

# Kamux

Yhtiöraportti

1/2020

# Kasvutarinassa ollaan vasta päästy alkuun

Nostamme Kamuxin tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 8,2 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme. Kamux jatkaa omaan tehokkaaseen käytettyjen autojen kauppaan keskittyvän toimintamallinsa systemaattista toteuttamista ja arviomme mukaan olemme nähneet vasta pintaraapaisin siitä, mihin kasvutarina voi pitkässä juoksussa viedä.

## Kamux toimii käytettyjen autojen markkinoilla Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa

Kamux on käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Yhtiön ensimmäinen autoliike avattiin vuonna 2003 Hämeenlinnassa. Yhtiö laajeni Ruotsiin 2012 ja Saksaan 2015. Vuoden 2019 lopussa Kamuxilla oli 71 autoliikettä (Suomi 48 kpl, Ruotsi 17 kpl ja Saksa 6 kpl) ja yhtiö myi vuonna 2019 arviomme mukaan reilu 54 tuhatta käytettyä autoa (2018: 46 596 kpl). Ennusteemme vuoden 2019 liikevaihdolle on 642 MEUR (+22 %) ja liikevoitolle 25,5 MEUR (EBIT 4,0 %). Yhtiö avasi vuoden 2019 aikana 10 uutta autoliikettä, joiden ansiosta kasvu jatkuu vahvana myös 2020.

## Liiketoimintamalli painottaa nopeaa varastonkiertoa, integroituja palveluita ja alhaisia kiinteitä kuluja

Kamuxin toiminta perustuu autoliikkeiden ja verkon yhdistelmään, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Kamux tarjoaa automyyntiin yhteydessä kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutus tuotteita sekä omaa lisävastuusuomustuetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt korjauskustannukset. Integroitujen palveluiden myynti osana autokauppaa on tärkeä osa Kamuxin toimintamallia, sillä niiden myynnillä on selvä positiivinen vaikutus yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen.

## Visiona olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut autoliikeketju Euroopassa

Kamux on todistanut tehokkaan mallinsa toimivuuden Suomessa ja yhtiö on noussut nopeasti käytettyjen autojen markkinajohtajaksi (markkinaosuus ~8 %). Yhtiö pyrkii nyt viemään toimintamallinsa Ruotsiin ja Saksaan. Näiden kolmen maan yhteenlaskettu markkinakoko on noin 100 miljardia euroa (~9 miljoonaa käytettyä autoa), joista Suomi on 5 miljardia, Ruotsi 15 miljardia ja Saksa 80 miljardia euroa. Ruotsissa Kamuxin markkinaosuus on 0,5 % ja Saksassa 0,0 %. Käytettyjen autojen markkinat ovat kaikissa Kamuxin toimintamaissa erittäin hajanaiset, mikä tarjoaa tehokkaalle ketjuohjatuille toimijalle mahdollisuuden kasvattaa vielä merkittävästi markkinaosuutta kaikissa maissa.

## Strategiakauden 2019-2022 taloudelliset tavoitteet ovat realistiset ja tuloskasvunäkymät ovat voimakkaat

Kamux päivitti vuonna 2019 taloudellisia tavoitteita kaudelle 2019-2022. Näihin kuuluu liikevaihdon vähintään 10 %:n vuotuinen kasvu ja vähintään 4 %:n EBIT-marginaali. Ennusteidemme mukaan liikevaihdon kasvu 2020-2022 aikana on ~14 % vuodessa ja EBIT-marginaali on 3,9-4,0 %. Liikevaihdon kasvu perustuu uusien autoliikkeiden avauksiin ja vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvuun. Tätä reseptiä yhtiö on onnistunut pitkällä historialla toteuttamaan systemaattisesti pitäen kiinni tasaisesta EBIT-marginaalista ja korkeasta oman pääoman tuotosta (ROE 2019e: 25 %).

## Kamuxin pitkän aikavälin kasvunäkymät eivät mielestämme heijastu täysin osakkeen arvossa

Kamuxin arvostus (P/E 2020: 14x, EV/EBIT 10x) ei mielestämme anna riittävästi painoarvoa erittäin vahvoille pitkän ajan kasvunäkymille (varsinkin, jos kansainvälistyminen onnistuu). Tässä pitää ottaa huomioon, että Saksa on vielä tappiolla ja Ruotsin tulos on matalalla tasolla. Uskomme sijoittajien kantavan nyt huolta Ruotsin ja Saksan kannattavuudesta ja ennen niiden kestävästä tuloskäännettä markkinat eivät uskalla hinnoitella osaketta kovin korkeilla kertoimilla. Osakkeen tuotto-odotus koostuu lähivuosille ennustamastamme tuloskasvusta (~10-15 %/v.) ja 3-4 %:n osinkotuotosta. Tavoitehinnallamme (9,0 euroa) PEG-luku olisi lähivuosien tuloskasvuennusteisiimme nähden neutraalilla 1,0x tasolla.

## Analytiikko



**Petri Kajaani**  
+358 50 527 8680  
petri.kajaani@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Osta

(aik. Osta)



**9,00 EUR**

(aik. 8,20 EUR)

Osakekurssi: 7,68 EUR

Potentiaali: 17,2 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Kamux ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteet vuosille 2019-2022 ovat liikevaihdon kasvattaminen yli 10 % vuosittain sekä vähintään 4 %:n liikevoittomarginaali.

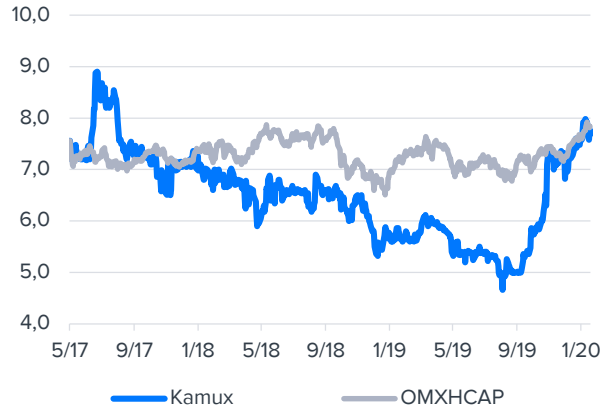
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	528	642	745	848
kasvu-%	16 %	22 %	16 %	14 %
<b>EBIT oik.</b>	21,9	25,5	29,0	33,3
EBIT-% oik.	4,1 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %
<b>Nettotulos</b>	14,6	18,7	22,0	25,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,44	0,47	0,55	0,63

<b>P/E (oik.)</b>	13,1	16,4	14,0	12,2
<b>P/B</b>	3,3	3,8	3,3	2,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,8 %	2,9 %	3,4 %	3,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,0	11,9	10,4	9,1
<b>EV/EBITDA</b>	11,9	9,0	7,9	7,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,5	0,5	0,4	0,4

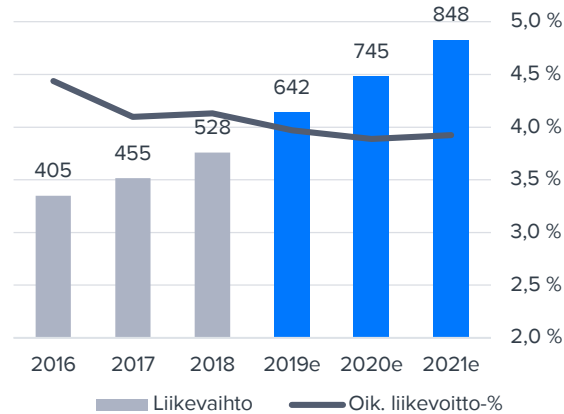
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



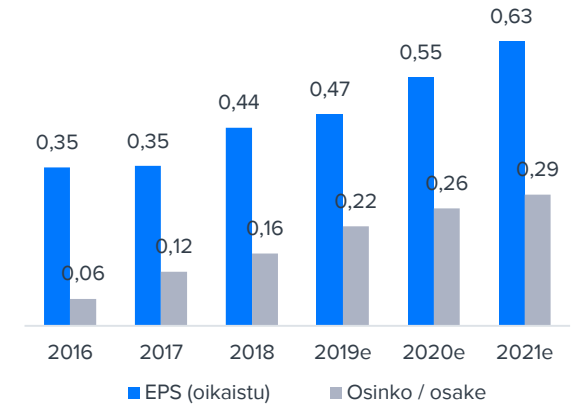
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**307**  
MEUR

Osinko  
**3,4%**  
2020e

EV/EBIT  
**10x**  
2020e

P/E (oik.)  
**14x**  
2020e

### Arvoajurit

- Uusien autoliikkeiden avaaminen Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa
- Digitaalisen asiointin lisääntyminen
- Uusien hyvien myyjien rekrytoiminen ja suuremman autovalikoiman saavuttaminen
- Varastonkierron nopeutuminen
- Integroitujen palvelujen myynnin kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut esim. hankinnoissa ja kolmansien osapuolten myyntipalkkioissa
- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus

### Riskitekijät

- Voimakkaan historiallisen kasvuvauhdin hidastuminen
- Ruotsi ja Saksa jäävät kannattavuudessa selvästi Suomen tasosta
- Kamuxiin liittyvä maineriski
- Autoverolainsäädäntöön tehtävät negatiiviset muutokset
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentuminen
- Kilpailijat voivat kopioida Kamuxin toimintamallin
- Uudet toimialaa disruptoivat palvelut esim. digitaalisuuteen tai alustatalouteen liittyen

### Arvostus

- Tulos pohjainen arvostus ei mielestämme riittävästi huomioi yhtiön pitkän aikavälin houkuttelevia kasvunäkymiä
- Tulos kasvun mukana nouseva osinko tarjoaa hyvää tuottoa
- Vahva tase, nopea liikevaihdon kasvu, tasainen kannattavuus ja korkea pääoma tuotto tekevät pitkällä aikavälillä hyvää omistaja-arvolle
- Arvostusta painaa näkemyksemme mukaan epäilyt liiketoimintamallin toimivuudesta Ruotsin ja Saksan markkinoilla

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-7</b>
Historiallinen kehitys	<b>8-10</b>
Liiketoimintamalli	<b>11-19</b>
Toimiala ja markkinakatsaus	<b>20-25</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>26-29</b>
Ennusteet	<b>30-35</b>
Osakkeen arvostus	<b>36-40</b>
Sijoitusnäkemys ja riskit	<b>41-46</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>47</b>

# Kamux lyhyesti

Kamux on nopeasti kasvava käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Ensimmäinen Kamux-autoliike avattiin Hämeenlinnassa vuonna 2003. Yhtiö laajeni Ruotsiin vuonna 2012 ja Saksaan vuonna 2015. Yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa yhteensä 71 autoliikettä (Suomi 48, Ruotsi 17 ja Saksa 6). Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut vähittäiskaupan ketju Euroopassa. Yhtiön keskipitkän aikavälin (2019-2022) tavoitteena on yli 10 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja vähintään 4 %:n liikevoittomarginaali

## 2003

Ensimmäinen Kamux-autoliike avataan Suomessa

## 307 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssilla 7,68 euroa)

## 642 MEUR (+22 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019e (Inderes ennuste)

## 25,5 MEUR (EBIT 4,0 %)

Oikaistu liikevoitto 2019e (Inderes ennuste)

## 54 341 (+17 % vs. 2018)

Myytyjen autojen lukumäärä 2019e (Inderes ennuste)

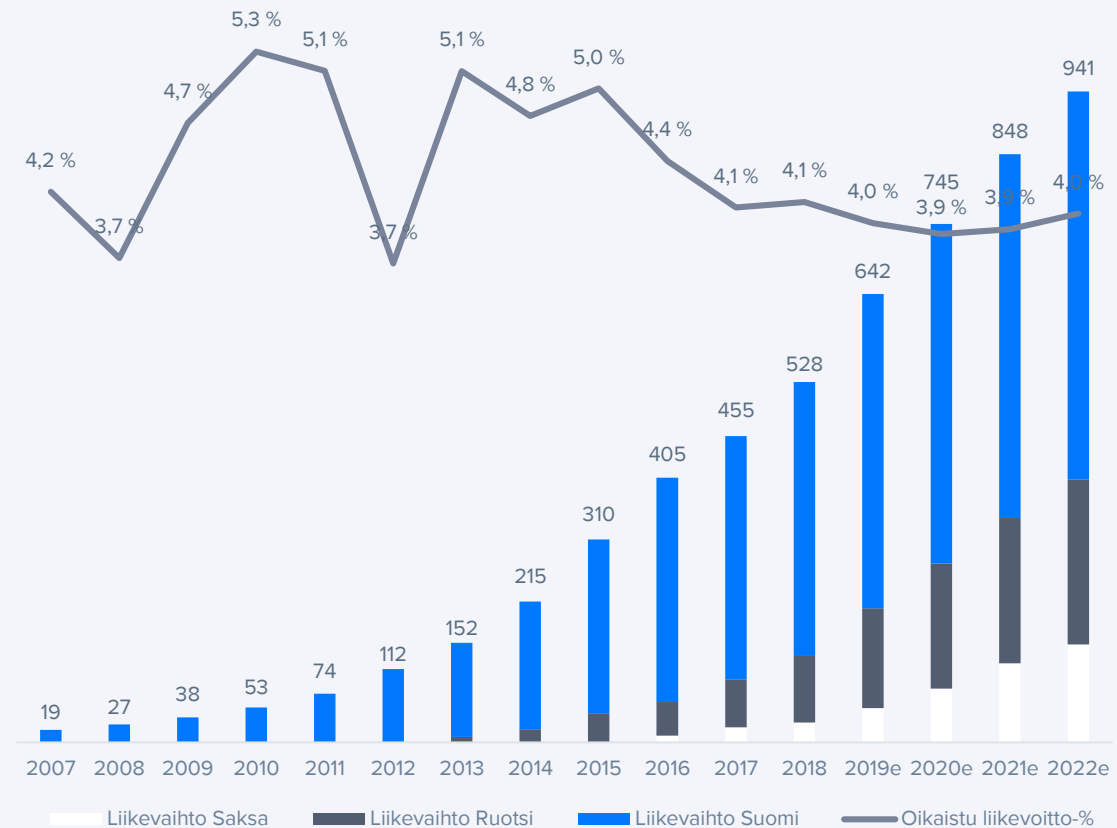
## 579

Henkilöstö keskimäärin (1-9/2019)

## 71 autoliikettä\* (+20 % vs. 2018)

Suomi 48 kpl, Ruotsi 17 kpl ja Saksa 6 kpl

Kamuxin liikevaihto- ja kannattavuuskehitys (Inderes ennuste 2019-2022)



Lähde: Kamux / Inderes

\* Tilanne Q4'19 alussa

# Yhtiökuvaus

## Yhtiökuvaus

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliikeketju. Kamux on myynyt perustamisensa jälkeen yli 240 000 käytettyä autoa. Tilikaudella 2018 Kamux myi yhteensä 46 596 autoa ja sen liikevaihto oli 528 MEUR. Vuonna 2018 liikevaihto jakautui toimintamaiden osalta seuraavasti (Suomi 79 %, Ruotsi 15 % ja Saksa 5 %). Kamux arvioi olevansa käytettyjen autojen markkinoilla Suomessa markkinajohtaja noin 8 %:n markkinaosuudella. Ruotsissa Kamuxin markkinaosuus oli arviolta alle 1 % ja Saksassa 0 %.

Kamuxin oikaistu liikevoitto vuonna 2018 oli 22 MEUR (2017: 19 MEUR), mikä on 4,1 % liikevaihdosta (2017: 4,1 %). Yhtiön henkilöstön määrä tilikaudella 2018 oli keskimäärin 472 kpl (2017: 418). Kamuxin markkina-arvo nykyisellä 7,68 euron osakekurssilla on 307 MEUR.

## Liiketoimintamalli

Kamuxin liiketoiminta perustuu autoliikkeiden ja verkon sekä digitaalisen läsnäolon yhdistelmään, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palvelujen myyntiin. Kamuxin tehokkaaseen varastonkiertoon suunniteltu liiketoimintamalli mahdollistaa Kamuxin tarjoamien autojen kilpailukykyiset hinnat.

## Autoliikkeet

Ensimmäinen Kamux-autoliike avattiin vuonna 2003 Hämeenlinnassa. Vuonna 2012 yhtiö avasi ensimmäisen autoliikkeen Ruotsiin ja vuonna 2015

yhtiö avasi ensimmäisen autoliikkeen Saksaan. Vuoden 2019 lopussa Kamuxilla oli autoliikkeitä yhteensä 71 kpl (Suomi 48, Ruotsi 17 ja Saksa 6).

## Integroidut palvelut

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

## Autojen hankinta

Kamux hankkii käytettyjä autoja leasingyhtiöiltä, autohuutokaupoista, yksityishenkilöiltä, muilta autoliikkeiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojiilta ja muista lähteistä. Suuren osan autoista Kamux hankkii asiakkailtaan vaihdossa osana vaihtoautokauppaa. Kaikissa Kamuxin toimintamaissa autohankintojen hinnoittelua johdetaan osin keskitetysti ja joka maassa automyyjät ostavat autoja. Jokaisella liikkeellä on määritellyt ostotavoitteet.

## Autojen myynti ja autovalikoima

Kamux myy autoja autoliikkeissään ja verkkokaupassa. Kamuxin koko autovalikoima on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa

autoliikkeissä. Kamux siirtää tarvittaessa auton liikkeestä tai maasta toiseen, kun kaupasta on sovittu. Kamuxin myymistä autoista tyypillisesti noin 25-30 % myydään toisen Kamuxin autoliikkeen kautta.

Kamux myy käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta ja pyrkii sovittamaan omat ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmänsä kautta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi autohankinnat ja vaihtoautot sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Kamuxin keskeisin käytettyjen autojen luokka liikevaihdolla mitattuna ovat noin 2-6 vuoden ikäiset autot, joiden hintaluokka on 10 000-25 000 euroa.

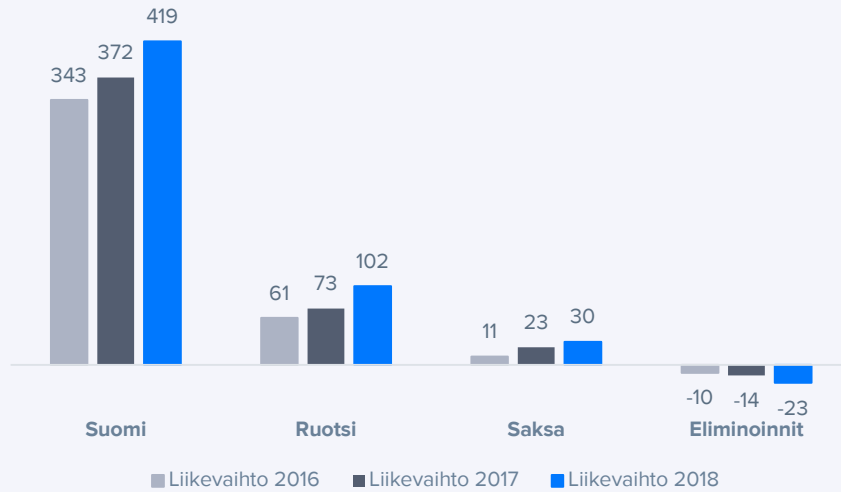
Kamuxin kussakin autoliikkeessä Suomessa ja Ruotsissa autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä, ja Saksassa sijaitsevista autoliikkeissään yhtiö pyrkii alle 100-300 myynnissä olevan käytetyn auton valikoimaan. Vuonna 2018 vaihto-omaisuuden kiertonopeus oli 50 päivää (2017: 47 päivää).

## Näkymät ja tavoitteet

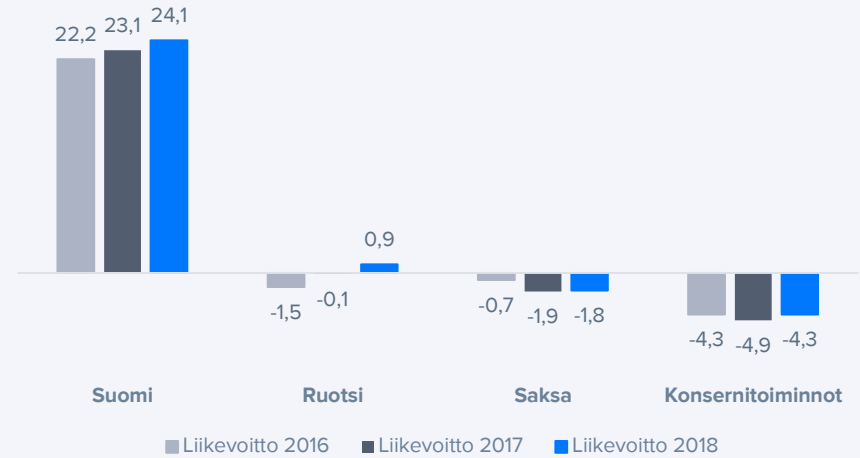
Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut ketju Euroopassa. Yhtiö ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä, mutta vuoden 2019 alussa yhtiö julkisti uudet keskipitkän aikavälin (2019-2022) taloudelliset tavoitteet. Näihin kuuluvat yli 10 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu (2019e: +22 %) ja vähintään 4 %:n liikevoittomarginaali (2019e: 4,0 %). Lisäksi tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 30 % tilikauden voitosta (2019e: 47 %).

# Yhtiökuvaus

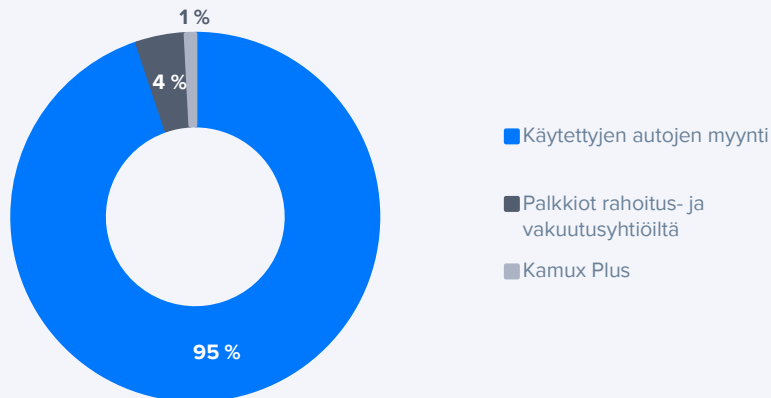
Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



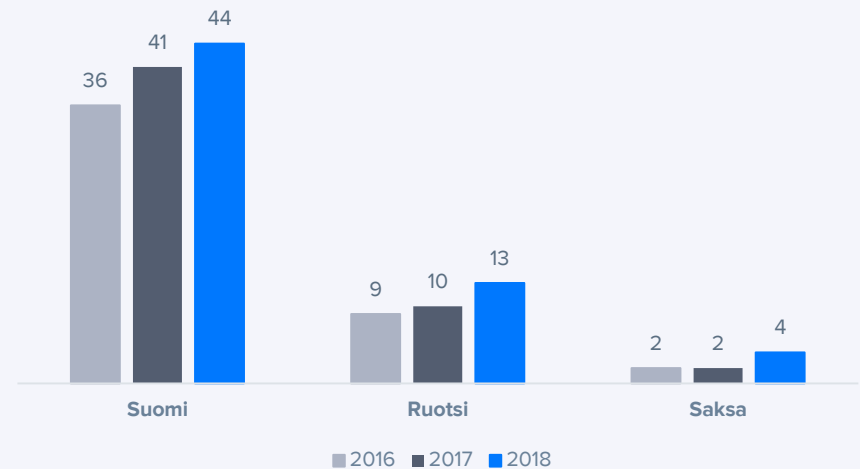
Liikevoitto segmenteittäin (MEUR)



Liikevaihto tuotealueittain (2018)



Kamuxin autoliikkeet vuoden lopussa



# Historiallinen kehitys

## Yhtiön perustaminen

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

## Intera Partners mukaan kehittämään toimintaa

Vuonna 2011 pääomasijoittaja Intera Partnersin perustama yhtiö KMX Holding Oy osti Kamux Suomen ja sen tytäryritykset. Järjestelyn yhteydessä toteutetussa osakeannissa Kamuxin toimiva johto ja muut avainhenkilöt merkitsivät 45 % osakkeista ja Interalla säilyi 55 % osakkeista. Intera tarjosi Kamuxille lisää resursseja ja osaamista liiketoiminnan laajentamiseen Suomessa ja ulkomailla. Intera on edelleen Kamuxin suurin omistaja (omistus 20,99 %).

