

# Relais Group

Laaja raportti

05.06.2024 20:47 EEST



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



**Tommi Saarinen**  
+358 400530573  
tommi.saarinen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ajoneuvojen jälkimarkkinan konsolidaattori

Relaisin arvonaluontimalli pohjautuu liiketoimintojen omistamiseen, kehittämiseen ja ajoneuvojen jälkimarkkinan konsolidointiin. Tähän raaka-ainetta eli kassavirtaa tuottavat sen nykyiset liiketoiminnot, jotka kasvavat arviomme mukaan pitkässä juoksussa noin talouskasvun vauhtia. Osakkeen nykyinen arvostus on mielestämme maltillinen, kun taas yhtiön defensiivisen liiketoiminnan riskitaso on mielestämme varsin kohtuullinen. Siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana ja toistamme 15,0 euron tavoitehintamme ja Osta-suosituksemme.

## Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinalla

Relais Group omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yhtiöitä ja konsolidoi jälkimarkkinaa. Tämänhetkiset konserniyhtiöt harjoittavat varaosien, valaisimien ja varusteiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Pohjoismaissa ja Baltiassa. Viimeisen reilun kolmen vuoden aikana Relais on kasvanut yli kymmenen yritystason sekä arviomme mukaan markkinak kasvua nopeamman organisaation kasvun turvin. Yhtiön taloudellinen tavoite on yltää 50 MEUR:n operatiiviseen tulokseen (pro forma EBITA) 2025 loppuun mennessä, mikä edellyttää merkittävää tuloskasvua vuoden 2023 tasoon (EBITA 28,6 MEUR) nähden. Tätä tavoitetta heijastellen odotamme yhtiön jatkavan aktiivisena yritystostomarkkinalla lähitulevaisuudessa.

## Tuloskasvun keskeisinä ajureina toimivat orgaaninen kasvu ja pääoman allokoointi yritystostoihin

Relaisin kohdemarkkina kasvaa pääasiassa ajoneuvokannan kasvun mukaista tahtia, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä karkeasti linjassa talouskasvuvauhdin kanssa. Näin ollen noin markkinak kasvun mukaista liikevaihdon kasvua sekä saavutetun kiitettävän tehokkuuden ylläpitoa heijastellen odotamme tuloskasvun olevan lähivuosina (2024–2027) keskimäärin noin 3 %:n tasolla. Relaisin rahoitusasema, liiketoiminnan kassavirta ja mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppavälineenä mahdollistavat epäorgaanisen kasvun, mutta pidämme myös lisärahoituksen keräämistä ja epäorgaanisen kasvun kiihdyttämistä varsin mahdollisena lähivuosina. Arviomme mukaan pidemmän tähtäimen sijoittajan tuotto-odotuksen keskeinen ajuri onkin pääoman allokoinnin lopputulos, mihin myös keskeisimmät riskit valtaosin liittyvät. Lähihistorian yritystostojen laatu ja arvostustasot huomioiden, ovat näytöt yritystostovetoisesta kasvusta mielestämme hyvät.

## Arvostus on mielestämme maltillinen

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

## Suositus

### Osta

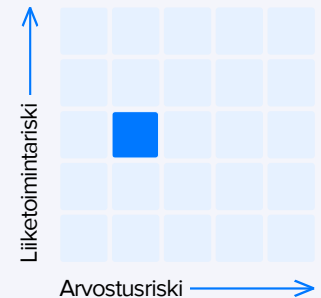
(aik. Osta)

**15,00 EUR**

(aik. 15,00 EUR)

### Osakekurssi:

12,70



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	284,3	317,0	323,1	332,8
<b>kasvu-%</b>	9 %	12 %	2 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	28,6	33,9	33,6	34,9
<b>EBIT-% oik.</b>	10,0 %	10,7 %	10,4 %	10,5 %
<b>Nettotulos</b>	13,7	16,3	17,4	19,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,95	1,08	1,16	1,26
<b>P/E (oik.)</b>	14,3	11,7	10,9	10,1
<b>P/B</b>	2,2	1,9	1,8	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,3 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,9	11,1	10,9	10,1
<b>EV/EBITDA</b>	9,1	7,6	7,4	6,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1	1,1

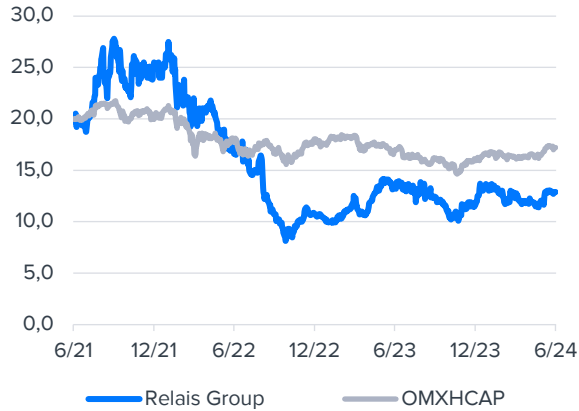
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

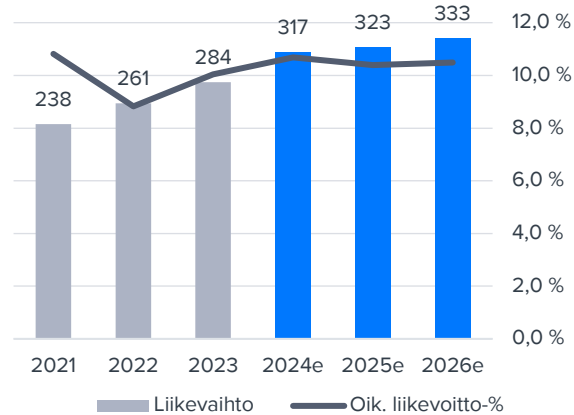
Relais ei anna numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2024.

