

Kamux

Laaja raportti

20.11.2021 12:40



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uudella strategiakaudella priorisoidaan kasvua

Kamux siirtyi tänä vuonna uuteen strategiakautteen (2021-2023), jossa priorisoidaan entistä vahvemmin kasvua. Kasvun kiihdyttäminen ja vaikea toimintaympäristö ovat nakertaneet kannattavuutta ja kaksi viimeistä tulosraporttia (Q2-Q3) olivat pettymyksiä. Lyhyellä aikavälillä haastava käytettyjen autojen hankintamarkkina, uuden ERP-järjestelmän käyttöönotto, johtoryhmän tiheä vaihtuvuus, myymäläavausten puute ja tulosvaroituriski ovat heijastuneet negatiivisesti osakekurssiin, joka on laskenut vuoden alusta 14 %. Kamuxin sijoittajasentimentti keskittyy mielestämme nyt liikaa lyhyen aikavälin riskeihin ja pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali jää taka-alalle. Päivitämme laskeneen osakekurssin ja houkuttelevan pitkän aikavälin kasvutarinan takia suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) ja toistamme 14,0 euron tavoitehintamme.

Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen vähittäiskauppias tähtää Euroopan suurimmaksi

Kamux on puhtaasti käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut autoliiketoimija. Yhtiön ensimmäinen liike avattiin Suomeen vuonna 2003. Yhtiö laajeni Ruotsiin 2012 ja Saksaan 2015. Kamuxilla on 79 autoliikettä (Suomi 50 kpl, Ruotsi 21 kpl ja Saksa 8 kpl) ja yhtiö myi yli 60 000 käytettyä autoa vuonna 2020. Kamuxin toimintamalli nojaa autoliikkeiden ja verkon yhdistelmään, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Integroitujen palveluiden myynti (kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutus tuotteet sekä oma lisävastuusitoumus Kamux Plus) on tärkeä osa liiketoimintamallia, sillä niiden myynnillä on selvä positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Kamux on todistanut tehokkaan mallinsa toimivuuden Suomessa, missä yhtiö on noussut käytettyjen autojen markkinajohtajaksi (markkinaosuus ~8 %). Ruotsissa ja Saksassa markkinaosuus on vielä pieni (~1 % ja ~0 %), mutta yhtiö on viime vuosina kasvanut selvästi yleistä markkinaa nopeammin parantaen markkinaosuuttaan. Kamuxin kohdemarkkina on ~100 miljardia euroa (9 miljoonaa käytettyä autoa), mistä Suomi on ~5 miljardia, Ruotsi ~15 miljardia ja Saksa ~80 miljardia. Kaikissa toimintamaissa markkinat ovat hajanaiset, mikä tarjoaa tehokkaalle ketjuohjatuille toimijalle mahdollisuuden kasvaa merkittävästi perinteisten toimijoiden kustannuksella joko orgaanisesti tai yritysostoin.

Strategiakauden 2021-2023 taloudelliset tavoitteet ovat aiempaa kasvuhakuisempia ja se näkyy kannattavuudessa

Kamux päivitti Q1:llä taloudelliset tavoitteet kaudelle 2021-2023. Yhtiö tavoittelee yli 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua (aik. yli 10 %), vuosittain kasvavaa oikaistua liikevoittoa, yli 3,5 %:n oikaistua EBIT-marginaalia (aik. yli 4,0 %) ja yli 25 %:n oman pääoman tuottoa. Uusi strategiakausi painottaa vahvemmin kasvua, sillä kohdemarkkina on valtava ja isomman koon mukana tuomat skaalaedut auttavat Kamuxia parantamaan kilpailukykyään ja kannattavuuttaan erityisesti uusissa ja heikommin kannattavissa maissa (Ruotsi ja Saksa). Liikevaihdon kasvu perustuu uusiin autoliikkeisiin ja vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvuun. Tätä reseptiä yhtiö on toteuttanut lähes 20 vuotta erittäin hyvällä menestyksellä pitäen kiinni tasaisesta 4-5 %:n EBIT-marginaalista ja korkeasta yli 20 %:n oman pääoman tuotosta. Kamuxin tavoite on lähes tuplata liikevaihtonsa strategiakauden aikana (Inderes ennuste +79 %). Koska kasvu painottuu Ruotsiin ja Saksaan, missä toiminnan tehokkuus ja kannattavuus on vielä Suomea matalampi, tulee tämä myyntimixin muutos painamaan konsernin suhteellista kannattavuutta. EBIT-ennusteemme 2021-2023 ovat 3,0-3,3 %, mitkä ovat alle yhtiön oman tavoitetason.

Pitkän aikavälin potentiaali painaa vaakakupissa enemmän kuin lyhyen ajan haasteet

Haastavasta markkinatilanteesta ja viimeaikaisista tulospettymyksistä huolimatta iso kuva Kamuxin sijoitustarinassa on mielestämme ennallaan. Näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet lähes tuplata liikevaihtonsa strategiakauden 2021-2023 aikana ja kannattavuuskehityksen osalta vaisun vuoden 2021 jälkeen ennusteemme mukainen vuotuinen EPS-kasvu 2022-2023 on yli 20 %. Kamux tekee tänä vuonna ennätysliikevaihdon ja tulos on lähellä ennätysvuotta 2020. Kun siirrymme katsomaan osakkeen arvostusta strategiakauden jälkipuoliskolle, näyttää se matalalta (2022 ja 2023 P/E 19x ja 14x, osinkotuotot 2,0 % ja 2,1%), kun huomioidaan merkittävä pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali tästä eteenpäin.

Suositus

Osta

(aik. Lisää)

14,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

11,76



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	724	927	1101	1294
kasvu-%	10 %	28 %	19 %	18 %
EBIT oik.	30,7	29,3	33,4	42,5
EBIT-% oik.	4,2 %	3,2 %	3,0 %	3,3 %
Nettotulos	23,3	17,5	25,4	33,2
EPS (oik.)	0,57	0,54	0,64	0,83

P/E (oik.)	23,8	22,0	18,5	14,2
P/B	5,7	4,5	3,9	3,3
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	17,9	16,5	14,6	11,5
EV/EBITDA	13,5	12,9	10,9	9,0
EV/Liikevaihto	0,8	0,5	0,4	0,4

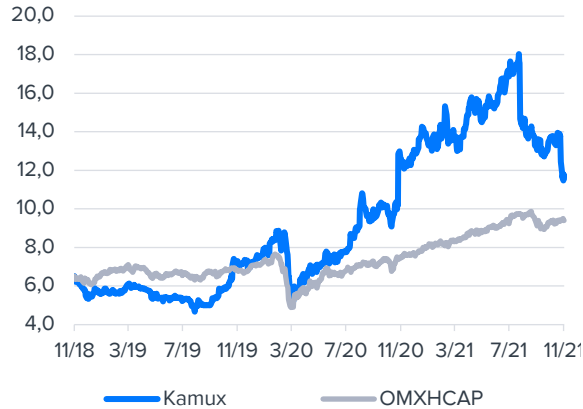
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

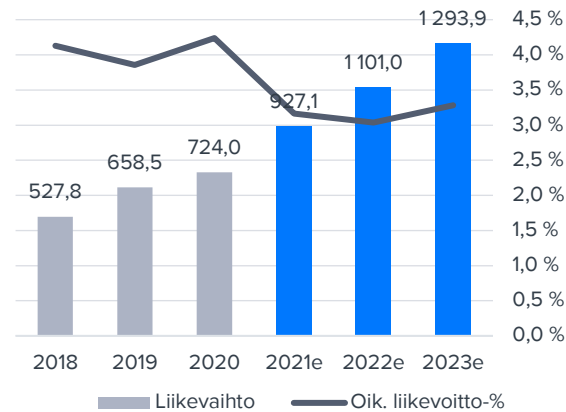
Vuonna 2021 Kamux odottaa liikevaihdon olevan 850-900 MEUR ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta (2020: 30,7 MEUR).

Osakekurssi



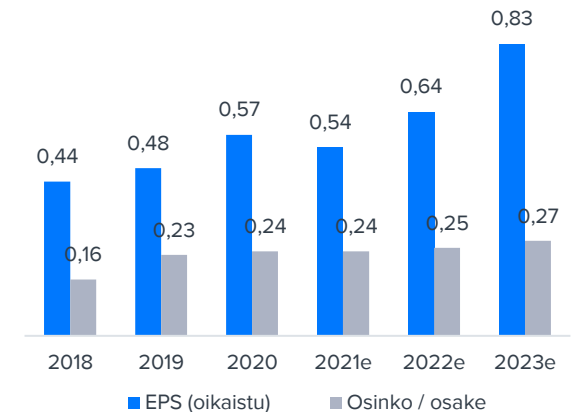
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



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 skaalaeudet esim. hankinnoissa ja kolmansien osapuolten myyntipalkkioissa
- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,8	11,8	11,8
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	470	470	470
Yritysarvo (EV)	483	489	489
P/E (oik.)	22,0	18,5	14,2
P/E	26,8	18,5	14,2
P/Kassavirta	>100	90,5	42,2
P/B	4,5	3,9	3,3
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,9	10,9	9,0
EV/EBIT (oik.)	16,5	14,6	11,5
Osinko/tulos (%)	54,8 %	39,3 %	32,5 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Historiallinen kehitys	7-9
Liiketoimintamalli	10-18
Toimiala ja markkinakatsaus	19-24
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	25-27
Ennusteet	28-33
Osakkeen arvostus	34-38
Sijoitusprofiili ja osaketuoton ajurit	39-40
Yhteenveto	41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

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 Q3'21 lopussa yhteensä 79 autoliikettä (Suomi 50, Ruotsi 21 ja Saksa 8). Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut vähittäiskaupan ketju Euroopassa. Yhtiön keskipitkän aikavälin (2021-2023) tavoitteena on yli 20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu, vuosittain kasvava oikaistu liikevoitto ja yli 3,5 %:n oikaistu liikevoittomarginaali.

2003

Ensimmäinen Kamux-autoliike avataan Suomessa

470 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssilla 11,8 euroa)

927 MEUR (+28 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021e (Inderes ennuste)

29,3 MEUR (EBIT 3,2 %)

Oikaistu liikevoitto 2021e (Inderes ennuste)

69 432 (+14 % vs. 2020)

Myytyjen autojen lukumäärä 2021e (Inderes ennuste)

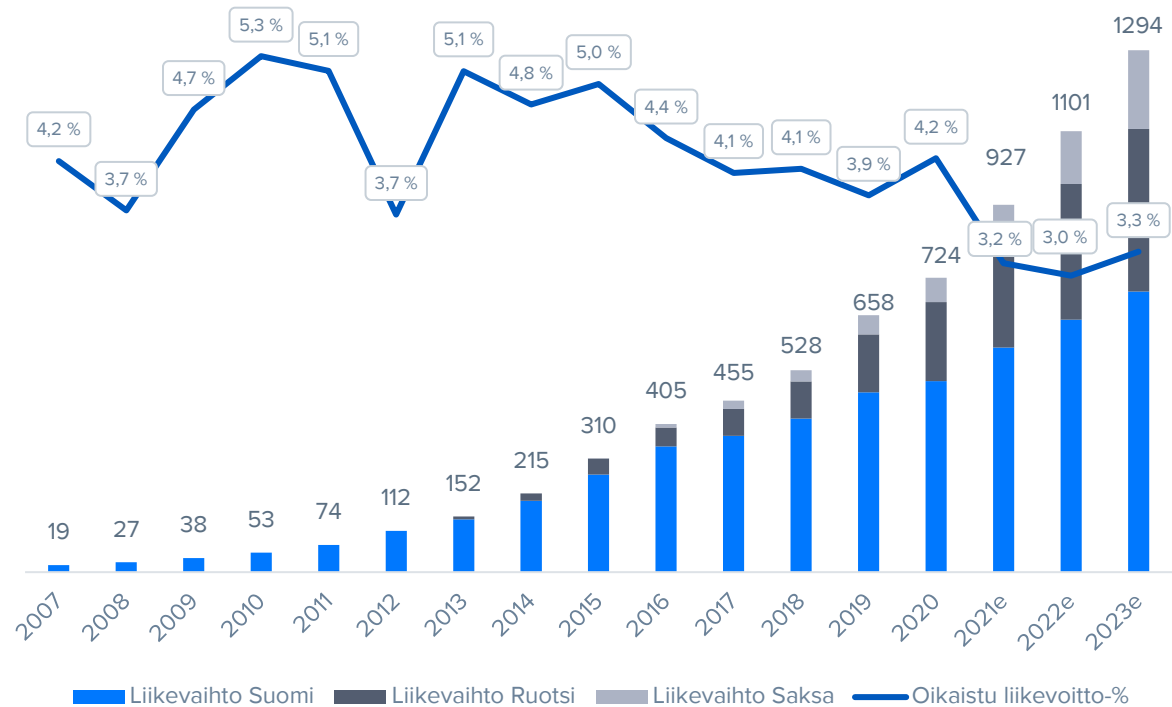
839

Henkilöstö keskimäärin (1-9/2021)

79 autoliikettä

Suomi 50 kpl, Ruotsi 21 kpl ja Saksa 8 kpl

Kamuxin liikevaihto ja kannattavuuskehitys (Inderes ennuste 2021-2023)



Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyjen autojen myyntiin erikoistunut vähittäiskaupan ketju. Kamux on myynyt perustamisensa jälkeen yli 350 000 käytettyä autoa. Rullaava 12 kuukauden autojen myynti oli yhteensä 67,4 tuhatta autoa ja liikevaihto oli 902 MEUR. Viimeisen 12 kuukauden aikana konsernin ulkoinen liikevaihto jakautui toimintamaiden osalta seuraavasti: Suomi 66 %, Ruotsi 25 % ja Saksa 9 %. Kamux arvioi olevansa käytettyjen autojen markkinoilla Suomessa markkinajohtaja noin 8 %:n markkinaosuudella. Ruotsissa Kamuxin markkinaosuus oli arviolta ~1% ja Saksassa 0 %.

Kamuxin rullaava 12 kuukauden oikaistu liikevoitto oli 29,9 MEUR (2020: 30,7 MEUR), mikä on 3,4 % liikevaihdosta (2020: 4,1 %). Yhtiön henkilöstön määrä tilikaudella 2021 (Q1-Q3) oli keskimäärin 820kpl (2020: 713). Kamuxin markkina-arvo nykyisellä 11,8 euron osakekurssilla on 470 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 autojen kilpailukykyiset hinnat.

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, jolloin auto toimitetaan asiakkaalle ja samalla noudetaan mahdollinen vaihtoauto.

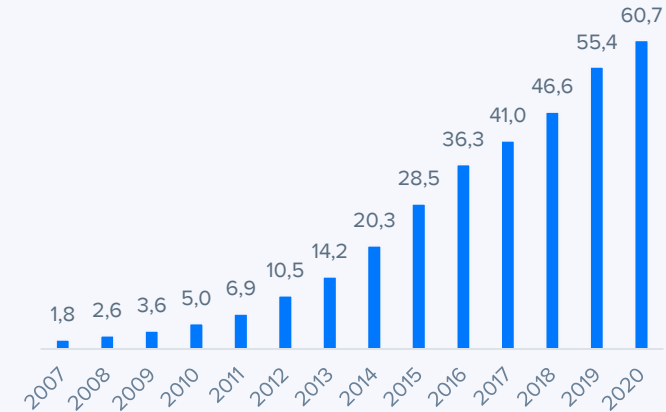
Autojen myynti ja autovalikoima

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. Yhtiö myy käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta ja pyrkii sovittamaan omat ja työntekijöiden intressit kannustinjärjestelmänsä kautta.

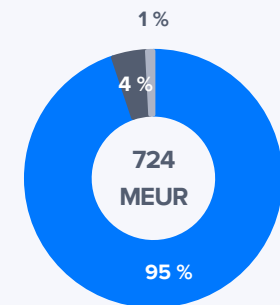
Näkymät ja tavoitteet

Kamuxin visio on olla johtava käytettyjen autojen kauppaan erikoistunut ketju Euroopassa. Yhtiö ohjeistaa vuonna 2021 liikevaihdon olevan 850-900 MEUR (2020: 724 MEUR) ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta (2020: 30,7 MEUR). Kamux julkisti keväällä 2021 uudet keskipitkän aikavälin (2021-2023) taloudelliset tavoitteet. Näihin kuuluvat yli 20 % vuotuinen liikevaihdon kasvu (2021e: 28 %), vuosittain kasvava oikaistu liikevoitto ja yli 3,5 %:n oikaistu liikevoittomarginaali (2021e: 3,2 %). Lisäksi tavoitteena on ylläpitää yli 25 %:n oman pääoman tuottoa (2021e: 18 %) ja jakaa yli 25 % tilikauden tuloksesta osinkoina (2021e: 55 %).

Myytyjen autojen lukumäärä (tuhatta)



Liikevaihdon jakauma (2020)



- Käytettyjen autojen myynti
- Palkkiot rahoitus- ja vakuutusyhtiöiltä
- Kamux Plus

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.