## Laajentuminen Ruotsiin ja Saksaan

Vuoden 2012 lopussa Kamux avasi ensimmäisen autoliikkeensä Ruotsissa, minkä jälkeen yhtiö on laajentunut 17 autoliikkeen ketjuksi Ruotsissa (Q4'19). Vuoden 2015 lopussa Kamux avasi ensimmäisen autoliikkeensä Saksaan, minkä jälkeen yhtiö on laajentunut 6 autoliikkeen ketjuksi Saksassa (Q4'19). Saksan Nedderfeldin liike on ainoa myymälätila, joka on Kamuxin omassa omistuksessa. Kaikissa muissa autoliikkeissä yhtiö toimii vuokralalla. Kamuxin vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta ja valtaosassa on ehtoja sopimuksen uusimisesta.

Kamux on nopeasti kasvanut Suomen markkinajohtajaksi perinteistä autokauppaa

tehokkaammalla toimintamallillaan. Yhtiön tavoite on monistaa sama konsepti selvästi suuremmille Ruotsin ja Saksan markkinoille. Maantieteelliseen laajentumiseen liittyen Kamux on tehnyt investointeja Ruotsiin ja Saksaan. Yhtiölle on myös kertynyt lisäkuluja laajentumiseen liittyen mm. erilaisista selvityksistä ja asiantuntijapalveluista, markkinoinnista ja rekrytoinneista, mitkä ovat vaikuttaneet negatiivisesti suhteelliseen kannattavuuteen. Tämän lisäksi Kamuxin historia, tunnettuus ja kokoluokka Ruotsissa ja Saksassa ovat vielä huomattavasti Suomea pienempiä, millä on ollut ja tulee olemaan vaikutus Kamuxin kannattavuuteen, kunnes sen liiketoiminnat ovat kehittyneet pidemmälle kyseisissä maissa.

Kamuxin strategian mukaisesti se keskittyy Ruotsissa ja Saksassa liiketoiminnan kehittämiseen parantaen kannattavuutta asteittain. Ruotsissa Kamuxin tarkoituksena on keskittyä seuraavien vuosien aikana liikevaihdon kasvattamiseen sekä liiketoimintaprosessien ja henkilöstön kehittämiseen. Kamuxin tavoitteena on, että liikevaihdon kasvu alkaa näkyä Ruotsissa myös kannattavuuden parantumisena ja yhtiö on tehnyt Ruotsissa positiivista liikevoittoa nyt tilikaudesta 2018 lähtien.

Saksassa Kamux on aloittanut toimintansa vuoden 2015 lopussa ja yhtiö keskittyy toistaiseksi liiketoiminnan kasvattamiseen suur-Hampurin alueella ja liiketoimintaprosessien kehittämiseen ja optimointiin Saksan markkinoilla. Saksan liiketoiminta on tehnyt alkuvuonna 2019 liiketappiota 1,0 MEUR (-2,8 % liikevaihdesta), mutta toiminta on vielä erittäin varhaisessa vaiheessa. Suhteellinen kannattavuus liikkuu kuitenkin hyvää suuntaan ja odotamme Saksan

kääntyvän plussalle vuosien 2021-2022 aikana.

## Vahva kasvu ja tasainen kannattavuus

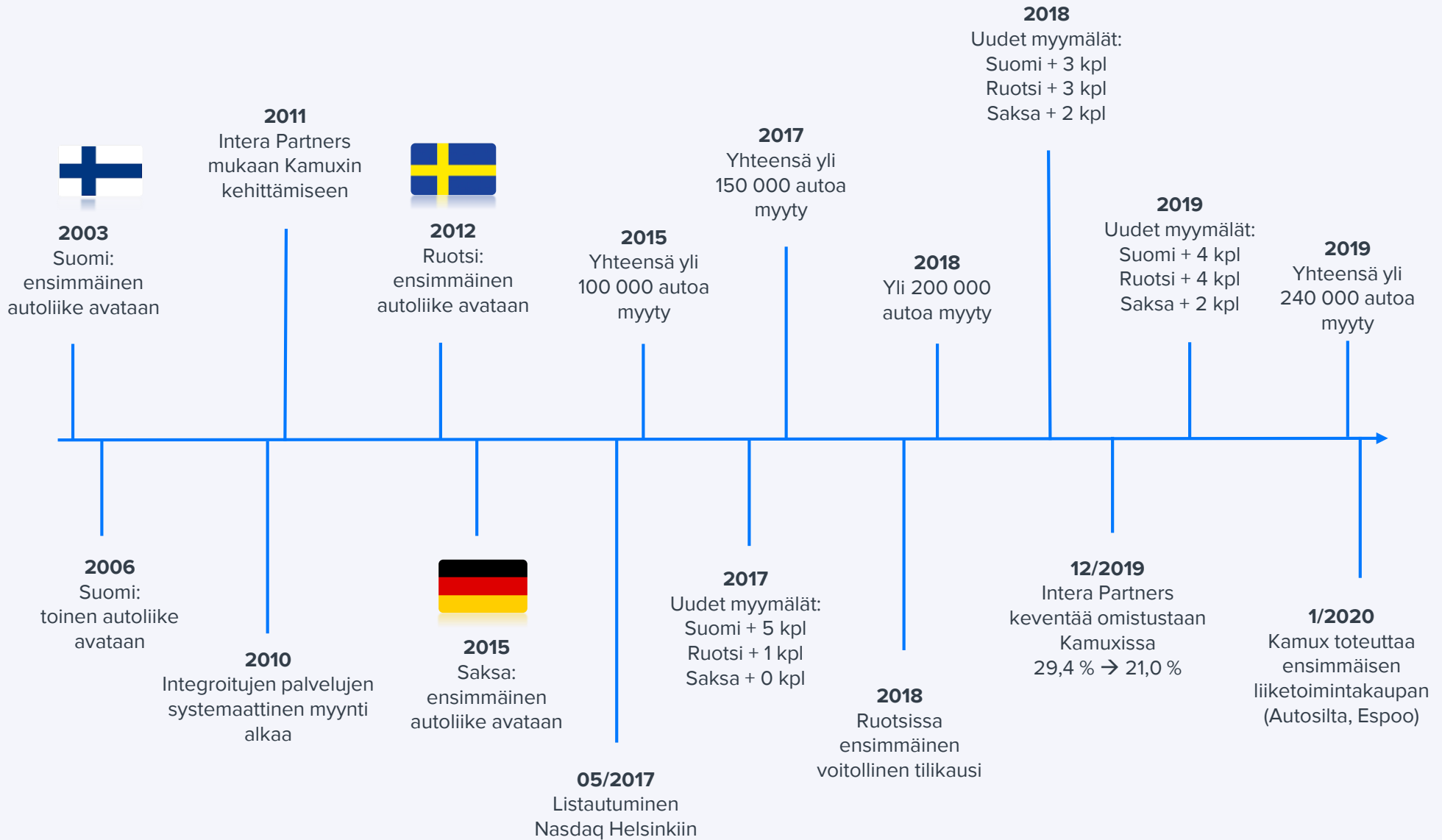
Kamux profiloituu kasvuyhtiöksi. Vuosien 2007-2012 aikana liikevaihdon kasvu oli 43 % vuodessa, mikä koostui täysin kasvusta Suomen markkinoilla. Tällä aikavälillä liikevaihto kasvoi 19 MEUR:sta 112 MEUR:oon. Vuoden 2012 jälkeen yhtiö aloitti laajentumisen ulkomaille. Vuosien 2012-2018 välillä liikevaihto kasvoi 112 MEUR:sta 528 MEUR:oon, mikä tarkoittaa keskimäärin 30 %:n kasvua vuodessa (CAGR). Euromääräisesti kasvu on viime vuosina tullut pääosin Suomesta, mutta pienten pohjalukujen ansiosta Ruotsin ja Saksan liikevaihdot ovat kasvaneet suhteellisesti nopeinta vauhtia. Vahvasta kasvusta huolimatta Kamux on pysynyt jatkuvasti voitollisena ja liikevoittomarginaali on vuosien 2007-2018 aikana vaihdellut tasaisesti noin 4-5 %:n tasolle.

Kamuxin vahva liikevaihdon kasvu on perustunut pääosin uusien liikkeiden avauksiin ja osittain myös olemassa olevien liikkeiden myynnin kasvuun. Vuonna 2017 Kamuxin autoliikkeiden määrä kasvoi 13 % (47 kpl → 53 kpl) ja vertailukelpoisten liikkeiden myynti laski 5 %. Vuonna 2018 autoliikkeiden määrä kasvoi 15 % (53 kpl → 61 kpl) ja vertailukelpoisten liikkeiden myynti kasvoi 6 %. Vuonna 2019 autoliikkeiden määrä kasvoi 16 % (61 kpl → 71 kpl) ja vertailukelpoisten liikkeiden myynti kasvoi Q1-Q3-lukujen perusteella 3 % vertailukaudesta.

Käytettyjen autojen myynnin lisäksi Kamuxin liikevaihtoon ja erityisesti kannattavuuteen vaikuttaa sen tarjoaminen integroitujen palvelujen myynti (kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutus sekä Kamux Plus).

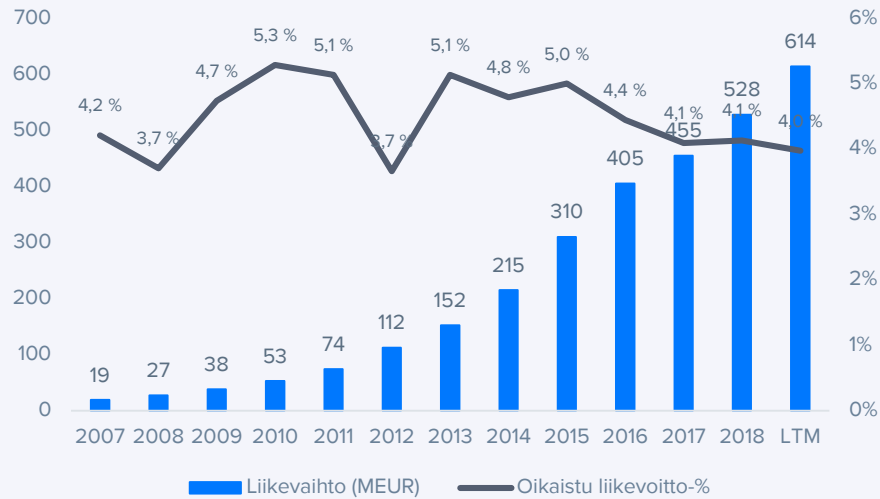


# Historiallinen kehitys

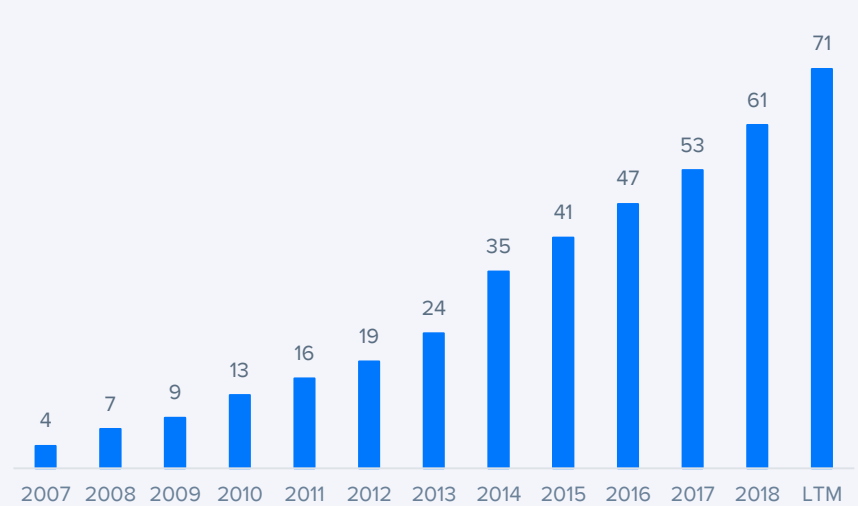


# Historiallinen kehitys

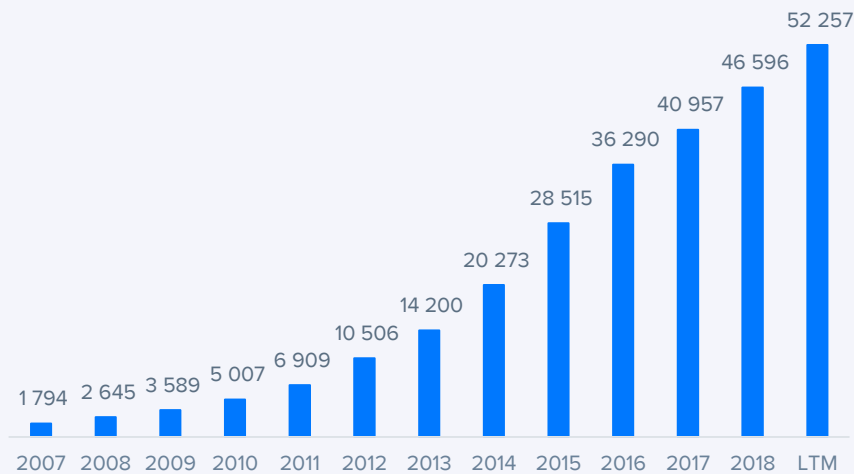
## Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto



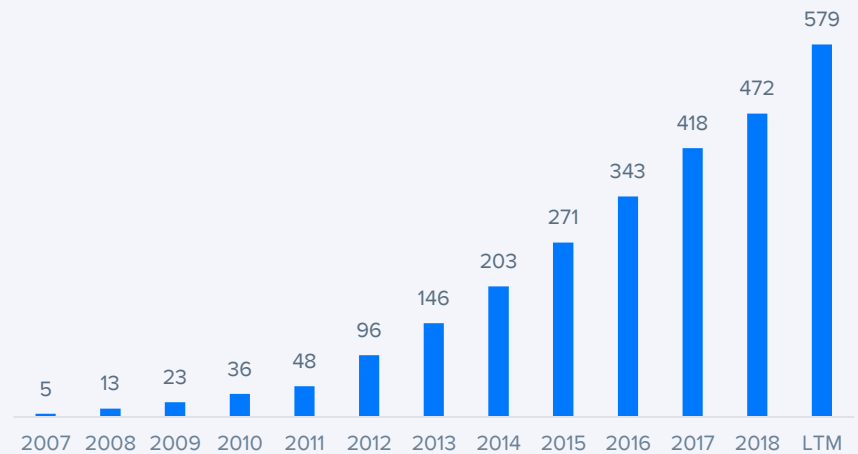
## Autoliikkeiden määrä



## Myytyjen autojen lukumäärä



## Henkilöstö keskimäärin vuoden aikana



# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin kulmakivet

Kamuxin liiketoimintamallin perustana ovat:

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

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

## 1. Käytettyjen autojen hankinta ja myynti

### Käytettyjen autojen hankinta

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

Kamuxin hankkimien autojen tyypillinen ikäjakama on 3-10 vuotta niiden autojen osalta, jotka Kamux hankkii asiakkailtaan tai muilta

yksityishenkilöiltä, ja 1-5 vuotta niiden autojen osalta, jotka Kamuxin oma osto-organisaatio hankkii. Kamuxin autoliikkeiden myyjät Suomessa toimivat lähtökohtaisesti itsenäisesti tehdessään autohankintoja käyttäen tarvittaessa osto-organisaation tukea autojen hinnoittelussa.

Ruotsissa ja Saksassa autohankintojen hinnoittelusta vastaavat ostajohtajan alaisuudessa olevat ostotiimit. Kamuxin myyjät pääsääntöisesti tarkastavat ostettavat käytetyt autot, mutta Kamux ei itse huolla tai kunnosta ostamiaan autoja. Sen sijaan Kamuxilla on useita yhteistyökumppaneita, joita se hyödyntää joustavasti autojen huoltoa, tarkastuksia ja korjauksia varten. Vuonna 2018 Kamuxin korjaus- ja huoltokulut olivat 15,8 MEUR (2017: 13,7 MEUR), mikä on 3,0 % liikevaihdosta (2017: 3,0 %).

Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen ja markkinatuntemukseen. Kamuxin toimintamallin kannalta on hyvin tärkeää, että hankintoja tehdään jatkuvasti ja hyvään hintaan. Kamux opettaa uusia myyjiään heti ottamaan yhden tietyn automallin tarkkailuun ja etsimään mallin autoilmoituksista selkeitä poikkeamia markkinahinnoissa. Näin myyjät oppivat ajan kanssa tuntemaan eri autojen käyviä hintatasoja ja ostotoiminta kehittyy paremmaksi. Vuonna 2018 Kamux teki keskimäärin yhdellä autolla liikevaihtoa 11 327 euroa ja yhtiölle jäi liikevoittoa autoa kohden 406 euroa. Jos esimerkiksi oletetaan, että jokainen auto pystyttäisiin hankkimaan 100 euroa edullisemmin, tarkoittaisi se Kamuxin liikevoiton nousua yli 5 MEUR:lla ja liikevoittomarginaalin nousua yhdellä prosenttiyksiköllä 4 %:sta 5 %:iin (muiden asioiden pysyessä ennallaan).

## Käytettyjen autojen myynti

Kamux myy käytettyjä autoja autoliikkeidensä kautta Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Kamux markkinoi autovalikoimaansa omilla verkkosivuilla (Kamux.fi/se/de) ja kolmansien osapuolten verkkosivuilla (mm. Nettiauto, Autotalli, Blocket, Mobile ja Autoscout). Kamuxin verkkosivut ovat sen asiakkaiden pääasiallinen lähde tutustua Kamuxin autovalikoimaan ja siellä on esillä yli 5000 auton valikoima. Kamux pyrkii laajentamaan autovalikoimaansa uusia liikkeitä avaamalla, täydentämällä nykyisten liikkeiden valikoimia ja liiketoimintaprosessejaan edelleen kehittämällä.

### Autoliikkeet

Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 71 autoliikettä (Suomi 48, Ruotsi 17 ja Saksa 6). Kamuxin koko autovalikoima (yli 5000 autoa) on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa Kamuxin autoliikkeissä, jolloin yhtiö pystyy täydentämään autoliikekohtaista käytettyjen autojen valikoimaa muiden autoliikkeidensä autovalikoimalla ja jopa maiden välillä. Tyypillisesti Kamuxin myymistä autoista 25-30 % myydään toisen Kamuxin autoliikkeen kautta. Kamuxin laaja autovalikoima, kilpailukykyiset hinnat ja mahdollisuus myydä myös toisten Kamux-liikkeiden autovarastoa toimivat sen kilpailuetuina erittäin hajanaisilla käytettyjen autojen markkinoilla, missä monilla kilpailijoilla ei ole tarjota yhtä kattavaa valikoimaa. Suurin osa Kamuxin autoliikkeistä sijaitsee suurten tai keskikokoisten kaupunkien vaikutusalueilla, joihin on keskittynyt myös muuta kaupallista toimintaa ja joissa liikkuu paljon potentiaalisia asiakkaita.

# Kamuxin avainluvut per myyty auto

Mittari & tavoitesuunta

2017

2018

Myytyjen autojen lukumäärä  
(tavoitesuunta: ylöspäin)

40 957  
KPL

+ 14 %

46 596  
KPL

Liikevaihto per myyty auto  
(tavoitesuunta: ylöspäin)

11 107  
€

+ 2 %

11 327  
€

Bruttokate per myyty auto  
(tavoitesuunta: ylöspäin)

1 314  
€

+ 6 %

1 392  
€

Kiinteät kulut per myyty auto  
(tavoitesuunta: alaspäin)

918  
€

+ 7 %

985  
€

Liikevoitto per myyty auto  
(tavoitesuunta: ylöspäin)

396  
€

+ 3 %

406  
€

Toimenpiteitä tuloksen parantamiseksi

- Autoliikkeiden ja myyjien määrän kasvu
  - Myymälä- ja myyjäkohtaisen myynnin kasvu
  - Kilpailukykyisemmät hinnat
  - Laajempi autovalikoima
  - Tehokkaampi markkinointi
  - Nopeampi varastonkierto
  - Autoihin liittyvän verotuksen keventyminen
- 
- Laadukkaampien ja/tai kalliimpien autojen myynti
  - Integroitujen palvelujen myynti suhteellisesti useampien autojen yhteydessä
  - Uusien integroitujen palvelujen tuominen valikoimiin
- 
- Tehokkaampi hankintaorganisaatio
  - Laadukkaampien ja/tai kalliimpien autojen myynti
  - Integroitujen palvelujen myynnin kasvu
  - Paremmat ehdot kolmansien osapuolten palkkiomallissa integroituihin palveluihin
- 
- Matalammat vuokratulot
  - Matalammat markkinoinnin ja mainonnan kulut
  - Matalammat hallinnon kulut
  - Matalampi investointitaso ja sitä kautta pienemmät poistot
  - Nopeampi varastonkierto
- 
- Kaikkien edellä mainittujen tekijöiden lopputulema

# Liiketoimintamalli

Kamuxin liiketilakonseptin mukaisesti autoliikkeillä on yhtenäinen ja helposti tunnistettava, muista autoliikkeistä erottuva ulkonäkö sekä selkeät ja yksinkertaiset sisätilat. Kamuxin autoliikkeiden pinta-ala on yleensä noin 500-2300 m<sup>2</sup> keskiarvon ollessa noin 1000 m<sup>2</sup>.

Kamuxin kussakin autoliikkeessä Suomessa ja Ruotsissa autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä ja Saksassa sijaitsevissa autoliikkeissä on alle 100-300 myynnissä olevan käytetyn auton valikoima. Eri kokoisissa liikkeissä myyjien määrät vaihtelevat tyypillisesti 4-12 myyjän välillä. Kamuxin kokemuksen perusteella yksi automyyjä myy keskimäärin 150-200 autoa vuosittain maasta riippuen ja parhaat myyjät voivat myydä jopa 300-400 autoa vuodessa.

Kamux etsii jatkuvasti uusia liikepaikkoja ja tavoittelee vähintään yhden uuden liikkeen avaamista vuosittain kaikissa toimintamaissaan. Vuosien 2017-2019 aikana yhtiö on avannut myymälöitä seuraavasti 2017 (6 kpl), 2018 (8 kpl) ja 2019 (10 kpl). Kamuxin tavoite on avata uudet autoliikkeet noin kahden kuukauden kuluessa sopivan liiketilan hallintaan saamisesta, mikäli liiketila on tyhjänä. Kamux pyrkii siihen, etteivät sen vuokraamat liiketilat vaatisi merkittäviä investointeja tai sitoisi huomattavasti aikaa ennen käyttöönottoa.

Tyypillisesti uuden keskikokoisen autoliikkeen avaamisen yhteydessä liiketiloihin liittyvä investointi on ollut alle 50 000 euroa, mikä koostuu esim. liikkeen perusparannusmenoista, brändäyksestä, tietokoneista, työpöydistä yms. Vaikka kasvu ei vaadi tämän suurempia

investointeja, vaatii se kuitenkin pääomia, sillä uuden autoliikkeen avaamisen yhteydessä autovaraston ostoon sitoutuu käyttöpääomaa arviolta noin 1 MEUR per uusi myymälä (pyöreästi 100 auton varasto ja noin 10 000 euroa per auto).

**Suomessa** Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 48 autoliikettä. Yhtiö avasi vuoden 2019 aikana neljä uutta liikettä Suomessa. Tammikuussa 2020 toteutettu liiketoimintakauppa (Jagro Oy, Autosilta) toi yhtiölle uuden ison myymälän Espooseen (noin 400 autoa). Kamux myi Suomessa vuonna 2018 keskimäärin 900 autoa per autoliike (myytyjen autojen lukumäärä oli 38 217 kpl ja autoliikkeiden määrä vuoden aikana oli keskimäärin 42,5 kpl). Suomessa yhtiön prosessit on hiottu vuosien saatossa tehokkaiksi ja toiminta on selvästi kehittyneempää ja kannattavampaa kuin Ruotsissa ja Saksassa.

**Ruotsissa** Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 17 autoliikettä. Yhtiö avasi vuoden 2019 aikana neljä uutta liikettä Ruotsissa. Kamuxilla on kaksi julkistettua myymäläavausta Ruotsissa (Tukholma ja Sundsvall), joista molempien on tarkoitus avautua H1'20. Kamux myi Ruotsissa vuonna 2018 keskimäärin 530 autoa per autoliike (myytyjen autojen lukumäärä oli 6 133 kpl ja autoliikkeiden määrä vuoden aikana keskimäärin 11,5 kpl). Ruotsissa myymäläkohtainen myytyjen autojen lukumäärä on selvästi matalampi kuin Suomessa, vaikka käsityksemme mukaan liikkeiden koossa tai myyjien lukumäärässä ei ole näiden kahden maan välillä merkittäviä eroja. Toiminta on ainakin tällä mittarilla Ruotsissa tehottomampaa kuin Suomessa.

