielestämme arvonluonti yritysostoilla.

## Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan yhtiön merkittävimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

**Yritysostokoneisto:** Relais on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja vuosina 2020-2022 yhtiö on toteuttanut yhdeksän yrityskauppaa.

Yritysostoilla on täydennetty jakelu- ja tukkuliiketoimintoja, jolloin yritysostot tuovat lievää synergiaa liikevaihtoon ja vauhdittavat orgaanista kasvua. Lisäksi yhtiö on laajentunut uuteen hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan, mikä mahdollistaa uusien täydentävien yritysostojen toteuttamisen. Yritysostot on toteutettu kohtuullisin arvostuskertoimin, mikä on antanut hyvät edellytykset arvonluonnille.

## Ajoneuvojen jälkimarkkinan markkinapotentiaali:

Relaisin kohdemarkkina on valtava suhteessa yhtiön omaan kokoluokkaan nähden. Arviomme mukaan yhtiöllä onkin merkittävästi tilaa kasvaa, kun huomioidaan, että yhtiö tarkastelee potentiaalista kohdemarkkinaa myös nykyisten liiketoiminta-alueiden ulkopuolelta. Tämä kasvattaa edelleen potentiaalisten yritysostokohteiden joukkoa. Siten emme näe kohdemarkkinan koon rajoittavan kasvustrategian toteutuksen mahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

**Kassavirtojen defensiivisyys:** Relaisin liiketoimintojen kannattavuusprofiili on hyvä, minkä lisäksi ajoneuvojen jälkimarkkinan kehitys on melko vakaata yli ajan. Siten kysynnän vaihtelevuus on tavanomaisesti maltillista, jolloin myös kassavirran tuottokyky pysyy jokseenkin vakaana yli ajan. Tämä antaa edellytykset toteuttaa epäorgaanisen kasvun strategiaa tasaisesti yli suhdannetilanteen.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Relaisin keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

## Liiketoimintojen kilpailuedun ja

**hinnoitteluvoiman puute:** Vaikkakin varaosat- ja varusteet sekä korjaamo- ja huoltopalvelut ovat ajoneuvoille kriittisiä elementtejä, on kohdemarkkinassa erottautuminen kilpailijoista pitkässä juoksussa haastavaa. Siten mielestämme tukku- ja korjausliiketoiminnassa on vaikea luoda rakenteellista, ja sitä kautta kestävää kilpailuetua, joka vahvistaisi hinnoitteluvoimaa. Nämä tekijät yhdessä suurelta osin muuttuvista kustannuksista muodostuvan kustannusrakenteen kanssa rajoittavat liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalia pitkässä juoksussa.

## Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli:

Liiketoimintamalli sekä laaja tuotetarjoama vaatii huomattavan kokoisia varastoja. Tästä johtuen liiketoiminnan rahavirta jää tyypillisesti operatiivista tulosta matalammaksi, mikä arviomme mukaan hidastaa epäorgaanisen kasvustrategian toteutuksen edellytyksiä jossain määrin. Huomioitavaa on lisäksi, että erityisesti tämänhetkessä inflatorisessa ympäristössä käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli voi tilapäisesti heikentää kassavirtaa merkittävästikin.

**Yritysostojen epäonnistuminen** on oleellinen riski, mikäli ostoja tehdään korkein arvostuksin ja/tai ostokohteen laadun arviointi epäonnistuu. Järjestelyiden arvostuksella on olennainen merkitys, koska yleisesti ottaen jälkimarkkinoiden orgaanisen kasvunäkymät eivät ole erityisen vahvat pitkässä juoksussa.

# Sijoitusprofiili

1.

**Kasvuhakuisuus ja edellytykset luoda arvoa yritysostoilla**

2.

**Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali**

3.

**Joustava kulurakenne ja pääosin vakaa tuloshistoria**

4.

**Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa, mikä rajoittaa kasvupanostuksia**

5.

**Pitkässä juoksussa tuotto-odotus muodostuu pääasiassa yritysostostrategian toteutuksen onnistumisen kautta**

## Vahvuudet



- Kysynnän ajurit eivät ole alttiita suhdanteiden vaihteluille, minkä ansiosta kysyntä on defensiivistä
- Sarjayhdistelijänä onnistuessaan Relaisilla on hyvät edellytykset luoda pääoman kustannuksen ylittävää pääoman tuottoa pitkällä tähtäimellä
- Suurella ja pirstaleisella markkinalla potentiaalisten yritysostokohteiden joukko on suuri
- Kulurakenne on keskipitkällä aikavälillä joustava

## Riskit



- Liiketoiminta edellyttää merkittävän kokoluokan varastoja, joka sitoo käyttöpääomaa ja painaa kassavirtaa
- Epäorganisen kasvustrategian toteutukseen liittyvät tavanomaiset riskit
- Liiketoiminnassa ei tunnistettavia vahvojen ja kestävien kilpailijoiden lähteitä
- Osakkeen melko alhainen likviditeetti



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Relaisin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti arvioidun markkinakasvun, arvioitujen myyntisynergioiden ja jo toteutettujen yritysostojen pohjalta. Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen suhteellista ja absoluuttista kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden kasvuun ja kannattavuuden osalta historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon toteutumattomia yrityskauppoja, sillä niiden yksityiskohtainen ennustaminen on mahdotonta.

## Odotamme selkeää kannattavuusparannusta vuonna 2023

Relais ei ole antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2023, minkä lisäksi yhtiö on ollut hyvin niukkasanainen kommentoidessaan vuoden 2023 näkymiä. Yhtiön mukaan sen nykyinen rahoitustilanne antaa hyvät lähtökohdat yrityskauppavetoisen strategian toteutukseen vallitsevassa markkinatilanteessa.

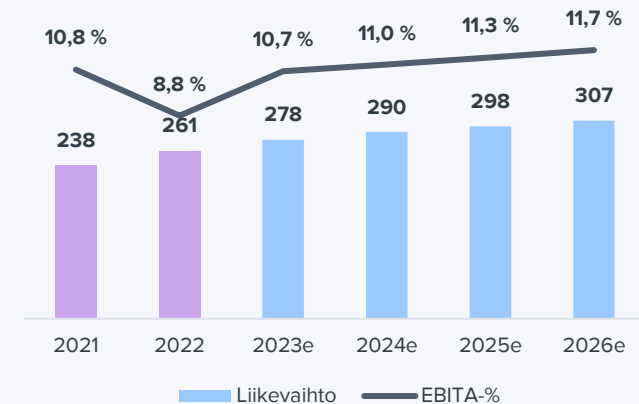
Ennustamme Relaisin vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan reilu 6 % 278 MEUR:oon. Kasvu rakentuu valtaosin epäorgaanisesta kasvusta, joka tuo ennusteissamme reilu 4 % kasvua vertailukauteen

nähdän. Orgaanisen kasvun ennusteemme pohjautuu oletukseen siitä, että huolto- ja varaosamarkkinan kasvu on noin pitkän aikavälin trendin mukaisella tasolla, eli noin linjassa BKT:n kasvun kanssa. Lievän volyymien laskun vastapainona odotamme kasvua tukevan noin inflaation tasolla olevat hinnan korotukset. Epäorgaanisen kasvun ennusteemme pohjautuu vuonna 2022 toteutettuihin Skeppsbrons-, S-E-T-, ja alkuvuonna 2023 tehtyjen Adita-yritysostojen tuomaan kasvuun.