## Osakekurssi



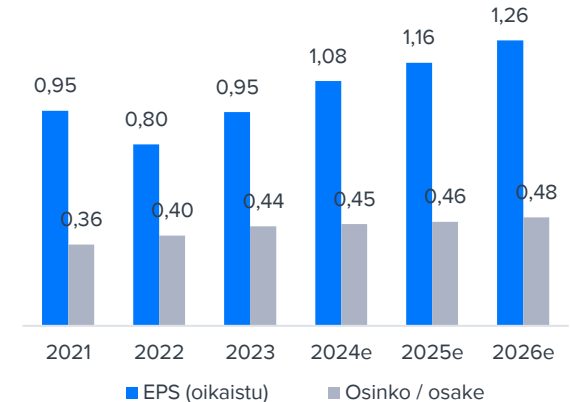
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

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



## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	12,70	12,70	12,70
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	18,2	18,3	18,4
<b>Markkina-arvo</b>	231	231	231
<b>Yritysarvo (EV)</b>	375	365	354
<b>P/E (oik.)</b>	11,7	10,9	10,1
<b>P/E</b>	14,2	13,3	11,8
<b>P/B</b>	1,9	1,8	1,7
<b>P/S</b>	0,7	0,7	0,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	1,1	1,1
<b>EV/EBITDA</b>	7,6	7,4	6,9
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,1	10,9	10,1
<b>Osinko/tulos (%)</b>	50,3 %	48,3 %	44,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,5 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-11</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 12-15</b>
Markkina ja kilpailukenttä	<b>s. 16-20</b>
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	<b>s. 21-22</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 23-24</b>
Ennusteet	<b>s. 25-29</b>
Arvonmääritys	<b>s. 30-32</b>
Liitteet	<b>s. 33-41</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 42</b>

# Relais Group lyhyesti

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

## 2010

Perustamisvuosi

## 284 MEUR (+ 9,0 %)

Liikevaihto 2023 (kasvu-%)

## 25 % 2016-2023

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

## 28,9 MEUR (10,1 % lv:sta)

Oik. EBITA 2023 (EBITA-%)

## 1 089

Henkilöstö tilikauden 2023 lopussa

### Kansainvälistymisen alku 2014-2018

Kauden alussa liiketoiminnan pääpaino oli kotimaassa

Kansainvälistyminen eteni rivakasti yritysostoilla

Kauden aikana yhtiö laajentui Norjaan, Baltiaan ja Ruotsiin

### Pääomaa kasvuun pörssistä 2019-2020

Listautuminen First North – markkinapaikalle vuonna 2019

Kolme yritysostoa Ruotsissa ja yksi Tanskassa

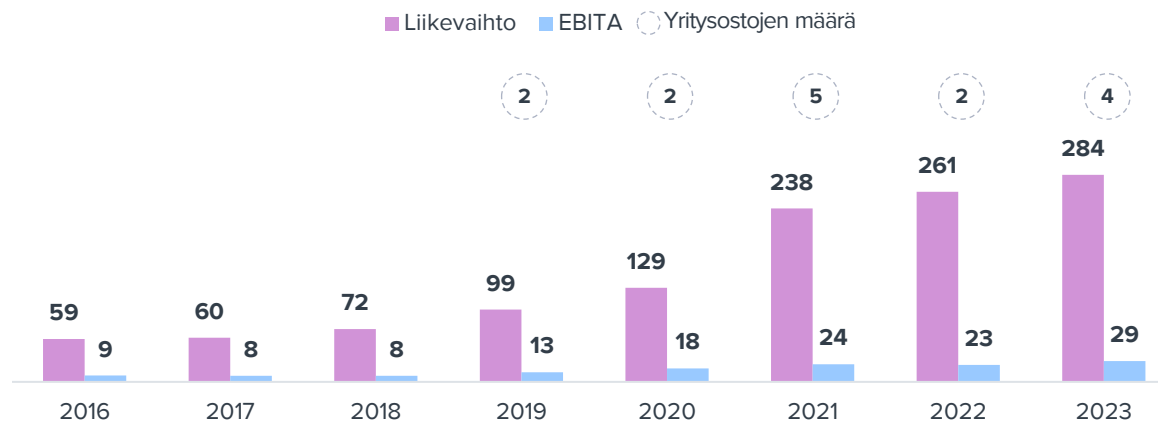
Yritysostot vahvistavat Pohjoismaista jalansijaa ja hajauttavat tulovirtoja maantieteellisesti

### Kasvun kiihdytys yritysostoin 2021-

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

Markkinoiden kasvua ripeämpää organista kasvua

Kyvykkyyksien vahvistaminen yritysjärjestelyissä ja profiloituminen sarjayhdistelijäksi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

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

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

## Konserni on kasvualusta itsenäisille liiketoiminnoille

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

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

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

## Liiketoiminnan rakenne

Relais raportoi taloudellisen tuloksensa tuoteryhmittäin sekä maantieteellisten alueiden mukaan. 68 % vuoden 2023 raportoidusta liikevaihdosta (2023 liikevaihto 284 MEUR) muodostui hyöty- ja henkilöajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkukaupasta sekä valaisimien ja virranhallintatuotteiden ja muiden varusteiden tukku- ja verkkokaupasta.

Vastaavasti hyötyajoneuvojen huolto- ja korjauspalvelut muodostivat siten noin kolmanneksen raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2023. Huomionarvoista on, että korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan liikevaihdosta noin puolet muodostuu työstä ja puolet käytetyistä varaosista, joten merkittävä osa myös tämän segmentin liikevaihdosta syntyy varaosien toimittamisesta.

Konserniyhtiöiden vuoden 2023 raportoidusta liikevaihdosta Suomi vastasi noin 42 %, kun taas Ruotsi vastasi noin 41 %. Vastaavasti Viro, Norja, Tanska ja muut Baltian maat muodostivat yhteensä vajaan 17 % liikevaihdosta.