**Saksassa** Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 6

autoliikettä. Yhtiö avasi vuoden 2019 aikana kaksi uutta liikettä Saksassa. Kamuxilla on yksi julkistettu myymäläavaus Saksassa (Kaltenkirchen), jonka on tarkoitus avautua Q2'20. Kamux myi vuonna 2018 keskimäärin noin 750 autoa per autoliike (myytyjen autojen lukumäärä 2 246 kpl ja autoliikkeiden määrä vuoden aikana keskimäärin 3 kpl. Luku jää hieman Suomen alapuolelle, vaikka Saksassa liikkeiden keskimääräinen koko on käsityksemme mukaan suurempi kuin Suomessa.

## *Lähes kaikki autot kelpaavat*

Kamux myy kaikilla markkinoilla käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta. Tämä on pitkässä juoksussa hyvää asiaa, sillä Kamux myy sitä mitä kuluttajat kulloinkin haluavat, eikä yhtiö ole sidottu tiettyyn merkkiin, käyttövoimaan tms. Suurin osa Kamuxin myymistä käytetyistä autoista on henkilöautoja, mutta Kamux myy myös käytettyjä pakettiautoja ja muita hyötyajoneuvoja. Kamuxin keskeisin käytettyjen autojen luokka liikevaihdolla mitattuna ovat noin 2-6 vuoden ikäiset autot, joiden hintaluokka on noin 10-25 tuhatta euroa. Lisäksi Kamux myy käytettyjen autojen internet-huutokaupassa tai suoraan pienemmille autokauppiaille sellaisia autoja, jotka eivät esimerkiksi auton ikääntymisen, heikon kunnan tai ajetun kilometrimäärän johdosta enää täytä Kamuxin laatuvaatimuksia.

Vuonna 2018 Kamuxin myydyimmät automerkit olivat Volkswagen, Mercedes-Benz, BMW, Audi ja Volvo. Vuonna 2018 Kamuxin keskimääräinen liikevaihto per myyty auto oli Suomessa 10 966 euroa, Ruotsissa 13 093 euroa ja Saksassa 12 645 euroa (ml. integroitujen palvelujen liikevaihto).

# Liiketoimintamalli

Käytetyn auton hintaan vaikuttavat mm. auton varustelu, ikä, ajetus kilometrit, kunto, kysyntä ja tarjonta, uusien autojen kauppaa lisäävät kannustimet (esim. verotukseen liittyen), saatavilla oleva rahoitus ja yleiset taloudelliset olosuhteet.

## *Kamuxin verkkosivustot ja verkkokauppa*

Kamuxin verkkosivut ovat olennainen osa Kamuxin asiakaskohtaamista ja liiketoimintamallia ja niillä on olennainen merkitys Kamuxin strategian toteuttamisessa. Lähes kaikki Kamuxin asiakkaat löytävät ostamansa auton Kamuxin verkkosivujen tai muiden digitaalisten kanavien kautta ja internetin mukana käytettyjen autojen hinnoittelu on muuttunut hyvin läpinäkyväksi. Kamux avasi helmikuussa 2017 verkkokaupan, jonka kautta asiakkaat voivat ostaa auton Suomessa. Kamuxin verkkokauppa tukee sen myyntiä ja hankintaa, ja moni asiakas tykkää asioida chat-palvelun kautta. Nämä muodostavat yhdessä autoliikkeiden kanssa olennaisen osan Kamuxin monikanavaista myyntistrategiaa. Painopiste Kamuxin autoliikkeiden ja verkkokaupan myynnin välillä saattaa tulevaisuudessa muuttua, ja Kamux seuraa aktiivisesti kuluttajakäyttäytymistä voidakseen palvella asiakkaita heidän tarpeisiin parhaiten vastaavien kanavien kautta ja arvioidakseen autoliikkeiden avaamistarvetta tulevaisuudessa.

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

## **2. Nopea varastonkierto**

Ammattimainen ja järjestelmällinen käytettyjen autojen hankinta ja myynti pyrkivät siihen, että

Kamux pystyy tarjoamaan asiakkailleen laajan valikoiman kilpailukykyisesti hinnoiteltuja käytettyjä autoja. Tämä lisää asiakaskäyntejä Kamuxin autoliikkeissä ja verkkosivuilla, mikä puolestaan nopeuttaa autojen myyntiä ja siten varastonkiertoa. Kamux pyrkii hinnoittelemaan autonsa houkuttelevasti edistääkseen varastonkiertoa ja minimoimaan autovaraston arvon alenemisen. Autojen hinnat laskevat tyypillisesti noin 1-2 % kuukaudessa, joten mitä pidemmäksi myyntiajat nousevat, sitä pienemmäksi Kamuxin kate muodostuu.

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

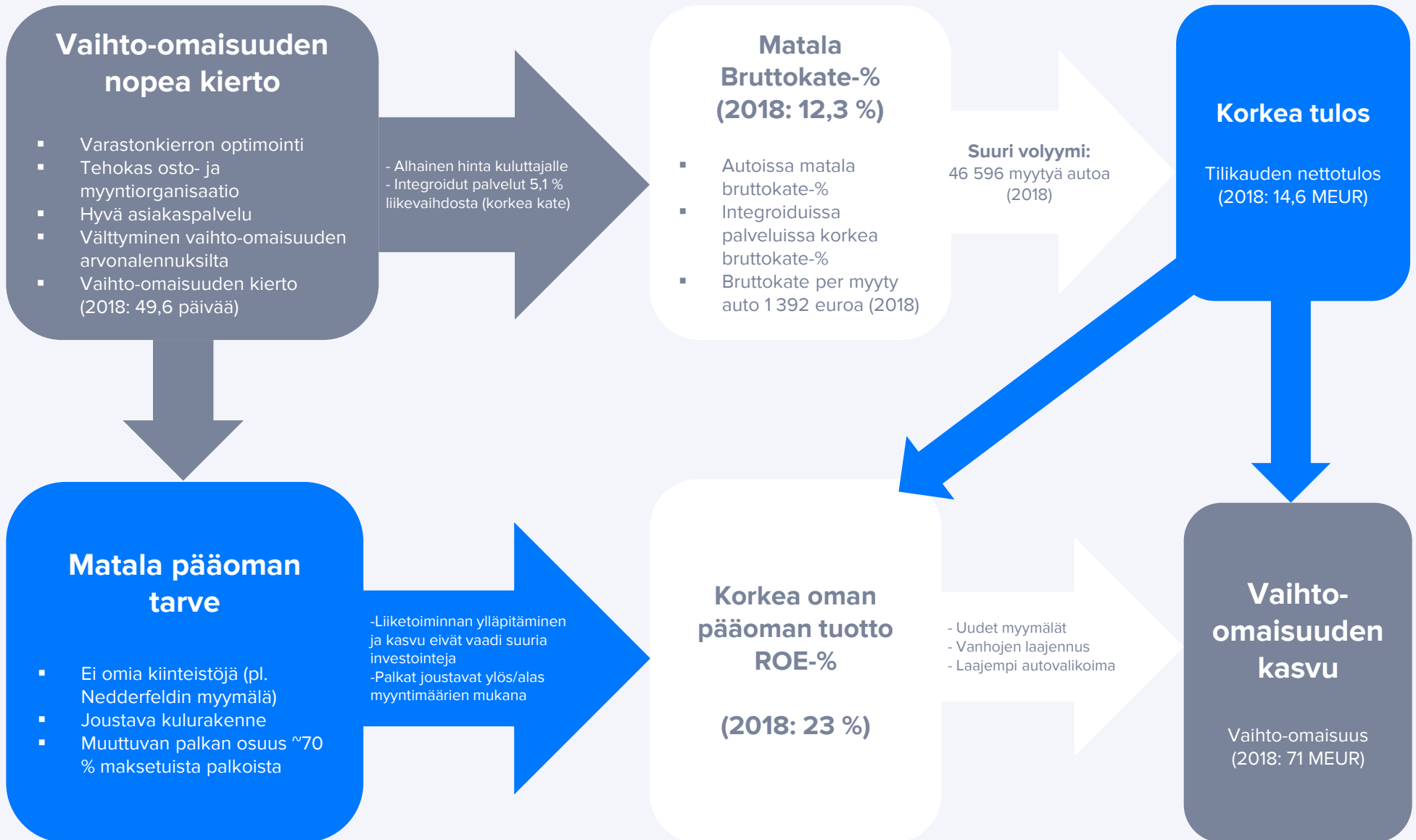
Kamuxin tehokas varaston hallinta mahdollistaa autojen hankinnan suurella volyymilla ja yhtiö voi hankkia kerralla kymmeniä autoja esim. muilta autoliikkeiltä tai leasingyhtiöiltä. Kamux tarjoaa kilpailukykyisen hinnan ostaessaan käytettyjä

autoja ja vastaavasti myy hankkimansa autot kilpailukykyiseen hintaan. Tämä yhdessä liiketoimintamallin muiden tekijöiden kanssa mahdollistaa nopean varastonkierron, mikä edelleen vahvistaa kykyä kilpailukykyiseen hinnoitteluun, laajemman autovalikoiman hankkimiseen ja markkinaosuuksien voittamiseen. Kamux on viime vuosina panostanut tietokantojen kehittämiseen ja tiedolla johtamiseen, mikä auttaa yhtiötä mm. yhdistämään kysynnän ja tarjonnan sekä tunnistamaan esim. nopeasti liikkuvia ja pieniä korjauskuluja aiheuttavia automalleja.

Varaston nopean kierron ansiosta Kamux pystyy toimimaan matalalla bruttokatteella (2019e: 12,2 %) ja silti tekemään hyvää tulosta ja tuottoa omalle pääomalle (ROE 2019e: 25 %). Nopea varastonkierto on myös riskien hallinnan kannalta positiivinen asia, sillä sen ansiosta Kamux selviäisi arviomme mukaan kilpailijoita paremmin tilanteesta, jossa esimerkiksi autojen hintatasolle tapahtuisi ulkoisen shokin takia nopeasti jotain (esim. verotuksen/poliittisen päätöksen takia).

Kamuxin vaihto-omaisuuden kiertonopeus vuonna 2018 oli 49,6 päivää (2017: 46,8 päivää). Kiertonopeus on hidastunut mm. uusien liikkeiden nopeasta avaamistahdista johtuen sekä siitä, että autojen liikuttelu eri maiden välillä on lisääntynyt, mikä hidastaa varastonkiertoa. Toiminnan tehokkuus on kaikilla mittareilla tarkasteltuna Suomessa selvästi paremmalla tasolla kuin Ruotsissa ja Saksassa, joten uusien maiden nopea kasvu näkyy heikentävästi tehokkuutta tarkastelevissa mittareissa, kunnes toiminta saadaan viritettyä lähemmäs Suomen tasoa.

# Liiketoimintamalli



# Liiketoimintamalli

## 3. Alhaiset kiinteät kulut

Alhaiset kiinteät kulut ovat olennainen osa Kamuxin liiketoimintamallia. Suurin osa Kamuxin kaikista kuluista voidaan luokitella muuttuviksi kuluiksi, mikä vähentää liikevaihdon muutosten vaikutusta kannattavuuteen. Käytettyjen autojen hankintakulujen sekä autoihin liittyvien korjaus-, kunnostus- ja kuljetuskulujen jälkeen Kamuxin kulut muodostuvat pääasiassa henkilöstökuluista ja toimitiloihin liittyvistä kuluista, jotka ovat kasvaneet pääosin suhteessa autoliikkeiden määrän kasvuun.

### *Toimitiloihin liittyvät kulut*

Kamuxin pääkonttori ja kaikki sen autoliikkeet toimivat vuokratiloissa (pl. Nedderfeld). Kamuxin autoliikkeiden vuokrasopimukset vaihtelevat toistaiseksi voimassa olevista 10 vuoden määräaikaisiin sopimuksiin ja vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta. Valtaosassa vuokrasopimuksista on ehtoja sopimuksen uusimisesta alkuperäisen sopimuskauden jälkeen ja Kamux on historiallisesti kyennyt uusimaan vuokrasopimuksensa suotuisin ehdoin riippumatta siitä, onko uusitussa sopimuksessa ollut uusimismahdollisuutta. Valtaosassa Kamuxin vuokrasopimuksista tarkistetaan kuluttajahintaindeksiin perusteella. Kamux pyrkii siihen, etteivät sen vuokraamat liiketilat vaatisi merkittäviä investointeja tai sitoisi huomattavasti johdon aikaa ennen käyttöönottoa, joten Kamux etsii tyypillisesti jo olemassa olevia tiloja, jotka soveltuvat Kamuxin käyttötarkoituksiin.

Kamuxin autoliikkeissä on selkeä ja tunnistettava ulkoasu ilman autoliikkeille turhia elementtejä,

jotka lisäävät kustannuksia. Monet kilpailijat ovat sitoutuneita tyypillisesti autovalmistajien ja maahantuojien määrittämiin toimintamalleihin, jotka koskevat esimerkiksi liiketiloja ja laitteita. Tällainen toimintamalli on tyypillinen etenkin niiden autoliikkeiden osalta, jotka myyjät käyttettyjen autojen lisäksi uusia autoja. Kalliimmat toimitilat antavat vähemmän joustoa autokaupan marginaalin suhteen, mikä antaa Kamuxille kilpailuedun hinnoittelussa, mahdollistaen toimialan keskiarvoa nopeamman autojen myyntiajan ja varastonkierron.

### *Henkilöstökulut*

Kamuxin henkilöstömäärä vuoden 2018 lopussa oli 767 (2017: 597) sisältäen kaikki vuoden lopussa työsuhteessa olevat koko- ja osa-aikaiset työntekijät. Henkilöstömäärä keskimäärin vuoden 2018 aikana henkilötyövuosiksi muutettuna oli 472 (2017: 418). Suomi 362, Ruotsi: 80 ja Saksa 30. Vakituksista työntekijöistä suurin osa on myyntihenkilöstöä ja loput hallintohenkilöstöä (johtoryhmä, talous-, rekisteröinti-, markkinointi- ja IT-osasto). Osa-aikaiset työntekijät hoitavat pääosin liikkeiden välisiä autojen kuljetuksia sekä asiakkaille tarjottavia kotiintoitimuksia.

Kamuxin organisaatorakenne on kevyt. Vuonna 2018 henkilöstökulut olivat 21,8 MEUR eli 4 % liikevaihdosta. Kiinteät henkilöstökulut ovat alhaiset, sillä muuttuva palkka muodostaa merkittävän osan henkilöstökuluista. Henkilöstön muuttuva palkka perustuu yhtiön luomaan palkitsemisjärjestelmään, jossa kiinteän palkan lisäksi maksetaan henkilökohtaista tulospalkkiota. Järjestelmän tavoitteena on innostaa työntekijöitä hyviin suorituksiin ja motivoida ja kannustaa koko

henkilöstöä pitkäjänteiseen työhön omien ja yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

Kamuxin palkitsemismalli pyrkii ohjaamaan työntekijöitä toimimaan siten, että se tukee liiketoiminnan kannattavuutta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi myynnin, autohankinnat, vaihtoautot, mahdolliset jälkikulut sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Käsitksemme mukaan noin 30 % Kamuxin henkilöstökuluista on kiinteää ja 70 % muuttuvaa, joka maksetaan suhteessa myyntiin tai muihin kannustinjärjestelmän mittareihin.

Kun myyntihenkilöstön kiinteä palkka on matala (Suomi 880€/kk, Ruotsi 10 000 kruunua/kk ja Saksa 1000€/kk) ja kokonaispalkasta suurin osa on tavoitteisiin sidottuja palkkioita, mahdollistaa palkitsemismalli henkilöstökulujen joustamisen alaspäin jaksoilla, joilla myynti jää heikoksi. Toisaalta henkilöstökulut liikkuvat myös ylöspäin tulospalkkioiden ansiosta, jos myyntiluvut ovat hyviä. Tästä syystä Kamuxin suhteellinen kannattavuus ei skaalaudu hyvin voimakkaasti ylöspäin liikevaihdon kasvaessa.

Joustava palkitsemismalli on pidemmällä aikavälillä tehnyt Kamuxin kannattavuudesta hyvin ennustettavaa ja liikevoittomarginaali on pysynyt vuosien 2007-2018 aikana tasaisesti noin 4-5 %:n tuntumassa. Kamuxin palkkamalli pitää huolen siitä, että hyvin myyjien palkkataso pysyy korkealla, mutta huonot myyjät saattavat jättää tehtävänsä palkkatason ollessa riittämätön. Tällainen luonnollinen vaihtuvuus on välttämätöntä, jotta yhtiön pitkän aikavälin kannattavaa kasvua pystytään pitämään yllä.



# Liiketoimintamalli

## 4. Integroitujen palvelujen myynti

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

- Kolmansien osapuolten rahoitustuotteita
- Kolmansien osapuolten vakuutus tuotteita
- Kamuxin omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt kriteerit täyttyvien autojen korjauskustannuksia

Integroitujen palvelujen myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus Kamuxin suhteelliseen kannattavuuteen, sillä Kamuxille ei koidu suoria kuluja rahoituksen tai vakuutuksen myynnistä. Toisin sanoen kolmansien osapuolten tuotteiden myyntikate on Kamuxille lähes 100 %. Välillisenä kuluna voidaan kuitenkin ottaa huomioon esim. myyjän integroitujen palvelujen myyntiin käyttämä aika. Integroitujen palvelujen myynti laskee näin ollen Kamuxin käytettyjen autojen myynnistä saatavan katteen vaatimusta, mikä mahdollistaa Kamuxin tarjoamien autojen kilpailukyisemmän hinnoittelun.

Kamux on suuren myyntivolyyminsa johdosta houkutteleva kumppani integroituja palveluja tarjoaville tahoille kuten rahoitus- ja vakuutusyhtiöille. Kolmannet osapuolet saavat Kamuxin laajan myyntiverkoston kautta omille tuotteilleen/palveluilleen uuden jakelukanavan ja

Kamux ottaa välittäjän roolissa itselleen toteutuneista kaupoista myyntipalkkion. Koska vakuutus- tai rahoitusyhtiön myynnin kustannus rajoittuu Kamuxin myyntipalkkioon, voidaan kolmansien osapuolten integroituja palveluita tarjota myös asiakkaalle kilpailukykyiseen hintaan.

Varsinkin Suomessa Kamuxin on mahdollista neuvotella itselleen edulliset ehdot integroitujen palvelujen tarjoamiseen sen toimintahistorian ja toiminnan suuren volyymin tukemana. Ruotsissa ja Saksassa ehdot eivät ole (vielä) yhtä edullisia Kamuxille kuin Suomessa, mutta uskomme toiminnan laajentuessa ehtojen paranevan näillä markkinoilla. Tällaisten skaalaetujen takia Kamuxille on erityisen tärkeää saada Ruotsin ja Saksan liiketoimintoihin selvästi lisää volyyminä.

### Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet

Kamux tarjoaa kaikkiin myymiinsä autoihin kolmannen osapuolen rahoittaman osamaksupaketin edellyttäen, että asiakas täyttää rahoituspalveluntarjoajan asettamat vaatimukset. Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin Kamuxin riski rahoituksen osalta rajoittuu pääasiassa sen rahoitusyhtiöltä saamaan myyntipalkkioon. Luottopäätöksen tekee aina rahoitusyhtiö, joka myös kantaa luottoriskin. Kamux on myymiensä rahoitustuotteiden osalta oikeutettu palkkioihin. Palkkiot sisältävät kiinteitä nosto- ja laskutus palkkioita sekä muuttuvia korko- ja vuosibonus palkkioita. Osa palkkioista on ehdollisia rahoitusyhtiön ja asiakkaan välisen sopimuksen jatkumiselle.

Kamuxin suurimmat yhteistyökumppanit rahoituspalveluissa ovat olleet maasta ja vuodesta

riippuen Santander, OP, Nordea ja DNB Bank. Kamux kilpailuttaa rahoitustuotteiden tarjoajat vuosittain, jotta yhtiö voi jatkuvasti saada asiakkailleen tarjottaviin tuotteisiin ajankohtaiset ja hyvät ehdot sekä hyvän myyntipalkkion. Kamux-rahoitusta voi hakea auton oston yhteydessä ja takaisinmaksuaika lainaa otettaessa on 12-72 kuukautta. Kamux-rahoituksessa on kiinteä korko ja sen voi saada myös ilman käsirahaa. Kamux tarjoaa myös kolmannen osapuolen tarjoamia kulutusluottoja auton oston yhteydessä veloittettavan käsirahan rahoittamiseksi.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet on integroiduista palveluista Kamuxille tärkein ryhmä tuloksentelemielessä. Ajanjaksolla (1-9/2019) Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman rahoituksen 48 %:iin Suomessa myydyistä autoista, 46 %:iin Ruotsissa myydyistä autoista ja 22 %:iin Saksassa myydyistä autoista. Yhtiö pyrkii jatkuvasti lisäämään näiden osuutta, mutta myyntipotentiaali riippuu myös asiakkaan tarpeista. Penetraatio ei voi nousta 100 %:iin, sillä kaikki asiakkaat eivät tarvitse rahoitusta autokaupan yhteydessä. Maksimi-arvo voi siis löytyä esim. jostain 60-70 %:n tasolta.

Kamux kirjaa tulokseensa rahoitustuotteiden myyntipalkkioita jatkuvasti kuukausittain, kun asiakkaat lyhentävät rahoitusyhtiölle auton kuukausimaksujaan. Palkkiotuotot tulevat pääsääntöisesti hieman ”jätkijunassa” Kamuxin liikevaihdon kasvuun verrattuna. Jos Kamux esimerkiksi lopettaisi tänään kolmansien osapuolten rahoitustuotteiden myynnin, tulisi yhtiölle vielä viimeisiä palkkiotuottojen häntiä 72 kuukauden päästä.

# Liiketoimintamalli

## Kolmansien osapuolten vakuutustuotteet

Kamux tarjoaa myymiinsä autoihin Suomessa ja Ruotsissa kolmannen osapuolen kaskovakuutusta. Kaskovakuutus on tarjolla vain Kamuxin asiakkaille henkilö- ja pakettiautoihin liikennevakuutuksen yhteydessä. Kamux toimii vakuutusasiamiehenä, ei vakuutuksenantajana. Kamux on oikeutettu kiinteään palkkioon per myyty vakuutustuote ja myytyjen vakuutusten määrään perustuvaan vuosipalkkioon. Kamux-kaskovakuutuksen sisältö ja ehdot ovat riippuvaisia sen vakuutusyhteistyökumppanin päätöksistä ja tuotevalikoimasta. Laajuustason lisäksi vakuutuksen vuosimaksun suuruus riippuu muun muassa vakuutetun auton myyntihinnasta.

Ajanjaksolla (1-9/2019) Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman kaskovakuutuksen 49 %:iin Suomessa myydyistä autoista ja 91 %:iin Ruotsissa myydyistä autoista. Kamux ei myy Saksassa autovakuutuksia, sillä arviomme mukaan riittävän

hyvää sopimusta ei ole saatu aikaan paikallisten vakuutusyhtiöiden kanssa. Kamux ei erittele miten palkkiot jakautuvat rahoitus- ja vakuutustuotteiden kesken, mutta rahoitus on yhtiölle tärkeämpi komponentti. Kamuxin saamat palkkiot rahoitus- ja vakuutustuotteiden myynnistä vuodelta 2018 olivat yhteensä 22,7 MEUR (2017: 19,2 MEUR), mikä on 4,3 % liikevaihdosta (2017: 4,2 %).

## Kamux Plus

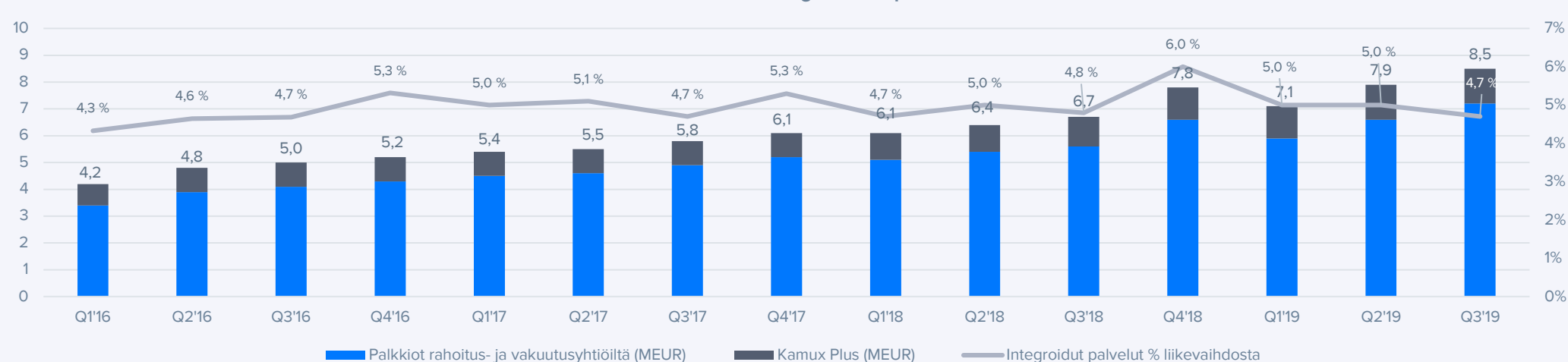
Kamux tarjoaa autojen myynnin yhteydessä lakisääteistä myyjän virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoutumusta, Kamux Plussia, jonka hinta vaihtelee portaittain (499-1099 euroa/vuosi) ajettujen kilometrien ja moottorin tehon mukaan. Kamux Plussin tarkoitus on antaa auton ostajalle turvaa korjauskustannusten varalle. Kamux korjaa ennalta määrättyt viat, jotka havaitaan 12 kk kuluessa auton ostamisesta tai tiettyyn ajokilometriin mennessä. Kamux Plussin voimassaolo edellyttää auton huolto-ohjelman

noudattamista ja se kattaa ehtojensa mukaisesti yleisimmät ennalta määritellyt viat.