Muun muassa liikevaihdon kasvun vetämänä odotamme yhtiön liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA tai Oik. liikevoitto) kohoavan 29,8 MEUR:oon. Tämä vastaa liikevaihdon kasvua voimakkaampaa operatiivisen tuloksen kasvua ja 10,7 %:n EBITA-%. Suurin osa ennustamastamme kannattavuuden kasvusta selittyy vertailukauden heikkoudella, kun etenkin H1'22:n aikana mekaanikkojen saatavuushaasteet ja sairauspoissaolot rasittivat kannattavuutta. Tästä johtuen suurin osa sekä tuloksen, että liikevaihdon kasvusta painottuu vuoden 2023 H1:lle. Q1'23:lla yhtiön liikevaihto kasvoikin 11 %, mikä muodostui noin 5 %:n orgaanisesta kasvusta ja epäorgaanisesta kasvusta. Samalla yhtiön EBITA kohosi 7,5 MEUR:oon (kasvua 31 % vs. Q1'22) ja EBITA-marginaali 10,9 %:iin (Q1'22: 9,2 %).

Velkatason mukaisia, mutta korkotason mukana kohonneita rahoituskustannuksia ja historiallista eli noin Suomen yhteisöverokannan tasoista 23 %:n veroasteen mukaisten verojen tulosrasitusta mukailten ennustamme vuoden 2023

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos (oik.)



## Ennusteet 2/3

nettotulokseksi 14,5 MEUR, mikä vastaa 1,00 euron PPA-poistoilla oikaistua osakekohtaista tulosta. Osingonjakopolitiikkaa mukaillen odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan 0,42 euroon osakkeelta edellisvuoden 0,40 eurosta.

### Kohtuullista kasvua ja lievää tuloskasvua vuonna 2024

Vuonna 2024 odotamme Relaisin liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 4 %. Tätä kasvua tukee lievästi vielä 2023 ensimmäisellä neljänneksellä toteutettu Adita-yritysosto. Arviomme mukaan kuljetusalan yhtiöihin iskenyt kannattavuuspaine vahvistaa merkkipuomattoman huoltoliiketoiminnan kysyntää hintapisteeltään arvokkaampaan merkkihuoltoon nähden. Lisäksi odotamme defensiivisen markkinan pärjäävän keuhommankin talouskehityksen vallitessa, vaikka ennusteemme ei taantumaa sisälläkään. Siten odotamme yhtiön yltävän terveeseen orgaaniseen kasvuun ja ennusteemme vuoden 2024 liikevaihdoksi on 290 MEUR.

Kustannusinflaatiota hieman nopeampien hinnankorotusten ja hyvällä tasolla säilyvän toiminnan tehokkuuden myötä odotamme EBITAn asettuvan vuonna 2024 on 33,8 MEUR ja oikaistun liikevoittomarginaalin (EBITA-%) nousevan lievästi 11,0 %:iin. Hieman velan lyhentämisen johdosta laskevien rahoituskustannusten ja yhtiölle tavanomaista verokantaa mukaillen ennustamme vuodelta 2024 16,9 MEUR:n nettotulosta ja niin ikään 1,12 euron oikaistua osakekohtaista tulosta. Odotamme Relaisin jälleen kohottavan osinkoaan

0,44 euroon osakkeelta vuonna 2024.

### Kassavirran ja taseaseman kehitys

Liikevaihdon lievää kasvua ja jo tapahtunutta varastotason ja siten myös nettokäyttöpääoman normalisoitumista heijastellen ennustamme yhtiön kassakonversion asettuvan keskimäärin noin 80 %:n tasolle vuosien 2023-2026 ennusteissamme. Maltillisia noin 2,5 MEUR:n investointitarpeita, mutta merkittäviä IFRS-16 velan lyhennyksiä (vuokran maksut) heijasteleva operatiivinen vapaa rahavirta jää selvästi käyttökatetta alemmas, keskimäärin 50 %:iin käyttökatteesta.

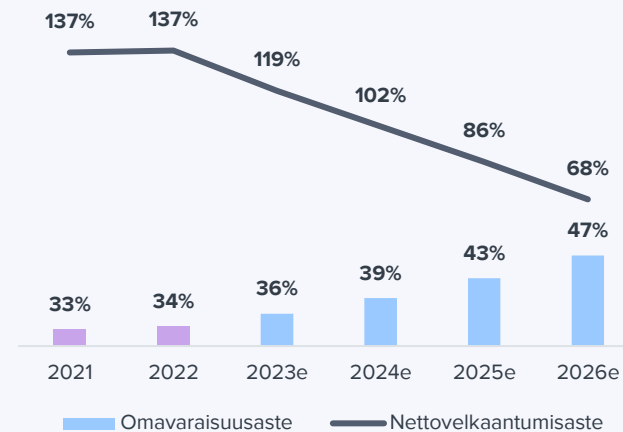
Tätä ja puhtaasti orgaaniseen kasvuun nojaavia ennusteitamme heijastellen yhtiön rahoitusasema vahvistuu ennusteissamme tulevana vuosina ja säilyy varsin hyvällä tasolla.

Q1'23:n lopun nettovelan ja seuraavan 12 kuukauden käyttökatteen ennusteillamme Relaisin rahoitusasema mahdollistaa arviomme mukaan karkeasti 50 MEUR:n velkakapasiteetin kasvustrategian toteuttamiseen, mikäli tavoiteltuna velkaantuneisuutena pidetään eteenpäin katsovaa 3x nettovelka/käyttökate-kerrointa. Siten pelkästään tasettaan hyödyntämällä yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa kasvua yritysostoin, minkä lisäksi edellytyksiä tukee mahdollisuudet oman osakkeen käyttöön.