# RELAIS



Ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumyyntiä Pohjoismaissa ja Baltiassa

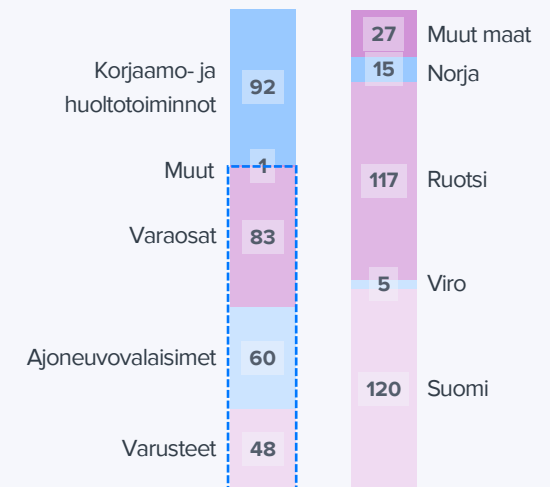


Hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa



Konserni on kasvualusta omistetuille yhtiöille, jota kasvatetaan toistuvien yritysostoin

## Liikevaihdon jakauma (2023, 284 MEUR)



Tekninen tukkukauppa ja tuotteet 192 MEUR

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Laaja tuotevalikoima ja toimittajaverkosto

Relaisin tukkuliiketoimintojen tuotevalikoima on erittäin laaja, sillä se kattaa arviolta 150-200 tuhatta varastonimikettä, jotka jakaantuvat ajoneuvojen lisä- ja sähkövarusteisiin sekä varaosiin. Relaisilla on erikoisosaamista erityisesti ajoneuvojen sähkövarusteissa, -varaosissa ja valaisinratkaisuisa, johon keskittyneitä yhtiöitä ovat mm. Strands, Awimex ja Lumise. AutoMateriell-liiketoimintakaupan myötä Relais laajeni myös korjaamolaiteratkaisuiden toimittamiseen.

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

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

## Omat tuotemerkkien osuus on merkittävä

Valtaosa Relaisin tukkuliiketoimintojen myynnistä tulee muiden brändien tuotteista, mutta konsernin omien brändien osuus myynnistä on kuitenkin käsityksemme mukaan merkittävä ja noin 1/4.

Omat tuotteet koostuvat etenkin valomerkeistä, joita myydään useilla omilla brändeillä. Pienen lisän omiin tuotemerkkeihin tuovat myös varaosat, joita myydään Nordic Product Development -merkillä. Tukkuliiketoiminnassa omiin tuotemerkkeihin panostamista tyypillisesti puoltaa niiden hieman korkeampi katetaso, minkä vuoksi arvioimme myös Relaisin panostavan niiden kasvuun.

## Asiakaskunta on hyvin hajautunut

Tuoteliiketoiminnoissa (sis. tukku sekä verkkomyynti) yhtiön asiakkaat muodostuvat pääasiassa jälkimarkkinoilla toimivista varaosien ja varusteiden jälleenmyyjistä, jotka ovat paikallisia tai alueellisia jakelijoita ja vähittäismyöntiketjuja sekä ajoneuvovarusteiden myyjiä. Tukkutoimintojen asiakkaita ovat lisäksi ajoneuvojen korjaamot, kuten esimerkiksi konserniin lukeutuvat Raskone ja STS. Kaiken kaikkiaan tuoteliiketoimintojen liikevaihto muodostuu erittäin laajasta asiakaskunnasta.

Liikevaihtoa hajauttaa edelleen palveluliiketoimintojen laaja asiakaskunta, joka muodostuu korjaamo- ja huoltotoimipisteiden alueellisesta kysynnästä. Näitä toimipisteitä Raskoneella on Suomessa 18, STS:llä 14 ja Skeppsbronsilla 1 Ruotsissa.

Tätä taustaa vasten Relaisin liikevaihto on mielestämme varsin hyvin hajautettu. Käsityksemme mukaan kymmenen suurinta asiakasta tuovat karkeasti 5 % Relaisin liikevaihdosta vuositasolla, joten myöskään suurimpien asiakkaiden osalta liikevaihdon jatkuvuus ei mielestämme muodosta suurta riskiä.

# RELAIS

## Konserniyhtiöitä

### Hyötyajoneuvojen varaosia ja varusteita



### Henkilöajoneuvojen varaosia ja varusteita



### Hyötyajoneuvojen korjaus- ja huoltopalveluita



### Valaisimia, virransäätö- ja muita varusteita



### Valaisin ja verkkokauppa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Kysyntä on luonteeltaan jatkuvaa

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

Konserniyhtiöiden kysyntä jakautuu vuoden aikana jokseenkin tasaisesti, vaikkakin Pohjoismaiden sääolosuhteet voivat lievää kausiluonteisuutta aiheuttaakin. Kausiluonteisuutta nimittäin voimistaa talviolosuhteet, jotka tyypillisesti lisäävät sekä varaosien että korjaamo- ja huoltopalveluiden kysyntää. Tämän kausiluonteisuuden voimakkuus voi vaihdella riippuen talven ankaruudesta, kuten esimerkiksi vuodet 2021 ja 2024 (ankara talvi), ja 2022 (leudompi talvi) osoittivat.

## Liiketoimintojen ydintoiminnot

Relaisin konserniyhtiöiden omien tuotemerkkien valmistus on ulkoistettu, joten omaa valmistavaa

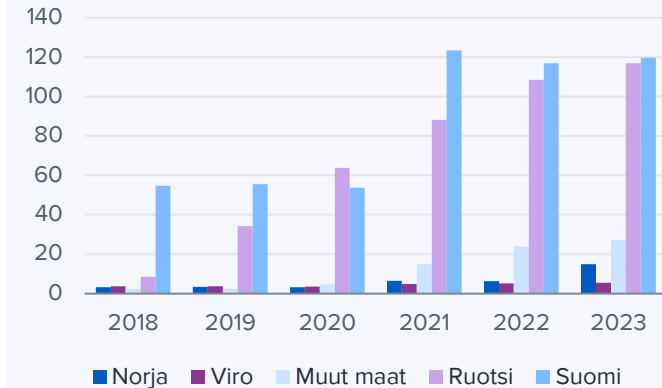
toimintaa konsernilla ei ole. Siten tuoteliiketoiminnoissa konserniyhtiöiden ydintoimintoja ovat varaosien ja varusteiden hankinta, myynti ja jakelu. Näin ollen liiketoimintojen kilpailukyky rakentuu laajan tuotetarjoaman tehokkaan hankinnan ja jakelun ympärille, missä korostuu logistiikan tehokkuus.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