Kamux Plussin korjausehtojen mukaan Kamux vastaa yli 100 euroa ylittävältä osuudelta 3000 euroon asti yksittäistä korjausta kohden. Nämä kustannukset Kamux maksaa yleensä suoraan korjaamolle toteutuneiden korjauskustannusten mukaan. Kamux hankkii korjauspalvelut useilta yhteistyökumppaneilta osin etukäteen neuvoteltujen hinnastojen mukaan.

Ajanjaksolla (1-9/2019) Kamux Plus on myyty 19 %:iin Suomessa myydyistä autoista ja 22 %:iin Ruotsissa myydyistä autoista. Kamux Plus ei ole siitä koituvien hoitokulujen takia yhtä kannattavaa kuin kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutustuotteiden myynti, mutta se on siitäkin huolimatta konsernin suhteellista kannattavuutta parantavaa liiketoimintaa. Kamux Plus toi vuonna 2018 liikevaihtoa 4,3 MEUR (2017: 3,6 MEUR), mikä on 0,8 % liikevaihdosta (2017: 0,8 %).

Kamuxin liikevaihto integroiduista palveluista



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala- ja markkinakatsaus

## Kohdemarkkinat ovat erittäin hajanaiset

Käytettyjen autojen markkinat ovat kaikissa Kamuxin toimintamaissa erittäin hajanaiset ja toimijat vaihtelevat suurista valtakunnallisista merkki-autoliikkeistä yksityishenkilöihin.

Käytettyjen autojen myyntikanavat on perinteisesti jaettu seuraaviin kategorioihin:

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

## Euroopan käytettyjen autojen markkina

Euroopan käytettyjen autojen markkina on suuri ja suhteellisen vakaa. Euroopassa vuonna 2018 myytyjen autojen lukumäärällä mitattuna käytettyjen autojen markkina oli noin kaksinkertainen uusien autojen markkinaan verrattuna. EU-jäsenvaltioissa myytiin uusia autoja vuonna 2018 yhteensä noin 15 miljoonaa kappaletta, kun käytettyjen autojen myynti on yli 30 miljoonaa kappaletta.

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Näiden kolmen maan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkinakoko on noin 100 miljardia euroa (~9 miljoonaa käytettyä autoa). Kamuxin visio on tulla johtavaksi käytettyjen autojen kaupan erikoistuneeksi vähittäiskaupan ketjuksi Euroopassa. Yhtiö on toistaiseksi sanonut näissä kolmessa maassa olevan riittävästi tekemistä, mutta pidämme todennäköisenä, että yhtiö laajentaa toimintaansa ainakin 2-3 uuteen Euroopan maahan 5-10 vuoden aikajänteellä.

Suomi on Kamuxin markkinoista pienin. Suomessa myydään vuosittain 0,5-0,6 miljoonaa käytettyä autoa ja markkinan koko on noin 5 miljardia euroa. Ruotsin markkina on noin kaksinkertainen Suomeen nähden eli 1,2 miljoonaa käytettyä autoa ja noin 15 miljardia euroa. Saksa on Kamuxin kohdemarkkinoista selvästi suurin ja siellä myytiin vuonna 2018 noin 7,2 miljoonaa käytettyä autoa eli noin 80 miljardia euroa. Saksassa Kamux keskittyy tällä hetkellä suur-Hampurin alueelle, joka on noin Suomen kokoinen markkina.

Kamux myy arviomme mukaan vuonna 2019 näillä kolmella markkinalla yhteensä reilu 54 000 autoa ja yhtiön liikevaihto kasvaa 22 % tasolle 642

MEUR. Liikevaihdosta (konsernin ulkoinen liikevaihto) arviomme mukaan noin 75 % tulee Suomesta, 17 % Ruotsista ja 8 % Saksasta.

Myytyjen käytettyjen autojen määrä laski hieman kaikissa Kamuxin toimintamaissa vuonna 2018, kun poliittinen keskustelu autoverotukseen ja käyttövoimiin liittyen sekä uusi WLTP-päästömittausten menetelmä aiheutti epävarmuutta kuluttajien ostopäätöksissä. Vuoden 2019 aikana markkinan kehitys on ollut jo suotuisampaa, mutta markkina on pysynyt kokonaisuudessaan lähellä edellisvuoden tasoa. Kamux on kuitenkin pystynyt epävarmassa toimintaympäristössä vastaamaan hyvin asiakkaiden tarpeisiin ja kasvattamaan markkinaosuuttaan kaikilla markkinoilla. Kamuxilla on vielä kaikilla markkinoilla suhteellisen matala markkinaosuus ja siten runsaasti tilaa kasvaa. Markkinan yleinen kehitys ei rajoita Kamuxin kasvua niin kauan kuin yhtiö pystyy vastaamaan asiakkaiden tarpeisiin paremmin kuin kilpailijansa ja viemään siten hajanaisilla markkinoilla markkinaosuuksia perinteisiltä toimijoilta.

## Kamuxin kohdemarkkinat

### Käytettyjen autojen markkina Suomessa

Vuosien 2008-2016 aikana autojen omistajien osuus tuhatta asukasta kohden on Suomessa kasvanut 465:stä 489:aan. Samalla autojen keski-ikä on noussut 10,1 vuodesta 12,1 vuoteen. Suomen autokannan keski-ikä on vanhimpia Euroopassa. Autoalan keskusliiton mukaan Suomessa tehdään vuosittain 550 000-600 000 käytetyn auton kauppaa. Näistä kaupoista arviolta puolet tapahtuu merkki-liikkeissä, neljäsosa järjestäytymättömissä autoliikkeissä ja neljäsosa vaihtaa omistajaa kuluttajien välisessä kaupassa.

# Toimiala- ja markkinakatsaus

Autoalan keskusliiton mukaan 2010-luvulla autojen ensirekisteröintien määrä on vuosittain vaihdellut välillä 120-140 tuhatta, joten käytettyjen auton kauppa on lukumäärältään noin 4-5 kertaista uusien autojen kauppaan verrattuna. Kamux arvioi, että se on Suomen käytettyjen autojen markkinajohtaja 8 %:n markkinaosuudella.

Traficom in mukaan vuonna 2019 uusien autojen ensirekisteröinnit laskivat 5 % edellisvuodesta. Käytettyjen autojen kauppa on ollut lievässä kasvussa. Kamux Suomen liikevaihto kasvoi tammi-syyskuussa 365 MEUR:oon (+15 %). Kamux on näiden lukujen perusteella jälleen kasvattanut markkinaosuuttaan vuoden 2019 aikana.

Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin kolmesta toimintamaasta kaikista keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhtiön arvion mukaan yhteensä alle 20 %:n markkinaosuus. Tästäkin huolimatta markkina on erittäin hajautunut suhteessa moniin muihin vähittäiskaupan aloihin ja näemme Kamuxilla vielä runsaasti varaa nostaa markkinaosuuttaan.

Suomen markkinoilla suurimmat toimijat autokaupassa (uudet ja käytetyt) ovat Veho, Laakkonen, Kamux, K-Caara, Käyttöauto, Rinta-Joupin Autoliike, Autokeskus, Länsiauto ja Delta Motor Group. Suurimmista kilpailijoista poiketen, Kamux keskittyy vain käytettyjen autojen myyntiin, eikä esimerkiksi myymään uusia autoja tai tarjoamaan huolto- ja varaosapalveluita. Käytettyjen autojen kaupassa suurimpien toimijoiden listalta löytyy Kamux, Rinta-Joupin Autoliike, Laakkonen, Jarmo Rinta-Jouppi, SAKA ja K-Caara.

Veho-konserni oli vuoden 2018 liikevaihdolla mitattuna Suomen suurin autokaupan toimija (liikevaihto 2018: 1167 MEUR). Veho-konsernin liikevaihtoon kuuluu uusien ja käytettyjen autojen lisäksi myös mm. huoltoliiketoimintaa, katsastuspalveluita, henkilö- ja hyötyajoneuvojen maahantuontia ja vuokrausliiketoimintaa.

Laakkonen-konserni oli Suomen toiseksi suurin toimija 2018-liikevaihdolla mitattuna (681 MEUR). Konsernin autoliiketoiminnoista vastaa Veljekset Laakkonen, jonka muodostama autojen vähittäismyyntiketju tekee vuosittain yli 35 000 autokauppaa ja hoitaa yli 200 000 huoltokäyntiä. Autokaupan volyymin arviomme mukaan noin puolet on käytettyjä autoja. Laakkosella on 21 autoliikettä 16 eri kaupungissa. Konserniin kuuluu myös huolto- ja varasaliiketoimintaa.

Kamux oli liikevaihdolla mitattuna Suomen kolmanneksi suurin autoalan vähittäiskauppa ja suurin käytettyjen autojen kauppias. Kamuxin jälkeen vuoden 2018 liikevaihdolla mitattuna Suomen neljänneksi suurin autokaupan toimija oli Keskon K-Caara (450 MEUR).

Käytettyjen autojen kauppiasta Kamuxin takana arviomme mukaan markkinoiden toiseksi suurin toimija on Rinta-Joupin Autoliike (liikevaihto 2018: 337 MEUR). Yhtiöllä on 23 toimipistettä Suomessa ja yli 3000 vaihtoauton valikoima. Yhtiöllä on käytettyjen autojen kaupan lisäksi myös uusien autojen kauppa, uusien ja käytettyjen matkailuautojen ja –vaunujen kauppa sekä edustuksia monilta eri merkeiltä. Yhtiöllä on myös huolto-, korjaamo- ja varasaliiketoimintaa.

Kamuxin mallia eniten muistuttava kilpailija

käytettyjen autojen kaupassa on 2015 perustettu Suomen Autokauppa, SAKA (liikevaihto 2018: 160 MEUR). Sakalla on Suomessa 17 autoliikettä ja noin 2000 käytetyn auton valikoima. Yhtiö avasi ensimmäiset ostopisteet Ruotsiin vuonna 2019.

## Käytettyjen autojen markkina Ruotsissa

Kamuxin markkinaosuus Ruotsin käytettyjen autojen markkinasta on yhtiön mukaan 0,5 %. Tällä Kamux sijoittautuu 10 suurimman toimijan joukkoon. Kamux aloitti toimintansa Ruotsissa 2012 ja yhtiö on sen jälkeen kasvanut vahvasti. Vuonna 2019 (Q1-Q3) yhtiön liikevaihto kasvoi Ruotsissa 53 %. Kamux on kasvanut selvästi yleistä markkinaa nopeammin ja vankistanut asemiaan Ruotsin suurimpien käytettyjen autojen kauppioiden joukossa (arvioitu sijoitus 6-7). Suurimmat toimijat Ruotsissa ovat arviomme mukaan Din Bil, Bilia, Riddermark, KVD (huutokauppa), Hedin Bil ja Möller Bil.

Ruotsi on Suomen tavoin harvaan asuttu maa, jossa pitkät etäisyydet lisäävät autojen kysyntää. Ruotsissa auton omistajien osuus on Suomen tavoin kasvanut hitaasti 10 vuoden aikana ja autojen keski-ikä on noussut 9,3 vuodesta 9,8 vuoteen. Kuluttajat suosivat Ruotsissa uudempia ja vähemmän ajettuja autoja kuin Suomessa. Ruotsissa suurin käytettyjen autojen myyntikanava autojen lukumäärällä mitattuna on yksityishenkilöiden välinen suora myynti. Ruotsissa kuluttajien välinen suora kauppa on ollut tyypillisesti yleisempää kuin Suomessa. Kamuxin näkemyksen mukaan järjestäytymättömän, kuluttajien välisen kaupan suuri osuus Ruotsissa tukee Kamuxin kilpailuasemaa.

# Suomen suurimmat autojen vähittäiskauppiat liikevaihdolla mitattuna (2018)



**Kamux** keskittyy puhtaasti käytettyjen autojen kauppaan ja on siinä Suomen markkinajohtaja noin 8 %:n markkinaosuudella. Lähes kaikilla muilla toimijoilla on mm. uusien autojen kauppa, huolto- ja varasaliiketoimintaa jne. Kamuxin liikevaihto kasvoi arviomme mukaan 22 % vuonna 2019 tasolle 642 MEUR. Yhtiöllä on kolmessa toimintamaassa yhteensä 71 autoliikettä (Suomi 48, Ruotsi 17 ja Saksa 6). Kamuxilla on yli 4000 käytetyn auton valikoima.

Inderesin arvio Suomen suurimmista **käytettyjen autojen kauppiasta:**

1. **Kamux (markkinaosuus ~8 %)**
2. **Rinta-Joupin Autoliike**
3. **Autotalo Laakkonen**
4. **Jarmo Rinta-Jouppi**
5. **SAKA**
6. **K-Caara**

**Suomen Autokauppa**, SAKA, keskittyy myös puhtaasti käytettyjen autojen kauppaan samankaltaisella toimintamallilla kuin Kamux. SAKA:n liikevaihto kasvaa yhtiön johdon arvion mukaan vuonna 2019 noin 250 MEUR:oon (+~60%) ja yhtiö on avannut vuonna 2019 ensimmäiset ostopisteet Ruotsiin. Sakalla on Suomessa 17 autoliikettä ja noin 2000 käytetyn auton valikoima.

# Toimiala- ja markkinakatsaus

Kamux uskoo, että se pystyy tarjoamaan Ruotsissa uudenlaisen turvallisen, tehokkaan ja helpon markkinakanavan kuluttajille verrattuna maassa tyypillisesti käytävään kuluttajien väliseen autokauppaan.

## Käytettyjen autojen markkina Saksassa

Kamux aloitti toimintansa Saksassa joulukuussa 2015. Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa Saksassa 6 autoliikettä. Kamuxilla on Saksassa lyhyen toimintahistoriansa takia 0,0 %:n markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä. Kamux keskittyy suur-Hampurin alueelle ja se on kooltaan noin Suomen markkinan kokoinen. Kamuxin liikevaihto kasvoi Saksassa 65 % (1-9/2019) ja yhtiö kasvatti markkinaosuuttaan. Kamuxin arvioitu sijoitus Saksan käytettyjen autojen myynnissä on noin 60.

Saksassa auton omistajien osuus on kasvanut tasaisesti viimeisen 10 vuoden aikana. Samalla autojen keski-ikä on noussut 8,0 vuodesta 9,2 vuoteen. Kamuxin näkemyksen mukaan auton ostajat ovat Saksassa hyvin merkki- ja laatutietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoilla on tyypillistä merkki-autoliikkeiden ja autovalmistajien keskeinen rooli myyntikanavana ja käytetyn auton kaupassa sekä markkinoiden suuri hajanaisuus, jonka lisäksi Saksassa toimii myös alueellisia tai paikallisia käytettyjen autojen kauppaan keskittyviä toimijoita.

Suurimmat käytettyjen autojen myyjät Saksassa ovat AVAG Holding, Emil Frey Gruppe, Gottfried Schultz, Feser Graf Gruppe ja Dello-Durkop-Hansa Gruppe, jotka kaikki myyvät myös uusia autoja. Saksan markkina on Kamuxin kolmesta

toimintamaasta hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhteensä noin 2 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen määrällä mitattuna.

## Käytettyjen automarkkinoiden keskeiset trendit

Markkinat, joilla Kamux toimii, ovat ominaispiirteiltään samankaltaisia, suhteellisen vakaita ja niihin vaikuttavat pääosin saman suuret trendit. Näitä trendejä ovat mm. ihmisten jatkuva liikkumisen tarve, internetin osuuden kasvu käytettyjen autojen markkinointi- ja myyntikanavana, yleinen vähittäiskaupan siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja tietynkaltaisten autojen kysyntään vaikuttavat muutokset lainsäädännössä ja esimerkiksi päästöveroissa.

## Jatkuva liikkumisen tarve (tarve autoille)

Rekisteröityjen autojen määrä on lisääntynyt kaikilla Kamuxin markkinoilla vuodesta 2010, mikä kasvattaa käytettyjen autojen kantaa. Suomessa ja Ruotsissa autojen kysyntää pitävät yllä liikkumisen tarve, pitkät etäisyydet ja suhteellisen alhainen väliluku, mikä heikentää julkisen liikenteen kilpailukykyä autoiluun verrattuna muualla kuin suurissa kaupungeissa. Saksassa autojen kysyntää tukee liikkumisen tarve, työmatka-autoilun suosio ja pitkät työssäkäyntietäisyydet.

## Monikanavainen asiointi ja internetin mahdollistama läpinäkyvyys

Digitaalisten kanavien merkitys vähittäiskaupassa on 2000-luvulla kasvanut merkittävästi ja näin on myös käytettyjen autojen kaupassa. Internet on Kamuxin tärkein markkinointikanava ja valtaosa Kamuxin markkinoinnista tehdään digitaalisissa kanavissa. Tänä päivänä lähes kaikki Kamuxin

asiakaskontaktit alkavat verkossa ja käytettyjen autojen ostajat käyttävät yhä enemmän internetiä autojen etsimiseen. Ostajilla saattaa olla valmiiksi liikkeeseen saapuessaan hyvin paljon tietoa eri automalleista ja niiden markkinahinnoista. Hinnat muuttuvat yhä läpinäkyvimmiiksi ja informaation epäsymmetria ostajan ja myyjän välillä pienenee.

Tämä kehitys laittaa yhä enemmän painetta niille toimijoille, joilla digitaaliset kanavat ja toiminnan tehokkuus eivät ole hyvässä hoidossa. Käytettyjen autojen ostajat myös etsivät muiden asiakkaiden mielipiteitä toimijoista, mikä lisää hyvän asiakaskokemuksen luomisen merkitystä. Tämä saattaa myös heikentää sellaisten perinteisten autokauppioiden asemaa, joiden kaupanteko on perustunut informaatioasymmetriaan. Kamux seuraa tarkasti asiakastyytyväisyyttään ja vuonna 2018 se oli hyvällä tasolla 4,2/5,0.

## Käytetyn auton myynnin ja ostamisen helppous

Yksi tärkeimmistä kuluttajatrendeistä on yhä useampien kiireisten kuluttajien halu tehdä ostamisesta helppoa ja vaivatonta. Myös autoaan vaihtavat kuluttajat saattavat olla valmiita maksamaan autosta enemmän, mikäli he saavat samalla myytyä nykyisen autonsa mahdollisimman vaivattomasti. Tämän uskotaan hyödyttävän internetissä toimivia autokauppiaita ja välityssivustoja, mutta myös käytettyjä autoja hankkivia autokauppiaita, mikäli kuluttajat kokevat niille myymisen olevan helpompaa kuin suoraan toiselle kuluttajalle. Helppoutta ja vaivattomuutta etsivät kuluttajat saavat lisäarvoa myös siitä, että he saavat kaikki tarvitsemansa palvelut yhdeltä toimijalta (rahoitus, vakuutus jne.).



# Toimiala- ja markkinakatsaus

## Liikkumisen uudet muodot

Teknologian ja digitaalisten sovellusten kehittyminen on tehnyt yksityisomisteisten tavaroiden ja palvelujen jakamisesta entistä tehokkaampaa ja hallittavampaa. Jakamistalouden trendi vaikuttaa auto- ja kuljetusalaan luomalla uusia mahdollisuuksia, kuten kuljetusten tarjoaminen omalla autolla, oman auton vuokraaminen, yhteisautojen hankinta ja kuljetusten jakaminen. Tällaista palvelua edustavat mm. Uber, Lyft, DriveNow, 24Rent jne. Uusien kuljetusmahdollisuuksien suosioon vaikuttaa myös nuorempien sukupolvien aikaisempaa kielteisempi suhtautuminen yksityisautoiluun.

Jakamistalouden yleistymisen myötä auto- ja kuljetusalalle syntyneet uudet mahdollisuudet voivat houkutella henkilöitä, jotka eivät ole aiemmin omistaneet autoa, autojen käyttäjiksi. Jos tulevaisuudessa yhtä autoa käyttää monta eri henkilöä, tulisi se lisäämään sillä autolla ajettuja kilometrejä, joka voisi johtaa entistä lyhyempään auton käyttöikään ja sitä kautta tiheämpään auton vaihtoväliin. Olemassa olevien autojen määrä voisi tätä kautta vähentyä, mutta tiheämmän käyttöasteen ja vaihteluvälin ansiosta markkina ei välttämättä kutistuisi samassa suhteessa.

Auton yhteisomistus- ja käyttö eivät kuitenkaan ole kasvattaneet suosiotaan vielä erityisen suuriksi ja varsinkin Suomessa harva kaupunki tarjoaa riittävän yleisön tällaisen konseptin kaupallisen menestymisen onnistumiseksi. Oma auto koetaan helpommaksi ja mukavammaksi tai se sopii paremmin oman liikkumisen tarpeisiin. Valmiutta kiinteän kuukausihinnan maksamiseen autosta sen sijaan on kuluttajien keskuudessa enemmän.

## Vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivat autot

Ilmaston lämpenemiseen liittyvä keskustelu koskettaa läheisesti autokauppaa. On nähtävissä, että kiinnostus vaihtoehtoihin käyttövoimiin (hybridi, sähkö ja kaasu) on kasvussa, vaikka niiden osuus autokannasta on vielä vähäinen. Vaihtoehtoisia käyttövoimia hyödyntävät autot asettuvat korkeaan hintaluokkaan, mikä vaikuttaa kuluttajien tekemiin päätöksiin. Sähköautojen valikoima ja saatavuus sekä toimintasäde vaikuttavat myös kuluttajien tekemiin valintoihin.

Suomessa edullisen hintatason vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivia autoja on tarjolla jopa uutena vähän, mikä vaikuttaa myös tarjolla olevien käytettyjen autojen määrään. Kallis ja vähäinen uusien/vähäpäästöisten autojen tarjonta on johtanut siihen, että Suomeen käytettynä tuotujen henkilöautojen määrä on kaksinkertaistunut vuosien 2015-2019 aikana. Kamux toi vuonna 2018 Suomeen yhteensä 703 vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivaa autoa täydentämään Suomen markkinoilla olevaa tarjontaa. Kamuxin vuonna 2018 maahantuotujen autojen keski-ikä oli 3,9 vuotta, mikä uudistaa myös selvästi Suomen vanhaa autokantaa (keski-ikä noin 12 vuotta).

Sähköautojen latauspisteet ja kaasuautojen tankkauspisteet ovat myös vasta kehityksessä, mikä vaikuttaa ihmisten valinnan mahdollisuuksiin käyttövoimien osalta. Kamuxin asema käytettyjen autojen kauppiaana on hyvä, sillä yhtiö myy sitä mitä kuluttajat ovat uutena ostaneet ja mitä kuluttajat haluavat jatkossa käytettyinä ostaa. Kamux ei ole sitoutunut mihinkään merkkiin tai käyttövoimaan ja yhtiö pystyy nopean varastonkierron avulla reagoimaan nopeasti

valikoimassaan siihen suuntaan, mihin kuluttajien ostokäyttäytyminen muuttuu.

## Järkevän ostamisen trendi

Kuluttajien saatavilla oleva tietomäärä niin tuotteista kuin niiden myyjistä on suurempi kuin koskaan ennen, ja kuluttajat pystyvät vertailemaan erilaisia vaihtoehtoja yhä paremmin. Järkevän ostamisen trendin nähdään saavuttavan suosiota. Sen myötä kuluttajien uskotaan tulevan korostetun hintatietoisiksi ja vertailevan hintoja aktiivisesti. Trendin uskotaan vähentävän kuluttajien halua maksaa heidän mielestään tarpeettomista ominaisuuksista. Kamuxin tehokas osto- ja myyntikonsepti, alhaiset kiinteät kulut ja nopea varastonkierto antavat mahdollisuuden pitää katteet ohuina eli tarjota autoja kuluttajille kiinnostavaan hintaan ja silti tehdä hyvää tulosta.