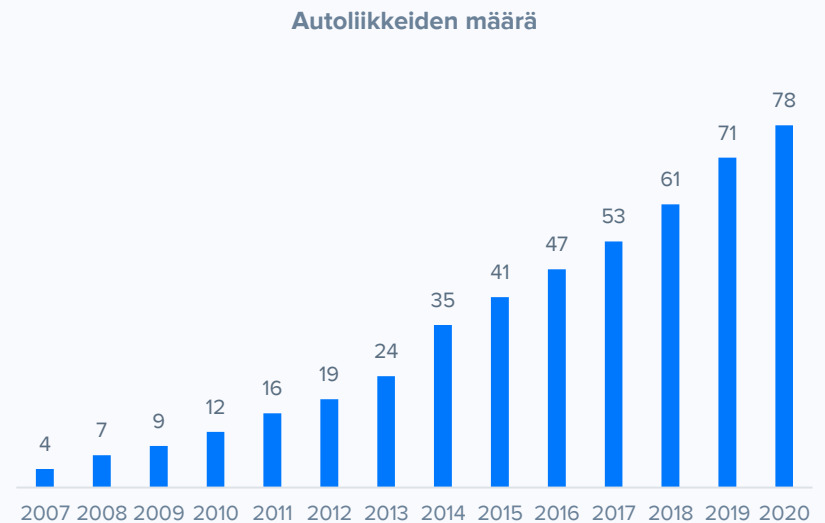
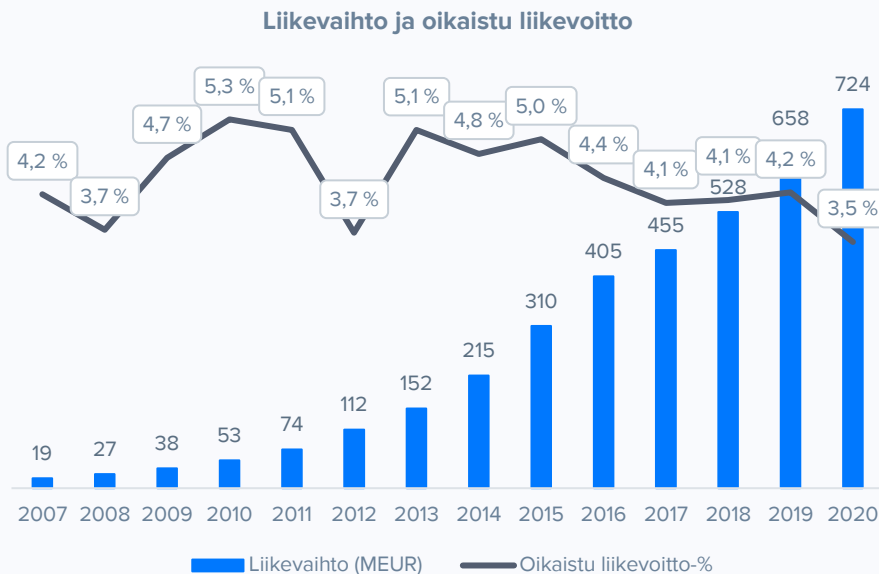
Intera tarjosi Kamuxille lisää resursseja ja osaamista liiketoiminnan laajentamiseen Suomessa ja ulkomailla. Liiketoiminnan nopean kehityksen jälkeen Kamuxin osakkeet listattiin Helsingin pörssiin vuonna 2017.

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 2012-2020 välillä liikevaihto kasvoi 112 MEUR:sta 724 MEUR:oon, mikä tarkoittaa keskimäärin 26 %:n kasvua vuodessa (CAGR). Euromääräisesti kasvu on viime vuosina tullut pääosin Suomesta ja

Ruotsista, mutta pienten pohjalukujen ansiosta Saksan liikevaihto on kasvanut suhteellisesti nopeinta vauhtia. Vahvasta kasvusta huolimatta Kamux on pysynyt jatkuvasti voitollisena ja liikevoittomarginaali on vuosien 2007-2020 aikana vaihdellut tasaisesti 3,5-5,3 %:n välillä.

Kamuxin vahva liikevaihdon kasvu on perustunut pääosin uusien autoliikkeiden avauksiin ja osittain myös olemassa olevien liikkeiden myynnin kasvuun. Vuosina 2017-2020 yhtiön liikevaihto kasvoi noin 17 % vuodessa. Myymälämäärä on kasvanut kyseisenä ajanjaksona 13 % vuodessa, minkä lisäksi myös vertailukelpoinen myymälämyynti on kasvanut myyjien kehittymisen seurauksena.



Historiallinen kehitys

Suomi on yhtiön kannattavin markkina

Kamux on nopeasti kasvanut Suomen käytettyjen autojen markkinajohtajaksi perinteistä autokauppaa tehokkaammalla toimintamallillaan. Yhtiön tavoite on monistaa tämä konsepti selvästi suuremmille Ruotsin ja Saksan markkinoille. Ulkomaille laajentumisen seurauksena yhtiölle on kertynyt lisäkuluja mm. erilaisista selvityksistä ja asiantuntijapalveluista, maaorganisaatioiden pystyttämisestä, markkinoinnista ja rekrytoinneista, mitkä ovat vaikuttaneet negatiivisesti suhteelliseen kannattavuuteen. Tämän lisäksi Kamuxin historia, tunnettuus ja kokoluokka Ruotsissa ja etenkin Saksassa ovat vielä huomattavasti Suomea pienempiä, millä on ollut ja tulee olemaan vaikutus Kamuxin kannattavuuteen, kunnes sen liiketoiminnat ovat kehittyneet pidemmälle uusilla markkina-alueilla.

Suomessa Kamuxilla oli Q3'21 lopussa 50 autoliikettä, minkä lisäksi yhtiö on tiedottanut tänä vuonna yhdestä uudesta myymälästä (Oulun prosessointikeskus ja myymälä), joka avautuu 2022 alussa. Kamux on vuoden 2021 aikana (Q1-Q3) myynyt Suomessa keskimäärin 736 autoa per liike (myytyjen autojen lukumäärä oli 36 792 kpl ja autoliikkeiden määrä Suomessa keskimäärin 50 kpl). Suomessa yhtiön prosessit on hiottu tehokkaiksi ja toiminta on selvästi kehittyneempää ja kannattavampaa kuin Ruotsissa ja Saksassa.

Ruotsin liiketoiminta on saatu voitolliseksi

Vuoden 2012 lopussa Kamux avasi ensimmäisen autoliikkeensä Ruotsissa, minkä jälkeen yhtiö on laajentunut 21 liikkeen ketjuksi Ruotsissa. Kamux

on saavuttanut riittävän kokoluokan kannattavan liiketoiminnan harjoittamiseksi ja yhtiö on tehnyt Ruotsissa positiivista liiketulosta tilikaudesta 2018 lähtien.

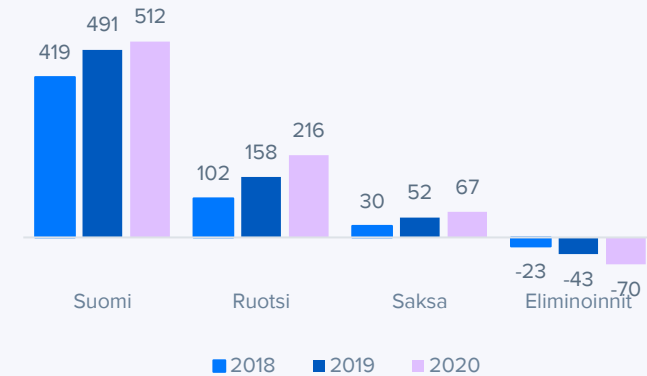
Kamux on vuoden 2021 aikana avannut Ruotsiin yhden uuden myymälän (Göteborgin suurmyymälä) ja ilmoittanut yhdestä uudesta myymälästä, mikä avautuu Malmöön Q2'22. Kamux on Q1-Q3 myynyt keskimäärin 519 autoa autoliike (myytyjen autojen lukumäärä oli 10 898 kpl ja liikkeiden määrä keskimäärin 21 kpl).

Korona on hidastanut laajentumista Saksassa

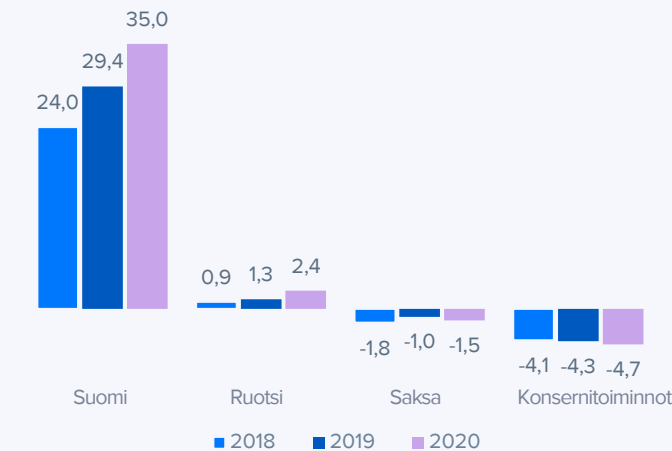
Kamux avasi ensimmäisen autoliikkeensä Saksaan vuoden 2015 lopussa, minkä jälkeen yhtiö on laajentunut 8 autoliikkeen ketjuksi. Yhtiö ei ole tiedottanut uusista myymäläavauksista Saksassa kuluvalle vuodelle, mikä johtuu arviomme mukaan Saksan haastavasta koronatilanteesta. Kamux pyrkii laajentamaan liiketoimintaansa alue kerrallaan ja toistaiseksi liiketoiminta keskittyy suur-Hampurin alueelle. Kamux on vuonna 2021 myynyt Saksassa keskimäärin noin 501 autoa per autoliike (myytyjen autojen lukumäärä 4 011 kpl ja autoliikkeiden määrä vuoden aikana keskimäärin 8 kpl. Luku jää Suomen alapuolelle, koska Ruotsin tapaan Saksassa prosessit eivät ole yhtä tehokkaita kuin Suomessa eivätkä myyjät yllä aivan yhtä hyviin suorituksiin.

Saksan toiminta on vielä toistaiseksi tappiollista, mutta Kamux onnistui tekemään Q3'20 Saksassa ensimmäisen ja toistaiseksi ainoan positiivisen liiketuloksen. Saksan toimintojen rullaava 12 kuukauden oikaistu liiketappio on -2,4 MEUR.

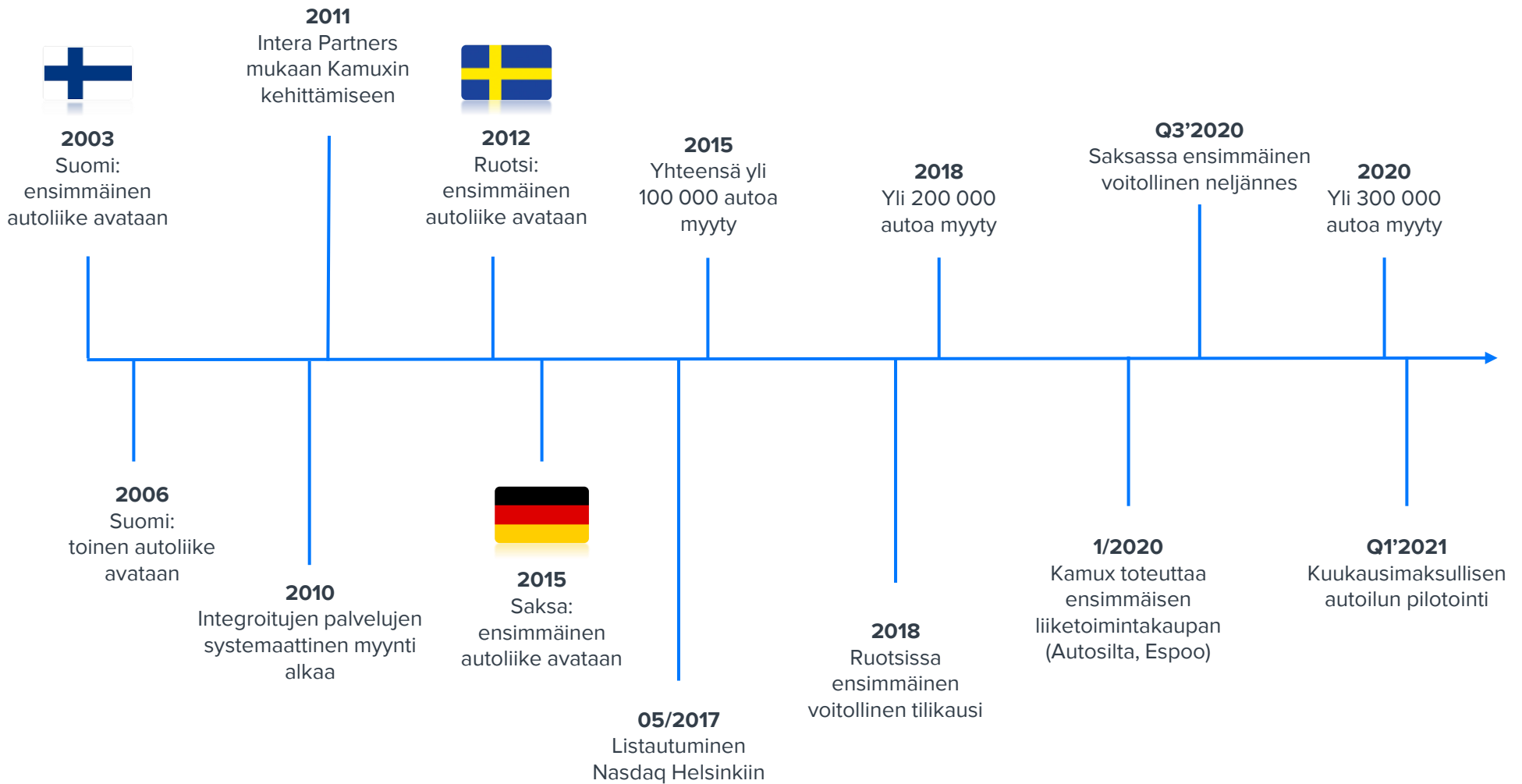
Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



Liikevoitto segmenteittäin (MEUR)



Historiallinen kehitys



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. Lähes mikä tahansa ajoneuvo otetaan vastaan vaihdossa osana kauppasummaa edellyttäen, että kaupan ehdoista päästään kokonaisuutena muutoin asiakkaan kanssa sopimukseen. Käytettyjä autoja hankitaan myös huutokaupoista, muilta autoliikkeiltä, leasingyhtiöiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojilta, yksityishenkilöiltä muutoin ja muista lähteistä.

Hankittujen autojen tyypillinen ikäjakauma on 3-10 vuotta asiakkailta ja muilta yksityishenkilöiltä

hankittujen autojen kohdalla. Oman osto-organisaation kautta tulevat autot ovat tyypillisesti 1-5 vuotta vanhoja. Suomessa autoliikkeiden myyjät toimivat lähtökohtaisesti itsenäisesti tehdessään autohankintoja käyttäen tarvittaessa osto-organisaation tukea hinnoittelussa.

Ruotsissa ja Saksassa autohankintojen hinnoittelusta vastaavat ostajohtajan alaisuudessa olevat ostotiimit. Myyjät vastaavat pääsääntöisesti ostettavien autojen tarkastuksesta, mutta Kamux ei itse huolla tai kunnosta ostamiaan autoja. Sen sijaan sillä on useita yhteistyökumppaneita, joita hyödynnetään joustavasti autojen huoltoa, tarkastuksia ja korjauksia varten. Vuonna 2020 Kamuxin korjaus- ja huoltokulut olivat 19,3 MEUR (2019: 18,1 MEUR), mikä on 3 % liikevaihdosta.

Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen ja markkinatuntemukseen. Kamuxin toimintamallin kannalta on hyvin tärkeää, että hankintoja tehdään jatkuvasti ja hyvään hintaan. Uusia myyjiä opetetaan heti ottamaan yksi tietty automalli tarkkailuun ja etsimään mallin autoilmoituksista selkeitä poikkeamia markkinahinnoissa. Näin myyjät oppivat ajan kanssa tuntemaan eri autojen käypiä hintatasoja ja ostotoiminta kehittyi paremmaksi. Vuonna 2020 Kamux myi 60 657 autoa. Keskimäärin yhden auton liikevaihto oli 11 938 euroa ja yhtiölle jäi liikevoittoa autoa kohden 514 euroa. Jos esimerkiksi oletetaan, että jokainen auto pystyttäisiin hankkimaan 100 euroa edullisemmin, tarkoittaisi se Kamuxin liikevoiton nousua yli 6 MEUR:lla ja liikevoittomarginaalin nousua noin yhdellä prosenttiyksiköllä (muiden asioiden pysyessä ennallaan).

Kamuxin liiketoimintamallin kulmakivet

Ammattimainen hankinta ja myynti



- Lähes kaikki käytetyt autot kelpaavat
- Autoja hankitaan useista eri lähteistä
- IT-järjestelmät tukevat autojen reaaliaikaista hinnoittelua
- Laaja myymäläverkosto ja hyvät digitaaliset myyntikanavat

Nopea varastonkierto



- Hinnoittelu markkinan halvimpia
- Koko autovalikoima kaikkien myymälöiden käytettävissä
- Matala riski arvonalenemiselle
- Varastonkierto markkinan huippua

Alhaiset kiinteät kulut



- Kevyt organisaatorakenne
- Myyjien palkkaus pääosin suoritusperusteista
- Kamux pääosin vuokralaisena myymälätiloissaan
- Kustannustehokkaat myymäläratkaisut

Integroitujen palvelujen myynti



- Auton ostamiseen liittyvät palvelut saman katon alta
- Rahoitus, vakuutus, lisävastuusitoumus Kamux Plus ja kotiintointitus
- Uusia integroituja palveluita kehitetään jatkuvasti (Kamux Huoleton - kuukausimaksullinen autoilu)

Liiketoimintamalli

Autoja myydään omissa liikkeissä ja verkossa

Kamux myy käytettyjä autoja Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Autovalikoimaa markkinoidaan omilla verkkosivuilla (Kamux.fi/se/de) ja kolmansien osapuolten verkkosivuilla (mm. Nettiauto, Autotalli, Blocket, Mobile ja Autoscout). Verkkosivut ovat asiakkaiden pääasiallinen lähde tutustua Kamuxin autovalikoimaan ja siellä on esillä noin 6500 auton valikoima. Kamux pyrkii laajentamaan autovalikoimaansa uusia liikkeitä avaamalla, täydentämällä nykyisten liikkeiden valikoimia ja liiketoimintaprosessejaan edelleen kehittämällä.