## Konsernitoiminnot

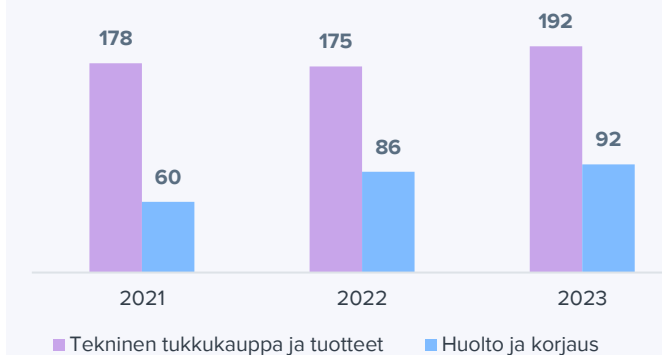
Relaisin yhtiöissä pyritään säilyttämään hankittujen liiketoimintojen itsenäisyys ja vaalimaan yrittäjä- ja omistajalähtöistä kulttuuria. Tämä näkyy mm. siten, yhtiöiden paikallinen johto jatkaa yrityshankintojen jälkeen tehtävissään, eikä konserniyhtiöitä pyritä päivittäin ohjaamaan ylimmän konsernijohtoon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

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

## Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



## Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Lähde: Relais ja Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

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

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

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

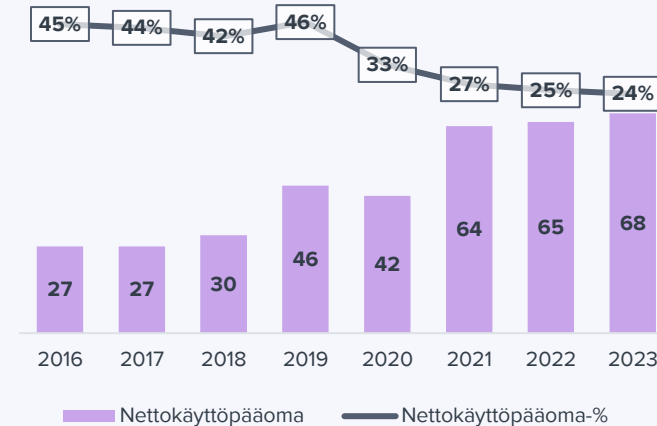
## Liiketoiminta rullaa ilman suurempia investointeja

Relaisin tuoteliiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen, minkä ansiosta vuosien 2018-2023 investoinnit (ilman yritysostoja) ovat olleet keskimäärin vain vajaan 1,5 MEUR. Vuosina 2021-2023 investoinnit ovat kuitenkin olleet hieman suuremmat eli noin 1,5–4,1 MEUR kohonneita laite- ja järjestelmäinvestointeja mukaillen. Tämä arviomme mukaan heijastelee sekä konsernin kasvanutta kokoluokkaa, että jossain määrin myös korjaamoliiketoiminnan myötä lievästi kasvaneita investointitarpeita. Tätä taustaa vasten arvioimme, että nykytuotoisen Relaisin vuotuiset orgaaniset investointitarpeet käyttöömaisuuteen ovat noin 2,5-3 MEUR:n suuruusluokkaa.

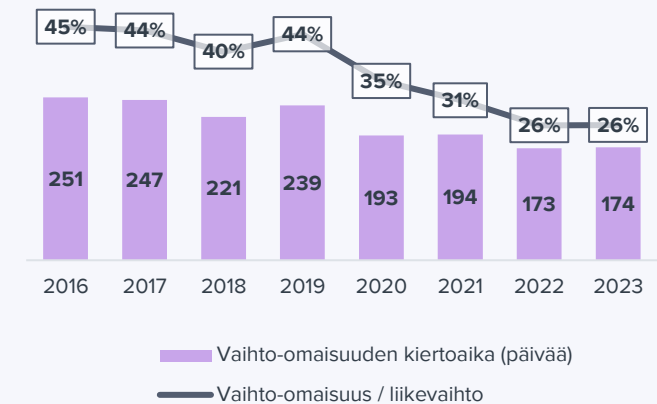
## Varastot sitovat pääomaa

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

## Pääoman sitoutuminen



## Vaihto-omaisuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tilikausilla 2018-2023 Relaisin nettokäyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 24-41 %. Käyttöpääoman suhteellinen osuus on kuitenkin kääntynyt laskusuunnalle, minkä taustalla on yritysostojen kautta tapahtunut laajentuminen liiketoimintoihin, joissa käyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa eli korjaamo- ja huoltamoliiketoiminnan kasvanut osuus konsernin liikevaihdosta.

Tilikaudella 2023 Relais onnistui ylläpitämään vuonna 2022 saavutetun tehokkaan käyttöpääoman hallinnan, ja käyttöpääoman suhde liikevaihtoon painui tarkasteluhistoriamme matalimmalle tasolle 24 %:iin. Vastaavasti vaihtomaisuuden suhde liikevaihtoon kehittyi vakaasti ja asettui 25 %:iin.

## Liiketoiminnan rahavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi

Relaisin operatiivinen rahavirta on viime vuosina vastannut läheisesti yhtiön käyttökate. Tästä poikkeuksena on vuosi 2021, jolloin varastoon sitoutui tavallista enemmän pääomaa yhtiön nostettua väliaikaisesti varastotasoja varautuakseen toimitusketjujen häiriöihin. Vuosina 2018–2023 kassavirtasuhte (operatiivinen rahavirta/ EBITDA) on yltänyt 86 %:iin käyttökatteesta, mikä kuvaa kelpollista liiketoiminnan kassavirtaprofiilia. Vapaan rahavirran osalta huomioitavaa on, että yhtiön siirryttyä IFRS-kirjanpitoon vuonna 2022 liiketoiminnan rahavirta ei huomioi enää vuokrasopimusvelkojen lyhennyksiä (leasing maksut), jotka ovat vuosina 2022–2023 asettuneet 11–12 MEUR:n tasolle.