## Verotus

Päästöihin pohjautuvan verotuksen kiristyessä EU:ssa ajoneuvoverotus perustuu yhä enemmän hiilidioksidipäästöihin, minkä ennustetaan lisäävän pienten ja ympäristöystävällisten autojen suosiota. Tämän odotetaan lisäävän myös uusien autojen kysyntää vähäpäästöisen tekniikan kehittyessä verotuksen ja kysynnän ohjaamana. Kamuxin toimintamaissa verotukseen liittyvä keskustelu on ollut poukkoilevaa ja kuluttajien epävarmuus on heijastunut negatiivisesti erityisesti uusien autojen kauppaan. Käytettyjen autojen kauppa on kuitenkin ollut kasvussa erityisesti Suomessa, mihin on tuotu ulkomailta ennätysmäärä autokantaa uudistavia vähän käytettyjä ja vähäpäästöisiä autoja täydentämään kuluttajien tarpeita. Kamuxin maahan tuomista autoista merkittävä osa on kaasu-, hybridi- tai sähköautoja.

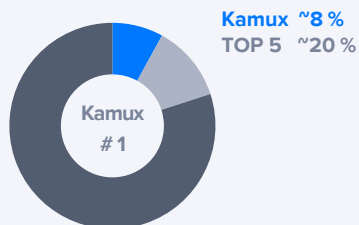


# Toimiala ja markkinakatsaus

## Suomi

79 % liikevaihdosta\*

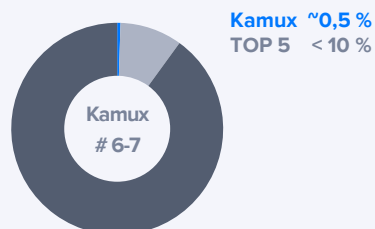
### Markkinaosuudet



## Ruotsi

15 % liikevaihdosta\*

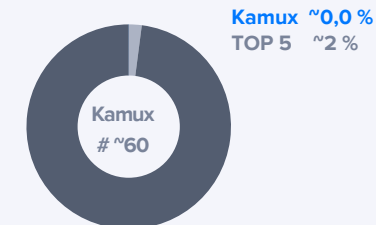
### Markkinaosuudet



## Saksa

5 % liikevaihdosta\*

### Markkinaosuudet



### Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa	Autoissa
~5 miljardia euroa	~0,6 miljoonaa autoa

### Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa	Autoissa
~15 miljardia euroa	~1,2 miljoonaa autoa

### Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa	Autoissa
~80 miljardia euroa	~7,2 miljoonaa autoa

### Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
Kamux	Kyllä
Rinta-Joupin Autoliike	Ei
Laakkonen	Ei
Jarmo Rinta-Jouppi	Ei
SAKA	Kyllä
K-Caara	Ei

### Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
Din Bil	Ei
Bilia	Ei
Riddermark	Kyllä
Hedin Bil	Ei
Möller Bil	Ei

### Suurimmat toimijat

Autoliike	Vain käytettyjä autoja
AVAG Holding	Ei
Emil Frey Gruppe	Ei
Gottfried Schultz	Ei
Feser-Graf Gruppe	Ei
Dello-Durkop-Hansa	Ei

### Kamuxin luvut (2018)

Myydyt autot (lkm)	38 217
Liikevaihto**	419,1 MEUR
Liikevaihto per auto**	10 966 €
Bruttokate-%	13,0 %
Liikevoitto-%	5,8 %

### Kamuxin luvut (2018)

Myydyt autot (lkm)	6 133
Liikevaihto**	80,3 MEUR
Liikevaihto per auto**	13 093 €
Bruttokate-%	8,2 %
Liikevoitto-%	0,9 %

### Kamuxin luvut (2018)

Myydyt autot (lkm)	2 246
Liikevaihto	28,4 MEUR**
Liikevaihto per auto**	12 644 €
Bruttokate-%	7,3 %
Liikevoitto-%	-6,1 %

\* Laskettu Kamuxin toteutuneesta liikevaihdosta (2018). Markkinasijoitukset Ruotsissa (6-7) ja Saksassa (~60) ovat yhtiön omia arvioita.

\*\* Laskettu segmenttien ulkoisen liikevaihdon perusteella (esim. Ruotsin segmentistä paljon konsernin sisäistä myyntiä Suomeen)

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Kamuxin visio ja asiakaslupaus

Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut autoliikeketju Euroopassa. Kamux haluaa tarjota asiakkailleen alan parasta asiakaskokemusta yhtiön omaa ammattimaista toimintakonseptia hyödyntäen.

## Kamuxin strategian kulmakivet

Kamuxin strategia nojaa viiteen avaintekijään:

1. Kannattava kasvu nykyisillä markkinoilla
2. Kannattavuuden parantaminen
3. Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen
4. Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi
5. Ainutlaatuinen konsepti ja liiketoimintamalli

### 1. Kannattava kasvu nykyisillä markkinoilla

Kamux uskoo, että sen suhteellisen alhaiset markkinaosuudet sen hajautuneilla markkinoilla tarjoavat sille kasvumahdollisuuksia. Kamux keskittyy strategian mukaisesti liiketoimintansa kasvattamiseen maissa, joissa se tällä hetkellä toimii (Suomi, Ruotsi ja Saksa). Kamuxin johto kuitenkin uskoo, että sen liiketoimintamalli voi toimia myös nykyisten toimintamaiden ulkopuolella, joten yhtiö voi hakea kasvua tulevaisuudessa myös uusilta maantieteellisiltä alueilta. Uskomme Kamuxin toimivan 10 vuoden päästä vähintään muutamassa uudessa Euroopan maassa, mutta nykyisen strategiakauden ajaksi (2019-2022) nykyisetkin toimintamaat tarjoavat yhtiölle riittävästi kasvumahdollisuuksia.

Kamuxin strategiaan kuuluu kannattavan kasvun

jatkaminen nykyisillä markkinoilla markkinaosuutta kasvattamalla. Kasvun pääpaino on historiallisesti ollut organisaatiossa kasvussa ja näin on arviomme mukaan myös jatkossakin. Kamux ei sulje pois yritysostoja, mutta ne ovat harvinaisia ja liittyvät enemmänkin autovaraston ostoon tai hyviin liikepaikkoihin. Yhtiön historian ensimmäinen liiketoimintakauppa toteutettiin tammikuussa 2020, kun Kamux osti Autosillan liiketoiminnan Jagro Oy:ltä, joka toimii Espoossa isolla noin 400 auton varastolla.

Kasvustrategiaan kuuluu uusien autoliikkeiden avaaminen ja nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattaminen. Kamux pyrkii laajentamaan autoliikeverkostoa järjestelmällisen markkinoiden seurannan ja tarkasti määriteltyjen vaatimusten avulla sekä hyödyntämällä Kamuxin liiketilakonseptia ja autoliikkeiden nopeaa avaamista. Kamux pyrkii kasvattamaan nykyisten autoliikkeidensä myyntiä ja autovalikoimaa tehokkaan kannustinjärjestelmänsä avulla sekä rekrytoimalla lisää myyntihenkilöstöä, kouluttamalla henkilöstöä ja edistämällä parhaiden käytäntöjen jakamista koko organisaatiossa. Kamuxin tavoitteena on myös kehittää ja tuoda markkinoilla erilaisia uusia integroituja palveluita. Kamux pyrkii myös hyödyntämään digitaalisuutta mm. verkkokaupan ja vahvan verkkopresenssin kautta, Kamuxin verkkosivustolle tulevan liikenteen lisäämisellä hakukoneoptimoinnin ja kohdistetun markkinoinnin avulla sekä näkyvyydellä erilaisilla verkkosivustoilla ja portaaleissa.

Kamux on kasvanut nopeasti Suomen käytettyjen autojen markkinajohtajaksi uudella tehokkaalla toimintamallilla ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät

mahdollisuudet kasvattaa markkinaosuuttaan entisestään perinteisten toimijoiden kustannuksella kaikissa toimintamaissaan. Suomessa Kamuxilla on 8 %:n markkinaosuus käytettyjen autojen kaupassa ja yhtiö on viime vuosina parannellut asemiaan kasvamalla selvästi yleistä markkinan kehitystä nopeammin. Ruotsissa Kamuxilla on 0,5 %:n markkinaosuus. Yhtiö on vuodesta 2012 lähtien kasvanut selvästi markkinoita nopeammin ja vuodesta 2018 lähtien Kamux on tehnyt Ruotsissa myös positiivista tulosta. Tämä lisää luottamustamme siihen, että Kamuxin toimintamalli on mahdollista viedä myös kotimarkkinoiden ulkopuolelle menestyksekkäästi. Saksassa Kamux on toiminut vasta vuodesta 2015 lähtien ja yhtiöllä on vielä 0,0 %:n markkinaosuus. Odotamme Kamuxin jatkavan lähivuosina selvästi yleistä markkinakehitystä nopeampaa kasvua ja kääntyvän voitolliseksi Saksassa vuosien 2021-2022 aikana.

### 2. Kannattavuuden parantaminen

Kamux keskittyy strategiassaan kannattavuuden parantamiseen eri tavalla eri maissa, sillä yhtiö on kaikilla markkinoilla hyvin erilaisessa kehitysvaiheessa. Kaikilla markkinoilla yhtiö kuitenkin pyrkii kasvattamaan kokoaan edelleen suuremmaksi saadakseen suuruuden ekonomian tuomia etuja mm. laajempi autovalikoima, edullisemmat ehdot integroitujen palvelujen tarjoamiseen tai muihin yhtiön ostamiin palveluihin. Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti tuomaan myyntiin uusia integroituja palveluja, joissa on parempi suhteellinen kannattavuus kuin pelkässä automyynnissä.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Suomessa Kamux pyrkii parantamaan kannattavuuttaan keskittymällä toiminnan tehostamiseen prosessien ja konseptin jatkuvan kehittämisen kautta. Kamux pyrkii kehittämään integroitujen palvelujen myyntiä ja hyödyntämään kokonsa tuomaa etua kilpailijoihinsa nähden. Kamux vertaa suorituskykyään jatkuvasti sekä ulkoisesti kilpailijoihinsa että konsernin sisäisesti eri autoliikkeiden välillä. Suomessa kannattavuus on jo nyt hyvällä tasolla (2018 EBIT: 5,8 %) ja emme pidä todennäköisenä, että yhtiö pystyisi sitä nostamaan enää merkittävästi näiltä tasoilta.

Ruotsissa ja Saksassa Kamux pyrkii parantamaan kannattavuuttaan keskittymällä ensin liiketoiminnan kasvattamiseen, mikä johtaa kannattavuuden parantumiseen asteittain skaalaetujen kautta. Molemmissa maissa on tarkoitus keskittyä lähivuosien aikana liikevaihdon kasvattamiseen avaamalla uusia autoliikkeitä ja lisäämällä nykyisten liikkeiden myyntiä. Sekä Ruotsissa että Saksassa panostetaan liiketoimintaprosessien ja henkilöstön kehittämiseen, jotta toiminnan laatu ja tehokkuus nousisivat lähemmäs Suomen tasoa. Toimenpiteet ja isompi skaala ovat alkaneet näkyä Ruotsissa jo kannattavuuden parantumisena, sillä Ruotsi teki ensimmäisen voitollisen tilikauden vuonna 2018 (EBIT 0,9 %). Ruotsi on myös tämän jälkeen pysynyt voitollisena. Saksassa yhtiö keskittyy toistaiseksi liiketoiminnan kasvattamiseen, henkilöstön kehittämiseen ja liiketoimintaprosessien kehittämiseen ja optimointiin. Saksan toiminta on vielä tappiollista (2018 EBIT: -6,1 %), mutta suhteellinen kannattavuus on vuoden 2019 aikana liikkunut jo selvästi parempaan suuntaan. Odotamme Saksan

kääntyvän voitolliseksi vuosien 2021-2022 aikana.

### 3. Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen

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

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

### 4. Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi

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

uramahdollisuuksia sisältäen muun muassa mahdollisuuden työskennellä eri autoliikkeissä ja toimintamaissa.

Kamuxin henkilöstö on ollut säännöllisesti tehdyn henkilötyytyväisyystutkimuksen mukaan keskimäärin erittäin tyytyväinen työhönsä ja Kamuxin tavoitteena on ylläpitää sen henkilöstön korkeaa tyytyväisyyttä tulevaisuudessa. Kamux järjestää myyntihenkilöstölleen jatkuvasti erilaisia koulutuksia. Lisäksi Kamuxin rahoitus- ja vakuutus Kumppanit kouluttavat Kamuxin henkilöstöä omien tuotteidensa osalta.

Kamux pyrkii sovittamaan yhteen omat ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmänsä kautta. Myyntihenkilöstön kannustinjärjestelmä huomioi myynnin, autohankinnat ja vaihtoautot sekä integroitujen palvelujen myynnin palkkioiden määrässä. Jokaisella Kamuxin automyyjällä on henkilökohtainen autojen ja integroitujen palvelujen myyntitavoite. Kamuxilla on käytössään myös kannustinjärjestelmä, joka kannustaa ristiinmyyntiin autoliikkeiden välillä. Kamux uskoo, että sen myyntihenkilöstö toimii sen etuna kilpaillulla autojen vähittäiskaupan alalla.

### 5. Ainutlaatuinen konsepti ja liiketoimintamalli

Kamux täyttää omalla liiketoimintakonseptillaan käytettyjen autojen markkinoilla sellaista aukkoa (merkkiliikkeiden ja yksityishenkilöiden välisen kaupankäynnin välissä), jota aiemmin muut toimijat eivät ole näin systemaattisella ja tehokkaalla mallilla täyttäneet. Kamuxin kaltaisia käytettyihin autoihin erikoistuneita, vahvasti digitaalisia kansainvälisiä ketjuja ei ole aikaisemmin ollut ja yhtiö on tästä syystä iskenyt mielestämme hyvään (ja erittäin suureen) markkinarakoon.

# Strategia yhteenveto

## Kannattava kasvu nykyisillä markkinoilla

- Uusien autoliikkeiden avaaminen ja nykyisten liikkeiden myynnin kasvattaminen
- Kasvu nykyisillä markkina-alueilla Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa
- Digitaalisen jalanjäljen kasvattaminen ja monikanavainen läsnäolo tukevat kasvua

## Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen

- Tavoite tarjota paras asiakaskokemus käytettyjen autojen vähittäiskaupassa
- Halu olla alan suunnannäyttäjä: tavoite, että asiakkaat kokevat Kamuxin myynti- ja ostoprosessin luotettavaksi ja että asiakas huomioidaan kaikissa tilanteissa, asiointikanavasta riippumatta
- Reagointi asiakkaiden tarpeisiin ja muuttuvaan kysyntään joustavasti
- Palvelutarjonnan laajentaminen kehittämällä uusia integroituja palveluita

## Ainutlaatuinen konsepti ja liiketoimintamalli

- Ammattimainen autojen osto- ja myyntiprosessi, oikeaan hintaan
- Matalat kiinteät kustannukset
- Nopea varastonkierto

## Kannattavuuden parantaminen

- Suomessa keskitytään toiminnan tehostamiseen prosessien ja konseptin jatkuvan kehittämisen kautta
- Ruotsissa ja Saksassa parannetaan kannattavuutta ja kasvatetaan liiketoimintaa asteittain
- Skaalaetujen hyödyntäminen kannattavuuden parantamiseksi, esimerkiksi ostettaessa palveluita
- Kannattavuuden parantamista tavoitellaan myös tuomalla markkinoille uusia integroituja palveluita

## Henkilöstön sitouttaminen ja motivointi

- Sitoutunut, osaava ja motivoitunut henkilöstö on avain kilpaillulla autojen vähittäiskaupan alalla menestymiseen
- Myyntihenkilöstön säännöllinen koulutus Kamux-toimintamalliin
- Kamuxin ja työntekijöiden intressien yhteensovittaminen kannustinjärjestelmän avulla

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Kamux julkisti päivitettyt keskipitkän aikavälin (2019-2022) taloudelliset tavoitteet tammikuussa 2019. Näihin tavoitteisiin kuuluvat:

- Liikevaihdon vähintään 10 %:n vuotuinen kasvu välillä 2019-2022
- Liikevoittomarginaali vähintään 4 %
- Osinko vähintään 30 % tilikauden voitosta.

Meidän ennustemme mukaan vuonna 2019 Kamuxin liikevaihto kasvaa 22 % edellisvuodesta 642 MEUR:oon (2018: 528 MEUR), oikaistu liikevoittomarginaali on 4,0 % (2018: 4,1 %) ja osingonjakosuhte on 47 % (2018: 44 %).

## Liikevaihdon kasvutavoite on konservatiivinen

Pidämme strategiakauden liikevaihtotavoitetta konservatiivisena ja odotamme 10 %:n rajan ylittävän suurella todennäköisyydellä joka vuosi. Vuosien 2020, 2021 ja 2022 kasvuennustemme ovat 16 %, 14 % ja 11 %. Kamuxin liikevaihto on kasvanut perustamisesta lähtien yli 30 %:n vuosivauhtia, mutta yhtiön kasvettua suurempaan kokoluokkaan, muuttuu tällaisten kasvuprosenttien ylläpitäminen koko ajan haastavammaksi, varsinkin, kun yhtiö haluaa pitää kiinni kannattavuudestaan.

Alkuvuoden 2019 aikana liikevaihdon kasvu on ollut 22 %. Tämän taustalla on ollut nopea uusien liikkeiden avaamistahti 2018-2019 aikana ja hyvä vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvu. Pidämme hyvin epätodennäköisenä, että Kamux enää jatkossa yltäisi näin koviin suhteellisiin kasvulukemiin ainakaan puhtaasti orgaanisin keinoin.

## Liikevoittomarginaalitavoitteessa on tekemistä

Liikevoittotavoite (vähintään 4 % liikevaihdesta) ei ole mielestämme aivan helppo tehtävä. Kamux on vuosien 2007-2018 aikana pystynyt tekemään vahvoista kasvuponnistuksista huolimatta tasaista noin 4-5 %:n tasolla olevaa liikevoittomarginaalia, joten näytöt tältä osin ovat yhtiöllä kunnossa. Viime vuosina ulkomailta tehdyt tappiot ja kertaluonteiset kulut ovat laskeneet raportoidun liikevoiton alle 4 %:n tasolle, vaikkakin oikaistu liikevoitto on pysynyt juuri tavoitteen yläpuolella.

Kamux teki tammi-syyskuussa 2019 liikevoittoa 20 MEUR, mikä tarkoittaa 4,1 %:n EBIT-marginaalia. Ennustemme 2019 EBIT-marginaalille on 4,0 %. Suomi on alkuvuonna ollut liikevoiton osalta selvästi toimintamaista parhaimmista kunnossa (Suomi 6,0 %, Ruotsi 1,0 % ja Saksa -2,8 %). Kamuxin toimintamalli on Suomessa hioutunut lähes 20 vuoden aikana erittäin kannattavaksi, mutta Ruotsi ja Saksa ovat vielä kaukana jäljessä. Liiketoiminta kasvaa tällä hetkellä Ruotsissa ja Saksassa selvästi Suomea nopeammin, millä on (ainakin lyhyellä aikavälillä) negatiivinen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen. Pitkällä aikavälillä yli 4 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme tehtävissä, mutta se vaatisi Ruotsin ja Saksan kannattavuuden selkeää nostamista nykytasolta lähemmäs Suomen kannattavuustasoa.

## Osingonjakosuhte ylittää 30 %:n rajan helposti

Kamuxin osinkopolitiikan mukaan tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 30 % tilikauden voitosta. Pidämme 30 %:n rajaa matalana ja odotamme yhtiön jakavan strategiakauden aikana osinkoa 45-50 %:n jakosuhteella, mikä on linjassa kahden edellisvuoden kanssa (2017: 40 % ja 2018: 44 %).

Kamux on kannattava yhtiö, jolla on vahva tase. Vuoden 2018 tilinpäätöksen omavaraisuus oli 60 % ja nettovelkaantumisaste 14 %. Vuoden 2019 alussa voimaan astunut IFRS16-standardi on näennäisesti heikentänyt tunnuslukuja ja omavaraisuusaste oli Q3'19-raportissa 45 % ja nettovelkaantumisaste oli 52 %. Ilman IFRS16-vaikutusta nettovelka oli Q3'19-raportissa enää 0,4 MEUR ja Kamux on nyt käytännössä nettovelaton yhtiö.

Kamux tekee ennustettavasti tasaista tulosta ja hyvän pääoman tuoton vuoksi yhtiötä voisi mielestämme ajaa selvästi suuremmalla velkavivulla. Kamuxin liiketoiminta ei vaadi suuria investointeja ja viimeisen kolmen vuoden ajan investoinnit ovat olleet keskimäärin vain 1-2 MEUR vuodessa. Nopea kasvu uusia liikkeitä avaamalla sitoo kuitenkin autovarastoihin käyttöpääomaa, mikä voisi kasvun merkittävästi kiihtyessä rajoittaa korkeaa osingonjakosuhdetta, mutta silloinkin 30 %:n raja olisi mielestämme helposti ylittävissä.

Uskomme Kamuxin taseessa olevan nyt sen verran liikkumavaraa, ettei mikään eteen tuleva strateginen mahdollisuus jäisi käyttämättä varojen puutteen takia, olisi se sitten uusien liikkeiden perustaminen nopeammassa tahdissa, yritysjärjestely tai joku merkittävä muu investointi. Tase on sen verran tuhdissa kunnossa, että jotain em. tapaista tulisi tapahtua, että osingonjakosuhte jäisi 30 %:iin tai alle. Nykyisillä ennusteillamme Kamuxin taseeseen alkaa kertyä nopeasti ylimääräisiä varoja, jos osingonjakosuhte pysyisi 30 %:ssa. Yhtiö voisi hyvin nostaa osingonjakosuhdetta ja jakaa ylimääräisiä varoja omistajille, ellei niille löydy konsernissa parempaa käyttötarkoitusta.

# Ennusteet

## Vuoden 2019 ennusteet

Kamux ei ole antanut liikevaihto- tai tulosohjeistusta vuodelle 2019, sillä yhtiö ohjeistaa vain keskipitkän aikavälin tavoitteilla. Vuoden 2019 tammi-syyskuussa Kamuxin liikevaihto kasvoi 483 MEUR:oon (+22 %), oikaistu liikevoitto kasvoi 20,0 MEUR:oon (+14 %) ja EPS kasvoi 0,36 euroon (+27 %).

Ennustemme mukaan vuoden 2019 liikevaihto kasvaa 22 % edellisvuodesta 642 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto kasvaa 17 % edellisvuodesta 25,5 MEUR:oon (EBIT 4,0 %). Kamuxin liikevoittoa vuonna 2018 rasittivat 3,0 MEUR:n kertaluonteiset kulut liittyen aiempien tilikausien veroihin, strategiaan selvityksiin ja maantieteelliseen laajentumiseen liittyviin kuluihin. Vuonna 2019 samanlaisia kertaluonteisia eräiä ei ole näkyvässä, minkä takia odotamme raportoidun liikevoiton olevan oikaistun liikevoiton tasolla ja kasvavan selvästi edellisvuodesta (+35 %).

Vuoden 2019 EPS-ennustemme on 0,47 euroa, mikä tarkoittaa 27 %:n kasvua edellisvuodesta (2018: 0,37 euroa). Kamuxin 2018 osakekohtaista tulosta nostivat Q3'18 kirjatut positiiviset valuuttakursseista johtuvat rahoitustuotot, joten operatiiviseen tulokseen verrattuna vuoden 2018 raportoitu EPS oli poikkeuksellisen hyvä.

Kamuxin hallitus on vahvistanut osingonjakopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 30 % tilikauden voitosta. Meidän osinkoennustemme on 0,22 euroa (2018: 0,16), mikä tarkoittaa 38 %:n korotusta edellisvuoden osinkoon nähden ja 47 %:n osingonjakosuhdetta.

## Vuoden 2020-2022 ennusteet

Kamux ei ole tähän mennessä julkaissut lyhyen aikavälin näkymiä, eikä yhtiö todennäköisesti tule antamaan ohjeistusta myöskään tilikaudelle 2020. Yhtiö on pörssitaipaleellaan keskittynyt lähinnä keskipitkän aikavälin ohjeistamiseen ja nykyiselle strategiakaudelle (2019-2022) on annettu seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihdon vuotuinen kasvu vähintään 10 %
- Liikevoittomarginaali vähintään 4 %

Mielestämme Kamuxin liikevaihdon kasvutavoite on konservatiivinen ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuosien 2020, 2021 ja 2022 aikana 16 %, 14 % ja 11 %. Tämä tarkoittaa, että vuoden 2022 liikevaihtoennustemme on 941 MEUR ja näin ollen noin 80 % korkeammalla kuin vuoden 2018 toteutunut liikevaihto 528 MEUR. Kasvu tapahtuu ennusteissamme täysin orgaanisesti, joskin vuoden 2019 lopussa tiedotettu Autosillan liiketoimintakauppa tuo siihen vuonna 2020 noin 5 %:n epäorgaanisen kasvun.