### Osakekohtainen osinko



### Taseasema



Lähde: Inderes

# Ennusteet 3/3

## Ennusteisiin liittyvät keskeiset epävarmuustekijät

Huomioitavaa on, että ennusteemme eivät huomioi jo lyhyellä aikavälillä todennäköisiä yritysostoja. Siten lyhyttä tähtäintä pidemmälle katsovien ennusteiden rooli Relaisin arvonmuodostuksen kannalta on mielestämme selvästi keskimääräistä rajallisempi.

Palveluliiketoiminnan kysynnän jatkuva luonne ja matala harkinnanvaraisen kysynnän osuus huomioiden Relaisin kysyntäriskien tulisi arviomme mukaan olla rajallisia heikosta talouskasvunäkymästä huolimatta. Toisaalta joidenkin yhtiöiden tuotteiden kysyntään vaikuttaa talven sääolosuhteet, mikä muodostaa molempiin suuntiin kääntyvän kysyntäriskin.

Huomioitavaa mielestämme on kuitenkin, että Palveluliiketoiminnan kannattavuus on hyvin herkkä kysynnän muutoksille henkilöstökustannusten muodostaessa merkittävän osan sen kustannuksista. Tämä kohottaa kannattavuustasoon liittyviä riskejä jossain määrin.

## Pitkän aikavälin ennusteet

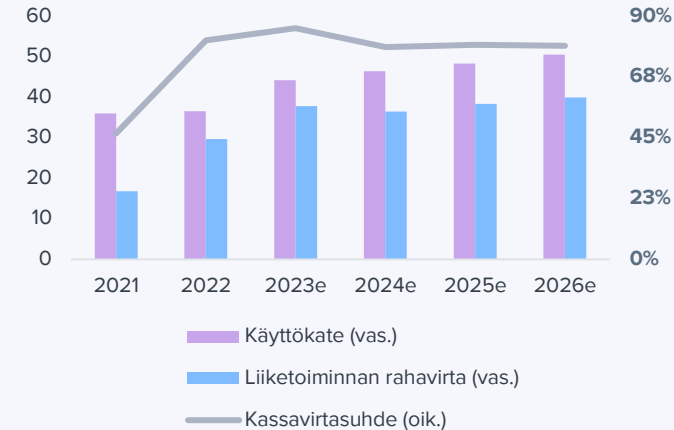
Odotamme Relaisin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista myös tilikauden 2024 jälkeen. Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat arvioimaamme markkinakasvuun, minkä seurauksena ne ovat 2,5-3,5 %:ssa. Vuoden 2025 loppuun asetettuun 50 MEUR:n EBITAn tavoitteeseen, ei organiseen kasvuun perustuvilla ennusteillamme päästä. Kun

huomioidaan yhtiön taseessa oleva tulivoima yritysostojen tekemiseen, sekä korkojen nousun myötä laskeneet arvostustasot, on 50 MEUR:n EBITA mielestämme saavutettavissa vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuoden 2025 EBITAn ennusteemme ovat noin 34 MEUR:ssa ja näin ollen 50 MEUR:n EBITAn saavuttaminen vaatisi 16 MEUR:n edestä epäorgaanista EBITAn kasvua. Arviomme mukaisella toteutuneiden yrityskauppojen mediaaniarvostuskertoimella (7x EV/EBITDA) tavoite saavutettaisiin noin 100-120 MEUR:n arvoisilla yritysostoilla ennusteperiodin aikana.

Arvonluonnin kannalta emme toki pidä tavoitteen saavuttamista keskeisenä, vaan arvoajureina toimivat yrityskauppojen maltillinen arvostus sekä ostokohteiden liiketoiminnan laatu, mitkä ovat keskeisiä tekijöitä onnistuneelle pääoman allokoinnille.

Odotamme Relaisin EBITA-marginaalin liikkuvan pitkällä aikavälillä 11-11,5 %:n maastossa. Tämän taustalla on arviomme liiketoimintamallin maltillisesta skaalautumispotentiaalista ja nykymuotoisen liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista. Konsernitason liiketoimintamallin ja epäorgaanista kasvua painottavan kasvustrategian myötä pitkän tähtäimen ennusteiden rooli osakkeen arvonmuodostuksessa on mielestämme rajallinen ja niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-mallissa.

## Kassavirran kehitys



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2023e-2025e

- Olemme tehneet laajan raportin päivityksen yhteydessä lähivuosien ennusteisiimme hyvin marginaalisia ennustemuutoksia, joiden ajurina toimi tarkistukset kustannusrakenteen ennusteisiimme
- Vuoden 2023 ennusteiden muutoksen ajurina toimi lievästi nousseet henkilöstökustannuksien ennusteet Q2:lle. Näiden muutosten vaikutusta kuitenkin loivensi aavistuksen nousseet H2'23:n tulosenusteemme.
- Teimme myös pieniä tarkistuksia lähivuosien poistojen ennusteisiimme, kun taas muilta osin lähivuosien ennusteet säilyivät pitkälti ennallaan