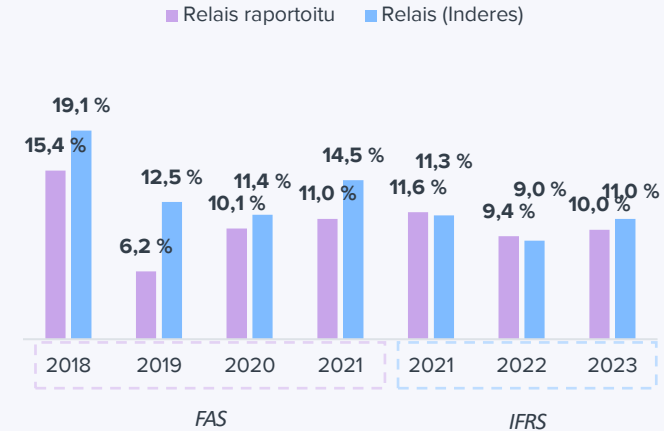
## Pääoman tuotto strategian toteutuksen pääasiallinen mittari

Näkemyksemme mukaan Relaisin liiketoimintamallin ja strategian arvonluontia varsin hyvin kuvaava mittari on sijoitetun pääoman tuotto-%. Vuosina 2018–2023 raportoitu sijoitetun pääoman tuotto on ollut 6,2–15,4 % sen keskiarvon ollessa 10,5 %. Pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan ollut keskimäärin pääoman kustannusta korkeampi ja näin ollen kasvustrategia on luonut arvoa.

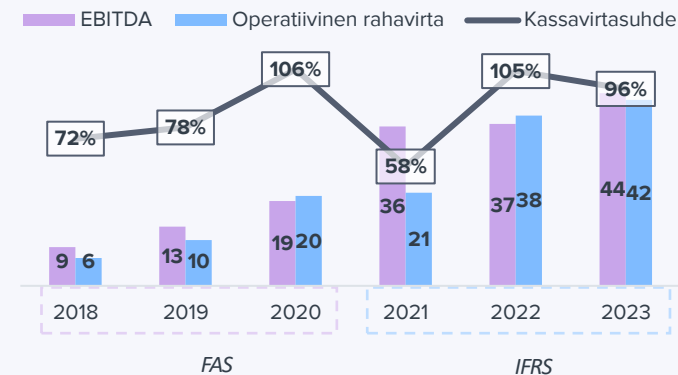
Tulevaisuudessa pääoman tuoton kannalta yksi keskeinen tekijä on se, miten tehokkaasti yhtiö kykenee allokoimaan pääomaa yritysostoihin eli toisin sanoen, millaisilla arvostuksilla ja sijoitetun pääoman tuotolla yhtiö toteuttaa yritysostoja. Lisäksi keskeisiä tekijöitä on nyt jo omistettujen ja hankittavien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

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

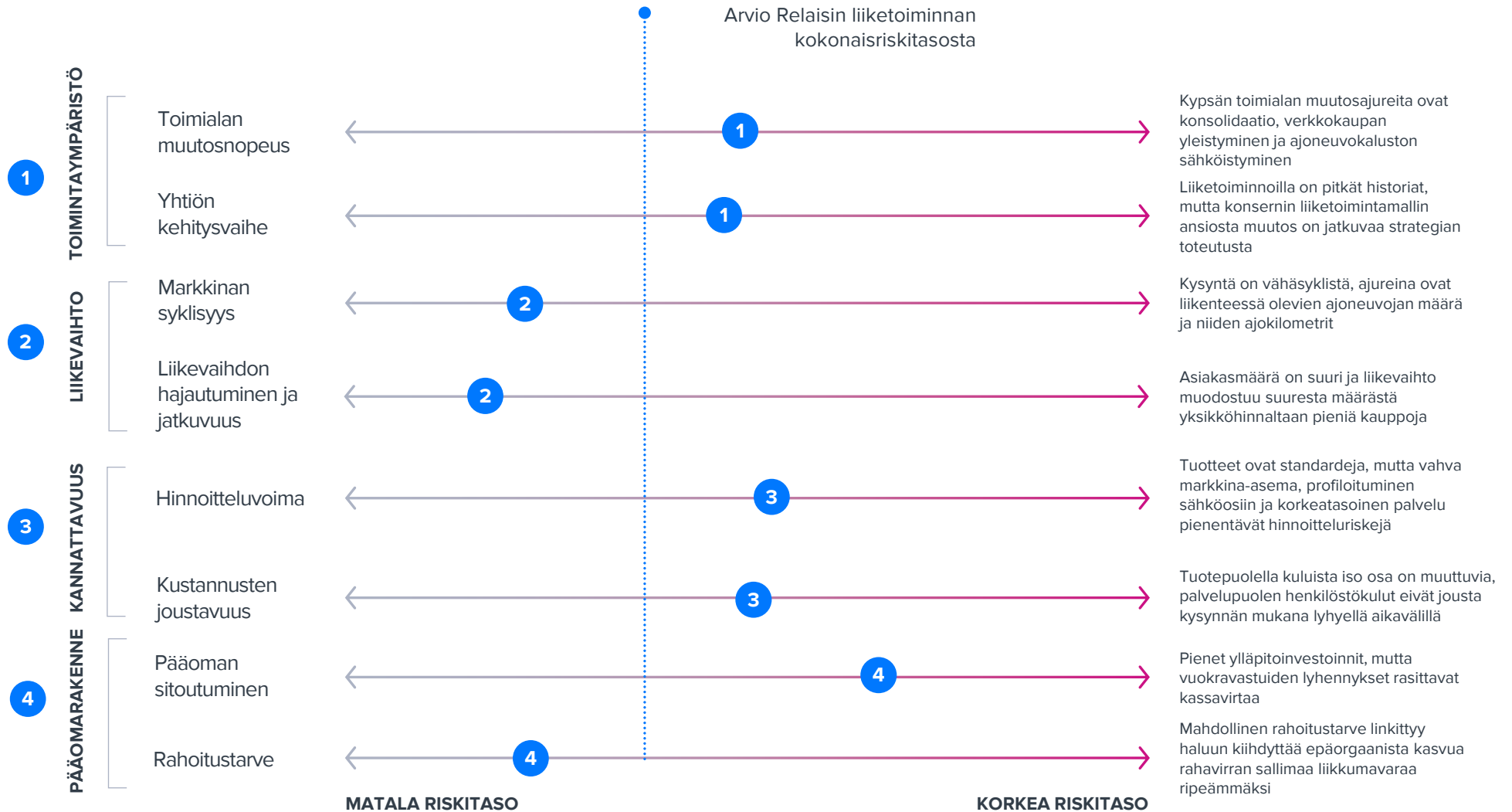
## Sijoitetun pääoman tuotto ROIC-% 2018-2022