Liikevoittomarginaalin saavuttaminen on mielestämme haastavampaa, sillä selkeästi parhaimman kannattavuuden omaava Suomen liiketoiminta kasvaa tällä hetkellä hitaammin kuin matalan kannattavuuden Ruotsin liiketoiminta tai tappiollinen Saksan liiketoiminta. Mitä isommaksi Ruotsin ja Saksan yhteenlaskettu suhteellinen osuus konsernin liikevaihdosta kasvaa, sitä vaikeammaksi nykyisen liikevoittomarginaalin ylläpitäminen arviomme mukaan tulee. Tästä syystä olemme vuosien 2020, 2021 ja 2022 ennusteissamme liikevoittomarginaalin osalta hieman yhtiön oman tavoitteen alapuolella ja

ennustemme ovat 3,9 %, 3,9 % ja 4,0 %.

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

Kamuxin tavoite pitää strategiakaudella kiinni vähintään 4 %:n liikevoittomarginaalista kertoo myös siitä, ettei yhtiö halua kasvaa ”hinnalla millä hyvänsä” ja toiminnassa halutaan säilyttää järkevä kannattavuustaso. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden ajan jatkuvasti tasaista 4-5 %:n liikevoittomarginaalia kovista kasvupanostuksista huolimatta ja jopa Ruotsin ja Saksan markkinoilla tehdyt tappiot vuosina 2012-2017, yhtiön listautumiseen liittyvät ylimääräiset kulut vuosina 2016-2017 tai erittäin heikko automarkkinoiden tilanne vuonna 2018 eivät ole laskeneet kannattavuutta merkittävästi tämän tason alapuolelle. Raportoitu liikevoitto on vuosina 2015-2018 ollut vaihteluvälillä 3,6-3,9 %, joten yhtiön tulee parantaa hieman tulevina vuosina, jotta 4 %:n tavoitteeseen päästään. Ruotsi on nyt vuoden 2018 jälkeen tehnyt positiivista tulosta ja Saksan tulos tulee arviomme mukaan kääntymään plussalle vuosien 2021-2022 aikana. Molemmissa maissa on kuitenkin vielä pitkä matka Suomen kannattavuustasolle ja arviomme mukaan yhtiö keskittyy lähivuosina erityisesti näiden molempien maiden kannattavuuden parantamiseen.



# Ennusteet

## Autoliikkeiden määrän kehitys

Kamuxin kannattavan kasvun jatkuminen nojaa vahvasti markkinaosuuden voittamiseen niissä maissa, missä yhtiö tällä hetkellä toimii. Tämä perustuu uusien autoliikkeiden avaamiseen ja nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattamiseen.

Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 71 autoliikettä. Yhtiö on avannut viime vuosina melko nopealla tahdilla uusia liikkeitä (2018: 8 kpl ja 2019: 10 kpl), emmekä usko vauhdin ainakaan kiihtyvän näiltä tasoilta. Odotamme yhtiön jatkavan pitkän aikavälin historiallista vauhtia uusien avausten kanssa, mikä tarkoittaa keskimäärin 1-3 uutta liikettä vuodessa per toimintamaa. Tämä tarkoittaisi alimmillaan kolmea uutta liikettä ja enimmillään yhdeksää uutta liikettä konsernissa.

Vuonna 2020 Kamux avasi tammikuussa jo yhden uuden liikkeen Suomessa (Espoossa) Autosillan liiketoimintakaupan ansiosta. Ruotsiin ollaan avaamassa H1'20 aikana kaksi uutta liikettä (Tukholma ja Sundsvall). Saksassa yhtiö on ilmoittanut avaavansa yhden uuden liikkeen Q2:lla (Kaltenkirchen). Näiden avulla yhtiö kasvattaa vuoden 2020 aikana myymälöiden määrää ainakin 4:llä ja arviomme mukaan lisää on tulossa vuoden loppua kohti.

Uusien myymälöiden avaus on erittäin harkittua, sillä yhtiö ei ole toimintahistoriansa aikana joutunut vielä sulkemaan yhtäkään myymälää. Tämä kertoo siitä, että taustatyö on tehty kunnolla ja konsepti pystytään kaikissa myymälöissä saamaan kohtuullisessa ajassa pyörimään kannattavasti. Arviomme mukaan Kamuxilla on vuoden 2022 aikana keskimäärin 92 myymälää,

mikä tarkoittaa vuoden 2022 lopussa 94-95 myymälää. Tämä tarkoittaisi keskimäärin 8 uutta myymälää per vuosi strategijajakson aikana.

## Myytyjen autojen määrän kehitys

Kamuxin liikkeet vaihtelevat kokoluokaltaan pienistä neljän myyjän liikkeistä suurempiin yli kymmenen myyjän liikkeisiin. Tästä syytä liikkeiden määrä ja niiden kasvattaminen ei kerro kasvusta ja tehokkuudesta koko totuutta, vaan sijoittajien tulee seurata enemmänkin myytyjen autojen määrän kehitystä. Odotamme Kamuxin myytyjen autojen lukumäärän kasvavan 74 417 autoon vuonna 2022, mikä tarkoittaa noin 60 %:n kasvua vuoden 2018 toteutuneelta tasolta (2018: 46 596 kpl). Suomen myyntimäärän odotamme kasvavan 51 412 autoon, Ruotsin 12 676 autoon ja Saksan 10 329 autoon. Vaikka Saksan ja Ruotsin kasvuprosentit tulevat arviomme mukaan olemaan lähivuosina korkeita, tulee Suomen markkinoilla olemaan vielä pitkään selvästi suurin painoarvo Kamuxin myytyjen autojen määrän osalta ja sitä kautta myös liikevaihdon ja tuloksen osalta.

## Liikevaihdon kehitys

Myytyjen autojen lukumäärän kasvun ja myytyjen autojen keskihinnan yhdistelmänä saamme ennusteet Kamuxin lähivuosien liikevaihdon kehityksestä. Odotamme liikevaihdon per auto pysyvän melko stabiilina tulevina vuosina, eikä siinä mielestämme ole pitkällä aikavälillä erityistä syytä kasvaa selvästi yli inflaatiouvauhdin. Arviomme myytyjen autojen keskihinnan (sisältäen integroidut palvelut) nousevan korkeintaan 1-3 %:n vauhtia lähivuosina. Tätä ajavat mm. Saksan ja Ruotsin markkinoilla myydyt

kalliimmat autot, sekä integroitujen palvelujen myynnin lisääntyminen. Tästä huolimatta odotamme liikevaihdon kasvun nojaavan tulevina vuosina pääosin uusien autoliikkeiden perustamiseen ja autoliikekohtaisten myyntimäärien positiiviseen kehitykseen. Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) välillä 2020-2022 on ennusteissamme noin 14 %.

## Bruttomarginaalin kehitys

Kamuxin bruttokate-% on pitkään pysynyt hyvin stabiilina noin 12 %:ssa. Vuosien 2016-2018 aikana bruttokate-% on pysynyt vaihteluvälillä 11,8-12,3 % ja vuoden 2019 tammi-syyskuussa bruttokate on pysynyt vertailukauden tasolla 12,3 %:ssa. Odotamme 2019 bruttomarginaalin asettuvan 12,2 %:iin, mikä tarkoittaa 78 MEUR:n bruttokatetta.

Kamuxin bruttokate on yleisesti ottaen hyvin matala, jos vertaa esimerkiksi perinteiseen vähittäiskauppaan. Nopeaan varastonkiertoon ja alhaisiin kiinteisiin kuluihin nojaavan liiketoimintamallin takia tämän tasoinen bruttomarginaali on kuitenkin Kamuxille riittävä taso, mikä kertoo yhtiön harvinaisesta tehokkuudesta ja hyvästä kulukurista.

Kamuxin liiketoiminnassa pelkän automyynnin bruttokate-% on hyvin matala, mutta integroitujen palvelujen korkea bruttokate-% mahdollistaa autojen myymisen pienemmällä katteella ja siten nopeamman varastonkierron. Vaikka integroidut palvelut tuovat vain noin 5 % konsernin liikevaihdosta, ovat ne yhtiön tuloksenteon kannalta äärimmäisen tärkeitä. Arviomme integroitujen palvelujen tuovan (laskentatavasta riippuen) noin 30-50 % Kamuxin bruttokatteesta.

# Ennusteet

Koska Ruotsin ja Saksan liiketoiminnoissa on tällä hetkellä vielä selvästi heikommat bruttomarginaalit kuin Suomessa, oletamme Ruotsin ja Saksan nopean kasvun painavan hieman koko konsernin bruttomarginaalia alaspäin tulevina vuosina. Odotamme bruttomarginaalin liukuvan lähivuosina hieman 12,0 %:n alapuolelle, mikä tasoittunee aikanaan, kun Saksan ja Ruotsin toiminnot ja prosessit saadaan nostettua lähemmäs Suomen tasoa. Vuosien 2020-2022 aikana ennusteemme bruttomarginaalille ovat 11,8-11,9 %:n välillä.

## Liikevoiton kehitys

Kamuxin liikevoitto-% on pysynyt vuosien 2007-2018 välillä tasaisesti noin 4-5 %:n tuntumassa, vaikka yhtiön vahvat kasvupanostukset ja uusiin maihin laajentuminen ovat aiheuttaneet kustannuksia. Tehokas ja toimiva liiketoimintamalli sekä joustava kulurakenne pitävät huolen siitä, että kannattavuuskehitys on ennakoitavaa, eikä liikevoittomarginaalitavoite (4%) ole mielestämme epärealistinen. Lähivuosina sen saavuttamisessa voidaan kuitenkin nähdä pieniä haasteita.

Odotamme Kamuxin liikevoittomarginaalin pysyvän strategiakauden aikana välillä 3,9-4,0 %. Suomessa yhtiön toiminnan tehokkuus on jo erittäin hyvällä tasolla ja näemme suhteellisen kannattavuuden parantamispotentiaalin Suomessa hyvin pienenä. Ruotsin kääntyminen voitolle vuonna 2018 on alkanut tukea konsernin tuloskasvua, mutta Ruotsin suhteellinen kannattavuus on vielä selvästi Suomea heikompi, mikä painaa konsernin liikevoittomarginaalia Ruotsin kasvaessa niin paljon Suomea nopeammin. Saksan tappiot painavat vielä lähivuosien tulosta, mutta odotamme Saksan

kääntyvän voitolle 2021-2022 välillä. Saksa ja Ruotsi tarvitsevat selvästi suuremman volyymin ja tehokkaamman liiketoimintamallin toteutuksen, jotta ne voivat alkaa tehdä nykyistä parempaa kannattavuutta. Liiketoiminnan suurempi skaala auttaa yhtiötä saamaan mm. parempia sopimuksia kolmansien osapuolten integroitujen palvelutuottajien kanssa ja kiinteiden kulujen jakautumisessa isommalle liikevaihtomassalle.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Jos Kamuxin toimintamallin vieminen Ruotsiin ja Saksaan onnistuu kannattavasti, emme näe syytä miksei malli voisi toimia kannattavasti myös muissa Euroopan maissa. Kasvun rajat eivät tule vielä pitkään aikaan vastaan, sillä pelkästään Suomen, Ruotsin ja Saksan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkina on noin 100 miljardia euroa. Vaikka markkinankehitys olisi stabiilia, tulee Kamux arviomme mukaan kasvamaan vahvasti vielä pitkään ottamalla markkinaosuuksia perinteisiltä toimijoilta.

Kamuxin liikevaihto rikkoo ennusteissamme 1,0 miljardin euron rajan vuonna 2023. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö on tässä vaiheessa avannut toimintaa jo uusiin Euroopan maihin sekä tarjoaa sellaisia palveluita, joita se ei tällä hetkellä tarjoa, tai joita ei tällä hetkellä vielä ole edes välttämättä keksitty. Nykyiset ennusteemme perustuvat kuitenkin vain nykyisiin toimintamaihin ja nykyiseen tuote- ja palveluvalikoimaan.

Kamux voi pidemmällä aikavälillä alkaa laajentaa omaa tuote- ja palveluvalikoimaansa esim. samaan suuntaan kuin alalla kauemmin toimineet kilpailijansa. Tämä voisi tarkoittaa mm. autojen leasing-palveluita, vuokrausta, huoltoa, oman

rahoitus- tai vakuutusyhtiön perustamista tms., sillä nämä palvelut liittyvät olennaisesti autokauppaan. Yhtiön strategiaan liittyy myös olennaisesti uusien integroitujen palvelujen keksiminen ja niiden tuominen osaksi Kamuxin palvelutarjontaa.

Perinteisten toimialalla tarjottavien palvelujen lisäksi voimistuvien digitaalisuuden ja jakamistalouden trendien mukaisesti yhtiö voisi alkaa tarjota erilaisia autojen jakamis- tai kuljetuspalveluita tai ottaa käyttöön sellaisia uusia kuluttajatarpeisiin vastaavia palveluita, joita ei ole vielä keksitty. Vaikka käytettyjen autojen kauppa on hyvin perinteinen ja vakaa, ovat vanhat rakenteet myös siellä murtumassa, minkä Kamux on pystynyt näyttämään ottamalla nopeasti markkinajohtajan aseman Suomessa. Suurimmat alaa tulevaisuudessa mullistavat tekijät tuleva arviomme mukaan jostain muualta kuin toimialan nykyisiltä kilpailijoilta (esim. digitaaliset palvelut ja erilaiset autokauppaan tai ihmisten liikkumiseen liittyvät palvelut).

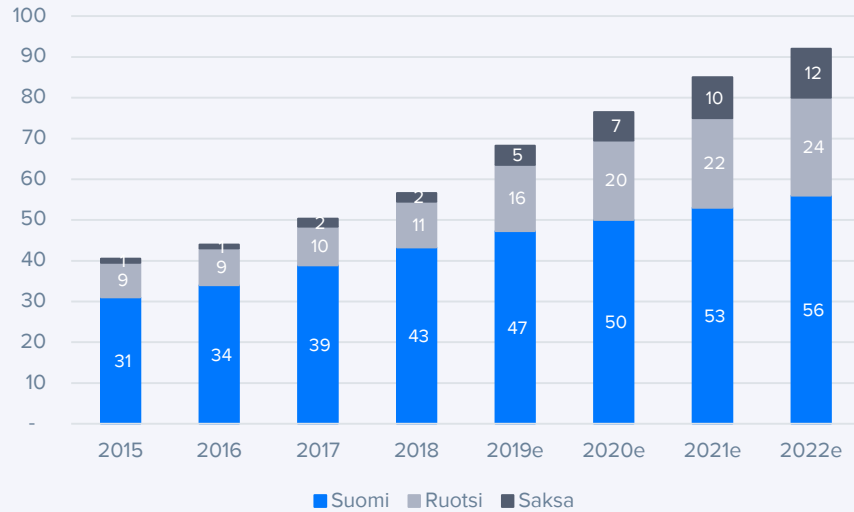
## Taloudellinen tilanne

Kamuxilla on vahva tase, hyvä tasainen kannattavuus ja liiketoiminnan vuotuiset investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiöllä on kasvustrategian ja kansainvälistymisen tukemiseen kaikki riittävät varat käytössä eli laajentumisen rahoittamiseen, kuten uusien myymälöiden perustamiseen, autovaraston kasvattamiseen ja liiketoiminnan kehittämiseen. Vahva tase antaa myös turvaa sille, jos jostain syystä Ruotsin tai Saksan liiketoiminnan käänteessä kestäisi odotettua kauemmin, tai jos yhtiölle avautuisi houkutteleva mahdollisuus kasvaa myös epäorgaanisin keinoin.

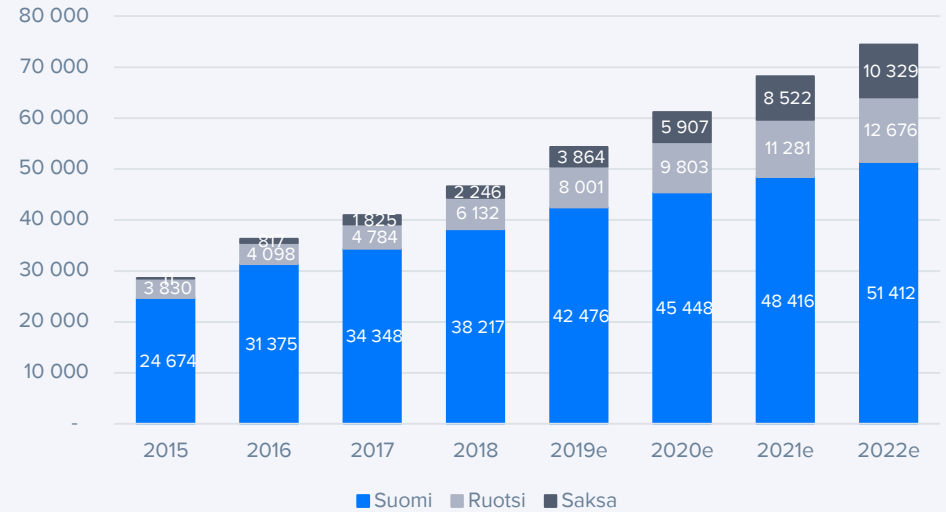


# Ennusteet

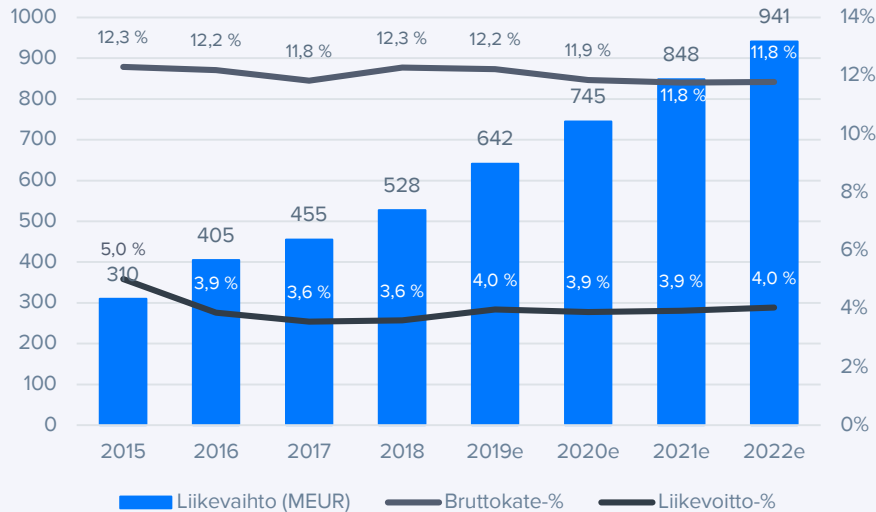
### Autoliikkeiden lukumäärä vuoden aikana keskimäärin



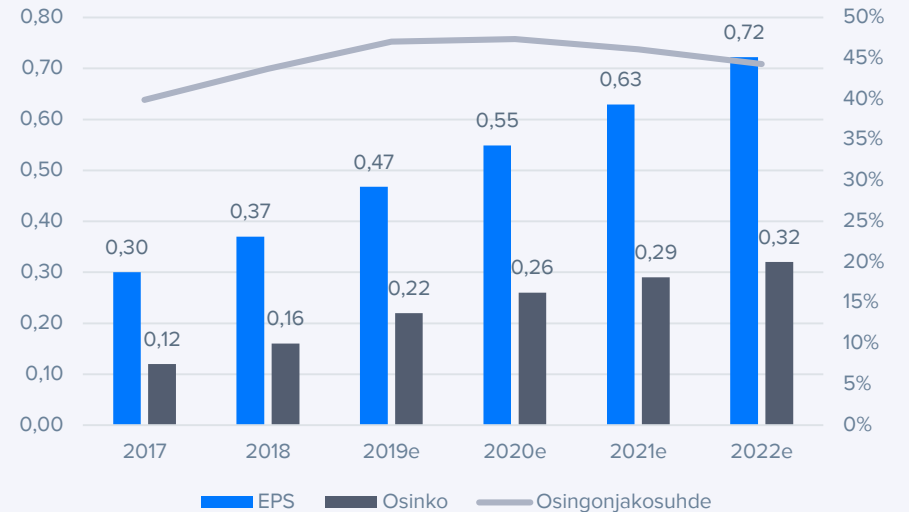
### Myydyt autot maittain (kpl)



### Bruttokate-% ja liikevoitto-%



### Osakekohtainen tulos ja osinko



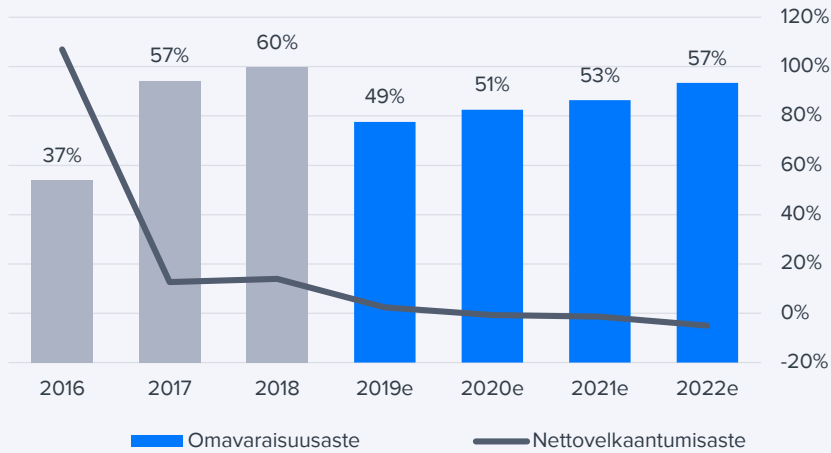
# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>455</b>	<b>129</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>131</b>	<b>528</b>	<b>143</b>	<b>157</b>	<b>183</b>	<b>158</b>	<b>642</b>	<b>745</b>	<b>848</b>	<b>941</b>
Suomi	372	103	103	111	102	419	108	118	139	116	481	520	556	594
Ruotsi	73,2	24,1	23,3	27,5	27,0	102	33,4	38,0	42,8	38,6	153	191	222	252
Saksa	22,8	6,5	7,1	8,3	8,2	30,0	10,8	10,7	14,6	16,1	52,2	82,1	121	149
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-13,5	-5,3	-5,1	-6,6	-6,3	-23,4	-9,6	-9,6	-13,1	-12,0	-44,3	-48,0	-51,0	-54,0
<b>Käyttökate</b>	<b>17,4</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>4,2</b>	<b>20,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>	<b>7,6</b>	<b>33,8</b>	<b>38,1</b>	<b>42,3</b>	<b>47,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1	-8,3	-9,1	-9,0	-9,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>18,6</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,3</b>	<b>21,8</b>	<b>4,7</b>	<b>6,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>25,5</b>	<b>29,0</b>	<b>33,3</b>	<b>38,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>16,2</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>6,6</b>	<b>3,9</b>	<b>18,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>25,5</b>	<b>29,0</b>	<b>33,3</b>	<b>38,1</b>
Suomi	23,1	6,0	4,4	7,6	6,2	24,1	5,9	7,6	9,5	7,1	30,2	32,9	36,2	39,0
Ruotsi	-0,1	0,1	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,2	0,4	0,5	0,2	1,3	1,9	2,8	4,2
Saksa	-1,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,8	-1,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,7	-1,6	-1,3	-0,6	0,2
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-4,9	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-4,3	-1,1	-1,0	-1,1	-1,2	-4,3	-4,6	-5,0	-5,3
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,3	0,4	-0,5	-0,8	-0,2	-0,2	-1,7	-0,8	-1,0	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>15,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>7,7</b>	<b>4,2</b>	<b>19,3</b>	<b>4,1</b>	<b>5,9</b>	<b>8,4</b>	<b>5,3</b>	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	<b>32,3</b>	<b>37,1</b>
Verot	-3,8	-1,0	-1,3	-1,5	-0,8	-4,7	-1,0	-1,3	-1,8	-1,0	-5,1	-6,2	-7,1	-8,2
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>11,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>6,2</b>	<b>3,3</b>	<b>14,6</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>6,6</b>	<b>4,3</b>	<b>18,7</b>	<b>22,0</b>	<b>25,2</b>	<b>28,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,35</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>	<b>0,09</b>	<b>0,44</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,47</b>	<b>0,55</b>	<b>0,63</b>	<b>0,72</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,16</b>	<b>0,08</b>	<b>0,37</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,47</b>	<b>0,55</b>	<b>0,63</b>	<b>0,72</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2017</b>	<b>Q1'18</b>	<b>Q2'18</b>	<b>Q3'18</b>	<b>Q4'18</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	12,4 %	17,8 %	17,2 %	14,5 %	14,7 %	16,0 %	11,1 %	22,9 %	30,6 %	20,8 %	21,5 %	16,1 %	13,9 %	11,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	3,7 %	3,5 %	36,7 %	7,0 %	27,5 %	17,0 %	-2,9 %	9,6 %	29,9 %	29,2 %	16,8 %	13,7 %	14,9 %	14,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,8 %	4,0 %	3,0 %	4,9 %	3,2 %	3,8 %	4,7 %	5,6 %	5,8 %	4,8 %	5,3 %	5,1 %	5,0 %	5,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,1 %	3,7 %	4,8 %	4,7 %	3,3 %	4,1 %	3,3 %	4,3 %	4,7 %	3,5 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,6 %	2,3 %	1,6 %	4,4 %	2,5 %	2,8 %	2,2 %	3,0 %	3,6 %	2,7 %	2,9 %	2,9 %	3,0 %	3,1 %

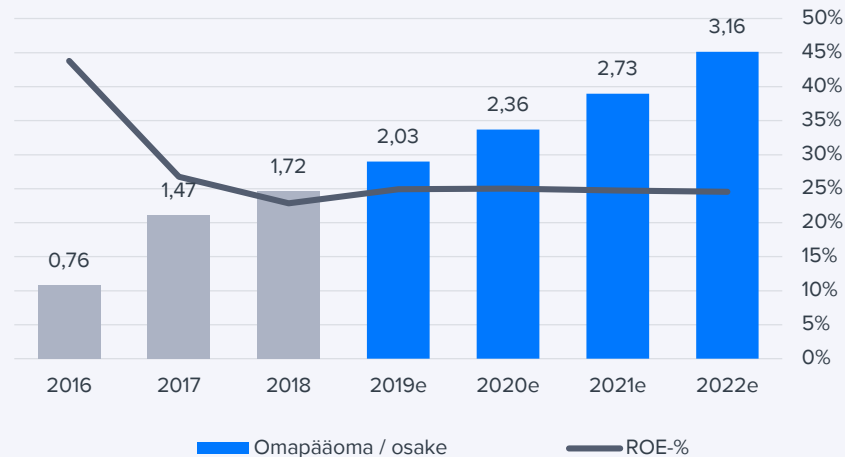
Lähde: Inderes

# Taloudellinen tilanne

## Taseen avainlukujen kehitys



## Oma pääoma / osake ja ROE-%



## Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>52</b>
Liikearvo	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Aineettomat hyödykkeet	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Käyttöomaisuus	1,7	1,8	33,8	33,4	36,5
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>117</b>	<b>136</b>	<b>153</b>
Vaihto-omaisuus	55,2	71,0	84,7	97,6	110
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	12,9	13,7	16,7	19,3	22,0
Likvidit varat	18,1	12,8	15,6	18,1	20,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	<b>166</b>	<b>184</b>	<b>205</b>

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>59</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>94</b>	<b>109</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	34,2	44,1	56,4	69,6	84,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	24,6	24,7	24,7	24,7	24,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
Laskennalliset verovelat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,4	19,4	8,8	8,7	9,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,6	40,0	41,0	42,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>44</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	3,0	8,8	8,7	9,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,6	20,7	25,2	28,8	32,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	<b>166</b>	<b>184</b>	<b>205</b>

# Osakkeen arvostus

## Markkina-arvo 307 MEUR

Kamuxin markkina-arvo 7,68 euron osakekurssilla on 307 MEUR. Konsernilla oli Q3'19 lopussa 40 MEUR:n nettovelat (ilman IFRS16-vaikutuksia 0,4 MEUR), joten yritys on käytännössä nettovelaton. Kamuxin velaton yritysarvo (EV) on koko pörssitaipaleen ajan liikkunut melko lähellä markkina-arvoa. Kamuxin liiketoimintamalli ei vaadi suurta velkavipua toimiakseen, vaikkakin yritys voisi hyötyä tästä parantamalla entisestään jo korkealla tasolla olevaa oman pääoman tuottoa (ROE 2019e: 25 %).