Ennustemuutokset	2023ee	2023	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	278	278	0 %	290	290	0 %	298	298	0 %
Käyttökate	45,1	44,2	-2 %	46,9	46,4	-1 %	48,3	48,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,5	29,8	-2 %	32,2	31,9	-1 %	33,5	33,8	1 %
Liikevoitto	26,6	26,2	-1 %	28,2	28,3	0 %	29,8	30,2	1 %
Tulos ennen veroja	19,3	19,0	-2 %	21,5	21,6	0 %	23,5	23,8	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,03	1,00	-3 %	1,14	1,12	-2 %	1,20	1,21	1 %
Osakekohtainen osinko	0,42	0,42	0 %	0,44	0,44	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>237,8</b>	<b>62,1</b>	<b>58,6</b>	<b>64,8</b>	<b>75,2</b>	<b>261</b>	<b>69,0</b>	<b>63,5</b>	<b>67,4</b>	<b>77,6</b>	<b>278</b>	<b>290</b>	<b>298</b>	<b>307</b>
Relais Group	238	62,1	58,6	64,8	75,2	261	69,0	63,5	67,4	77,6	278	290	298	307
<b>Käyttökate</b>	<b>36,0</b>	<b>8,9</b>	<b>6,6</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>36,6</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>12,0</b>	<b>12,4</b>	<b>44,2</b>	<b>46,4</b>	<b>48,3</b>	<b>50,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-13,0	-3,9	-4,0	-4,3	-4,8	-16,9	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-18,0	-18,1	-18,0	-16,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>25,7</b>	<b>5,7</b>	<b>3,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,2</b>	<b>23,0</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>29,8</b>	<b>31,9</b>	<b>33,8</b>	<b>35,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>23,0</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>	<b>19,6</b>	<b>6,6</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>26,2</b>	<b>28,3</b>	<b>30,2</b>	<b>34,2</b>
Relais Group	23,0	5,0	2,6	6,8	5,3	19,6	6,6	4,1	7,5	7,9	26,2	28,3	30,2	34,2
Nettorahoituskulut	-4,6	-1,2	-1,9	-1,7	-1,6	-6,5	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-7,2	-6,7	-6,4	-5,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>18,5</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>3,7</b>	<b>13,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>19,0</b>	<b>21,6</b>	<b>23,8</b>	<b>29,0</b>
Verot	-4,1	-1,1	-0,7	-1,4	0,1	-3,1	-1,6	-0,5	-1,2	-1,2	-4,5	-4,8	-5,2	-6,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>14,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>10,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>14,5</b>	<b>16,9</b>	<b>18,6</b>	<b>22,7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,19</b>	<b>0,05</b>	<b>0,25</b>	<b>0,32</b>	<b>0,80</b>	<b>0,21</b>	<b>0,16</b>	<b>0,31</b>	<b>0,32</b>	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>	<b>1,21</b>	<b>1,32</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,80</b>	<b>0,15</b>	<b>0,00</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>	<b>0,56</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,26</b>	<b>0,27</b>	<b>0,80</b>	<b>0,92</b>	<b>1,01</b>	<b>1,23</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	84,5 %	16,2 %	12,5 %	10,3 %	2,3 %	9,6 %	11,0 %	8,4 %	4,1 %	3,2 %	6,4 %	4,4 %	3,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	37,5 %	-6,3 %	-15,0 %	1,1 %	-23,0 %	-10,7 %	31,0 %	49,0 %	9,8 %	42,6 %	29,7 %	7,2 %	5,9 %	5,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,1 %	14,3 %	11,2 %	17,1 %	13,4 %	14,0 %	16,1 %	13,6 %	17,8 %	16,0 %	15,9 %	16,0 %	16,2 %	16,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	10,8 %	9,2 %	5,8 %	11,8 %	8,2 %	8,8 %	10,9 %	7,9 %	12,5 %	11,4 %	10,7 %	11,0 %	11,3 %	11,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	6,0 %	4,3 %	0,0 %	5,7 %	5,0 %	3,9 %	4,3 %	3,1 %	6,9 %	6,4 %	5,2 %	5,8 %	6,2 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

# Arvonmääritys 1/3

## Lähestymme arvostusta tulos pohjaisesti

Suosimme Relaisin arvonmäärityksessä tulos pohjaisia hintakertoimia. Mielestämme parhaimmat tulos kertoiimet ovat nettotulos pohjainen oikaistu P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat PPA-poistoilla ja IFRS16-vastuilla oikaistut EV/EBITA-kertoimet, joita tarkastelemme absoluuttisesti. Suhteellisessa arvostuksessa käytämme ensisijaisesti EV/EBITDA-kerrointa. Tarkastelemme arvostusta ensisijaisesti kuluvan ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla.

Tukeudumme näkemyksessämme myös lähivuosisen arvioituun kokonaistuotto-odotukseen sekä arvostuksen viitekehystä kuvaavaan kassavirtamalliin. Näiden heikkous on kuitenkin se, etteivät ne huomioi epäorganaisen kasvun arvonluontipotentiaalia, minkä takia mielestämme ne soveltuvat parhaiten nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen. Osakkeen arvostus suhteessa nykyisen liiketoimintakokonaisuuden perusteltuun arvostustasoon taas mielestämme kuvastaa sitä, minkä verran arvostus nojaa tulevien järjestelyjen potentiaaliseen arvonluontiin.

Arvioimme epäorganaisen kasvun tavoittelun olevan ensisijainen tavoite pääoman allokoinnissa ja näin ollen osinkoa onkin mielestämme perusteltua pitää pääasiassa tuotto-odotusta maltillisesti tukevana komponenttina.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Relaisin arvostusta

tukevat ja painavat tekijät ovat:

- **Kasvu ja pääoman allokointi:** Relaisin keskeisin arvonajuri on mielestämme kasvu yritys järjestelyiden kautta eli pääomien uudelleen allokointi. Viime vuosien kehityksen valossa pidämme pääomien uudelleen allokointia onnistuneena. Koska emme mallinna yritysostoja, huomioimme ne osana arvonmääritystämme.
- **Defensiivinen ja maltillisesti kasvava markkina** laskee kysyntään liittyvää riskitasoa, mutta toisaalta tarkoittaa sitä, että yhtiön tulee kyetä ylläpitämään epäorganista kasvua, mikäli yhtiö haluaa jatkaa kasvua keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.
- **Yhtiön kassavirtaprofiili ja pääoma intensiteetti:** Relaisin kassavirta on historiallisesti ollut melko hyvällä tasolla. Vapaata kassavirtaa ja siten strategian toteutusta rajoittavat tukkutoimintojen käyttöpääomaasidonaisuus ja korjaamo- ja huoltotoimintojen toimitilojen kustannukset (suurelta osin vuokravastuita, jotka näkyvät rahoituksen rahavirrassa). Arvioimmekin, että yhtiön vapaa kassavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi rajoittaen pääoman uudelleen allokointia.
- **Vahvojen kilpailualueiden puute** voi arviomme mukaan vaikuttaa toimialan kilpailudynamiikkaan pitkässä juoksussa. Tämä myös rajaa toimijoiden hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentiaalia.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	13,15	13,15	13,15
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	239	239	239
Yritysarvo (EV)	372	362	352
P/E (oik.)	13,2	11,7	10,9
P/E	16,5	14,3	13,0
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,5	11,3	10,4
Osinko/tulos (%)	52,6 %	47,7 %	44,4 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,4 %	3,4 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

## Kokonaistuotto-odotus

Edellisen 12 kuukauden tuloksella Relais arvostetaan oik. P/E-kertoimella 16x ja vastaavasti EV/EBITA-kertoimella 13x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena melko neutraalit tai lievästi koholla suhteessa perusteltuun tasoon.

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2023 ja 2024 oikaistut P/E-luvut ovat 13x ja 12x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset suhteessa Relaisin pääoman tuottotasoon ja myös pörssin yleisten arvostustasojen kontekstissa. Siten absoluuttisten arvostuskertoimien pohjalta osakkeessa olisi mielestämme nousuvaraa, mikä rakentuu tuloskasvun myötä laskevista arvostuskertoimista.