Autoliikkeet

Kamuxilla oli Q3'21 lopussa yhteensä 79 autoliikettä (Suomi 50, Ruotsi 21 ja Saksa 8). Yhtiön koko autovalikoima on sen kaikkien myyjien käytössä kaikissa sen autoliikkeissä, jolloin yhtiö pystyy täydentämään autoliikekohtaista käytettyjen autojen valikoimaa muiden autoliikkeidensä autovalikoimalla ja jopa maiden välillä. Tyypillisesti Kamuxin myymistä autoista noin 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 liiketilakonseptin mukaisesti autoliikkeillä

on yhtenäinen ja helposti tunnistettava, muista autoliikkeistä erottuva ulkonäkö sekä selkeät ja yksinkertaiset sisätilat. Myymäläkonsepti on kustannustehokas ilman autokaupalle tarpeettomia somisteita ja materiaaleja.

Kamuxin kussakin autoliikkeessä autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä. 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.

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. Uuden strategian mukaiset prosessointikeskukset (mm. Oulu) vaativat kuitenkin selvästi suurempia investointeja ja niihin tuodaan muiden tarpeiden lisäksi mm. nostimia, edistyneitä autojen kuvaustarvikkeita ja latausinfraa.

Vaikka kasvu ei vaadi tämän suurempia investointeja, vaatii se kuitenkin pääomia, sillä uuden autoliikkeen avaamisen yhteydessä autovaraston ostoon sitoutuu käyttöpääomaa peukalosääntönä noin 1 MEUR per uusi myymälä

(pyöreästi 100 auton varasto ja noin 10 000 euroa per auto).

Lähes kaikki autot kelpaavat

Kamux myy kaikilla markkinoilla käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa ja kaikilta saatavissa olevilta autovalmistajilta. Tämä on pitkässä juoksussa hyvä asia, 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 verkkohuutokaupassa tai suoraan pienemmille autokauppiaille sellaisia autoja, jotka eivät esimerkiksi auton ikääntymisen, heikon kunnon tai ajetun kilometrimäärän johdosta enää täytä Kamuxin laatuvaatimuksia.

Vuonna 2021 tammi-syyskuussa Kamuxin keskimääräinen liikevaihto per myyty auto oli Suomessa 12,3 tuhatta euroa, Ruotsissa 16,3 tuhatta euroa ja Saksassa 15,6 tuhatta euroa.

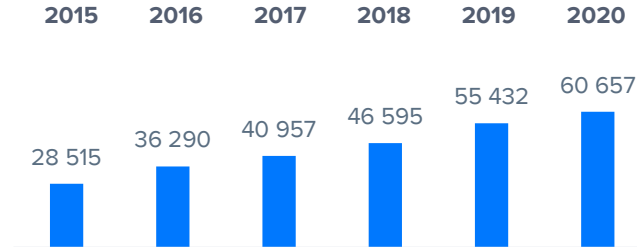
Käytetyn auton hintaan vaikuttavat mm. auton varustelu, ikä, ajetut kilometrit, kunto, kysyntä ja tarjonta, uusien autojen kauppaa lisäävät kannustimet (esim. verotukseen liittyen), saatavilla oleva rahoitus ja yleiset taloudelliset olosuhteet.

Kamuxin avainluvut per myyty auto

Mittari & tavoitesuunta

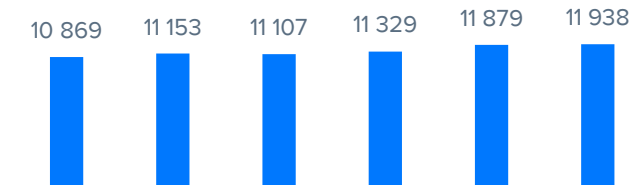
Myytyjen autojen lukumäärä (KPL)

- tavoitesuunta: ylöspäin



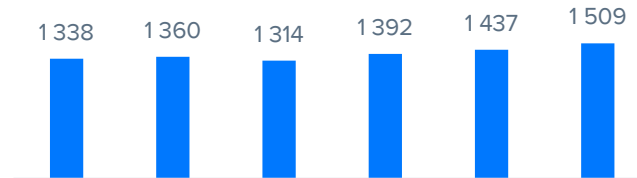
Liikevaihto per myyty auto (€)

- tavoitesuunta: ylöspäin



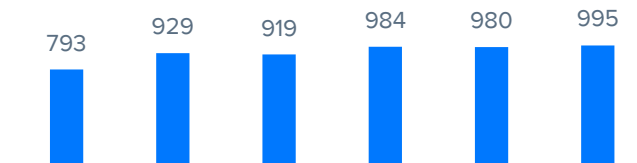
Bruttokate per myyty auto (€)

- tavoitesuunta: ylöspäin



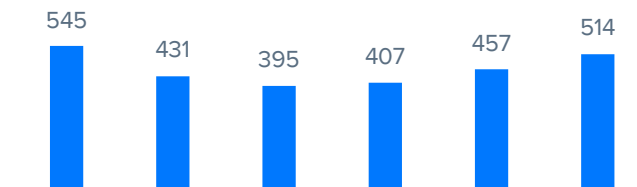
Kiinteät kulut per myyty auto (€)

- tavoitesuunta: alaspäin



Liikevoitto per myyty auto (€)

- tavoitesuunta: ylöspäin



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 verkkosivustot ja verkkokauppa

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

Kamux uskoo verkkokaupan mahdollistavan uusien kuluttajaryhmien tavoittamisen ja lisää niiden asiakkaiden tyytyväisyyttä, jotka ensisijaisesti haluavat asioida digitaalisten kanavien kautta.

2. Nopea varastonkierto

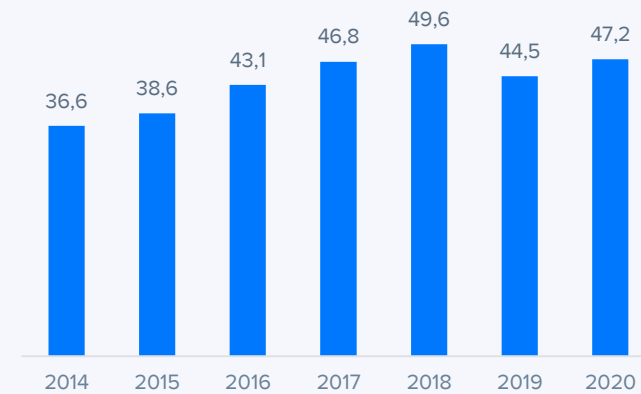
Ammattimainen ja järjestelmällinen käytettyjen autojen hankinta ja myynti pyrkivät siihen, että Kamux pystyy tarjoamaan asiakkailleen laajan valikoiman kilpailukykyisesti hinnoiteltuja autoja. Tämä lisää asiakaskäyntejä Kamuxin autoliikkeissä ja verkkosivuilla, mikä puolestaan nopeuttaa autojen myyntiä ja siten varastonkiertoa. Kamux pyrkii hinnoittelemaan autonsa houkuttelevasti

edistääkseen varastonkiertoa ja minimoidakseen autovaraston arvon alenemisen. Autojen hinnat laskevat tyypillisesti noin 1-2 % kuukaudessa, joten mitä pidemmäksi myyntiajat nousevat, sitä pienemmäksi kate muodostuu.

Kamux pyrkii hinnoittelemaan myytävät autonsa markkinoiden halvimpien yksilöiden 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 liikkeissä. Kamux on kehittänyt automyyjilleen ja myymäläpäälliköilleen kannustinjärjestelmän ristiinmyynnin edistämiseksi, mikä mahdollistaa myös toisen Kamux-autoliikkeen valikoimasta myymisen, jos omasta autoliikkeestä ei löydy asiakkaalle sopivaa autoa.

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. Kilpailukykyinen hinnoittelu yhdessä liiketoimintamallin muiden tekijöiden kanssa mahdollistaa nopean varastonkierron, mikä edelleen vahvistaa kykyä kilpailukykyiseen hinnoitteluun, laajemman autovalikoiman hankkimiseen ja markkinaosuuksien voittamiseen.

Vaihto-omaisuuden kierto, päivää



Liiketoimintamalli

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. Kamux implementoi parhaillaan uutta toiminnanohjausjärjestelmää (Kamux Management System, KMS), jonka tavoitteena on mahdollistaa tehokkaampi kysynnän ja tarjonnan yhdistäminen Eurooppa-tasolla ja tukea myyjiä autojen hinnoittelussa ja muissa autokauppaan liittyvissä prosesseissa.

Nopea varaston kierto mahdollistaa sen, että Kamuxin oman pääoman tuotto säilyy korkeana (ROE 2020: 26,3 %) alhaisesta bruttokatteesta huolimatta (bruttokate 2020: 12,6 % liikevaihdosta). Tehokas 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 vuoden 2021 tammi-syyskuussa oli 48,2 päivää (Q1-Q3'20: 50,9 päivää). Kiertonopeus on hidastunut listautumisen jälkeen mm. uusien liikkeiden nopeasta avaamistahdista johtuen sekä siitä, että autojen liikuttelu eri maiden välillä on lisääntynyt, mikä hidastaa varastonkiertoa. Toiminnan tehokkuus on Suomessa paremmalla tasolla kuin Ruotsissa ja Saksassa, joten uusien maiden suhteellisen nopea kasvu näkyy heikentävästi varastonkierrossa, kunnes toiminta saadaan viritettyä lähemmäs Suomen tasoa.

3. Alhaiset kiinteät kulut

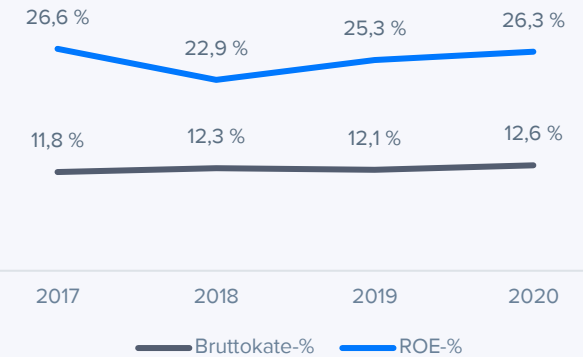
Alhaiset kiinteät kulut ovat olennainen osa Kamuxin liiketoimintamallia. Suurin osa Kamuxin kuluista voidaan luokitella muuttuviksi kuluiksi, mikä vähentää liikevaihdon muutosten vaikutusta suhteelliseen kannattavuuteen. Käytettyjen autojen hankintakulujen sekä autoihin liittyvien korjaus-, kunnostus-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

Toimitiloihin liittyvät kulut

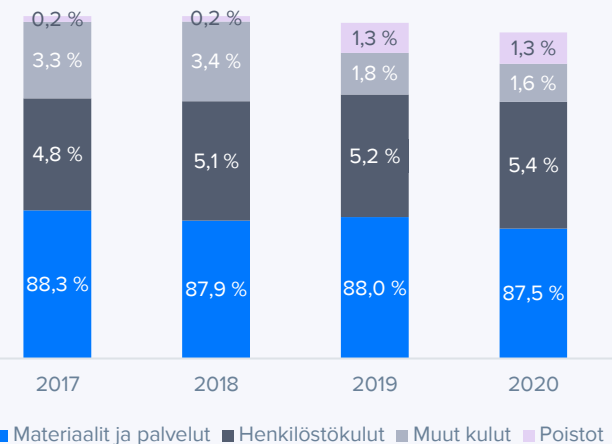
Kamuxin autoliikkeet toimivat vuokratiloissa (pl. Saksan Nedderfeldin myymälä ja tuleva Oulun prosessointikeskus). Vuokrasopimukset vaihtelevat toistaiseksi voimassa olevista 10 vuoden määräaikaisiin sopimuksiin ja vuokrasopimusten kesto on keskimäärin 3-5 vuotta. Valtaosassa vuokrasopimuksista on ehtoja sopimuksen uusimisesta alkuperäisen sopimuskauden jälkeen ja Kamux on historiallisesti kyennyt uusimaan vuokrasopimuksensa suotuisin ehdoin riippumatta siitä, onko uusitussa sopimuksessa ollut uusimismahdollisuutta. Valtaosassa vuokrasopimuksista hintaa tarkistetaan kuluttajahintaindeksin perusteella.

Kamux pyrkii siihen, etteivät sen vuokraamat liiketilat vaatisi merkittäviä investointeja tai sitoisi paljon johdon aikaa ennen käyttöönottoa, minkä seurauksena jo olemassa olevia tiloja suositaan.

Kannattavuuden kehitys



Kulurakenteen kehitys (% liikevaihdosta)



Liiketoimintamalli

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 käytettyjen 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 keskimäärin vuoden 2020 aikana henkilötyövuosiksi muutettuna oli 713 (2019: 934) ja henkilöstö jakautui näin: Suomi 492, Ruotsi: 154 ja Saksa 67. 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. Viimeisen 12 kuukauden ajalta henkilöstökulut olivat 45,1 MEUR eli 5 % 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. Käsityksemme 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 2007-2020 aikana tasaisesti ~4-5 %:n välillä. 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.

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 lisävastuusitoutumustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt kriteerit täyttävien autojen korjauskustannuksia

Integroitujen palvelujen myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus kannattavuuteen, sillä suoria kuluja ei koidu mm. rahoituksen tai vakuutuksen myynnistä. Toisin sanoen näiden 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 autojen kilpailukykyisemmän hinnoittelun.

Kamux on suuren myyntivolyyminsä johdosta houkutteleva kumppani integroituja palveluja tarjoaville tahoille kuten rahoitus- ja vakuutusyhtiöille. Kolmannet osapuolet saavat laajan myyntiverkoston kautta omille tuotteilleen/palveluilleen uuden jakelukanavan ja Kamux ottaa välittäjän roolissa itselleen toteutuneista kaupoista myyntipalkkion.

Liiketoimintamalli

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 yhtä edullisia kuin Suomessa, mutta uskomme toiminnan laajentuessa ehtojen paranevan näillä markkinoilla. Tällaisten skaalaetujen takia myyntivolyymin kasvattaminen on erityisen tärkeää Ruotsin ja Saksan liiketoiminnoissa.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet

Kamux tarjoaa myymiensä autoihin kolmannen osapuolen rahoittaman osamaksupaketin edellyttäen, että asiakas täyttää rahoituspalveluntarjoajan asettamat vaatimukset. Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin 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 laskutuslaskioita sekä muuttuvia korko- ja vuosibonuslaskioita. Osa palkkioista on ehdollisia rahoitusyhtiön ja asiakkaan välisen sopimuksen jatkumiselle.

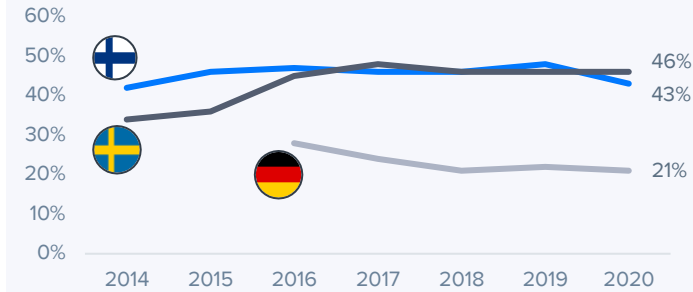
Kamuxin suurimmat kumppanit rahoituspalveluissa ovat olleet maasta ja vuodesta riippuen Santander,

OP, Lähi-Tapiola ja DNB Bank. Rahoitustuotteiden tarjoajat kilpailutetaan 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 ottaessa on 12-72 kuukautta. Kamux-rahoituksessa on kiinteä korko. Asiakkaille tarjotaan myös kolmannen osapuolen kulutusluottoja auton oston yhteydessä veloitettavan käsirahan rahoittamiseksi.

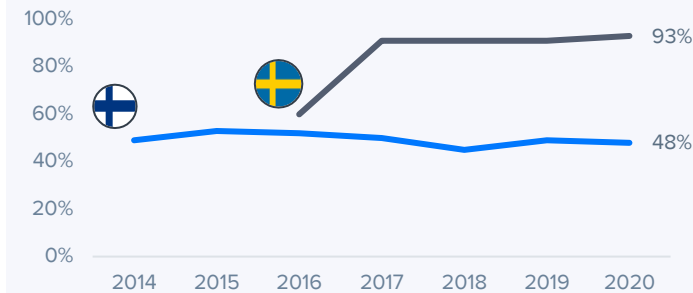
Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet on integroituista palveluista Kamuxille tärkein ryhmä tuloksentelemässä. Ajanjaksolla 1-9/2021 Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman rahoituksen 46 %:iin Suomessa myydyistä autoista, 44 %:iin Ruotsissa myydyistä autoista ja 18 %:iin Saksassa myydyistä autoista. 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. Maksimiarvo voisi siis löytyä esim. jostain 60-70 %:n tasoilta.

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

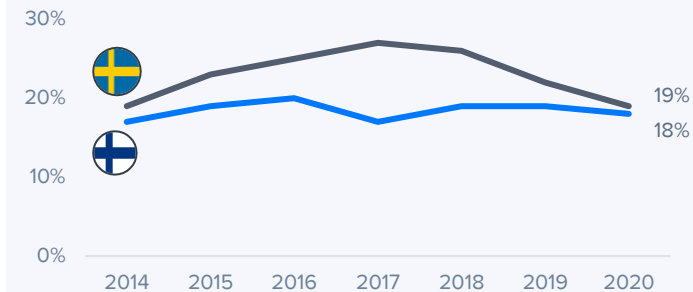
Rahoituspalveluiden penetraatio



Vakuutuspalveluiden penetraatio



Kamux Plussan penetraatio



Liiketoimintamalli

Kolmansien osapuolten vakuutustuotteet

Kamux tarjoaa myymiinsä autoihin Suomessa ja Ruotsissa kolmannen osapuolen kaskovakuutusta. Kaskovakuutus on tarjolla vain Kamuxin asiakkaille liikennevakuutuksen yhteydessä. Yhtiö 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 (1-9/2021) Kamux myi kolmannen osapuolen tarjoaman kaskovakuutuksen 48 %:iin Suomessa myydyistä autoista ja 90 %: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. Palkkiot rahoitus- ja vakuutustuotteiden myynnistä viimeisen 12 kuukauden ajalta olivat yhteensä 34,7 MEUR (2020: 31,3 MEUR), mikä on 3,8 % liikevaihdosta (2020: 4,3 %).