## Tulospohjainen arvostus

Vuonna 2019 Kamux tekee ennusteidemme mukaan 25,5 MEUR:n oikaistun liikevoiton (EBIT 4,0 %), mikä tarkoittaa 17 %:n kasvua vuodesta 2018. Raportoitu liikevoitto on ennusteissamme 25,5 MEUR, sillä yhtiöllä ei ole tänä vuonna ollut vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä. Vuoden 2019 EPS-ennustemme on 0,47 euroa (2017: 0,37 euroa). Vuoden 2019 ennusteidemme mukainen P/E-luku on 16x ja EV/EBIT-kerroin 12x. Odotamme yhtiön jatkavan vuonna 2020 vahvaa liikevaihdon kasvua (+16%) hieman heikommalla liikevoittomarginaalilla (2020e: 3,9 %), minkä takia oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme 14 %, mikä on hitaammin kuin liikevaihto. Vuoden 2020 ennusteidemme mukainen P/E-luku 14x ja EV/EBIT-kerroin on 10x. Kamuxin nopea kasvu, tasainen kannattavuus ja korkea oman pääoman tuotto huomioiden pidämme tulospohjaista arvostusta houkuttelevana.

## Tasepohjainen arvostus

Kamuxin taseen loppusumma yhtiön Q3'19-

raportissa oli 172 MEUR, josta yhtiön omistajille kuuluva oma pääoma on 77 MEUR. Markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta kuvaava P/B-kerroin on tästä laskettuna 4,0x. Kamuxin taseen varallisuus muodostuu pitkälti yhtiön vaihto-omaisuudesta (myytävät autot), myyntisaamisista ja rahavaroista, jotka muodostavat yhteensä noin 2/3 taseen loppusummasta. Nämä ovat hyvin likvidiä varallisuutta, joiden tasearvo on luotettavalla tavalla määritettävissä.

Taseessa on liikearvoa 13,6 MEUR, joka on muodostunut vuonna 2011 tehdyistä Interan ja Kamuxin välisistä omistusjärjestelyistä. Jos tasepohjaista arvostusta tarkastellaan liikearvosta oikaistuna, muodostuisi P/B-luvuksi korkea 4,8x. P/B-lukua tarkastellessa on kuitenkin hyvä ottaa huomioon Kamuxin vahvalla tasolla oleva oman pääoman tuotto (ROE-%), joka on vuoden 2019 tammi-syyskuussa ollut 25 %.

## Osinkopohjainen arvostus

Kamuxin osingonjakopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 30 % tilikauden voitosta. Kamux profiloituu kasvuyhtiöksi, joten osingonjakosuhteen alarajan määrittäminen 30 %:iin on mielestämme neutraali taso, jos jäljelle jäävät varat käytetään kasvun kiihdyttämiseen. Kamux on kuitenkin jo valmiiksi hyvää tulosta tekevä yritys, jolla on vahva tase, eikä vakuuttava kasvuhistoria ole aiemminkaan merkittävästi haitannut suhteellista kannattavuutta tai vaatinut merkittäviä investointeja. Tässä mielessä yhtiön osingonjakosuhte voisi hyvinkin olla korkeampi suhteessa meidän lähivuosien liikevaihto- ja kannattavuusennusteisiimme.

Kamuxilla on selvästi määritelty standardoitujen omien myymälöiden avulla laajentumiseen perustuva toimintamalli, mikä on toiminut hyvin yhtiön kasvualustana jo pitkään. Uskomme tämän olevan yhtiön pääasiallinen kasvustrategia myös lähivuosina. Kamux toteutti ensimmäisen liiketoimintakauppansa tammikuussa 2020, missä se osti Autosillan liiketoiminnan Jagro Oy:ltä. Kamuxin kokoon nähden yritysosto oli melko pieni ja sitä voidaan verrata yhden ison autoliikkeen avaamiseen. Emme pidä todennäköisenä, että yritys alkaisi käyttää vahvaa tasetaan jatkossa esimerkiksi markkinaosuuden hankkimiseen ostamalla enemmänkin perinteisiä kilpailijoitaan. Kyse mahdollisissa yritysostoissa on enemmänkin autovaraston tai hyvän liikepaikan hankkimisesta.

Yksi mahdollinen kasvualue, johon Kamux voisi vahvaa tasetta tarvita, on esimerkiksi kasvun kiihdyttäminen yritysostolla jossain uudessa toimintamaassa. Muita mahdollisuuksia ovat myös mm. oman rahoitus- tai vakuutusyhtiön perustaminen, mikä liittyisi saumattomasti yhtiön nykyiseen toimintamalliin, missä yleisesti auton oston yhteydessä hankitaan myös rahoitus ja/tai vakuutus.

Ennen kuin isompia kasvuinvestointeja on näkyvässä, pidämme hyvin todennäköisenä, että osingonjakosuhte pysyy määritellyn 30 %:n tason yläpuolella. Vuosien 2017 ja 2018 tuloksista maksettiin osinkoa 40 %:n ja 44 %:n jakosuhteella ja meidän ennusteidemme mukaan jakosuhte pysyy 2019-2022 ajan 45-50 %:n tasolla. Nämä osinkoennusteet tarjoavat nykyiseen kurssitasoon nähden 2,9 %:n ja 3,4 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on Kamuxin nopeaan liikevaihdon, tuloksen ja osingon kasvuprofiiliin nähden hyvä.

# Osakkeen arvostus

## Arvostus verrokkiryhmään nähden

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

Verrokkiyhtiöistä löytyy esimerkiksi Tukholman pörssissä listattu Bilia AB, joka on yksi Euroopan suurimmissa autokappaketuista. Bilian liikevaihto on noin kolminkertainen Kamuxiin nähden samoin kuin sen markkina-arvo. Yhtiö toimii Ruotsin ja Saksan lisäksi myös sellaisissa maissa, joissa Kamux ei toimi (mm. Norja, Belgia, Luxemburg) ja se tekee käytettyjen autojen myynnin lisäksi paljon sellaista mitä Kamux ei tee (mm. uusien autojen myynti, autoleasing, huolto- ja korjauspalvelut, huoltoasema- ja pesupalvelut, renkaiden säilytyspalvelut jne.). Heikompien kasvu- ja kannattavuuslukujen takia Bilian suhteellinen arvostus on Kamuxin alapuolella. Bilian 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 12x ja 13x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 13x.

Verrokkiryhmässä eniten Kamuxia muistuttava yhtiö on Yhdysvaltojen suurin käytettyjen autojen myyjä CarMax. Vaikka Kamux usein mainitsee CarMaxin esikuvakseen, noin 18 miljardin dollarin liikevaihdolla, yli 200 myymälän ketjulla ja 16 miljardin dollarin markkina-arvolla yhtiö painii kuitenkin täysin eri sarjassa kuin Kamux. CarMaxin vuosien 2019 ja 2020 P/E-luvut (21x ja 19x) ovat Kamuxin vastaavien kertoimien yläpuolella. CarMaxin selvästi suuremman velkaantuneisuuden takia EV/EBIT-kertoimet (27x ja 26x) ovat selvästi Kamuxin yläpuolella.

Kokonaisuudessaan meidän kokoaman kansainvälistä autokauppaa, auton vuokrausta ja muita autoalan palveluita tarjoavista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019 ja 2020 ovat 13,2x ja 12,7x. Kamuxin 2019 kerroin on 8 % verrokkiryhmän alapuolella ja nopean tuloskasvun ansiosta 2020 kerroin on jo 17 % verrokkiryhmän alapuolella.

Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 12,0x ja 11,0x. Kamuxin 2019 kerroin on 37 % verrokkiryhmän yläpuolella ja 2020 kerroin 37 % verrokkiryhmän yläpuolella. Tulospohjaisista mittareista voi tulkita, että Kamuxin EV-pohjainen arvostus on matalampi suhteessa verrokkiryhmään kuin P/E-pohjainen arvostus, sillä Kamuxin tase on erittäin hyvässä kunnossa, mutta se pitäisi laittaa paremmin töihin.

Verrokkiryhmän mediaani osinkotuotot vuosille 2019 ja 2020 ovat 3,3 % ja 4,0 %. Kamux tarjoaa hieman verrokkiryhmää heikompaa osinkotuottoa. Meidän ennusteillamme Kamuxin 2019 ja 2020 tuloksista maksettavat osinkotuotot noin 45-50 %:n osingonjakosuhteella ovat 2,9 % ja 3,4 %.

## DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa ennusteillamme Kamuxin oman pääoman arvoksi 400 MEUR eli 10,0 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 30 %:n nousuvaraa nykykurssiin nähden. DCF-mallissamme liikevaihdon kasvu on keskimäärin 14 % välillä 2020-2022 ja yhtiö saavuttaa 1,0 miljardin euron liikevaihdon 2023. Tällä välillä pidämme liikevoittoennusteemme noin 3,9-4,0 %:ssa.

Kasvuvauhti hiipuu ennusteissamme 2023-2027 aikana 7 %:n tasolta 3 %:n tasolle ja odotamme liikevoittomarginaalin pysyvän 3,7-3,8 %:n välillä. Terminaaliennusteissamme liikevaihdon kasvu jää 2 %:iin ja liikevoittomarginaali on 3,7 %. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,0 % ja terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on 66 %.

## Tavoitehinta ja suositus

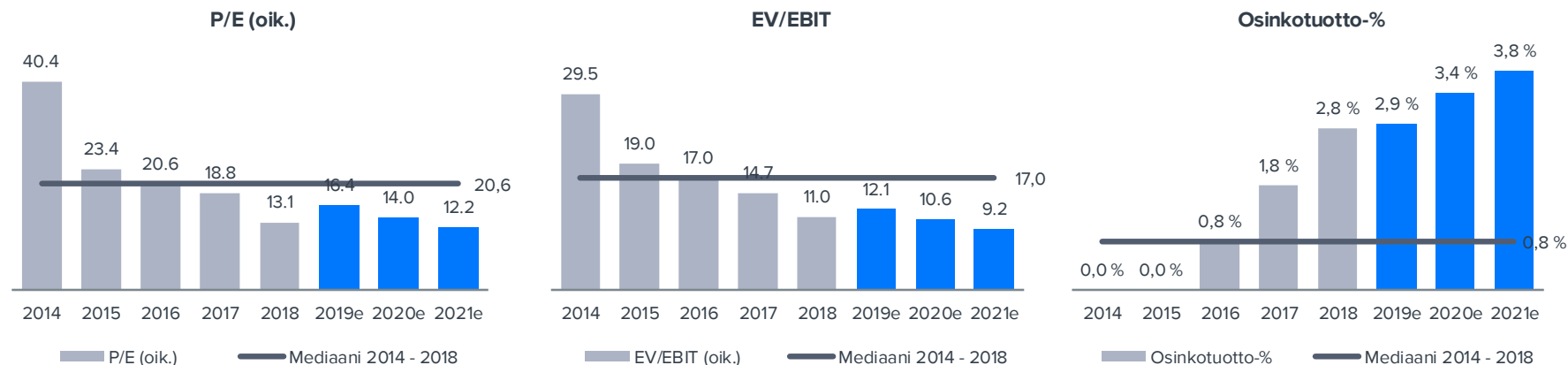
Nostamme Kamuxin tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 8,2 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme. Tavoitehinnan nosto heijastelee viimeisten kvartaalien hyvien suoritusten jälkeistä kasvanutta luottamustamme yhtiön kilpailukykyyn ja sitä kautta pienentyntä riskiprofiilia. Osakkeen viime aikoina selvästi parantunut likviditeetti ja laajempi sijoittajakiinnostus ovat myös mielestämme arvostusta tukevia tekijöitä.

Suosituksemme ja tavoitehintamme perustuvat Kamuxin strategian, taloudellisten tavoitteiden ja pitkän aikavälin kasvunäkymien perusteella tehtyjen ennusteidemme avulla laskettuun DCF-malliin, arvostuskertoimiin ja verrokkiryhmän arvostukseen. Mielestämme Kamux ansaitsee verrokkiryhmää selvästi parempien tuloskasvunäkymien ansiosta tulla hinnoitelluksi preemiolla verrokkiryhmään nähden ja mielestämme käypä P/E-luku on jossain 15-20x välillä. Tavoitehinnallamme (9,0 euroa) Kamuxin 2020 ja 2021 P/E-luvut olisivat 16x ja 14x, mitkä vastaavat karkeasti näille vuosille odottamaamme tuloskasvua. Kasvuyhtiöiden arvostukseen yleisesti käytetty PEG-kerroin olisi tällöin neutraalilla tasolla 1,0x.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014*	2015*	2016*	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,20	7,20	7,20	6,66	5,76	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>	<b>7,68</b>
Osakemäärä, milj. kpl	39,4	37,6	38,0	40,0	40,0	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>
Markkina-arvo	283	271	274	266	230	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>307</b>
Yritysarvo (EV)	304	295	305	274	240	<b>309</b>	<b>307</b>	<b>306</b>	<b>301</b>
P/E (oik.)	40,4	23,4	20,6	18,8	13,1	<b>16,4</b>	<b>14,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,6</b>
P/E	40,4	23,4	24,9	22,7	15,8	<b>16,4</b>	<b>14,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,6</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	10,3	>100	<b>5,7</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>18,0</b>
P/B	22,1	12,7	9,5	4,5	3,3	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
P/S	1,3	0,9	0,7	0,6	0,4	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
EV/Liikevaihto	1,4	1,0	0,8	0,6	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	28,2	18,3	18,5	15,7	11,9	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>
EV/EBIT (oik.)	29,5	19,0	17,0	14,7	11,0	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>7,9</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	20,7 %	40,9 %	43,8 %	<b>47,0 %</b>	<b>47,4 %</b>	<b>46,1 %</b>	<b>44,3 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	1,8 %	2,8 %	<b>2,9 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,2 %</b>

Lähde: Inderes



\* Kamux listautui pörssiin 5/2017. Olemme käyttäneet taulukossa vuosien 2014-2016 kohdalla yhtiön toteutuneita liikevaihto- ja tuloslukuja ja "kuvitteellisenä osakekurssina" yhtiön listautumishintaa (7,20 €/osake).

# Verrokkiryhmän arvostus

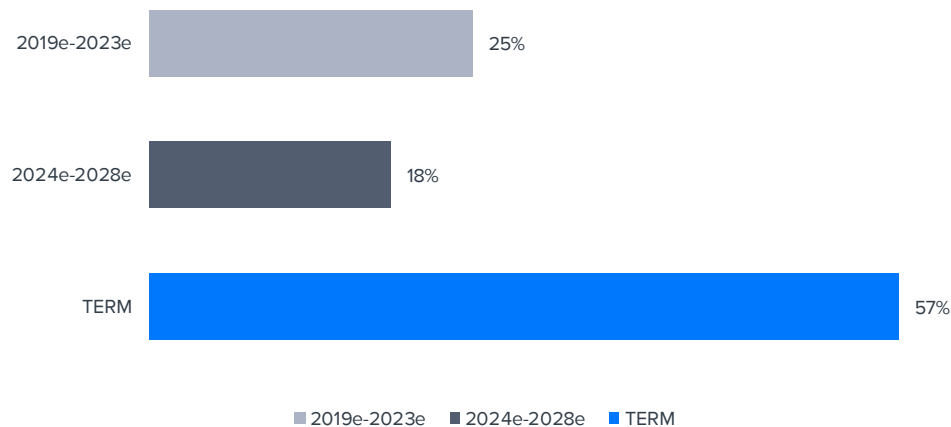
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Bilia AB	105,60	1033	1439	13,1	12,9	7,2	7,4	0,5	0,5	12,3	12,5	4,6	4,8	3,5
Lookers PLC	60,00	280	491	7,9	9,5	5,3	5,6	0,1	0,1	18,8	16,2	5,2	4,8	0,6
Pendragon PLC	11,64	191	635	32,3	12,8	7,9	5,4	0,1	0,1		9,4	2,1	4,3	
Inchcape PLC	668,50	3172	3789	8,7	9,7	7,2	7,8	0,3	0,4	11,1	12,6	3,9	4,0	1,9
Asbury Automotive Group Inc	100,14	1761	3363	11,5	9,6	11,3	9,1	0,5	0,4	10,8	9,3			2,8
Group 1 Automotive Inc	104,35	1761	4432	13,2	13,1	11,9	11,4	0,4	0,4	9,8	9,5	1,0	1,0	1,5
Sonic Automotive Inc	31,60	1220	3391	15,4	15,3	12,3	11,4	0,4	0,3	12,3	11,0	1,3	1,3	1,5
Carmax Inc	99,27	14614	28261	26,5	25,8	22,9	22,0	1,7	1,6	21,0	19,1			5,2
AutoNation Inc	44,05	3568	5587	7,8	7,4	6,3	6,1	0,3	0,3	10,1	9,3			1,3
Lithia Motors Inc	141,84	2981	5966	13,1	12,1	13,0	12,2	0,5	0,5	12,0	11,0	0,8	0,9	2,5
Penske Automotive Group Inc	48,67	3552	9157	15,8	15,3	12,5	12,2	0,4	0,4	9,2	8,6	3,3	3,5	1,4
AP Eagers Ltd	9,16	1444	2149	22,5	12,6	18,2	9,7	0,7	0,4	23,1	16,1	3,7	4,6	1,5
<b>Kamux (Inderes)</b>	<b>7,68</b>	<b>307</b>	<b>309</b>	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>16,4</b>	<b>14,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,7</b>	<b>13,0</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>13,7</b>	<b>12,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>13,2</b>	<b>12,7</b>	<b>11,6</b>	<b>9,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>12,0</b>	<b>11,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-8 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>14 %</b>	<b>9 %</b>	<b>37 %</b>	<b>27 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>145 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>18,9</b>	<b>25,5</b>	<b>29,0</b>	<b>33,3</b>	<b>38,1</b>	<b>38,3</b>	<b>39,5</b>	<b>41,5</b>	<b>43,1</b>	<b>44,4</b>	<b>45,3</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	8,3	9,1	9,0	9,8	10,4	11,1	11,8	12,4	12,9	13,3	
- Maksetut verot	-5,2	-5,1	-6,2	-7,1	-8,2	-8,2	-8,6	-9,1	-9,5	-9,7	-9,9	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-9,6	-12,2	-11,9	-11,8	-10,5	-7,2	-6,5	-5,6	-4,6	-3,4	-2,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,4</b>	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	<b>23,2</b>	<b>29,1</b>	<b>33,1</b>	<b>35,4</b>	<b>38,5</b>	<b>41,4</b>	<b>44,1</b>	<b>45,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	39,4	1,0	1,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-40,3	-8,7	-12,1	-12,0	-13,1	-13,6	-14,0	-14,2	-14,3	-14,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,0</b>	<b>17,1</b>	<b>17,9</b>	<b>21,8</b>	<b>24,5</b>	<b>27,2</b>	<b>29,8</b>	<b>27,5</b>	
+/- Muut	0,0	38,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,2	53,6	12,1	12,0	17,1	17,9	21,8	24,5	27,2	29,8	27,5	471
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>53,9</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,3</b>	<b>15,0</b>	<b>15,6</b>	<b>16,0</b>	<b>16,3</b>	<b>13,9</b>	<b>238</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		417	363	352	342	328	315	300	284	268	252	238
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>417</b>										
- Korolliset velat		-22,4										
+ Rahavarat		12,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-6,4										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>401</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,0</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,20 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Sijoitusnäkemys ja riskit

## Sijoitusnäkemys

### Suuret ja hajanaiset markkinat tarjoavat hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät

Kamux toimii Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa, joiden yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkina on noin 100 miljardia euroa. Suuret ja hajanaiset markkinat tarjoavat Kamuxin kaltaiselle uuteen markkinarakoon iskevälle tehokkaalle pelurille hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät.

### Perinteiset myyntikanavat eivät vastaa kuluttajien tarpeisiin

Käytettyjen autojen kauppaa on perinteisesti käyty kuluttajien välillä, suurten merkki-autoliikkeiden ”sivubisneksenä”, pienissä käytettyjen autojen liikkeissä tai huutokaupoissa. Mikään näistä kanavista ei ole keskittynyt ammattimaisesti käytettyjen autojen myyntiin, jota on ketjuohjattu digitaalisesti, kilpailukykyisillä hinnoilla ja tehokkaan varastonkierron näkökulmasta. Kamuxin toimintatapa muistuttaa sitä, miten halpalentoyhtiöt aikoinaan ottivat markkinaosuutta raskaan kulurakenteen ja vanhojen toimintamallien kanssa painivilta ”perinteisiltä lentoyhtiöiltä” tarjoamalla asiakkaalle uudella tavalla, kevyellä kulurakenteella yksinkertaista ja tehokasta asiakkaan tarvitsemää palvelua.

### Tulevien vuosien kasvu pohjautuu pääosin markkinaosuuksien voittamiseen

Käytettyjen autojen markkinat ovat stabiilit ja hyvin hajautuneet kaikissa Kamuxin toimintamaissa. Markkinoiden kasvunäkymät eivät ole erityisen vahvat, joten Kamuxille ennustamamme nopea kasvu perustuu pääosin markkinaosuuksien voittamiseen vanhoilta perinteisiltä toimijoilta.