## Rahavirran kehitys



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia painottaa arvonluontia yritysostoilla

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

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

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

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

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

mennessä.

## Täsmäostoja ja arvoketjussa laajentumista

Yritysostrategiassa Relais etsii nykyistä tarjontaa tukevia add-on järjestelyjä, millaisiksi lukeutuvat esimerkiksi tukku- ja tuoteliiketoiminnan kokoluokkaa ja leveyttä laajentavat järjestelyt. Näissä järjestelyissä strateginen ja teollinen logiikka pohjautuu etenkin siihen, että ostettava yhtiö sekä Relaisin liiketoiminta on järjestelyn jälkeen arvokkaampi, esimerkiksi myyntisynergioiden realisoitumisen ja parantuneen investointikyvyn ansiosta. Nämä järjestelyt ovat kooltaan pienempiä, ja järjestelyjä toteutetaan tyypillisesti vuosittain.

Add-on-järjestelyiden lisäksi Relais tarkastelee mahdollisuuksia laajentua arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin tyypillisesti merkittävämpien ja harvinaisempien Platform-järjestelyjen avulla. Tästä esimerkki on vuoden 2021 aikana toteutetut korjaamo- ja huoltopalveluiden hankinnat. Platform-järjestelyjen mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, että ne laajentavat kohdemarkkinaa ja luovat uutta kasvupohjaa add-on-järjestelyille.

## Hankintojen kriteerit eivät ole kiveen hakattuja

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

## Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Taloudellinen tavoite	<ul style="list-style-type: none"><li>50 MEUR:n pro forma -EBITA:a vuoden 2025 loppuun mennessä</li></ul>
Osinkopolitiikka	<ul style="list-style-type: none"><li>Osinko vuosittain yli 30 % konsernin keskimääräisestä vertailukelpoisesta tuloksesta suhdannevaihtelut huomioiden</li></ul>

## Kasvustrategian arvonluonnin viitekehys



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

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

## Kevyt integraatio laskee riskitasoa

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

## Kasvustrategia arvoajurien mukainen

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

Epäorganista kasvustrategiaa puoltaa hankittujen

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

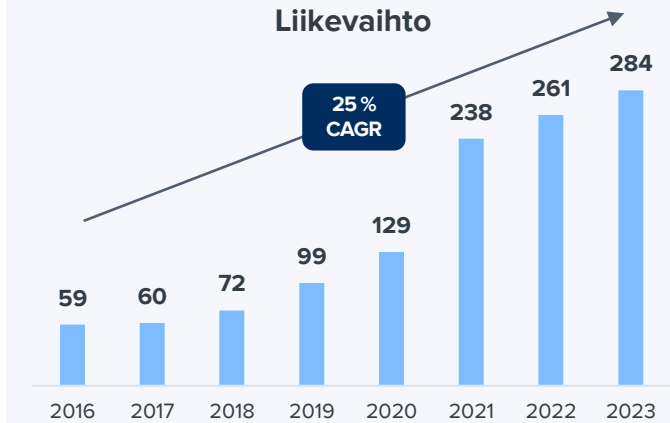
## Pääoman tuotto strategian arvioinnin keskeinen mittari

Relaisin taloudellinen tavoite on 50 MEUR:n pro forma EBITA:n saavuttaminen vuoden 2025 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaa karkeasti EBITA:n kaksinkertaistamista vuoden 2023 tasosta, jolloin yhtiön oikaistu EBITA oli 28,8 MEUR.

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

## Riskinottohalukkuus määrittää vauhtia

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



## Yritysjärjestelyt 2020–2023

Ostettu yritys	LV <sup>1</sup>	EBITDA <sup>1</sup>	Arvostus <sup>2</sup>	Aika
Asennustyö M Ahlqvist Oy	8,7	0,7	N/A	5/24
Jyväskylä Truck Center	1,7	0,1	N/A	11/23
AutoMateriell & Nordic Lift AS	17,7	-	5,0x	8/23
Adita	5,6	0,2	4,1x	3/23
S-E-T A/S	4	1,1	5,1x	12/22
Skeppsbrons J.	7,3	1,4	6,0x	5/22
Trucknik	2,4	0,3	9,9x	12/21
STS	23	1,2	8,1x	10/21
Lumise	11	1,1	9,4x	3/21
Raskone	63	4,7	6,5x	1/21
Strands	15,6	2,4	7,4x	1/21
TD Tunga D.	8,9	1,9	7,4x	2/20
Mediaani	8,1	1,1	6,5x	

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

<sup>2</sup> EV/EBITDA sis. Inderesin arvion nettovelosta, Inderesin arvio, mikäli kauppahintaa ei ole julkistettu

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

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

Liiketoiminnan defensiivinen luonne ja yhtiön historialliset näytöt huomioiden emme usko yhtiön rahoitusaseman rajoittavan kasvustrategian toteutusta, etenkin kun huomioidaan myös oman osakkeen käyttömahdollisuudet osana yritysostoja. Riippuen yritysostojen arvostuksesta, nämä työkalut mielestämme riittäisivät taloudellisen tavoitteen saavuttamisen rahoittamiseen. Pidämme kuitenkin myös varsin mahdollisena, että yhtiö rahoittaa ja kiihdyttää kasvustrategian toteutusta oman pääoman ehtoista rahoitusta keräämällä. Oman osakkeen käytön tai oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisen mielekkyydessä tulee kuitenkin huomioida osakkeen sen hetkinen arvostus, jolla on vaikutusta epäorganisen kasvun arvonluontiin.