Kamux Plus

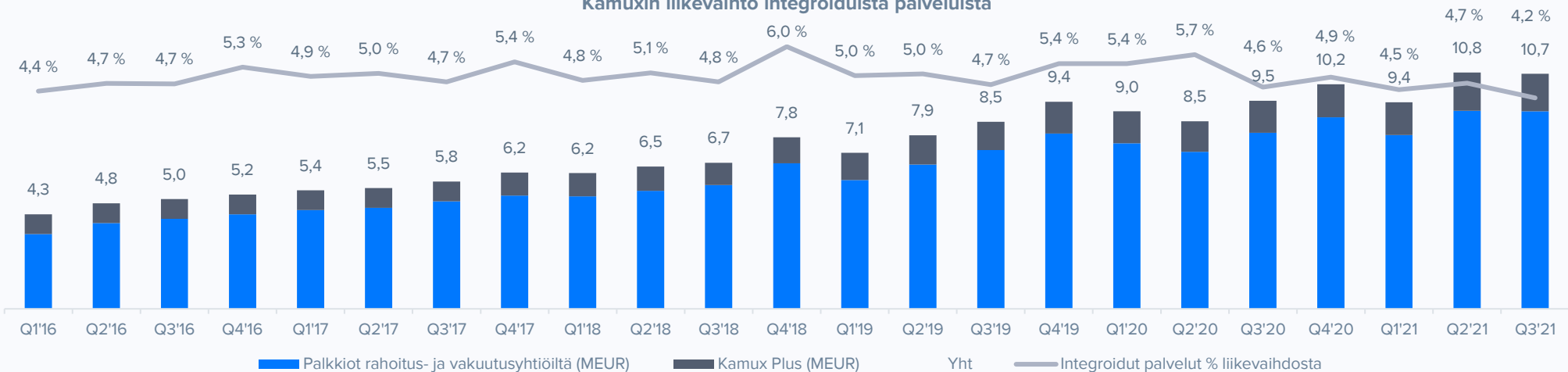
Kamux tarjoaa autojen myynnin yhteydessä lakisääteistä myyjän virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoutumusta, Kamux Plussaa, jonka hinta vaihtelee portaittain (499-1099 euroa/vuosi) ajettujen kilometrien ja moottorin tehon mukaan. Kamux Plussan tarkoitus on antaa auton ostajalle turvaa korjauskustannusten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

noudattamista ja se kattaa ehtojensa mukaisesti yleisimmät ennalta määritellyt viat.

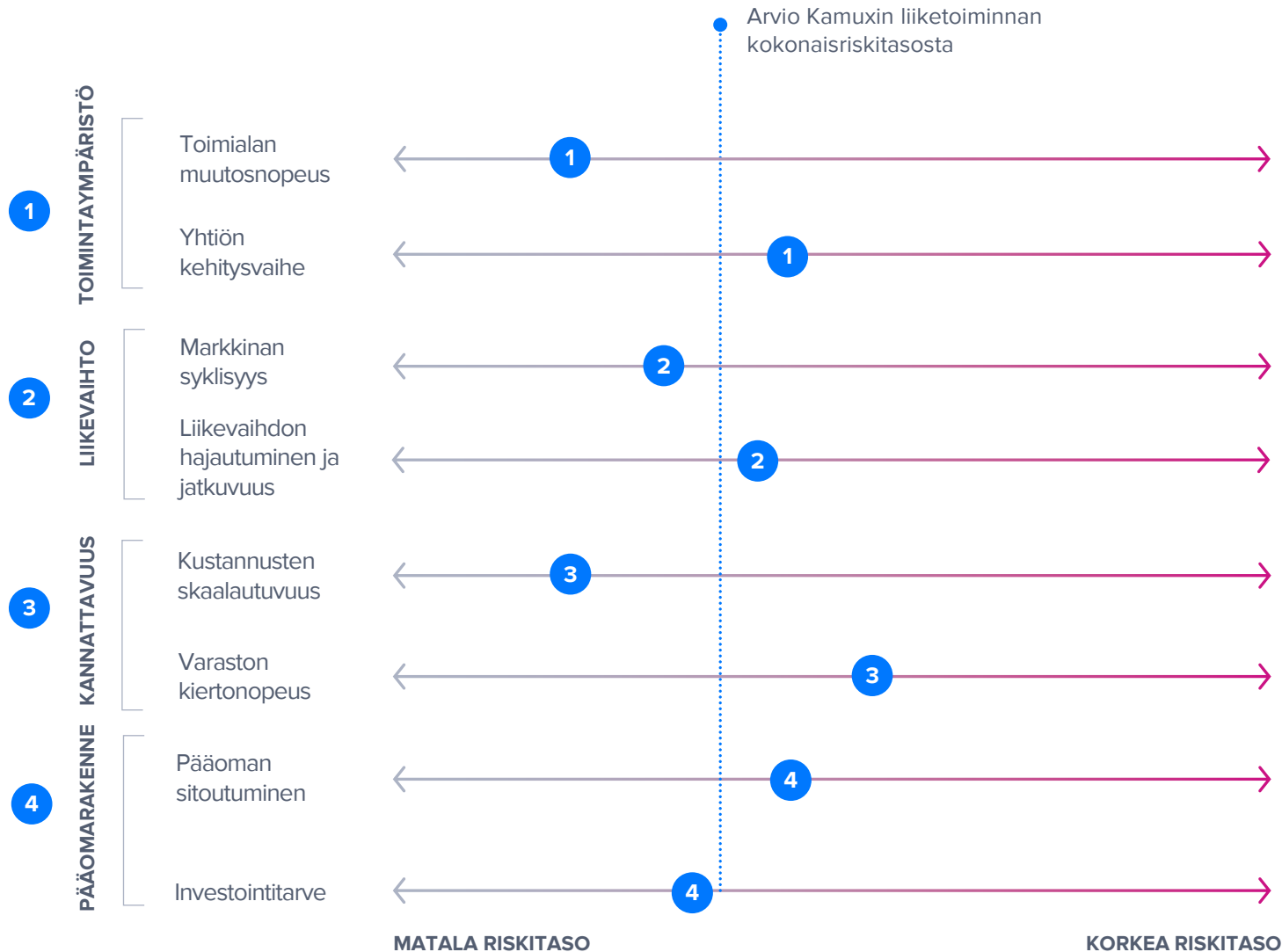
Kamux Plussan korjausehtojen mukaan Kamux vastaa yli 100 euroa ylittävältä osuudelta 3000 euroon asti yksittäistä korjausta kohden. Nämä kustannukset Kamux maksaa yleensä suoraan korjaamolle toteutuneiden korjauskustannusten mukaan. Korjauspalvelut hankitaan useilta yhteistyökumppaneilta osin etukäteen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

Ajanjaksolla (1-9/2021) 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 Plussan rullaava 12 kuukauden liikevaihto oli 6,4 MEUR (2020: 5,8 MEUR), mikä on 0,7 % liikevaihdosta (2020: 0,8 %).

Kamuxin liikevaihto integroiduista palveluista



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Autokauppaa tehdään vielä melko perinteisesti ja alalla ei ole tapahtunut suuria muutoksia. Uusia toimintamalleja autojen ostoon/myyntiin/käyttöön tai on kehitetty, mutta ne ovat vielä marginaalisia.

Kamux on Suomessa markkinajohtaja ja toimintaa on kehitetty hyvin pitkälle. Ruotsissa ja Saksassa Kamux on vielä haastajan asemassa.

Käytettyjen autojen markkina on vakaa ja defensiivinen. Perinteisesti uusien autojen markkina on riippuvainen talouden sykleistä ja käytettyjen autojen markkina on stabiilimpaa.

Kamuxilla on 3 maata, 79 autoliikettä, kymmeniä tuhansia asiakkaita, lukuisia eri automerkkejä ja malleja myynnissä. Ei jatkuvaa liikevaihtoa, eli "joka aamu herätään tekemään kauppaa".

Matalat kiinteät kulut ja joustava kulurakenne → tasainen kannattavuus. Skaalautuvuutta ei tapahdu liikevaihdon vaihdella positiivisessa tai negatiivisessa mielessä. Kannattavuuden vaihtelu on hyvin vähäistä.

Varaston kiertonopeuden hidastuminen syö nopeasti tulosta ja pääoman tuottoa. Kamuxin kiertonopeus on toimialan huippua, mutta se hidastanut selvästi sitten listautumisen.

Kasvun kiihtyessä käyttöpääomaa sitoutuu uusiin autovarastoihin. Kassaa on tarvittaessa helppo ohjata autojen ostoilla.

Matala vuotuinen investointitarve sekä aineelliseen että aineettomaan omaisuuteen. Viimeaikoina panostettu enemmän omiin toimitiloihin (esim. Oulun prosessointikeskus) ja digitaalisiin kyvykkyyksiin.

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 keskitytään 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 digitaalisissa kanavissa että perinteisinä fyysisinä huutokauppoina. Huutokaupoissa voi olla myynnissä sekä huutokaupan järjestäjän omia kohteita että kolmansien osapuolten myyntiin asettamia kohteita.

Käytettyjen autojen kauppa on defensiivistä ja alan kysyntä on huomattavasti vakaampaa kuin esimerkiksi uusien autojen kaupassa. Markkina kasvaa pitkässä juoksussa maltillisesti, minkä takia yksittäisten toimijoiden voimakas kasvu tulee pääasiassa markkinaosuuksien voittamisesta. Pitkässä juoksussa näemme suurilla toimijoilla olevan hyvät edellytykset kasvaa pienempien toimijoiden kustannuksella. Lisäksi kuluttajien välinen kauppa on trendinomaisesti vähentynyt.

Euroopan käytettyjen autojen markkina

Euroopan käytettyjen autojen markkina on suuri ja suhteellisen vakaa verrattuna uusien autojen kauppaan. EU-jäsenvaltioissa uusien autojen myynti laski 24 % vuonna 2020 koronapandemian rasittamana ja oli 10 miljoonaa kappaletta. Käytettyjen autojen markkina on Euroopassa on noin kaksi kertaa suurempi kuin uusien autojen kauppa ja se pysyi vuonna 2020 lähes edellisvuoden tasolla.

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 kauppaan erikoistuneeksi vähittäiskaupan ketjiksi 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.

Suomen markkina on Kamuxin toimintamaista 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 2020 noin 7 miljoonaa käytettyä autoa eli noin 80 miljardia euroa. Saksassa Kamux keskittyy tällä hetkellä suur-Hampurin alueelle, joka on noin Suomen kokoinen markkina.

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 12,5 vuoteen vuonna 2020. 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 merkkiliikkeissä, neljäsosa järjestäytymättömissä autoliikkeissä ja neljäsosa vaihtaa omistajaa kuluttajien välisessä kaupassa.

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. Koronavuonna uusien autojen rekisteröinnit tippuivat noin 16 % erittäin alhaiselle 96 000 auton tasolle. Defensiivinen käytettyjen autojen kauppa kasvoi samalla 1 % 663 000 autoon. Kamux arvioi, että se on Suomen käytettyjen autojen markkinajohtaja noin 8 %:n markkinaosuudella.

Toimiala- ja markkinakatsaus

Traficomien mukaan vuonna 2021 (tammi-lokakuu) uusien autojen ensirekisteröinnit kasvoivat 5 % edellisvuodesta ja olivat 85 275. Käytettyjen autojen kauppa on pysynyt lähes edellisvuoden tasolla 535 tuhannessa autossa.

Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin kolmesta toimintamaasta kaikista keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhtiön arvion mukaan yhteensä 20-25 %:n markkinaosuus. Tästäkin huolimatta markkina on erittäin hajautunut suhteessa moniin muihin vähittäiskaupan aloihin ja näemme markkinaosuuksien keskittyvän tulevaisuudessa.

Suomen markkinoilla suurimmat toimijat autokaupassa (ml. uudet ja käytetyt autot) ovat Veho, Laakkonen, Kamux, K-Caara, Käyttöauto, Rinta-Joupin Autoliike, SAKA, Autokeskus, Länsiauto ja Delta Motor Group. Suurimmista kilpailijoistaan poiketen, Kamux keskittyy vain käytettyjen autojen myyntiin, eikä esimerkiksi myymään uusia autoja tai tarjoamaan huolto- ja varaosapalveluita.

Käytettyjen autojen kaupassa suurimmat toimijat ovat Kamux, SAKA, K-Caara, Rinta-Joupin Autoliike, Laakkonen ja Jarmo Rinta-Jouppi.

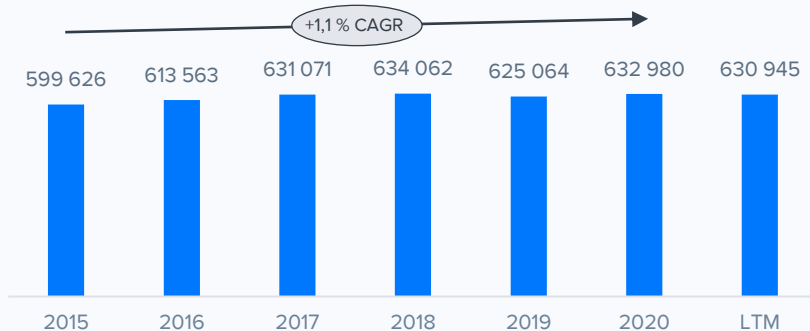
Vuonna 2020 liikevaihdolla mitattuna Veho-konserni oli Suomen suurin autokaupan toimija (liikevaihto 2020: 1110 MEUR). Vehon liikevaihtoon kuuluu uusien ja käytettyjen autojen lisäksi myös mm. huoltoliiketoimintaa, katsastuspalveluita, henkilö- ja hyötyajoneuvojen maahantuontia ja vuokrausliiketoimintaa. Suomen toiseksi suurin autokaupan toimija oli Keskon K-Caara, joka teki 42 kaupan myymäläverkostollaan 653 MEUR:n edestä liikevaihtoa.

Laakkonen-konserni teki liikevaihtoa 550 MEUR. Konsernin autoliiketoiminnoista vastaa Veljekset Laakkonen, jonka muodostama vähittäismyyntiketju tekee vuosittain lähes 36 000 autokauppaa ja hoitaa yli 250 000 huoltokäyntiä. Autokaupan volyymista arviomme mukaan noin puolet on käytettyjä autoja. Laakkosella on 30 autoliikettä 15 eri kaupungissa. Konserniin kuuluu myös huolto- ja varaosaliiketoimintaa.

Jos keskitytään pelkästään Kamuxin Suomen liike-toimintoihin, oli Kamux vuonna 2020 liikevaihdolla (524 MEUR) mitattuna Suomen neljänneksi suurin autoalan vähittäiskauppa, mutta Suomen suurin käytettyjen autojen kauppias. Kamuxin mallia eniten muistuttava kilpailija käytettyjen autojen kaupassa on 2015 perustettu Suomen Autokauppa, SAKA, jonka liikevaihto oli 359 MEUR. SAKA on arviomme mukaan markkinoiden toiseksi suurin käytettyjen autojen kauppias ja se on kasvanut viime vuosina voimakkaasti. Sakalla on Suomessa 24 autoliikettä ja noin 2600 käytetyn auton valikoima. Yhtiö avasi ensimmäiset ostopisteet Ruotsiin vuonna 2019.

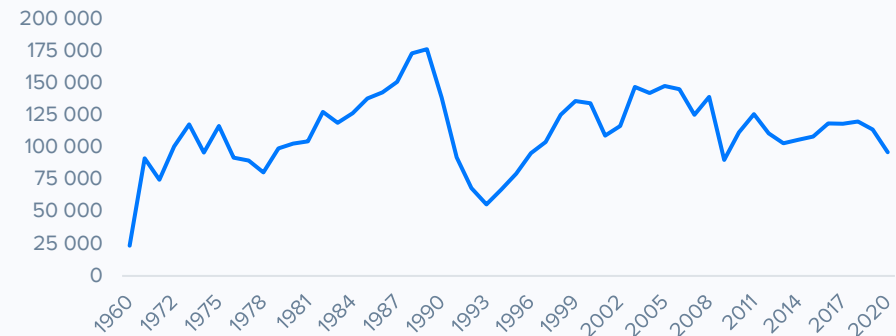
Käytettyjen autojen markkinoiden kolmanneksi suurin toimija on arviomme mukaan Rinta-Joupin Autoliike (liikevaihto 2020: 421 MEUR. Yhtiöllä on 25 toimipistettä Suomessa ja yli 3000 vaihtoauton valikoima. Käytettyjen autojen lisäksi yhtiö myy uusia autoja, matkailuautoja ja -vaunuja sekä edustuksia monilta eri merkeiltä. Yhtiöllä on myös huolto-, korjaamo- ja varaosaliiketoimintaa.