## Suuruuden ekonomian hyödyntäminen

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

### Todistettu kannattavan kasvun malli - Suomessa

Kamux onnistui noin 15 vuodessa kasvamaan käytettyjen autojen markkinajohtajaksi Suomessa ja malli on täällä todistettu. Yhtiö pystyy jatkuvasti avaamaan uusia liikkeitä, kääntämään ne nopeasti kannattavaksi ja viemään markkinaosuutta perinteisiltä toimijoilta. Suomen markkina on edelleen hajanainen ja arviomme Kamuxin pystyvän nostamaan nykyistä markkinaosuuttaan (~8%) vielä selvästi. Vähittäiskaupassa hyvin harvoilla aloilla on näin pirstaleinen suurimpien toimijoiden joukko ja Kamuxilla voi hyvinkin olla mahdollisuudet nousta muiden vähittäiskaupan jättien tavoin 20-30 %:n markkinaosuuksiin. Tämä tarkoittaisi Suomen liiketoiminnan kasvattamista vähintään 2-3 -kertaiseksi nykyiseltä tasoltaan.

### Toimiiko Kamuxin malli myös ulkomailla?

Yksi suuri kysymys Kamuxin sijoittajatarinan kannalta on se, pystyykö yhtiö monistamaan

Suomessa toimivan mallinsa myös ulkomailla. Kamux avasi ensimmäisen autoliikkeen Ruotsiin joulukuussa 2012. Yhtiön ensimmäinen voitollinen tilikausi Ruotsissa oli 2018, milloin se teki 100 MEUR liikevaihtoa 13:lla myymällä. Saksaan avautui ensimmäinen Kamux-liike joulukuussa 2015. Yhtiö tekee Saksassa vielä tappiota, mutta odotamme toiminnan kääntyvän voitolliseksi 2021-2022 aikana. Kamuxilla oli vuoden 2019 lopussa 6 autoliikettä Saksassa ja arviomme mukaan yhtiö teki Saksassa tilikaudella 2019 yhteensä noin 50 MEUR:n liikevaihdon ja -1,6 MEUR:n liiketuloksen. Se, että Ruotsin toiminta on saatu jo käännettyä plussalle, antaa uskoa, että Kamuxin mallin voi saada toimimaan ulkomailla. Jos yhtiö onnistuu parin vuoden sisällä kääntämään myös Saksan toiminnot kannattavaksi, emme näe mitään syytä, miksei Kamux onnistuisi viemään konseptiaan myös muihin Euroopan maihin ja sen jälkeen latu on auki osakkeen isommalle nousulle.

### Osake ja pitkän aikavälin tulokasvunäkymät

Kamuxin nykyinen arvostus (P/E 2020: 14x) ei mielestämme anna riittävästi painoarvoa yhtiön erittäin vahvoille pitkän aikavälin kasvunäkymille (varsinkin, jos kansainvälistyminen onnistuu). Tässä pitää ottaa huomioon, että Saksa on edelleen tappiollinen ja Ruotsin tulos on vielä matalalla tasolla. Uskomme sijoittajien kantavan nyt huolta Ruotsin ja Saksan kannattavuudesta, ja ennen niiden kestävästä tulokäännettä markkinat eivät uskalla hinnoitella osaketta kovin korkeilla kertoimilla. Mielestämme osakkeen nykyinen arvostus on yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymät, tasaista kannattavuutta ja erittäin vahvaa pääoman tuottoa tekevä liiketoimintamalli huomioiden houkuttelevalla tasolla.

# Sijoitusnäkemys ja riskit

## Riskit

### **Voimakas historiallinen kasvu ja kannattavuus eivät tule välttämättä jatkumaan**

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

### **Maantieteelliseen laajentumiseen liittyvä riskejä**

Kamux lähti laajentamaan toimintaansa Ruotsiin ja Saksaan vuosina 2012 ja 2015. Ruotsi on kääntynyt jo voitolliseksi, mutta Saksassa yhtiö tekee vielä tappiota. Kotimarkkinoiden ulkopuolella kilpailutilanne voi olla Kamuxin näkökulmasta huomattavasti kovempaa, yhtiöllä voi olla vaikeuksia rekrytoida hyvää henkilöstöä, solmia hyviä vuokrasopimuksia tai ehtoja kolmansien osapuolten integroitujen palveluiden osalta. Yhtiön myynti voi myös jäädä heikomman tunnettuuden takia selvästi tavoitteista, jolloin liiketoiminnan kannattavuus voi jäädä pidemmäksi aikaa heikolle tasolle.

### **Alalle tulemisen kynnys ja Kamuxin liiketoimintamallin kopioiminen**

Käytettyjen autojen markkinoille ei ole kovinkaan vaikea tulla kilpailemaan. Rajusti yksinkertaistettuna ainoa mitä siihen tarvitaan on hieman alkupääomaa, jolla voi ostaa itselleen käytettyjä autoja ja sen jälkeen yrittää myydä niitä

pienellä katteella eteenpäin vaikka omalla takapihalla. Aina yhden auton myynnin jälkeen ostat uuden ja pyrit pitämään varaston kierron korkealla. Kamuxin liiketoimintamalli voi olla kohtalaisen helposti kopioitavissa ja tämä voi houkutellessa alalle paljon uusia samalla toiminta-ajatuksella toimivia kilpailijoita.

### **Varastonkierron hidastuminen ja varastoon liittyvä arvonalentuminen**

Kamuxin toimintamallille nopea varastonkierto on hyvin tärkeä asia, sillä tulos syntyy yhtälöstä ”kate kertaa kierto”. Kamuxin vaihto-omaisuuden kiertoaika on viime vuosina liikkunut huonoon suuntaan. Vuonna 2015 se oli 39 päivää, vuonna 2016 (43 päivää), vuonna 2017 (47 päivää) ja vuonna 2018 (50 päivää). Autojen hidas myyntitahti kasvattaa varastoon sitoutunutta rahamäärää ja se myös nostaa riskiä varaston arvonalentumisesta. Autojen hinnat laskevat keskimäärin noin 1-2 % kuukaudessa, joten mitä pidemmäksi myyntiaika nousee, sitä pienemmäksi kate laskee. Myös erilaiset ulkoiset shokit mm. verotukseen liittyen voisivat nopeasti aiheuttaa varastoon arvonalentumisriskin, mikä heikentäisi yhtiön kannattavuutta.

### **Maineriski ja Kamuxiin liittyvät kohut**

Käytettyjen autojen kaupassa onnistuminen riippuu osittain siitä, millainen kuva asiakkailla on kyseisestä autokaupasta ja kuinka hyvin asiakkaat luottavat liikkeestä saatavaan palveluun. Kamuxin hallitus sai yhtiön keväällä 2016 käynnissä olevan listautumisannin aikaa tiedon, että Kamuxin joillekin autolähetille oli maksettu palkkaa osaksi tai kokonaan polttoaineena. Polttoaineen arvosta ei ollut suoritettu ennakonpidätyksiä eikä muita

työnantajan sivukuluja. Näitä alettiin selvittää ulkopuolisen konsultin toimesta ja Kamuxin listautuminen peruttiin kohun keskellä. Kamux päätyi maksamaan verottajalle jälkikäteen yhteensä ”vain” 45 tuhatta euroa, mutta tapahtumalla oli negatiivinen vaikutus Kamuxin julkisuuskuvaan. Yhtiöllä on nyt prosessit tämänkaltaisten asioiden välttämiseksi kunnossa, listautuminen onnistui toisella yrittämällä vuotta myöhemmin, mutta edelleen tämä tapahtuma kummittelee Kamuxin ympärillä käytävissä keskusteluissa.

Toimialalla, missä myydään lähtökohtaisesti vain käytettyä tavaraa, tulee herkästi tapauksia, missä kuluttaja on tyytymätön tuotteen kuntoon (vaikka tuotteen hinnassa on otettu huomioon ajan ja käytön aiheuttama alennus). Äänekkäimmät palautteet syntyvät usein näiltä henkilöiltä, jotka kokevat kohdanneen vääryyttä ja Kamux saa markkinoiden suurimpana toimijana luonnollisesti myös oman osuutensa näistä palautteista. Jos näitä palautteita tulee suhteettoman paljon, voi sillä olla negatiivinen mielikuva yhtiöstä luotettava autoliikkeenä.

### **Autoverolainsäädäntöön tehtävät muutokset**

Muutokset autoilun verotukseen liittyen tai tieto sellaisen lainsäädännön valmistelusta saattaa vaikuttaa uusien ja käytettyjen autojen kauppaan lyhyellä aikavälillä. Liikenne ja viestintäministeriön tammikuussa 2017 julkistama tieliikenneselvitys ja syksyllä 2018 tapahtunut WLTP:n käyttöönotto aiheuttivat yskähtelyjä autokaupan myyntiin kuluttajien kasvaneen epävarmuuden takia.

# Sijoitusnäkemys ja riskit

## Riskit

### Ulkopuolisten palveluntarjoajien tuotteisiin ja sopimusehtoihin liittyvät riskit

Kamux myy autojen myynnin yhteydessä kolmansien osapuolten tarjoamia rahoitus- ja vakuutuspalveluita, joilla on merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Kamux myy myös asiakkailleen Kamux Plussan yhteydessä korjauspalveluja, jotka Kamux ostaa ulkopuolisilta toimijoilta. Kamuxin tuloksentelemiskyky on vahvasti kiinni näiden kolmansien osapuolten tuotteissa ja palveluissa. Kamuxin kannalta ehtojen heikentyminen näissä sovitussa palveluissa voisi vaikuttaa negatiivisesti sen kannattavuuteen.

### Erilaiset digitaaliset palvelut voivat vaikuttaa nopeasti automarkkinoihin

Teknologian ja digitaalisten sovellusten kehittyminen on tehnyt yksityisomisteisten tavaroiden ja palvelujen jakamisesta entistä tehokkaampaa ja hallittavampaa. Jakamistalouden trendi on vaikuttanut myös auto- ja kuljetusalaan luomalla eri toimijoille uusia mahdollisuuksia, kuten kuljetusten tarjoaminen omalla autolla, oman auton vuokraaminen, yhteiskäyttöautojen hankinta ja kuljetusten jakaminen.

Vaikka käytettyjen autojen kauppa on hyvin perinteinen ala ja se on ollut historiallisesti vakaa, ovat vanhat rakenteet autokaupassakin murtumassa. Kamux on pystynyt näyttämään omat kyntensä ottamalla 15 vuodessa markkinajohtajan aseman Suomessa hyvin stabiilina pysyneellä toimialalla, mutta yhtiön tulee pitää tarkasti silmät auki kaikille uusille alaa potentiaalisesti muuttaville uusille toimijoille.

Suurimmat automarkkinoita ja/tai ihmisten liikkumista tulevaisuudessa mullistavat tekijät voivat hyvinkin tulla jostain muualta kuin toimialan nykyisiltä (perinteisiltä) kilpailijoilta. Näitä voivat olla mm. erilaiset digitaaliset palvelut, autokauppaan ja/tai autojen käyttöön liittyvät uudet alustat, jotka voivat vaikuttaa haitallisesti Kamuxiin ja koko automarkkinaan.

### Liikearvon arvonalentumistappion riski

Kamuxin taseessa on liikearvoa 13,6 MEUR, joka on muodostunut vuonna 2011 tehdystä Interan ja Kamuxin välisestä omistusjärjestelystä. Liikearvo on kohdistettu Suomen toimintasegmentille, jonka kasvunäkymät ovat vakaat ja tuloskunto hyvä. Pidämme arvonalentumisriskiä pienenä, mutta liiketoimintanäkymien mahdollisesti nopeasti heikentyessä kuitenkin mahdollisena. Kamuxin vahvan taseen hyvä puoli on se, että vaikka koko liikearvo jouduttaisiin alaskirjaamaan, vastaisi se vain noin puolta yhtiön vuotuisesta tuloksesta ja tase pysyisi alaskirjauksenkin jälkeen terveenä.

### Häiriöt Kamuxin IT-järjestelmissä

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

### Kamuxin osakkeisiin mahdollisesti lähikvartaaleina tuleva myyntipaine

Kamuxin suurin omistaja Intera Partners omisti Kamuxista koko pörssitaiपालeen ajan noin 29,4 %, kunnes yhtiö viimein joulukuussa 2019 kevensi

omistustaan. Intera jäi Kamuxin listautumisen jälkeen osakkeeseen ”jumiin”, kun Kamux tuotiin pörssiin melko korkealla arvostuksella ja osake alkoi perättäisten heikkojen osavuositarkastusten, taloudellisten tavoitteiden alentamisen ja muutaman ison rahaston osakemyyntien takia valua selvästi alle listautumishinnan (7,20 euroa). Joulukuussa 2019 Intera kevensi omistustaan 20,99 %:iin (aik. 29,36 %) myymällä nopeutetussa tarjousmenettelyssä 3,35 miljoona Kamuxin osaketta 6,6 euron kappalehintaan. Myyntimäärä sisälsi 10 %:n alennuksen edeltävän päivän päätöskurssiin (7,32 euroa), mikä on tyypillistä tällaisten isojen blokkimyyntien yhteydessä.

Interan liikkeestä voidaan päätellä, että se on valmis irtautumaan Kamuxista kokonaan lähikvartaaleina. Arviomme mukaan Intera kokeili ensin pienellä potilla markkinan ostohalukkuutta ja pyrkii myymään loput osakkeistaan sen jälkeen, kun tarjousmenettelyn yhteydessä asetettu myyntirajoitus raukeaa (2.3.2020). Mahdollisesta Interan myyntien tuomasta lyhyen aikavälin laskupaineesta huolimatta, pidämme Interan irtautumista pitkällä aikavälillä positiivisena asiana Kamuxin osakkeelle. Keskittynyt omistus ja heikko likviditeetti ovat arviomme mukaan vaikuttaneet negatiivisesti Kamuxin osakkeen kiinnostavuuteen sijoittajien silmissä ja siten myös osakkeen arvostukseen. Osakkeiden hajautuminen useille uusille suomalaisille ja kansainvälisille sijoittajille tuonee osakkeelle lisää kiinnostusta ja likviditeettiä. Tulkitsemme myös toimitusjohtajan omistuksen kasvattamisen Interan osakemyyntien yhteydessä positiivisena signaalina osakkeen kannalta.

# Sijoitusprofiili

1.

**Kamux on voimakkaasti kasvava, vakaata liikevoittomarginaalia ja korkeaa oman pääoman tuottoa tekevä käytettyjen autojen kauppias**

2.

**Yhtiö on uudistanut alaa Suomessa ja noussut tehokkaalla toimintamallillaan nopeasti markkinajohtajan asemaan**

3.

**Suomessa toimivaksi todistettu malli pitää nyt viedä onnistuneesti myös ulkomaille (ensin Ruotsi ja Saksa, myöhemmin ehkä muita maita)**

4.

**Suuret ja erittäin hajanaiset kohdemarkkinat tarjoavat Kamuxille hyvät pitkän aikavälin kasvumahdollisuudet**

5.

**Osakkeen nykyisen arvostuksen voisi perustella pelkästään Suomen toiminnoilla, joten Ruotsin ja Saksan potentiaalinen onnistuminen on kuin optio tähän kaupan päälle**

6.

**Vahva tase, hyvä kassavirta ja korkea oman pääoman tuotto ovat yhdistelmä, mikä luo osakkeenomistajalle pitkässä juoksussa arvoa**

## Potentiaali



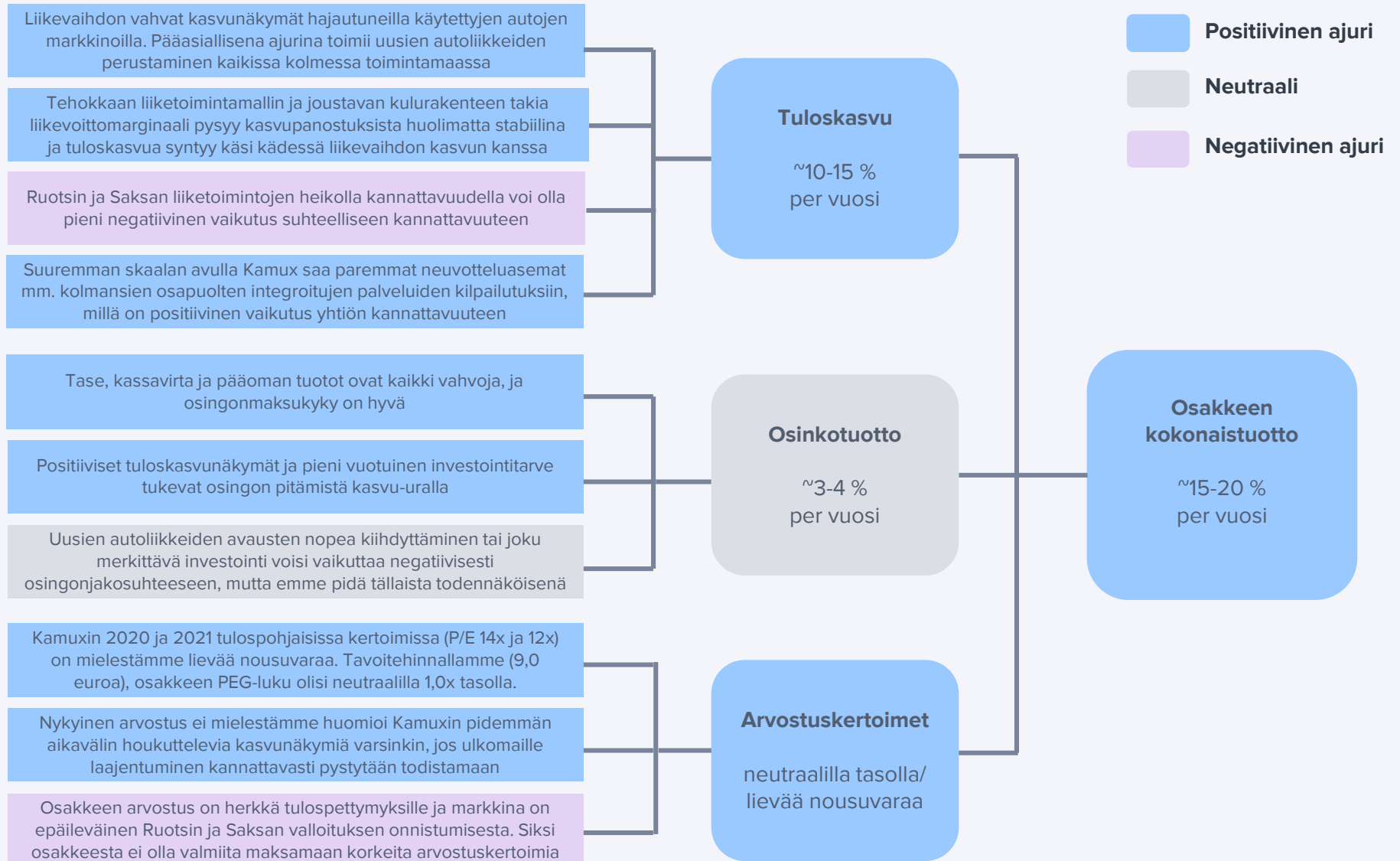
- Suuret ja hajanaiset markkinat tarjoavat hyvät pitkän aikavälin kasvumahdollisuudet 100 miljardin euron kohdemarkkinalla
- Nopea nousu markkinajohtajan asemaan Suomessa ja positiiviselle tulokselle kääntyminen Ruotsissa antavat luottamusta, että Kamuxin toimintamalli toimii myös ulkomaille
- Suuruuden ekonomian tuomat edut ja myymälöiden/digitaalisten kanavien positiiviset verkostovaikutukset vahvistuvat koko ajan yhtiön kasvaessa isommaksi
- Kamuxilla on yhtenä alan nopeiten kasvavana ja kannattavimpana yhtiönä mahdollisuus panostaa digitaalisiin kanaviin ja uusiin palveluihin, mikä ei ole pienemmille toimijoille mahdollista
- Osakkeen nykyinen arvostus ei mielestämme ota riittävästi huomioon Kamuxin pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalia, varsinkin jos ulkomaille laajentuminen onnistuu kannattavasti

## Riskit



- Voimakas historiallinen kasvu ja kannattavuus eivät tule välttämättä jatkumaan
- Maantieteelliseen laajentumiseen liittyy riskejä
- Alalle tulemisen kynnyks on matala ja Kamuxin malli kopioitavissa
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentumisriski
- Maineriski ja Kamuxiin liittyvät kohut
- Ulkopuolisten palveluntarjoajien tuotteisiin ja sopimusehtoihin liittyy riskejä
- Erilaiset digitaaliset palvelut ja alan uudet toimintamallit voivat vaikuttaa nopeasti kilpailutilanteeseen

# Osaketuoton ajurit 2020e-2022e



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	404,8	454,9	527,8	<b>641,5</b>	<b>744,9</b>	EPS (raportoitu)	0,29	0,29	0,37	<b>0,47</b>	<b>0,55</b>
Käyttökate	16,5	17,4	20,1	<b>33,8</b>	<b>38,1</b>	EPS (oikaistu)	0,35	0,35	0,44	<b>0,47</b>	<b>0,55</b>
Liikevoitto	15,7	16,2	18,9	<b>25,5</b>	<b>29,0</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,02	0,13	0,14	<b>0,40</b>	<b>0,49</b>
Voitto ennen veroja	14,6	15,5	19,3	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,06	0,65	0,05	<b>1,34</b>	<b>0,30</b>
Nettovoitto	11,0	11,7	14,6	<b>18,7</b>	<b>22,0</b>	Omapääoma / osake	0,76	1,47	1,72	<b>2,03</b>	<b>2,36</b>
Kertaluontoiset erät	-2,3	-2,4	-2,9	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,06	0,12	0,16	<b>0,22</b>	<b>0,26</b>
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	78,4	103,0	115,0	<b>166,4</b>	<b>184,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	31 %	12 %	16 %	<b>22 %</b>	<b>16 %</b>
Oma pääoma	28,9	58,9	68,9	<b>81,2</b>	<b>94,4</b>	Käyttökateen kasvu-%	2 %	6 %	16 %	<b>68 %</b>	<b>13 %</b>
Liikearvo	13,6	13,6	13,6	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	16 %	4 %	17 %	<b>17 %</b>	<b>14 %</b>
Nettovelat	31,0	7,4	9,6	<b>2,0</b>	<b>-0,7</b>	EPS oik. kasvu-%	14 %	1 %	24 %	<b>7 %</b>	<b>17 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	4,1 %	3,8 %	3,8 %	<b>5,3 %</b>	<b>5,1 %</b>
Käyttökate	16,5	17,4	20,1	<b>33,8</b>	<b>38,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	4,1 %	4,1 %	<b>4,0 %</b>	<b>3,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-16,6	-5,4	-9,6	<b>-12,2</b>	<b>-11,9</b>	Liikevoitto-%	3,9 %	3,6 %	3,6 %	<b>4,0 %</b>	<b>3,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-0,7	5,1	5,4	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	ROE-%	43,8 %	26,7 %	22,8 %	<b>24,9 %</b>	<b>25,0 %</b>
Investoinnit	-2,0	-1,3	-1,2	<b>-40,3</b>	<b>-8,7</b>	ROI-%	29,3 %	22,4 %	21,5 %	<b>26,8 %</b>	<b>27,5 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,4	25,9	2,2	<b>53,6</b>	<b>12,1</b>	Omavaraisuusaste	36,9 %	57,2 %	59,9 %	<b>48,8 %</b>	<b>51,3 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	107,0 %	12,6 %	13,9 %	<b>2,4 %</b>	<b>-0,8 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Intera Partners			21,0 %			EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
Juha Kalliokoski			15,2 %			EV/EBITDA (oik.)	18,5	15,7	11,9	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo			8,5 %			EV/EBIT (oik.)	17,0	14,7	11,0	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>
Swedbank Robur Fonder			7,6 %			P/E (oik.)	20,6	18,8	13,1	<b>16,4</b>	<b>14,0</b>
Jussi Antero Mäkinen			3,4 %			P/B	9,5	4,5	3,3	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
Jyri Kalliola			3,4 %			Osinkotuotto-%	0,8 %	1,8 %	2,8 %	<b>2,9 %</b>	<b>3,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralta tai epäsuoralta tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderesin analyytikko Petri Kajaani on 22.10.2019 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Kamux Oyj.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.1.2018	Lisää	8,00 €	7,00 €
9.3.2018	Lisää	7,60 €	6,66 €
25.5.2018	Lisää	7,30 €	6,50 €
23.8.2018	Lisää	7,70 €	6,70 €
22.11.2018	Osta	7,40 €	6,20 €
3.3.2019	Osta	7,40 €	5,74 €
13.5.2019	Osta	6,70 €	5,40 €
25.8.2019	Osta	6,70 €	5,26 €
10.11.2019	Osta	8,20 €	7,10 €
29.1.2020	Osta	9,00 €	7,68 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**