Ennustamme Relaisin tuloskasvun yltävän noin 10-15 %:iin Q1'23-2025e jaksolla (CAGR-%) maltillisen orgaanisen kasvun ja kannattavuusparannuksen ansiosta. Odotamme suhteellisen kannattavuuden säilyvän melko vakaana lähivuosina, mutta kuitenkin edellisen 12 kuukauden vaisua tasoa korkeamana.

Ennusteidemme mukainen vuosien 2023-2025 osinkotuotto on nykyisellä kurssitasolla reiluun 3 %:n tasolla lähivuosina. Toteutuneella tuloksella nykyisten liiketoimintojen arvostus on mielestämme melko neutraali. Näin ollen tuloskasvusta ja vuotuisesta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus nouseekin kaksinumeroiselle tasolle. Tämä mielestämme

tarkoittaa, että hyvä tuotto-odotus lähivuosina ei edellytä pääoman allokointia yritystosiin. Nämä tekijät huomioiden pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta hyvänä, sillä odotamme pääoman uudelleen allokoinnin vahvistavan tuotto-odotusta, vaikka emme sitä mallinnakaan ennusteisiimme.

## Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

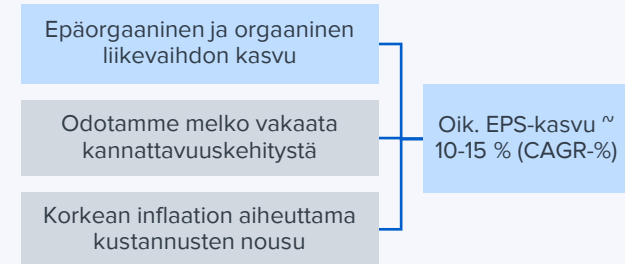
Olemme laatineet Relaisille kaksi verrokkiryhmää, jotka koostuvat kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista yhtiöistä ja pohjoismaisista sarjayhdistelijöistä. Ensimmäisen verrokkiryhmän toimijat ovat kokonaisuutena hyvin samankaltaisia toimijoita kuin mitä Relaisin operatiiviset liiketoiminnot ovat. Toimijoilla joko valtaosa tai merkittävä osa liiketoiminnasta tulee jakeluliiketoiminnasta, minkä lisäksi useat toimijat ovat myös laajentuneet palveluliiketoimintaan. Siten näiden toiminnalla on varsin samankaltaisia ominaisuuksia kuin Relaisin omistamalla liiketoiminnoilla (kilpailukyvyyn elementit, ansaintamalli ja riskiprofiili).

Toisen verrokkiryhmän muodostavat sarjayhdistelijät, joiden liiketoimintamalli on konsernitasolla samantapainen kuin Relaisilla eli se pohjautuu jatkuvaluonteisiin yritystosiin. Sarjayhdistelijöiden omistamat liiketoiminnot poikkeavat toisistaan, mutta kaikkien niiden arvonluonti muodostuu isolta osin pääoman onnistuneesta allokoinnista epäorgaaniseen kasvuun. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmät antavat hyvän viitekehyksen Relaisin arvostukselle. Pidämme ensimmäisen verrokkiryhmän

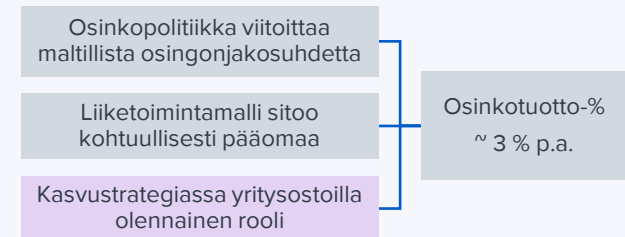
## Osaketuoton ajurit LTM Q1'23-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

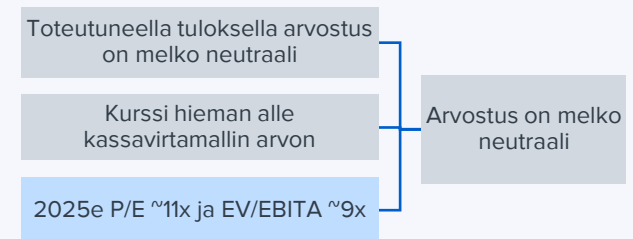
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Markkina ei hinnoitele tulevien järjestelyiden arvonluontia

# Arvonmääritys 3/3

arvostustasoa karkeana lattiatasona Relaisin arvostukselle ja mielestämme se kuvaa Relaisin omistamille liiketoiminnoille perusteltavaa arvostusta. Sarjayhdistelijöiden arvostustaso taas mielestämme kuvaa sitä, miten Relaisia voidaan hinnoitella, jos yhtiö onnistuu arvoa luovassa pääoman allokoinnissa yritysostoihin pitkällä tähtäimellä. Emme kuitenkaan pidä Relaisin arvostamista sarjayhdistelijöiden mediaanitasolle perusteltuna, sillä yhtiön historiallinen pääoman tuotto on ollut selvästi sarjayhdistelijöiden keskiarvoista pääoman tuottoa matalammalla tasolla (s.35).

Lähivuosien keskeisillä tulos pohjaisilla kertoimilla Relais arvostetaan karkeasti linjassa vastaavien liiketoimintojen omaaviin verrokkeihin, kun taas koko verrokkiryhmän arvostus on järkevällä tasolla. Sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden Relais arvostetaan huomattavalla ja jopa noin 45 %:n alennuksella. Tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat korkeahkot, mutta mielestämme korkeista pääoman tuotoista pitkältä ajalta näytöt omaavat toimijat ansaitsevat selvästi keskimääräistä markkinoiden arvostustasoa korkeammat arvostuskertoimet.

Historialliset näytöt huomioiden Relaisin perusteltu arvostustaso mielestämme löytyy näiden kahden verrokkiryhmän välimaastosta. Samalla suhteellinen arvostus suhteessa molempiin verrokkiryhmiin mielestämme toimii ikään kuin puntarina siitä, minkä verran osakkeen arvostustaso sisältää oletuksia epäorgaanisen

kasvun arvonluonnista. Nykyinen Relaisin osakkeen arvostus ei mielestämme sisällä juurikaan odotuksia yritysostojen arvonluonnista, sillä suhteellinen arvostus on linjassa ensimmäisen verrokkiryhmän kanssa.