Käytettyjen autojen myyntimäärä Suomessa

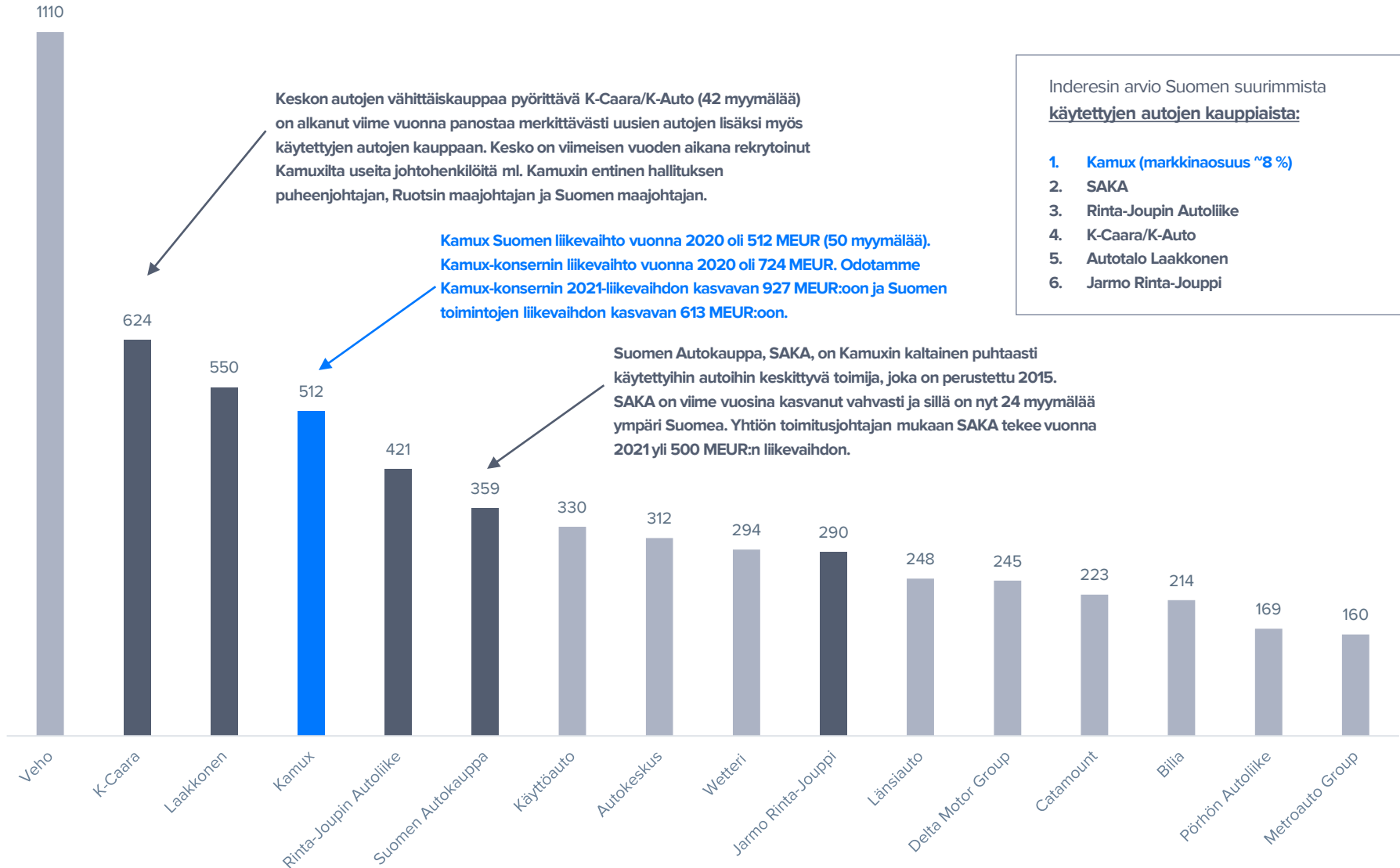


Lähde: Autoalan tiedotuskeskus, Tilastokeskus

Uusien henkilöautojen rekisteröintimäärä Suomessa



Suomen suurimmat autojen vähittäiskauppiat 2020, liikevaihto (MEUR)



Toimiala- ja markkinakatsaus

Käytettyjen autojen markkina Ruotsissa

Kamuxin markkinaosuus Ruotsin käytettyjen autojen markkinasta on arviomme mukaan ~1 %. Kamux on kasvanut viime vuosina selvästi yleistä markkinaa nopeammin ja vankistanut asemiaan Ruotsin suurimpien käytettyjen autojen kauppiaiden joukossa (arvioitu sijoitus nro. 5). Suurimmat toimijat Ruotsissa ovat käsityksemme mukaan Din Bil, Bilia, Riddermark, Möller Bil, KVD Kvarndammen ja Hedin 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. Maan suurin käytettyjen autojen myyntikanava autojen lukumäärällä mitattuna on yksityishenkilöiden välinen suora myynti. Ruotsissa kuluttajien välinen suora kauppa on ollut tyypillisesti yleisempää kuin Suomessa. 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

Kamuxilla on Saksassa lyhyen toimintahistoriansa takia ~0 %:n markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä. Kamux keskittyy suur-Hampurin alueelle ja se on kooltaan noin Suomen markkinan kokoinen. Kamuxin arvioitu sijoitus Saksan käytettyjen autojen myynnissä on noin 40-50.

Saksassa auton omistajien osuus on kasvanut tasaisesti viimeisen 10 vuoden aikana. Samalla autojen keski-ikä on noussut 8,0 vuodesta lähes 10:een vuoteen. Kamuxin näkemyksen mukaan auton ostajat ovat Saksassa hyvin merkki- ja laatutietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoilla on tyypillistä merkkiautoliikkeiden 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 käsityksemme mukaan 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 muihin toimintamaihin teknologiselta kehitykseltään jäljessä ja kilpailutilanteeltaan hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhteensä noin 5 %: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 treندهjä 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. Lähes kaikki Kamuxin asiakaskontaktit alkavat verkossa ja käytettyjen autojen ostajat käyttävät yhä enemmän digitaalisia kanavia autojen etsimiseen. Hinnat muuttuvat yhä läpinäkyvimiksi ja informaation epäsymmetria ostajan ja myyjän välillä pienenee.

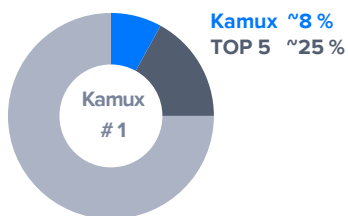
Tämä kehitys laittaa yhä enemmän painetta niille toimijoille, joilla digitaaliset kanavat ja toiminnan tehokkuus eivät ole hyvässä hoidossa. Ostajat etsivät myös muiden asiakkaiden arvosteluja, mikä lisää hyvän asiakaskokemuksen merkitystä. Tämä saattaa myös heikentää sellaisten perinteisten autokauppiaiden asemaa, joiden kaupanteko on perustunut informaatioasymmetriaan. Kamux seuraa tarkasti asiakastyytyväisyyttään ja vuonna 2020 se oli hyvällä tasolla 4,3/5,0.

Toimiala ja markkinakatsaus

Suomi

66 % liikevaihdosta¹

Markkinaosuudet



Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa

Autoissa

~5 miljardia
euroa

~0,6 miljoonaa
autoa

Suurimmat toimijat

Autoliike

Kamux
Rinta-Joupin Autoliike
Laakkonen
Jarmo Rinta-Jouppi
SAKA
K-Caara/K-Auto

Vain käytettyjä autoja

Kyllä
Ei
Ei
Ei
Kyllä
Ei

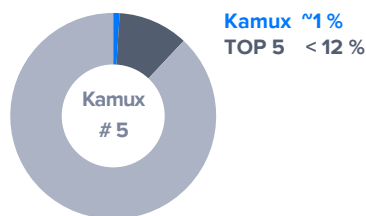
Kamuxin luvut (2021)¹

Myydyt autot (lkm)	48 248
Liikevaihto ²	589 MEUR
Liikevaihto per auto ²	12 206 €
Bruttokate-%	13 %
Liikevoitto-%	6 %

Ruotsi

25 % liikevaihdosta¹

Markkinaosuudet



Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa

Autoissa

~15 miljardia
euroa

~1,2 miljoonaa
autoa

Suurimmat toimijat

Autoliike

Din Bil
Bilia
Riddermark
Hedin Bil
Möller Bil
KVD Kvarndammen

Vain käytettyjä autoja

Ei
Ei
Kyllä
Ei
Ei
Kyllä

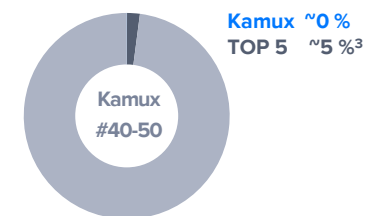
Kamuxin luvut (2021)¹

Myydyt autot (lkm)	13 774
Liikevaihto ²	222 MEUR
Liikevaihto per auto ²	16 117 €
Bruttokate-%	8 %
Liikevoitto-%	1 %

Saksa

9 % liikevaihdosta¹

Markkinaosuudet



Käytettyjen autojen markkinakoko

Euroissa

Autoissa

~80 miljardia
euroa

~7 miljoonaa
autoa

Suurimmat toimijat

Autoliike

AVAG Holding
Emil Frey Gruppe
Gottfried Schultz
Feser-Graf Gruppe
Dello-Durkop-Hansa

Vain käytettyjä autoja

Ei
Ei
Ei
Ei
Ei

Kamuxin luvut (2021)¹

Myydyt autot (lkm)	5412
Liikevaihto ²	82 MEUR
Liikevaihto per auto ²	15 152 €
Bruttokate-%	2 %
Liikevoitto-% (oik.)	-3 %

1) Rullaava 12 kuukauden luku ulkoisista liikevaihdoista. Markkinasijoitukset Ruotsissa ~5 ja Saksassa 40-50 ovat yhtiön omia arvioita.

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

3) Lähde: Aramixen sijoittajaesitys

Toimiala- ja markkinakatsaus

Käytetyn auton myynnin ja ostamisen helppous

Yksi tärkeimmistä kuluttajatrendeistä on 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.).

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 (mm. Uber, Lyft, ShareNow).

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.

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.

Suomessa edullisen hintatason vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivia autoja on tarjolla uutena vähän, mikä vaikuttaa myös tarjolla olevien käytettyjen autojen määrään. Kallis ja vähäinen uusien sekä vähäpäästöisten autojen tarjonta on johtanut siihen, että Suomeen käytettynä tuotujen henkilöautojen määrä kaksinkertaistui vuosien 2015-2019 aikana. Kamux toi vuonna 2020 Suomeen yhteensä 2 652 vaihtoehtoisilla käyttövoimilla toimivaa autoa täydentämään Suomen markkinoilla olevaa tarjontaa. Kamuxin vuonna 2020 maahantuotujen autojen keski-ikä oli 4,3 vuotta, mikä uudistaa myös selvästi Suomen vanhaa autokantaa.

Sähköautojen latauspisteet ja kaasuautojen tankkauspisteet ovat vasta kehityksessä, mikä vaikuttaa ihmisten valinnan mahdollisuuksiin

käyttövoimien osalta. Kamuxin asema käytettyjen autojen kauppiaina 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, mikä helpottaa vaihtoehtojen vertailua. Tämän odotetaan lisäävän kuluttajien hintatietoisuutta. 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. Suomessa uusien täyssähköautojen autovero on poistettu kokonaan 2021 alussa, minkä ennakoidaan nopeuttavan autokannan sähköistymistä. Päästöihin nojaavan verotuksen ennustetaan lisäävän pienten ja ympäristöystävällisten autojen suosiota Euroopassa. 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.

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 hajautuneilla markkinoilla tarjoavat sille kasvumahdollisuuksia. Kamux keskittyy strategian mukaisesti liiketoimintansa kasvattamiseen maissa, joissa se tällä hetkellä toimii. Yhtiön johto uskoo, että sen liiketoimintamalli voi toimia myös nykyisten toimintamaiden ulkopuolella, joten kasvua voi tulevaisuudessa tulla myös uusilta maantieteellisiltä alueilta. Uskomme Kamuxin toimivan 10 vuoden päästä vähintään muutamassa uudessa Euroopan maassa, mutta nykyisen strategiakauden ajaksi (2021-2023) nykyisetkin toimintamaat tarjoavat yhtiölle riittävästi kasvumahdollisuuksia. Kamuxin kasvun pääpaino on historiallisesti ollut orgaanisessa kasvussa ja näin on arviomme mukaan myös jatkossakin. Yhtiö ei sulje pois yritysostoja, mutta ne ovat

harvinaisia ja liittyvät enemmänkin autovaraston ostoon tai hyviin liikepaikkoihin. Kamuxin toistaiseksi ainoa liiketoimintakauppa on tammikuussa 2020 toteutettu Autosillan liiketoiminnan osto Jagro Oy:ltä. Ostokohde toimi Espoossa isolla noin 400 auton varastolla.

Kasvustrategiaan kuuluu uusien autoliikkeiden avaaminen ja nykyisten autoliikkeiden myynnin kasvattaminen. Autoliikeverkostoa pyritään laajentamaan järjestelmällisen markkinoiden seurannan ja tarkasti määriteltyjen vaatimusten avulla sekä hyödyntämällä yhtenäistä liiketilakonseptia ja autoliikkeiden nopeaa avaamista. Nykyisten autoliikkeiden myyntiä ja valikoimaa pyritään kasvattamaan tehokkaan kannustinjärjestelmän avulla sekä rekrytoimalla lisää myyntihenkilöstöä, kouluttamalla henkilöstöä ja edistämällä parhaiden käytäntöjen jakamista koko organisaatiossa. Yhtiön tavoitteena on myös pysyä ajan hermoilla asiakkaiden tarpeiden suhteen ja tuoda markkinoille erilaisia uusia integroituja palveluita. Digitaalisuus on keskeinen osa yhtiön strategiaa, mikä heijastuu mm. verkkokaupan ja vahvan digitaalisen läsnäolon kautta. Verkkosivustolle tulevaa liikennettä lisätään mm. hakukoneoptimoinnin ja kohdistetun markkinoinnin avulla sekä näkyvyydellä erilaisilla verkkosivustoilla ja portaaleissa.

Kamux on kasvanut nopeasti Suomen käytettyjen autojen markkinajohtajaksi ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet kasvattaa markkinaosuuttaan entisestään perinteisten toimijoiden kustannuksella kaikissa toimintamaissaan. Yhtiö on vuodesta toiseen voittanut markkinaosuuksia ja kasvanut yleistä markkinaa nopeammin jokaisella markkina-

alueellaan, mikä on mielestämme osoitus liiketoimintamallin toimivuudesta.

2. Kannattavuuden parantaminen

Kamux keskittyy kannattavuuden parantamiseen eri tavalla eri maissa, sillä yhtiö on kaikilla markkinoilla erilaisessa kehitysvaiheessa. Kaikilla markkinoilla tavoite on kuitenkin kasvattaa kokoa suuruuden ekonomian tuomien etujen saavuttamiseksi (mm. laajempi autovalikoima, edullisemmat ehdot integroitujen palvelujen tarjoamiseen tai muihin yhtiön ostamiin palveluihin).

Uudella strategiakaudella Kamux pyrkii ”teollistamaan” erilaisia prosesseja, kuten henkilöstökoulutuksen konsernitasolla, autojen tarkastukseen, kuvaamiseen, tietojensyöttöön, pesuun, logistiikkaan tai muihin myymälöiden yleisiin tehtäviin liittyviä asioita. Yhtiö pyrkii jatkuvasti tuomaan myyntiin uusia integroituja palveluja, joissa on parempi suhteellinen kannattavuus kuin pelkässä automyynnissä. Keväällä 2021 yhtiö aloitti Konalan myymälässä Kamux Huolettoman pilotoinnin, joka on kuukausimaksullinen autoilupalvelu. Kamux pyrkii pysymään ajan hermoilla eri markkinatrendien kanssa ja pilotoi Kamux Huoletonta asiakaskysynnän tarkistamiseksi. Palvelua tarjotaan käsityksemme mukaan edelleen ainoastaan yhdessä myymälässä, mutta se on mielestämme kiinnostava avaus ja täydentää hyvin yhtiön nykyistä tarjontaa.

Suomessa Kamuxin kannattavuus on jo nyt hyvällä tasolla, emmekä pidä todennäköisenä, että yhtiö pystyisi sitä nostamaan enää merkittävästi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Ruotsissa ja Saksassa Kamux pyrkii parantamaan kannattavuuttaan keskittymällä ensin liiketoiminnan kasvattamiseen, mikä johtaa kannattavuuden parantumiseen asteittain skaalaetujen kautta. Molemmissa maissa on tarkoitus keskittyä 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 parantumisenä ja liiketoiminta on jo useita vuosia ollut voitollinen. Saksan liiketoiminta on edelleen tappiollinen ja arviomme mukaan yhtiö panostaa juuri nyt enemmän kasvun saavuttamiseen kuin lyhyen aikavälin kannattavuuden optimointiin.

3. Erinomaisen asiakaskokemuksen tarjoaminen

Kamuxin tavoitteena on tarjota luokassaan paras asiakaskokemus. Tämä edellyttää asiakkaiden odotuksien ylittämistä ja kykyä vastata näiden tarpeisiin sekä autoliikkeissä että digitaalisissa kanavissa. Tästä johtuen parhaita käytäntöjä pyritään jakamaan koko organisaatiossa 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.

4. Henkilöstön sitoutuminen ja motivointi

Kamux uskoo, että sitoutunut ja motivoitunut myyntihenkilöstö on avain kilpaillulla autojen

vähittäiskaupan alalla menestymiseen. Työntekijöiden motivaatiota pyritään ylläpitämään mm. antamalla vastuuta ja tunnustusta hyvästä työstä, valmennus- ja mentorointiohjelmilla ja kuuntelemalla aktiivisesti heidän kehitysehdotuksia. Lisäksi henkilöstölle tarjotaan erilaisia uramahdollisuuksia työskennellä eri autoliikkeissä ja toimintamaissa.

Kamuxin henkilöstö on ollut säännöllisesti tehdyin henkilötyytyväisyystutkimuksen mukaan keskimäärin erittäin tyytyväinen työhönsä ja yhtiön tavoitteena on ylläpitää sen henkilöstön korkeaa tyytyväisyyttä tulevaisuudessa. Myyntihenkilöstölle järjestetään jatkuvasti erilaisia koulutuksia ja Kamuxin rahoitus- ja vakuutusumppanit kouluttavat myös myyjiä 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. Kannustinjärjestelmä kannustaa myös ristiinmyyntiin autoliikkeiden välillä.