## Liiketoimintamallin skaalautuvuus korostuu kokoluokan kasvaessa

Sarjayhdistelijöiden pitkän tähtäimen arvonluonti linkittyy vahvasti yritysostoprosessien

tehokkuuteen, sillä konsernin koon kasvaessa ja arvon noustessa yksittäisten ja tyypillisesti konsernin mittakaavassa pienempien järjestelyiden vaikutus suhteessa konsernin arvoon pienenee. Toisin sanoen yksittäisellä järjestelyllä on ajan yli laskeva rajahyöty, sillä transaktioiden kokoluokkaa kasvattamalla niiden arvostuksilla on tapana kohota. Tällöin arvonluontitahti linkittyy olennaisesti pienempien järjestelyjen lukumäärään, mikä taas on riippuvainen järjestelyjä toteuttavasta henkilöstöstä.

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

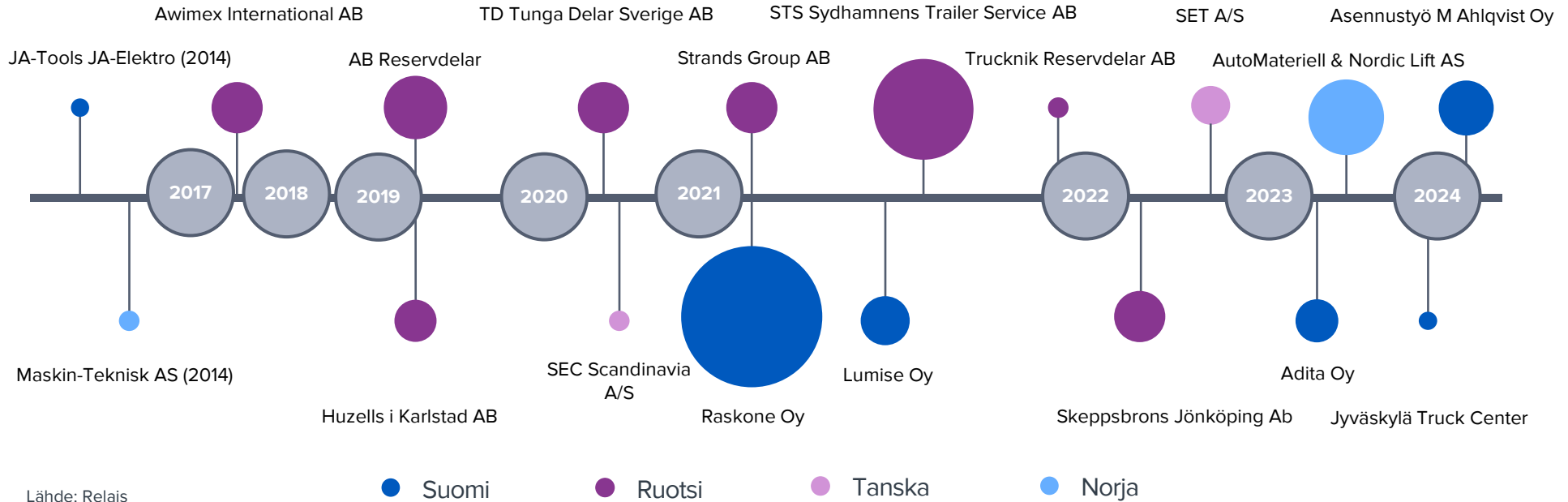
## Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

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

Politiikan maltillinen osingonjakosuhde

mielestämme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle suuntaa antavan lattiatason tullaan pääoman allokoinnissa arviomme mukaan painottamaan kasvua voitonjaon sijaan. Nykyisessä kehitysvaiheessa pidämme maltillista voitonjakoa myönteisenä, olettaen, että Relais onnistuu allokoimaan pääomat sekä laadullisilta että taloudellisilta kriteereiltään järkeviin yritysostoihin.

# Relaisin lähihistorian yrityskaupat ja yrityskauppastrategia



## Relaisin yrityskauppastrategia

Relaisin yritysjärjestelyjen kriteerejä:

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

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

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

# Markkina ja kilpailukenttä 1/5

## Relevantti kohdemarkkina laajentuu yritysostoilla

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

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

## Kohdemarkkinalla noin 22 miljoonaa ajoneuvoa

Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2023 lopussa noin 22 miljoonaa ajoneuvoa. Ajoneuvokannasta 19 miljoonaa kappaletta (86 %) oli henkilöautoja ja 3,0 miljoonaa kappaletta (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

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

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

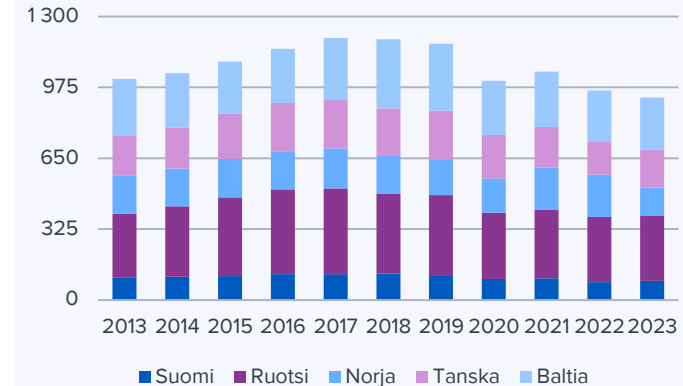
## Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa vajaan 2 %:n vuositahtia

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

Pandemian puhkeamisen jälkeen autojen rekisteröintien määrät eivät ole nousseet vuosien 2016-2019 tasolle ja pitkän aikavälin kehitys on ollut vakaata. 2013-2023 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli henkilöautojen osalta 1,4 % ja hyötyajoneuvojen osalta 1,7 %.