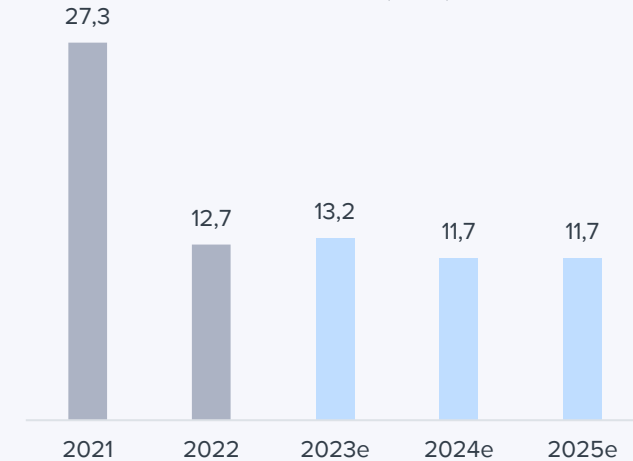
## DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme Relaisin osakkeelle indikoima arvo 14,8 euroa osakkeelta. DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimimme pitkän tähtäimen ennusteita. Näin ollen kassavirtamalli ei huomioi epäorgaanisen kasvun arvonluontimahdollisuuksia ja näin ollen se toimii mittatikkuna etenkin nykyiselle kokonaisuudelle. Mallissa terminaaliarvon painoarvo on 57 %, mitä pidämme kohtuullisena. Mallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 9,0 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 8,0 %.

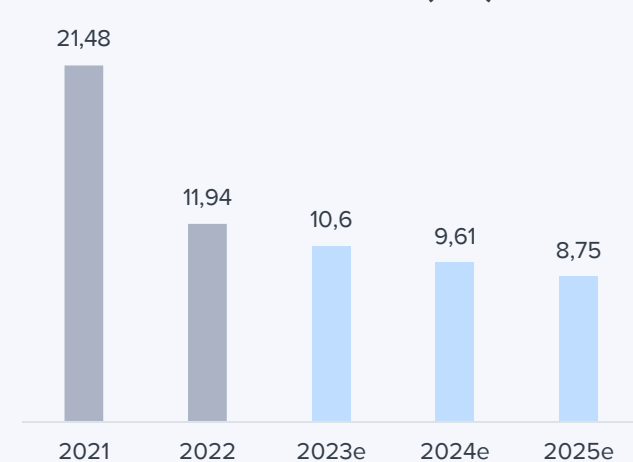
## Tavoitehintaa ja sijoitusnäkemys

Toistamme Relaisin 15,50 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus on useilla mittareilla varsin kohtuullinen ja siten lähivuosien tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle jo ilman yritysjärjestelyiden arvonluontia. Arvioimme kuitenkin yhtiön jatkavan pääoman allokoimista epäorgaaniseen kasvuun, mistä näytöt viime vuosilta ovat mielestämme hyvät. Tätä taustaa vasten pidämme tuotto/riski-suhdetta kokonaisuutena houkuttelevana.

## P/E-kerroin (oik.)



## EV/EBITA-kerroin (oik.)





# Vertailuryhmä 1/2

Verkkokirjymän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Inter Cars SA	1643	2208	7,7	7,1	7,0	6,4	0,6	0,5	8,3	7,5	0,3	0,3	1,6
Advance Auto Parts Inc	6226	7257	8,6	8,2	6,5	6,2	0,7	0,7	10,5	9,8	5,4	5,5	2,1
Duell	32	82	27,2	10,2	11,7	7,4	0,7	0,6	13,3	6,8	0,9	2,4	0,8
Auto Partner SA	523	596	8,1	6,8	7,2	6,1	0,8	0,6	10,7	9,1	1,0	0,8	2,6
Genuine Parts Co	20634	23200	13,4	12,5	11,6	10,9	1,1	1,0	17,4	16,2	2,4	2,6	5,2
Uni-Select Inc	1418	1722	14,9	12,6	9,3	8,6	1,0	0,9	18,9	15,9			2,8
LKQ Corp	13380	15644	10,7	10,1	9,5	8,8	1,3	1,2	13,3	12,3	2,1	2,2	2,3
O'Reilly Automotive Inc	52486	57033	19,4	18,1	17,2	16,1	3,9	3,7	24,7	22,2			
Autozone Inc	41891	48188	15,1	14,0	13,2	12,2	3,0	2,8	18,9	16,9			
Bapcor Ltd	1267	1628	13,1	11,2	9,0	7,9	1,3	1,3	16,3	13,9	3,3	4,0	1,8
Mekonomen AB	521	1011	11,6	10,6	6,6	6,3	0,7	0,7	9,5	8,1	4,0	4,5	1,0
<b>Relais Group (Inderes)</b>	<b>239</b>	<b>372</b>	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>13,2</b>	<b>11,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,6</b>	<b>11,1</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>14,7</b>	<b>12,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-5 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>34 %</b>	<b>35 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>43 %</b>	<b>35 %</b>	<b>1 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

## Vertailuryhmä 2/2

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Indutrade AB	8115	8929	25,9	25,8	19,1	18,8	3,4	3,3	33,7	33,0	1,2	1,2	6,4
Bergman & Beving AB	372	510	17,5	15,7	10,5	9,6	1,2	1,2	18,5	18,1	2,3	2,4	2,0
Momentum Group AB	423	439	24,3	23,5	17,7	17,2	2,6	2,5	27,8	26,6	1,2	1,4	8,1
Bufab AB (publ)	1187	1493	17,6	16,5	13,9	13,6	2,0	1,9	22,5	20,7	1,4	1,4	3,9
Christian Berner Tech Trade AB	37	53	10,2	9,6	6,7	6,0	0,6	0,6	12,0	11,0	3,4	3,6	2,0
Addtech AB	5284	5639	32,0	28,2	24,1	21,4	3,6	3,2	42,3	37,7	0,8	1,1	11,7
Beijer Ref AB (publ)	7013	7636	26,1	23,4	20,6	18,3	2,7	2,5	36,8	30,4	0,9	1,1	3,7
Beijer Alma AB	1277	1486	18,4	17,1	13,5	12,9	2,6	2,5	24,5	21,5	1,9	2,1	3,7
Lifco AB (publ)	8609	9263	24,3	24,4	19,3	19,4	4,5	4,4	34,8	34,4	0,9	0,9	6,9
Lagercrantz Group AB	2683	2879	31,8	27,5	23,4	20,3	4,6	4,0	37,4	34,2	1,1	1,3	9,9
Volati Ab	846	1045	17,6	16,1	11,6	10,8	1,5	2,1	21,9	19,1	1,7	1,7	4,7
Boreo	106	156	16,8	14,3	14,3	11,1	0,8	0,8	22,1	17,8	1,1	1,2	2,9
AddLife AB	1434	1884	30,2	29,0	15,0	14,9	2,3	2,2	40,2	37,7	1,0	1,1	3,2
Addnode Group AB	1382	1423	29,9	25,7	18,5	16,9	2,3	2,1	41,4	36,2	0,8	1,0	7,1
Instalco AB	1267	1946	23,8	21,0	16,3	15,1	1,6	1,5	22,1	18,8	1,4	1,5	4,2
Seafire AB	60	56	7,4	5,7	4,5	3,7	0,6	0,5	24,0	9,8			0,8
Sdiptech AB	794	794	12,1	10,4	9,4	8,3	2,1	1,9	20,8	17,6			2,6
Fasadgruppen Group AB	388	498	11,2	10,7	9,0	8,7	1,1	1,0	13,1	11,6	2,0	2,3	1,9
<b>Relais Group (Inderes)</b>	<b>239</b>	<b>372</b>	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>13,2</b>	<b>11,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>21,1</b>	<b>19,3</b>	<b>15,0</b>	<b>13,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>27,9</b>	<b>24,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>23,8</b>	<b>21,0</b>	<b>15,0</b>	<b>14,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>24,5</b>	<b>21,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-48 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>-45 %</b>	<b>173 %</b>	<b>162 %</b>	<b>-42 %</b>