5. Ainutlaatuinen konsepti ja liiketoimintamalli

Kamux täyttää liiketoimintakonseptillaan käytettyjen autojen markkinoilla 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.

Kamuxin strategiset fokusalueet

Monikanavainen asiakaskokemus ja palvelu



Tehokkaat prosessit ja skaalautuvuus



Datan hyödyntäminen ja tiedolla johtaminen



Kyvykkyyksien kehittäminen ja jatkuva oppiminen



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Kamux julkisti helmikuussa 2021 uudet keskipitkän aikavälin (2021-2023) taloudelliset tavoitteet. Näihin tavoitteisiin kuuluvat:

- Liikevaihdon vuotuinen kasvu yli 20 %
- Vuosittain kasvava oikaistu liikevoitto
- Oikaistu liikevoittomarginaali yli 3,5 %
- Oman pääoman tuotto yli 25 %
- Osingonjakosuhte vähintään 25 %

Liikevaihdon kasvutavoite on uskottava

Uudella strategiakaudellaan Kamux pyrkii lähes tuplaamaan liikevaihtonsa. Tavoite on kunnianhimoinen yhtiön kokoluokka huomioiden, mutta pidämme sitä täysin realistisena. Kamux on aikaisemmin saavuttanut huomattavasti suurempiakin kasvulukuja, mutta korkean prosentuaalisen kasvun ylläpitäminen muuttuu haastavammaksi kokoluokan kasvaessa.

Liikevoittomarginaalitavoitetta laskettiin kasvuambitioiden vuoksi

Kamux tavoitteli aiemmin yli 4 %:n oikaistua liikevoittoa, mutta tavoitetta laskettiin uudistetun strategian yhteydessä yli 3,5 %:iin. Yhtiön kasvu nojaa yhä enemmän Ruotsiin ja Saksaan, mikä maiden alhaisempien kannattavuuksien seurauksena aiheuttaa konsernitasolla painetta liikevoittomarginaaliin. Lisäksi nykyisissä tavoitteissa täsmennetään, että yhtiö tavoittelee vuosittain kasvavaa oikaistua liikevoittoa.

Suhteellinen liikevoittotavoite ei ole mielestämme

helppo tehtävä ja se vaatii vahvempaa kannattavuutta Ruotsista ja Saksasta. Kamux on vuosien 2007-2020 aikana pystynyt tekemään vahvoista kasvuponnistuksista huolimatta tasaista 4-5 %:n liikevoittomarginaalia, mutta vuonna 2021 kannattavuus on kokenut aikaisempaa enemmän painetta. Kannattavuustavoite on mielestämme Kamuxin tavoitteista haastavin ja sijoittajan on aiheellista odottaa yhtiöltä lisää näyttöjä sen kyvystä tehdä kannattavaa liiketoimintaa ulkomailla ja edistyksessä integroiduissa palveluissa.

Osingonjakosuhte ylittää 25 %:n rajan helposti

Kamuxin osinkopolitiikan mukaan tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 25 % tilikauden voitosta. Pidämme 25 %:n rajaa matalana, mutta se kuvastaa yhtiön kasvuhakusuuutta. Odotamme yhtiön jakavan strategiakauden aikana osinkoa 33-55 %:n jakosuhteella, mikä on linjassa edellisvuosien kanssa (2019: 48 % ja 2020: 41 %).

Kamux on kannattava yhtiö, jolla on vahva tase, vaikka IFRS16-standardin mukaiset vuokrasopimusvelat saavat taseen avainluvut vaikuttamaan todellisuutta heikommilta. Kamux tekee ennustettavan tasaista tulosta ja hyvän pääoman tuoton vuoksi yhtiötä voisi mielestämme ajaa suuremmalla velkavivulla. Kamuxin liiketoiminta ei myöskään vaadi suuria investointeja, joten kasvua voidaan rahoittaa tulorahoituksella. Nopea kasvu uusia liikkeitä avaamalla sitoo autovarastoihin käyttöpääomaa, mikä voisi kasvun merkittävästi kiihtyessä rajoittaa osingonjakoa, mutta silloinkin 30 %:n raja olisi mielestämme ylitettävissä.

Toteutuneet avainluvut ja Inderesin ennusteet

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu	25 %	10 %	28 %	19 %	18 %
Oik. EBIT kasvu	17 %	21 %	-4 %	14 %	27 %
Oik. EBIT-%	3,9 %	4,2 %	3,2 %	3,0 %	3,3 %
ROE	25 %	26 %	18 %	23 %	25 %
Osingonjakosuhte	48 %	41 %	55 %	39 %	33 %

Ennusteet

Ennustemalli

Mallinamme Kamuxin autojen myynnistä syntyvän liikevaihdon kehitystä maakohtaisesti arvioitujen myymäläavausten, myymäläkohtaisen automyynnin sekä autokohtaisen liikevaihdon kehityksen kautta. Integroiduista palveluista syntyvä liikevaihto nojaa ennustamaamme autojen myyntimäärään sekä arvioon integroiduista palveluista saaduista tuloista myytyä autoa kohti. Mallinamme kannattavuuden kehitystä maakohtaisesti.

Autoliikkeiden määrän kehitys

Kamuxin kannattavan kasvun jatkuminen nojaa markkinaosuuden voittamiseen niissä maissa, missä yhtiö toimii. Tämä perustuu uusien liikkeiden avaamiseen ja nykyisten liikkeiden myynnin kasvattamiseen. Kamuxilla oli Q3'21 lopussa 79 autoliikettä. Uusien myymälöiden avaustahti on vuonna 2021 hiipunut. Tämä johtuu arviomme mukaan haastavasta koronavirustilanteesta, edellisen vuoden kovasta uusien myymälöiden avaustahdista pandemiasta huolimatta (2020: +6 kpl) ja yhtiön strategisesta liikkeestä keskittyä yhä suurempiin myymälöihin. Koemme myös käytettyjen autojen väliaikaisen heikon saatavuuden vaikuttaneen negatiivisesti yhtiön haluun avata uusia tänä vuonna.

Toukokuussa 2021 Kamux avasi uuden myymälän Göteborgiin, minkä lisäksi yhtiö on avaamassa uutta myymälää ja prosessointikeskusta vuoden 2022 alkupuoliskolla Ouluun (Q1) ja Malmöön (Q2). Uudet myymälät ovat uuden strategian mukaisia ”suurempia myymälöitä” ja ne vastaavat kooltaan ja automäärältään useampaa keskikokoista

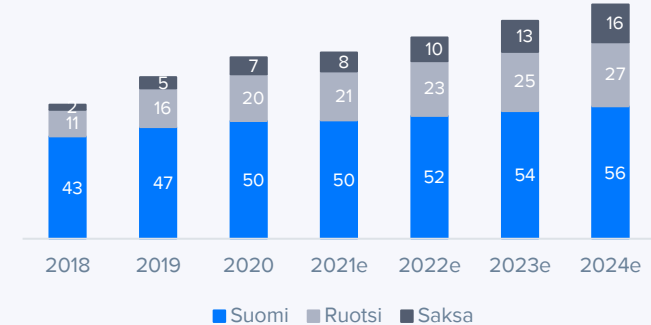
Kamux-myymälää. Kamux ei ole vielä tiedottanut muista myymäläavauksista, mutta vuonna 2022 ennusteissamme yhtiöllä on keskimäärin 85¹ myymälää ja sitä seuraavana vuonna keskimäärin 92¹ myymälää. Tämä tarkoittaa 8 %:n vuotuisia myymälämäärän kasvua nykyisen strategiakauden loppuun saakka.

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

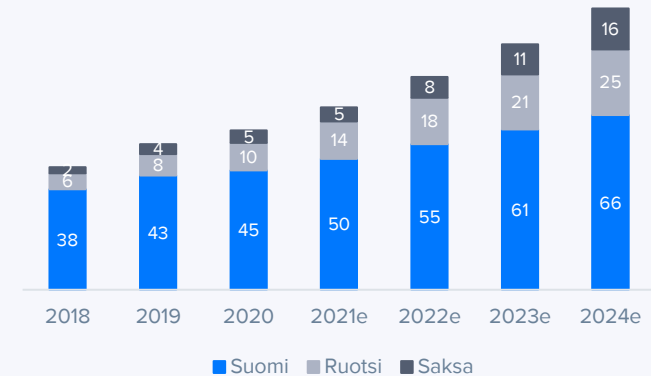
Myytyjen autojen määrän kehitys

Kamuxin liikkeet vaihtelevat kokoluokaltaan pienistä neljän myyjän liikkeistä suurempiin yli kymmenen myyjän liikkeisiin. Tästä syystä liikkeiden määrä ja niiden kasvattaminen ei kerro kasvusta ja tehokkuudesta koko totuutta, vaan sijoittajien tulee seurata enemmänkin myytyjen autojen määrän kehitystä. Odotamme Kamuxin myytyjen autojen lukumäärän kasvavan 93 348 autoon vuonna 2023, mikä tarkoittaa noin 16 %:n kasvua vuoden 2021 rullaavalta toteutuneelta tasolta (2020: 60 657 kpl). Strategiakauden 2021-2023 aikana odotamme Suomen myyntimäärän kasvavan 61 022 autoon, Ruotsin 20 871 autoon ja Saksan 11 455 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.

Autoliikkeiden lukumäärä vuoden aikana keskimäärin¹



Myydyt autot maittain (tuhat kpl)



¹ Ennustamamme uudet myymälät ovat keskikokoisia (≤100 autoa). Uusien myymälöiden avaustahti voi olla vähäisempi, jos avaukset painottuvat Göteborgin kaltaisiin isoihin myymälöihin (~300 autoa).

Ennusteet

Liikevaihtoennusteet

Keväällä 2021 pidetyn CMD:n yhteydessä Kamux julkisti uudet aikaisempaa kasvuhakuisemmat taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2021-2023. Uuden strategiakauden aikana Kamux panostaa aikaisempaa enemmän kasvuun ja tavoittelee yli 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Mielestämme Kamuxin vanha 10 %:n vuotuinen kasvutavoite oli konservatiivinen ja uuden strategiakauden tavoite heijastaa paremmin yhtiön kasvumahdollisuuksia ja visiota olla Euroopan käytettyjen autojen ykkönen.

Myytyjen autojen lukumäärän kasvun ja 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 inflaatiiovauhdin. Arvioimme 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 odotettu lisääntyminen. Tästä huolimatta odotamme liikevaihdon kasvun nojaavan tulevina vuosina pääosin uusien autoliikkeiden perustamiseen ja autoliikekohtaisten myyntimäärien positiiviseen kehitykseen.

Strategiakaudella 2021-2023 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ennusteissamme noin 21 %, mikä on linjassa yhtiön oman 20 %:n kasvutavoitteen kanssa.

Bruttomarginaaliennusteet

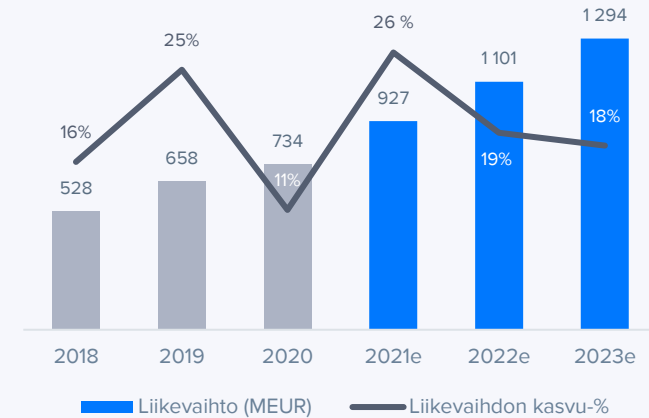
Kamuxin bruttokate-% on pitkään pysynyt melko stabiilina noin 12 %:ssa. Vuosien 2016-2020 aikana bruttokate-% on pysynyt vaihteluvälillä 11,8-12,6 % ja rullaava 2021 bruttomarginaali on 10,7 % (tähän sisältyy Q2'21:llä Saksan markkinoilla tehty autojen alaskirjaus)

Koska Ruotsin ja Saksan liiketoiminnoissa on tällä hetkellä vielä selvästi heikommat bruttomarginaalit kuin Suomessa, odotamme Ruotsin ja Saksan nopean kasvun painavan hieman koko konsernin bruttomarginaalia historiallisilta tasoiltaan tulevina vuosina.

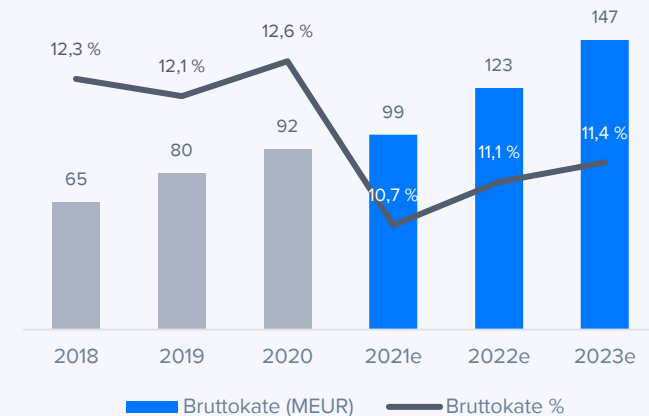
Odotamme bruttomarginaalin kehittyvän, kun Saksan ja Ruotsin toiminnot ja prosessit saadaan nostettua lähemmäs Suomen tasoa. Vuosien 2021-2023 aikana ennusteemme bruttomarginaalille ovat 10,7-11,4 %:n välillä. Kamuxin bruttokate on yleisesti ottaen hyvin matala, jos vertaa esimerkiksi perinteiseen vähittäiskauppaan. 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 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, sillä ne tuovat noin 1/3 konsernin bruttokatteesta.

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu



Bruttokate ja suhteellinen kannattavuus



Ennusteet

Liikevoittoennusteet

Kamuxin liikevoittomarginaali on pysynyt 2016-2020 välillä tasaisesti noin 4-5 %:n tuntumassa, vaikka vahvat kasvupanostukset ja uusiin maihin laajentuminen ovat aiheuttaneet painetta kannattavuuteen. Tehokas ja toimiva liiketoimintamalli sekä joustava kulurakenne pitävät huolen siitä, että kannattavuuskehitys on ennakoitavaa, eikä liikevoittomarginaalitavoite (3,5 %) ole mielestämme epärealistinen. Lähivuosina sen saavuttamisessa voidaan kuitenkin nähdä haasteita kasvun painoutuessa alkuvaiheessa oleviin ja heikommin kannattaviin Ruotsin ja Saksan liiketoimintoihin.

Suomessa yhtiön tehokkuus on jo erittäin hyvällä tasolla ja näemme suhteellisen kannattavuuden parantamispotentiaalin Suomessa hyvin pienenä. Ruotsin kääntyminen voitolle vuonna 2018 on alkanut tukea konsernin tulokasvua, mutta Ruotsin suhteellinen kannattavuus on vielä selvästi Suomea heikompi, mikä painaa konsernin liikevoittomarginaalia Ruotsin kasvaessa niin paljon Suomea nopeammin. Saksan tappiot painavat vielä konsernin tulosta ja suhteellista kannattavuutta. Odotamme Saksan kääntyvän voitolle vasta nykyisen strategiakauden jälkeen. Suomen liiketoiminnan pienenevän suhteellisen painon lisäksi lyhyellä aikavälillä Kamuxin kannattavuus saa vastatuulta käytettyjen autojen haastavasta ostomarkkinasta. Odotamme vuosien 2021-2023 oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 3,0-3,4 %, mikä on yhtiön tavoitetason alapuolella.

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.

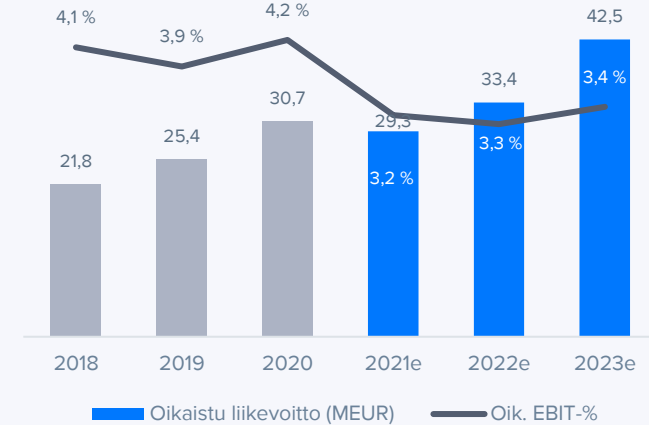
EPS- ja osinkoennusteet

Ennustamme Kamuxin tekevän 0,54 euron kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen vuonna 2021, mikä tarkoittaa 6 %:n laskua edellisvuodesta. Vahvan kasvun ja kohenevan kannattavuuden myötä yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa tältä tasolta keskimäärin 24 % vuodessa ja on 0,83 euroa vuonna 2023.

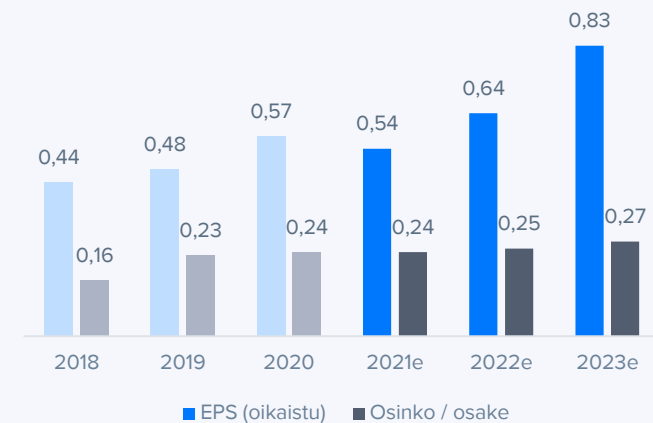
Kamuxin hallitus vahvisti keväällä 2021 uuden osingonjakopolitiikan, jonka mukaan tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 25 % tilikauden voitosta. Kamuxilla on vahva tase eikä yhtiöllä ole vaikeuksia jakaa osakekohtaisesta tuloksestaan yli 25 % osinkoina. Ennusteissamme Kamuxin osinko vuoden 2021 tuloksesta pysyy edellisvuoden tasolla 0,24 eurossa, mikä tarkoittaa 55 %:n jakosuhdetta. Yhtiön osinko kasvaa ennusteissamme keskimäärin 6 % vuodessa ja on 0,27 euroa vuonna 2023. Ennusteissamme osingonjakosuhte on nykyisen strategiakauden aikana 33-55 %.