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

# Verrokkien arvonluonti

Yhtiö	Liikevaihdon kasvu 2015-2022 (CAGR)	Operatiivinen tuloskasvu 2015-2022 (CAGR)	ROIC-% 2015-2022	RONIC-% 2015-2022
Indutrade	9 %	15 %	20 %	26 %
Bergman & Beving	-7 %	-3 %	9 %	-
Bufab	18 %	24 %	13 %	14 %
Addtech	14 %	19 %	19 %	21 %
Beijer Ref	12 %	18 %	14 %	19 %
Beijer Alma	5 %	5 %	18 %	7 %
Lifco	12 %	20 %	19 %	27 %
Lagercrantz Group	10 %	17 %	23 %	18 %
Volati	17 %	16 %	13 %	28 %
Relais Group *	38 %	32 %	11 %	10 %
VBG Group	16 %	19 %	11 %	12 %
AddLife	32 %	37 %	17 %	10 %
Addnode Group	15 %	19 %	15 %	22 %
Instalco	33 %	48 %	17 %	16 %
Sdiptech	32 %	51 %	10 %	13 %
Fasadgruppen *	60 %	48 %	14 %	11 %
Teqnion	36 %	44 %	20 %	24 %
Boreo	21 %	20 %	19 %	8 %
<b>Mediaani</b>	<b>16 %</b>	<b>20 %</b>	<b>16 %</b>	<b>16 %</b>

\*Poikkeava tarkastelujakso

# Arvostus yhteenveto

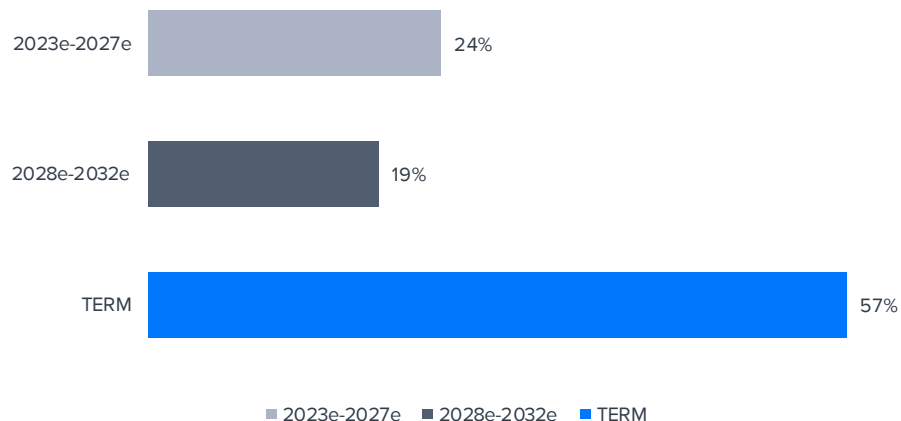
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi			14,7	26,0	10,2	<b>13,15</b>	<b>13,15</b>	<b>13,15</b>	<b>13,15</b>
Osakemäärä, milj. kpl			17,4	17,9	18,1	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>
Markkina-arvo			256	466	185	<b>239</b>	<b>239</b>	<b>239</b>	<b>239</b>
Yritysarvo (EV)			285	608	328	<b>372</b>	<b>362</b>	<b>352</b>	<b>339</b>
P/E (oik.)			17,6	27,3	12,7	<b>13,2</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,0</b>
P/E			36,9	32,5	18,4	<b>16,5</b>	<b>14,3</b>	<b>13,0</b>	<b>10,7</b>
P/B			3,6	4,6	1,8	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
P/S			2,0	2,0	0,7	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
EV/Liikevaihto			2,2	2,6	1,3	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
EV/EBITDA (oik.)			14,9	16,9	9,0	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>
EV/EBIT (oik.)			15,3	23,6	14,3	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>9,5</b>
Osinko/tulos (%)			75,3 %	44,9 %	72,0 %	<b>52,6 %</b>	<b>47,7 %</b>	<b>44,4 %</b>	<b>37,4 %</b>
Osinkotuotto-%			2,0 %	1,4 %	3,9 %	<b>3,2 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,5 %</b>

Lähde: Inderes

# DCF-malli

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,6 %	6,4 %	4,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,5 %	9,4 %	9,8 %	10,1 %	11,1 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>19,6</b>	<b>26,2</b>	<b>28,3</b>	<b>30,2</b>	<b>34,2</b>	<b>36,4</b>	<b>37,5</b>	<b>38,6</b>	<b>39,8</b>	<b>39,0</b>	<b>39,8</b>	
+ Kokonaispoistot	16,9	18,0	18,1	18,0	16,3	16,6	15,2	15,1	15,1	15,1	15,0	
- Maksetut verot	-3,3	-4,5	-4,8	-5,2	-6,4	-7,0	-7,3	-7,6	-7,8	-7,7	-7,8	
- verot rahoituskuluista	-1,5	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ 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	-2,1	-0,2	-3,7	-3,3	-3,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,1	-1,7	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>29,6</b>	<b>37,8</b>	<b>36,5</b>	<b>38,4</b>	<b>39,9</b>	<b>42,7</b>	<b>42,1</b>	<b>42,8</b>	<b>43,6</b>	<b>43,3</b>	<b>44,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-18,3	-14,3	-14,5	-14,5	-14,6	-14,7	-14,8	-15,0	-15,0	-15,0	-15,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>10</b>	<b>23,5</b>	<b>22,0</b>	<b>23,9</b>	<b>25,3</b>	<b>28,0</b>	<b>27,3</b>	<b>27,8</b>	<b>28,6</b>	<b>28,3</b>	<b>29,3</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,2	23,5	22,0	23,9	25,3	28,0	27,3	27,8	28,6	28,3	29,3	499
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>22,5</b>	<b>19,4</b>	<b>19,5</b>	<b>19,2</b>	<b>19,7</b>	<b>17,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,0</b>	<b>239</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		419	396	377	357	338	318	301	284	268	253	239
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>419</b>										
- Korolliset velat		-156										
+ Rahavarat		13,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>269</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>14,8</b>										
<b>Pääoman kustannus (WACC)</b>												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		20,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		5,0 %										
Yrityksen Beta		1,13										
Markkinoiden riski-preemio		4,75 %										
Likviditeettipreemio		1,10 %										
Riskitön korko		2,5 %										
<b>Oman pääoman kustannus</b>		<b>9,0 %</b>										
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>		<b>8,0 %</b>										

Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>189</b>	<b>191</b>	<b>187</b>	<b>183</b>	<b>180</b>
Liikearvo	114	118	118	118	118
Aineettomat hyödykkeet	15,1	15,0	11,4	7,8	4,2
Käyttöomaisuus	59,0	56,8	56,7	56,7	56,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>126</b>	<b>128</b>
Vaihto-omaisuus	73,4	67,8	69,4	73,3	76,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	4,5	4,5	4,5	4,5
Myyntisaamiset	33,8	32,8	35,0	36,5	37,6
Likvidit varat	11,8	13,5	12,9	12,0	8,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>308</b>	<b>309</b>	<b>309</b>	<b>310</b>	<b>307</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>131</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	34,2	35,7	43,0	52,2	62,7
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	67,7	68,2	68,2	68,2	68,2
Vähemmistöosuus	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>143</b>	<b>144</b>	<b>137</b>	<b>127</b>	<b>107</b>
Laskennalliset verovelat	6,2	5,8	5,8	5,8	5,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	135	137	130	120	100,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,3	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>62,8</b>	<b>61,0</b>	<b>60,5</b>	<b>62,2</b>	<b>69,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	16,7	19,1	15,0	15,0	21,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	46,1	35,3	38,9	40,5	41,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	6,6	6,6	6,6	6,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>308</b>	<b>309</b>	<b>309</b>	<b>310</b>	<b>307</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	128,9	237,8	260,7	<b>277,5</b>	<b>289,6</b>	EPS (raportoitu)	0,40	0,80	0,56	<b>0,80</b>	<b>0,92</b>
Käyttökate	19,1	36,0	36,6	<b>44,2</b>	<b>46,4</b>	EPS (oikaistu)	0,84	0,95	0,80	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>
Liikevoitto	11,1	23,0	19,6	<b>26,2</b>	<b>28,3</b>	Operat. kassavirta / osake	1,17	0,94	1,64	<b>2,08</b>	<b>1,99</b>
Voitto ennen veroja	10,4	18,5	13,2	<b>19,0</b>	<b>21,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,46	-6,88	0,56	<b>1,29</b>	<b>1,20</b>
Nettovoitto	6,9	14,4	10,1	<b>14,5</b>	<b>16,9</b>	Omapääoma / osake	4,13	5,68	5,73	<b>6,11</b>	<b>6,59</b>
Kertaluontoiset erät	-7,6	-2,7	-3,3	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	Osinko / osake	0,30	0,36	0,40	<b>0,42</b>	<b>0,44</b>
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	154,6	308,4	309,2	<b>308,6</b>	<b>309,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	30 %	84 %	10 %	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>
Oma pääoma	72,3	102,3	104,0	<b>111,3</b>	<b>120,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	43 %	88 %	2 %	<b>21 %</b>	<b>5 %</b>
Liikearvo	58,2	114,5	118,2	<b>118,2</b>	<b>118,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	138 %	38 %	-11 %	<b>30 %</b>	<b>7 %</b>
Nettovelat	28,3	139,7	142,9	<b>132,1</b>	<b>123,0</b>	EPS oik. kasvu-%	298 %	14 %	-15 %	<b>24 %</b>	<b>12 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	14,8 %	15,1 %	14,0 %	<b>15,9 %</b>	<b>16,0 %</b>
Käyttökate	19,1	36,0	36,6	<b>44,2</b>	<b>46,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	14,5 %	10,8 %	8,8 %	<b>10,7 %</b>	<b>11,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-17,0	-2,1	<b>-0,2</b>	<b>-3,7</b>	Liikevoitto-%	8,6 %	9,7 %	7,5 %	<b>9,4 %</b>	<b>9,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	20,3	16,8	29,6	<b>37,8</b>	<b>36,5</b>	ROE-%	10,2 %	16,5 %	9,8 %	<b>13,5 %</b>	<b>14,6 %</b>
Investoinnit	-12,4	-142,2	-18,3	<b>-14,3</b>	<b>-14,5</b>	ROI-%	8,4 %	11,8 %	7,6 %	<b>10,1 %</b>	<b>11,1 %</b>
Vapaa kassavirta	8,1	-123,5	10,2	<b>23,5</b>	<b>22,0</b>	Omavaraisuusaste	46,7 %	33,2 %	33,6 %	<b>36,1 %</b>	<b>38,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	39,2 %	136,5 %	137,4 %	<b>118,7 %</b>	<b>102,1 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	2,2	2,6	1,3	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>						
EV/EBITDA (oik.)	14,9	16,9	9,0	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>						
EV/EBIT (oik.)	15,3	23,6	14,3	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>						
P/E (oik.)	17,6	27,3	12,7	<b>13,2</b>	<b>11,7</b>						
P/B	3,6	4,6	1,8	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>						
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,4 %	3,9 %	<b>3,2 %</b>	<b>3,4 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.11.2021	Vähennä	26,00 €	25,20 €
4.3.2022	Lisää	24,00 €	22,00 €
	Analyytikko vaihtuu		
4.4.2022	Lisää	24,00 €	21,00 €
13.5.2022	Lisää	20,00 €	18,00 €
9.8.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
12.8.2022	Lisää	14,00 €	12,20 €
9.11.2022	Osta	13,00 €	10,45 €
11.11.2022	Osta	13,50 €	10,95 €
1.3.2023	Lisää	13,50 €	11,50 €
3.3.2023	Lisää	13,50 €	12,50 €
5.5.2023	Lisää	15,50 €	14,00 €
30.5.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €



Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**