Ennusteemme ovat osingonjakopolitiikan mukaisen alarajan yläpuolella, mutta ne eivät huomioi esim. uusiin maihin laajenemista, yrityskauppoja tai muita erityisen suuria investointeja. Tällaiset tekijät voisivat väliaikaisesti painaa jakosuhdetta lähemmäs 25 %:n alarajaa.

Oikaistu liikevoitto ja EBIT-%



Osakekohtainen tulos ja osinko (euroa)



Ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteet (2024-2026)

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuosien 2024, 2025 ja 2026 aikana 17 %, 8 % ja 6 %. Kasvu tapahtuu ennusteissamme täysin orgaanisesti, vaikka näemme laajentumisen yritysjärjestelyn kautta uuteen maahan täysin mahdollisena.

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

Kamuxin tavoite pitää strategiakaudella kiinni kasvavasta oikaistusta liikevoitosta, yli 3,5 %:n oikaistusta liikevoittomarginaalista ja yli 25 %:n oman pääoman tuotosta kertoo myös siitä, ettei yhtiö halua kasvaa ”hinnalla millä hyvänsä” ja toiminnassa halutaan säilyttää järkevä kannattavuustaso.

Liikevoittomarginaalin saavuttaminen on mielestämme kovaa kasvua haastavampi tavoite, 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 Kamux saavuttaa tavoitellun 3,5 %:n liikevoittomarginaalin ennusteissamme vasta nykyisen strategiakauden jälkeen.

Isossa kuvassa olemme vasta alkumetreillä

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 1,5 miljardin euron rajan vuonna 2024. Pidämme mahdollisena, 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. 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 perinteistä ja vakaata liiketoimintaa, ovat vanhat rakenteet myös siellä murtumassa, minkä Kamux on pystynyt näyttämään ottamalla nopeasti markkinajohtajan aseman Suomessa. Suurimmat alaa tulevaisuudessa mullistavat tekijät tulevat arviomme mukaan jostain muualta kuin toimialan nykyisiltä suurimmilta toimijoilta (esim. digitaaliset palvelut ja erilaiset autokauppaan tai ihmisten liikkumiseen liittyvät palvelut).

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	658	167	151	207	199	724	210	229	255	234	927	1101	1294	1509
Suomi	491	122	109	145	136	512	147	142	164	160	613	689	766	838
Ruotsi	158	44,8	39,0	69,4	62,3	216	66,3	74,8	78,4	73,4	293	371	444	537
Saksa	52,2	15,2	12,5	19,1	20,1	66,9	21,3	26,7	24,1	25,1	97,3	144	216	301
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-43,0	-14,6	-10,3	-26,4	-19,3	-70,5	-24,4	-15,0	-12,1	-24,6	-76,2	-103,0	-131,9	-167,7
Käyttökate	33,7	6,3	10,1	14,5	9,9	40,9	8,7	5,9	13,0	9,9	37,4	44,7	54,4	65,1
Poistot ja arvonalennukset	-8,4	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-9,7	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-12,0	-11,3	-11,9	-12,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,4	4,0	6,8	12,4	7,5	30,7	5,7	6,8	10,0	6,9	29,3	33,4	42,5	52,6
Liikevoitto	25,3	4,0	7,7	12,1	7,4	31,2	5,7	2,9	10,0	6,9	25,4	33,4	42,5	52,6
Suomi	29,4	5,8	9,0	11,9	8,2	35,0	8,3	8,3	11,1	8,3	36,0	40,1	46,8	52,6
Ruotsi	1,3	0,1	0,4	1,4	0,5	2,4	0,1	0,3	0,8	0,3	1,5	2,2	4,6	8,7
Saksa	-1,0	-0,7	-0,4	0,1	-0,4	-1,5	-1,0	-4,5	-0,4	-0,6	-6,4	-3,1	-2,9	-2,3
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-4,3	-1,3	-1,3	-1,3	-0,9	-4,7	-1,7	-1,4	-1,5	-1,1	-5,7	-5,8	-6,1	-6,5
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,4	0,0	-0,8	-1,5	-2,7	-1,1	0,4	-0,5	-0,5	-1,6	-1,6	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	24,4	3,5	7,7	11,3	5,9	28,5	4,6	3,3	9,5	6,4	23,8	31,8	41,5	51,6
Verot	-5,3	-1,0	-1,5	-2,1	-0,5	-5,1	-1,20	-1,80	-2,120	-1,2	-6,3	-6,4	-8,3	-10,3
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
Nettotulos	19,0	2,5	6,2	9,2	5,3	23,3	3,4	1,5	7,3	5,3	17,5	25,4	33,2	41,3
EPS (oikaistu)	0,48	0,06	0,13	0,24	0,14	0,57	0,09	0,13	0,18	0,13	0,54	0,64	0,83	1,03
EPS (raportoitu)	0,48	0,06	0,16	0,23	0,13	0,58	0,09	0,04	0,18	0,13	0,44	0,64	0,83	1,03

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	24,7 %	17,1 %	-4,3 %	13,5 %	13,3 %	10,0 %	25,4 %	52,0 %	22,8 %	17,6 %	28,1 %	18,7 %	17,5 %	16,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,5 %	-14,9 %	1,5 %	44,9 %	37,2 %	20,8 %	44,3 %	-1,1 %	-19,8 %	-7,8 %	-4,4 %	14,0 %	27,0 %	23,8 %
Käyttökate-%	5,1 %	3,8 %	6,7 %	7,0 %	5,0 %	5,6 %	4,2 %	2,6 %	5,1 %	4,2 %	4,0 %	4,1 %	4,2 %	4,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,9 %	2,4 %	4,5 %	6,0 %	3,8 %	4,2 %	2,7 %	3,0 %	3,9 %	2,9 %	3,2 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %
Nettotulos-%	2,9 %	1,5 %	4,1 %	4,4 %	2,7 %	3,2 %	1,6 %	0,6 %	2,9 %	2,3 %	1,9 %	2,3 %	2,6 %	2,7 %

Lähde: Inderes

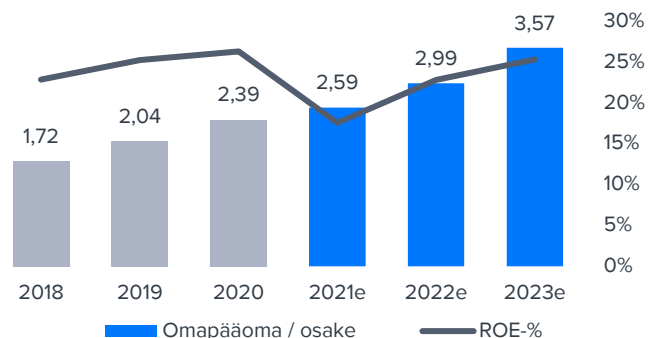
Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	65	70	71	75	79
Liikearvo	13,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Aineettomat hyödykkeet	2,1	5,1	6,5	7,7	9,1
Käyttöomaisuus	48,6	49,3	49,1	51,7	54,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	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	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	117	121	147	174	205
Vaihto-omaisuus	70,2	93,6	111	132	155
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,4	16,6	21,3	25,2	29,7
Likvidit varat	27,6	11,2	14,3	17,0	20,0
Taseen loppusumma	181	191	218	249	284

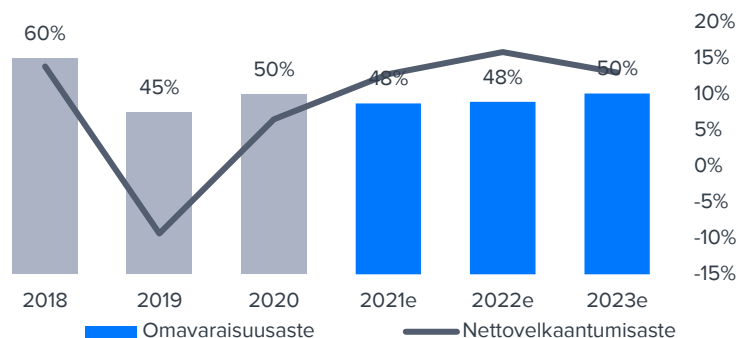
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	82	96	104	119	143
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	56,9	70,9	78,8	94,7	118
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	56	55	53	57	59
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	16,5	14,9	13,5	17,7	19,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset velat	38,8	39,1	39,1	39,1	39,1
Lyhytaikaiset velat	44	41	61	73	83
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	2,0	13,5	17,7	19,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,7	11,8	20,4	27,5	36,2
Muut lyhytaikaiset velat	11,4	27,3	27,3	27,3	27,3
Taseen loppusumma	181	191	218	249	284

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Arvostus

Osakekannan markkina-arvo 470 MEUR

Kamuxin markkina-arvo 11,8 euron osakekurssilla on 470 MEUR. Konsernilla oli Q3'21 lopussa 58,7 MEUR:n nettovelat (ilman IFRS16-vaikutuksia 6,6 MEUR), joten yritys on lähes nettovelaton. Kamuxin velaton yritysarvo (EV) on koko pörssitaipaleen ajan liikkunut melko lähellä markkina-arvoa. Kamuxin liiketoimintamalli ei vaadi suurta velkavipua toimiakseen, vaikkakin yhtiö voisi hyötyä tästä parantamalla jo korkealla tasolla olevaa oman pääoman tuottoa (ROE 2021e: 18 %).

Tulospohjainen arvostus

Vuoden 2021 ennusteidemme mukainen oikaistu P/E-luku on 22x ja EV/EBITDA-kerroin 13x. Ennusteissamme vuoden 2022 suhteellinen kannattavuus heikkenee edeltävästä vuodesta, minkä seurauksena liikevoitto ja tulos kasvavat liikevaihtoa hitaammin. Vuoden 2022 ennusteidemme mukainen P/E-luku 19x ja EV/EBITDA-kerroin on 11x. Kamuxin nopea kasvu, tasainen kannattavuus ja korkea oman pääoman tuotto huomioiden pidämme tulospohjaista arvostusta maltillisena.

Tasepohjainen arvostus

Kamuxin taseen loppusumma yhtiön Q3'21-raportissa oli 237 MEUR, josta yhtiön omistajille kuuluva oma pääoma on 98 MEUR. Markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta kuvaava P/B-kerroin on 2021 ennusteillamme 4,5x. 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. P/B-lukua tarkastellessa on hyvä ottaa huomioon Kamuxin vahvalla tasolla oleva oman pääoman tuotto.

Osinkopohjainen arvostus

Kamuxin tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 25 % tilikauden voitosta. Kamux profiloituu kasvuyhtiöksi, joten osingonjakosuhteen alaraja on mielestämme järkevällä tasolla, jos jäljelle jäävät varat käytetään tehokkaasti kasvun kiihdyttämiseen. Kamux on kuitenkin hyvää tulosta tekevä yhtiö, jolla on vahva tase, eikä vakuuttava kasvuhistoria ole aiemminkaan merkittävästi haitannut suhteellista kannattavuutta tai vaatinut merkittäviä investointeja. Tässä mielessä yhtiön osingonjakosuhte voisi hyvinkin olla korkeampi suhteessa meidän lähivuosien liikevaihto- ja kannattavuusennusteisiimme.

Yksi mahdollinen kasvualue, johon Kamux voisi vahvaa tasetta tarvita, on esimerkiksi kasvun kiihdyttäminen yritysostolla jossain uudessa toimintamaassa. Ennen kuin isompia kasvuinvestointeja on näkyvissä, pidämme hyvin todennäköisenä, että osingonjakosuhte pysyy määritellyn 25 %:n tason yläpuolella.

Meidän ennusteidemme mukaan jakosuhte pysyy 2021-2023 ajan 33-55 %:n tasolla. Nämä osinkoennusteet tarjoavat nykyiseen kurssitasoon nähden 2,0 %:n ja 2,1 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on Kamuxin nopeaan liikevaihdon, tuloksen ja osingon kasvuprofiiliin nähden hyvä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,8	11,8	11,8
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	470	470	470
Yritysarvo (EV)	483	489	489
P/E (oik.)	22,0	18,5	14,2
P/E	26,8	18,5	14,2
P/Kassavirta	>100	90,5	42,2
P/B	4,5	3,9	3,3
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,9	10,9	9,0
EV/EBIT (oik.)	16,5	14,6	11,5
Osinko/tulos (%)	54,8 %	39,3 %	32,5 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Verrokkiryhmästä löytyy paljon perinteisiä autokaupan toimijoita, joiden kaltaisilta yrityksiltä Kamux on viime vuosina vienyt markkinaosuutta. Näitä hinnoitellaan yleensä vaisujen kasvu- ja kannattavuusnäkökymien takia hyvin matalilla arvostuskertoimilla (P/E alle 10x). Yksi esimerkki tällaisesta on Ruotsissa listattu Bilia AB, joka on yksi Euroopan suurimmissa autokappaketuista. Bilian liikevaihto on yli kolminkertainen Kamuxiin nähden samoin kuin sen markkina-arvo. Yhtiö toimii Ruotsin ja Saksan lisäksi myös muissa maissa, joissa Kamux ei toimi ja tekee käytettyjen autojen myynnin lisäksi paljon sellaista mitä Kamux ei tee (mm. uusien autojen myynti, huolto- ja korjauspalvelut, huoltoasema- ja pesulapalvelut, renkaiden säilytyspalvelut jne.). Laajan liiketoimintaportfolion ja Kamuxia selvästi heikomman kasvuprofiilin takia Bilian (ja muiden perinteisten autokauppojen) arvostus on matala.

Verrokkiryhmä sisältää myös monia tuoreita listautujia, joiden myyntiluvut ovat vahvassa kasvussa ja liiketoimintamalli nojaa uusien teknologisten ratkaisujen hyödyntämisen pääosin digitaalisissa kanavissa. Näitä ovat mm. Auto1 Group (Saksa), Aramis (Ranska), Cazoo (UK), MotorPoint (UK) ja Caravana (USA). Kamuxin vahvasti ja kannattavasti kasvava monikanavainen pelkästään käytettyjen autojen myyntiin keskittyvä liiketoiminta vertautuu mielestämme paremmin tähän ryhmään, joten arvostukselle kannattaa hakea tukea näistä eikä perinteisistä autokaupan yhtiöistä.

Verrokkiryhmässä Kamuxia muistuttavia yhtiöitä

ovat mm. Yhdysvaltojen suurin käytettyjen autojen myyjä CarMax ja Iso-Britanniassa monikanavaista käytettyjen autojen kauppaa harjoittava MotorPoint. Kamux mainitsee usein CarMaxin esikuvakseen, mutta yli 20 miljardin dollarin markkina-arvolla se painii täysin eri sarjassa ja arvostuskertoimet ovat myös Kamuxin yläpuolella.

Kansainvälistä autokauppaa, auton vuokrausta ja muita autoalan palveluita tarjoavista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat ~7x. Kamuxin 2021 kerroin on 83 % verrokkiryhmän yläpuolella ja 2022 kerroin 52 % verrokkiryhmän yläpuolella. Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat ~8x. Kamuxin 2021 kerroin on 195 % verrokkiryhmän yläpuolella ja 2022 kerroin 135 % verrokkiryhmän yläpuolella. Tulospohjaisista mittareista voi tulkita, että useat tuoreet listautujat ovat vielä nopean kasvuvaiheen vuoksi tappiollisia ja siksi verrokkiryhmän mediaani painottuu perinteisen autokaupan toimijoihin. Kamuxin EV-pohjainen arvostus on matalampi suhteessa verrokkiryhmään kuin P/E-pohjainen arvostus, sillä Kamuxin tase on hyvässä kunnossa, mutta sen voisi laittaa paremmin töihin.

Verrokkiryhmän mediaani osinkotuotos vuosille 2021 ja 2022 ovat 2,1 % ja 2,3 %. Kamux tarjoaa lähes verrokkiryhmän tasoista osinkotuottoa, mutta selvästi paremmilla kasvunäkymillä.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa ennusteillamme Kamuxin oman pääoman arvoksi 660 MEUR eli 16,5 euroa per osake. Tämä tarkoittaa yli 40 %:n nousuvaraa

nykykurssiin nähden. DCF-mallissamme liikevaihdon kasvu on keskimäärin noin 20 % välillä 2021-2023 ja yhtiö saavuttaa 1,5 miljardin euron liikevaihdon 2024. Tällä välillä pidämme oikaistun liikevoittoennusteemme välillä 3,0-3,5 %.

Kasvuvauhti hiipuu ennusteissamme 2024-2029 aikana 17 %:n tasolta 3 %:n tasolle ja odotamme liikevoittomarginaalin pysyvän 3,5 %:ssa. Terminaaliennusteissamme liikevaihdon kasvu jää 2 %:iin ja liikevoittomarginaali on 3,5 %. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,3 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 72 %.

Tavoitehintaa ja suositus

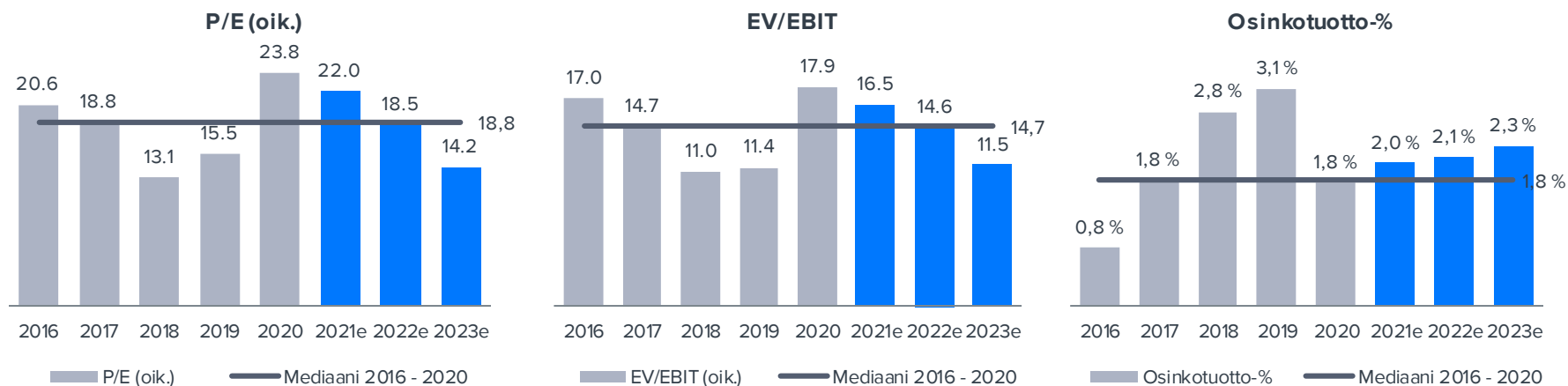
Toistamme Kamuxin 14,0 euron tavoitehintamme, mutta viimeaikaisen kurssilaskun takia nostamme suosituksemme takaisin osta-tasolle (aik. lisää). Arviomme mukaan yhtiön riskiprofiili pysyttelee koholla, kunnes uusien autojen ensirekisteröinnit lähtevät taas nousuun, mikä vapauttaa uutta tavaraa käytettyjen autojen markkinalle. Yhtiön osakkeeseen voi kohdistus lyhyellä aikavälillä painetta myös 2021 tulosvaroitusriskin ja kasvustrategian vaatimien kannattavuutta heikentävien panostusten takia, mutta mielestämme nämä heijastuvat osakkeen arvossa.

Suosituksemme ja tavoitehintamme perustuvat Kamuxin strategian, taloudellisten tavoitteiden ja pitkän aikavälin kasvunäkymien perusteella tehtyjen ennusteidemme avulla laskettuun DCF-malliin, arvostuskertoimiin ja verrokkiryhmän arvostukseen. Kamux ansaitsee verrokkiryhmää selvästi parempien kasvunäkymien ansiosta tulla hinnoitelluksi preemiolla verrokkiryhmään nähden.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,20	6,66	5,76	7,40	13,6	11,8	11,8	11,8	11,8
Osakemäärä, milj. kpl	38,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	274	266	230	296	544	470	470	470	470
Yritysarvo (EV)	305	274	240	288	550	483	489	489	484
P/E (oik.)	20,6	18,8	13,1	15,5	23,8	22,0	18,5	14,2	11,4
P/E	24,9	22,7	15,8	15,6	23,3	26,8	18,5	14,2	11,4
P/Kassavirta	neg.	10,3	>100	12,2	neg.	>100	90,5	42,2	29,7
P/B	9,5	4,5	3,3	3,6	5,7	4,5	3,9	3,3	2,7
P/S	0,7	0,6	0,4	0,4	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,5	0,4	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	18,5	15,7	11,9	8,6	13,5	12,9	10,9	9,0	7,4
EV/EBIT (oik.)	17,0	14,7	11,0	11,4	17,9	16,5	14,6	11,5	9,2
Osinko/tulos (%)	20,7 %	40,9 %	43,8 %	48,4 %	41,1 %	54,8 %	39,3 %	32,5 %	29,1 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,8 %	2,8 %	3,1 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %	2,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

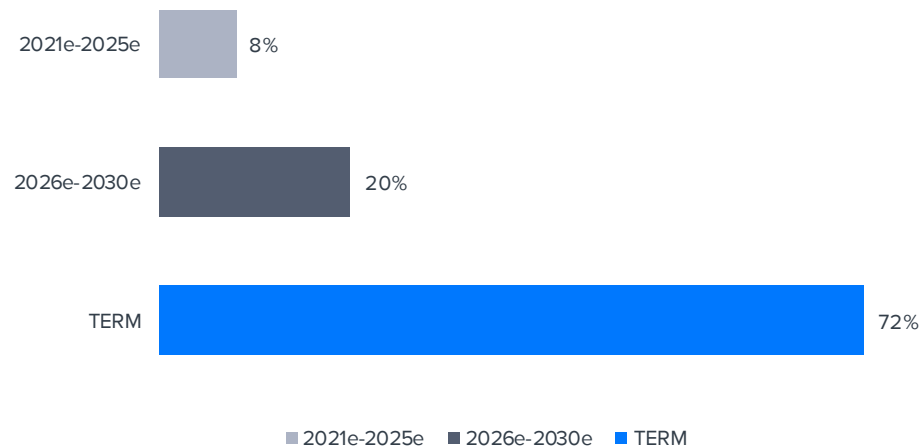
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Bilia AB	157,70	1602	2040	9,4	10,1	6,3	6,5	0,6	0,6	9,3	9,8	4,1	4,5	3,1
Lookers PLC	60,00	285	411	3,2	4,4	2,2	2,6	0,1	0,1	3,6	5,6	4,1	5,5	
Pendragon PLC	19,50	331	592	4,6	5,5	3,0	3,3	0,1	0,1	4,9	6,4			
Inchcape PLC	854,00	3943	3847	10,9	9,8	8,3	7,7	0,4	0,4	15,6	15,3	2,4	2,6	2,9
Asbury Automotive Group Inc	166,78	3444	4480	6,8	5,2	6,5	4,8	0,5	0,3	6,5	6,1			1,9
Group 1 Automotive Inc	189,90	3051	4242	5,5	5,5	5,0	5,0	0,4	0,3	5,6	5,6	0,6	0,6	1,7
Sonic Automotive Inc	47,21	1748	3034	7,0	5,6	5,8	4,6	0,3	0,2	6,3	5,5	0,9	1,0	2,1
Eagers Automotive Ltd	14,18	2333	3614	12,0	13,5	9,9	10,8	0,6	0,6	13,0	15,1	4,4	4,0	3,4
AutoNation Inc	120,10	6967	9261	5,7	6,2	5,2	5,6	0,4	0,4	6,9	6,9			3,4
Lithia Motors Inc	299,61	8081	11343	7,9	7,8	7,4	7,2	0,6	0,5	8,0	8,3	0,4	0,5	1,8
Penske Automotive Group Inc	97,35	6852	9814	8,6	8,9	7,0	7,6	0,4	0,4	6,7	7,4	1,8	1,9	2,0
Carmax Inc	146,61	20824	35983	38,6	25,2	31,7	21,5	2,2	1,4	32,3	20,1			5,9
AUTO1 Group SE	31,40	6897	6245					1,4	1,0					7,8
Carvana Co	286,96	43813	46734		1062,9	2056,5	211,4	4,2	3,2					106,9
Cazoo Group	8,53	5789	5930					7,5	2,4					
Aramis Group	17,20	1428	1616	308,3	84,7	39,9	38,7	1,2	1,0	91,8	116,9			4,8
Motorpoint Group	351,00	375	533	40,2	20,8	32,8	17,3	0,6	0,4	46,5	22,3			
Kamux (Inderes)	11,76	470	483	16,5	14,6	12,9	10,9	0,5	0,4	22,0	18,5	2,0	2,1	4,5
Keskiarvo				33,5	85,1	148,5	23,6	1,3	0,8	18,4	18,0	2,4	2,6	11,4
Mediaani				8,2	8,9	7,0	7,2	0,6	0,4	7,5	7,9	2,1	2,3	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				100 %	64 %	83 %	52 %	-7 %	7 %	195 %	135 %	-2 %	-6 %	46 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	31,2	25,4	33,4	42,5	52,6	57,0	60,5	62,9	64,8	66,7	68,0	
+ Kokonaispoistot	9,7	12,0	11,3	11,9	12,5	13,2	13,5	13,5	13,2	13,2	13,2	
- Maksetut verot	-6,0	-6,3	-6,4	-8,3	-10,3	-11,3	-12,0	-12,6	-12,9	-13,3	-13,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	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	-23,1	-13,7	-17,7	-18,9	-21,7	-13,6	-11,0	-7,8	-6,1	-6,3	-4,3	
Operatiivinen kassavirta	11,2	17,0	20,3	27,0	32,8	45,2	50,8	56,0	59,0	60,3	63,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,9	-13,3	-15,1	-15,8	-17,0	-15,4	-14,2	-12,7	-13,5	-13,4	-14,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,3	3,8	5,2	11,1	15,8	29,8	36,6	43,3	45,5	46,9	48,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,3	3,8	5,2	11,1	15,8	29,8	36,6	43,3	45,5	46,9	48,7	933
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	4,8	9,6	12,7	22,3	25,5	28,1	27,5	26,4	25,6	490
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		676	672	668	658	645	623	598	570	542	516	490
Velaton arvo DCF		676										
- Korolliset velat		-17,4										
+ Rahavarat		11,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-9,6										
Oman pääoman arvo DCF		660										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,5										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,10 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %

Lähde: Inderes

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.

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

Potentiaali



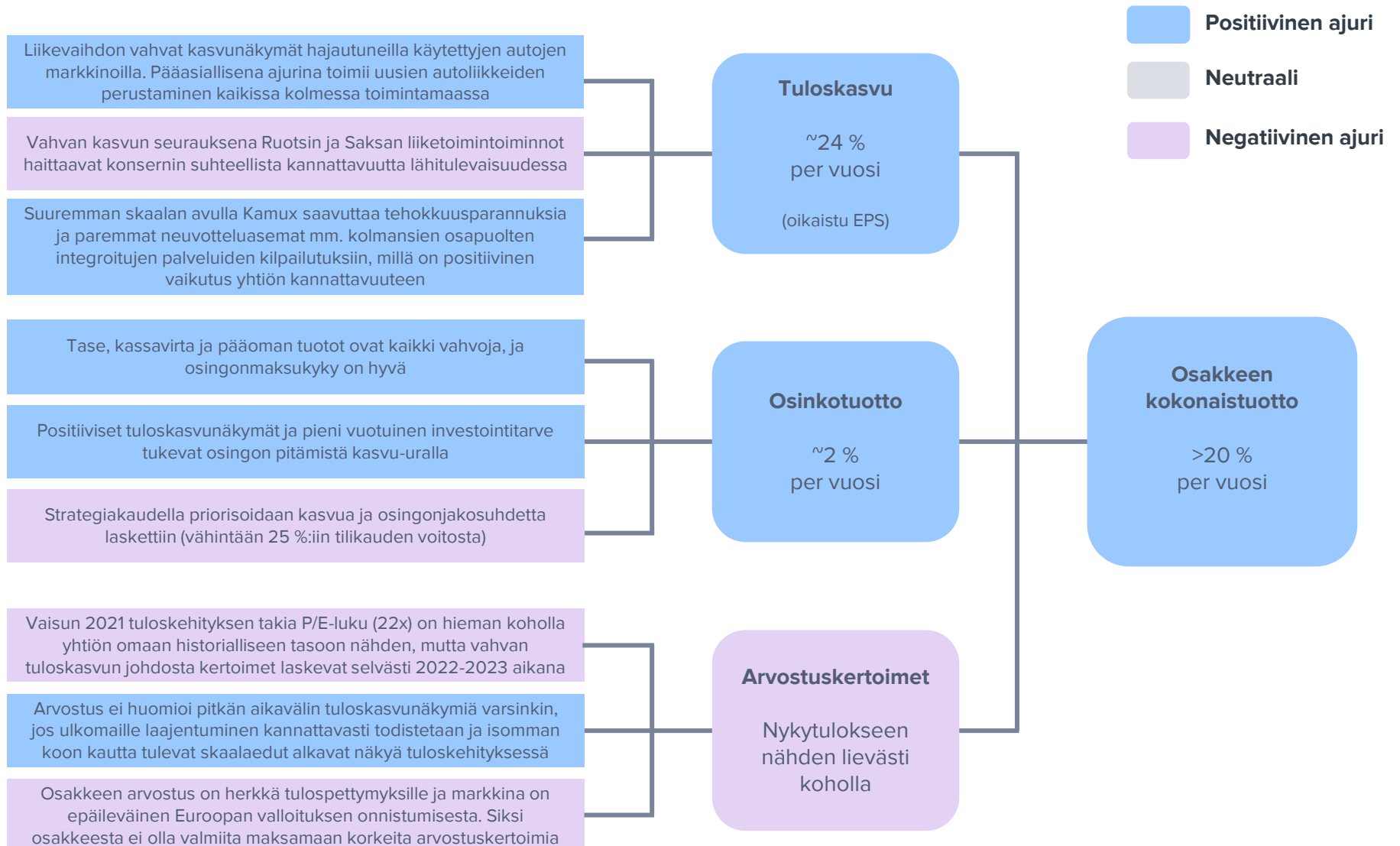
- Suuret ja hajanaiset markkinat tarjoavat hyvät pitkän aikavälin kasvumahdollisuudet 100 miljardin euron kohdemarkkinalla
- Nopea nousu markkinajohtajan asemaan Suomessa ja positiiviselle tulokselle kääntyminen Ruotsissa antavat luottamusta, että Kamuxin toimintamalli toimii myös ulkomailta
- Suuruuden ekonomian tuomat edut ja myymälöiden/digitaalisten kanavien positiiviset verkostovaikutukset vahvistuvat koko ajan yhtiön kasvaessa isommaksi
- Kamuxilla on isona ja hyvää kannattavuutta tekevänä 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



- Maantieteelliseen laajentumiseen liittyvä riski
- Alalle tulemisen kynnys on matala ja Kamuxin malli kopioitavissa
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentumisriski
- Maineriski, Kamuxiin ja käytettyjen autojen kauppaan liittyvät kohut
- Ulkopuolisten palveluntarjoajien tuotteisiin ja sopimusehtoihin liittyvä riski
- Erilaiset digitaaliset palvelut ja alan uudet toimintamallit voivat vaikuttaa nopeasti kilpailutilanteeseen

Osaketuoton ajurit 2022e-2023e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	527,8	658,5	724,0	927,1	1101,0	EPS (raportoitu)	0,37	0,48	0,58	0,44	0,64
Käyttökate	20,1	33,7	40,9	37,4	44,7	EPS (oikaistu)	0,44	0,48	0,57	0,54	0,64
Liikevoitto	18,9	25,3	31,2	25,4	33,4	Operat. kassavirta / osake	0,14	1,06	0,28	0,43	0,51
Voitto ennen veroja	19,3	24,4	28,5	23,8	31,8	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,60	-0,06	0,09	0,13
Nettovoitto	14,6	19,0	23,3	17,5	25,4	Omapääoma / osake	1,72	2,04	2,39	2,59	2,99
Kertaluontoiset erät	-2,9	-0,1	0,5	-3,9	0,0	Osinko / osake	0,16	0,23	0,24	0,24	0,25
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	115,0	181,5	191,3	218,0	249,3	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	25 %	10 %	28 %	19 %
Oma pääoma	68,9	81,7	95,7	103,6	119,4	Käyttökateen kasvu-%	16 %	68 %	21 %	-8 %	19 %
Liikearvo	13,6	13,6	14,0	14,0	14,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	17 %	21 %	-4 %	14 %
Nettovelat	9,6	-7,6	6,2	13,3	19,0	EPS oik. kasvu-%	24 %	9 %	20 %	-6 %	19 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	3,8 %	5,1 %	5,6 %	4,0 %	4,1 %
Käyttökate	20,1	33,7	40,9	37,4	44,7	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	3,9 %	4,2 %	3,2 %	3,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,6	14,1	-23,1	-13,7	-17,7	Liikevoitto-%	3,6 %	3,8 %	4,3 %	2,7 %	3,0 %
Operatiivinen kassavirta	5,4	42,3	11,2	17,0	20,3	ROE-%	22,8 %	25,3 %	26,3 %	17,6 %	22,8 %
Investoinnit	-1,2	-56,3	-13,9	-13,3	-15,1	ROI-%	21,5 %	26,3 %	29,0 %	20,8 %	23,3 %
Vapaa kassavirta	2,2	24,2	-2,3	3,8	5,2	Omavaraisuusaste	59,9 %	45,0 %	50,0 %	47,5 %	47,9 %
						Nettovelkaantumisaste	13,9 %	-9,3 %	6,5 %	12,8 %	15,9 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,8	0,5	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	11,9	8,6	13,5	12,9	10,9						
EV/EBIT (oik.)	11,0	11,4	17,9	16,5	14,6						
P/E (oik.)	13,1	15,5	23,8	22,0	18,5						
P/B	3,3	3,6	5,7	4,5	3,9						
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29/01/2020	Osta	9,00 €	7,68 €
29/02/2020	Osta	9,50 €	8,00 €
22/03/2020	Osta	7,50 €	5,68 €
18/05/2020	Lisää	8,00 €	7,10 €
02/07/2020	Lisää	8,50 €	7,48 €
13/08/2020	Lisää	10,00 €	8,87 €
13/11/2020	Lisää	14,00 €	12,00 €
01/03/2021	Lisää	16,00 €	15,32 €
01/04/2021	Osta	16,00 €	13,08 €
14/05/2021	Lisää	17,00 €	15,60 €
21/07/2021	Lisää	18,50 €	17,36 €
16/08/2021	Osta	17,00 €	14,66 €
14/11/2021	Lisää	14,00 €	12,43 €
20/11/2021	Osta	14,00 €	11,76 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**