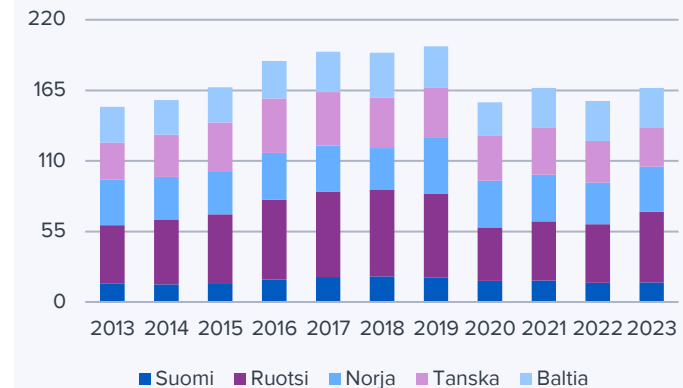
## Henkilöautojen rekisteröinnit,

1 000 kpl, 2013-2023



## Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit,

1 000 kpl, 2013-2023





# Markkina ja kilpailukenttä 2/5

Edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2023 reilu 87 tuhatta henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 38 tuhatta käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi vajaata kolmasosaa kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi.

Myös käytettynä maahantuodut autot kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Tätä taustaa vasten käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa, vaikka uusien ajoneuvojen markkina supistuisikin ajoneuvojen käyttöiän pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian yhteenlaskettu henkilöautokanta on kasvanut keskimäärin 1,4 %:n tahtia, ja hyötyajoneuvojen määrä vastaavasti 1,7 %:n tahtia (CAGR) vuosina 2013-2023.

## Markkina-ajurit nyt ja tulevaisuudessa

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

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

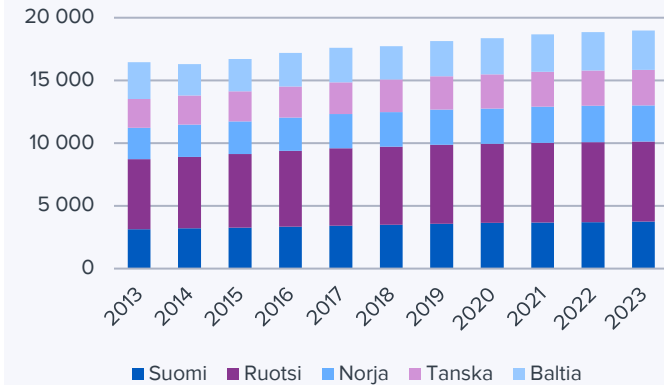
Relaisin kannalta arvio voi vaikuttaa

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

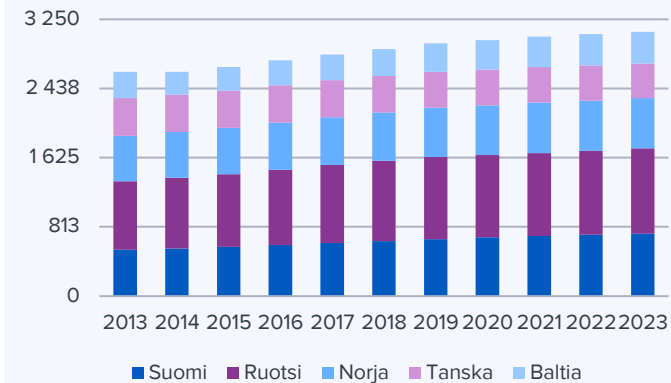
**Autokauppioiden vastaus kilpailuun.** Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon. Myös Volkswagenin Direct Express – huolto ja Volvon Essential –huolto alkuperäisvaraosineen, joita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

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

Rekisterissä olevat henkilöautot,  
1 000 kpl, 2013-2023



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot,  
1 000 kpl, 2013-2023



# Markkina ja kilpailukenttä 3/5

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

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

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

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

Relaisin kohdemarkkinalla käytössä oleva ajoneuvokanta on varsin iäkästä. Käytössä olevat henkilöautot ovat Suomessa keskimäärin 13,2 vuoden, Ruotsissa 10,7 vuoden, Norjassa 10,8 vuoden, Tanskassa 8,9 vuoden ja Baltian maissa 14-17 vuoden ikäisiä (lähde: Autoalan tiedotuskeskus).

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

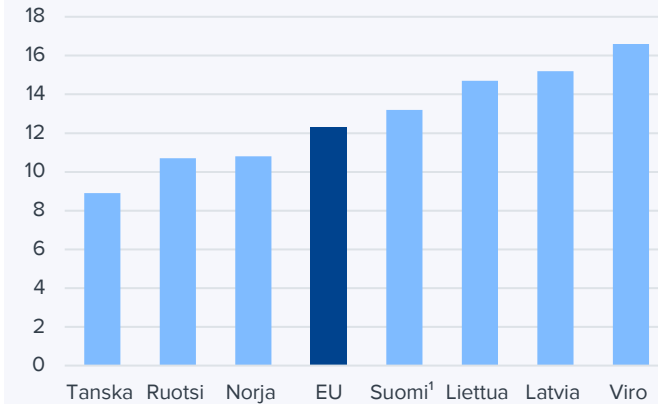
Relais on omassa tuotetarjonnassaan keskittynyt 4-10 vuoden ikäisiin ajoneuvoihin, jotka vastaavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa 30-40 %:sta koko autokantaa ja potentiaali tässä segmentissä on siksi merkittävä. Puolestaan 0-3 vuoden ikäisten autojen osalta maahantuojat ja merkkilliikkeen useimmiten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

## Kasvunäkymän yhteenveto

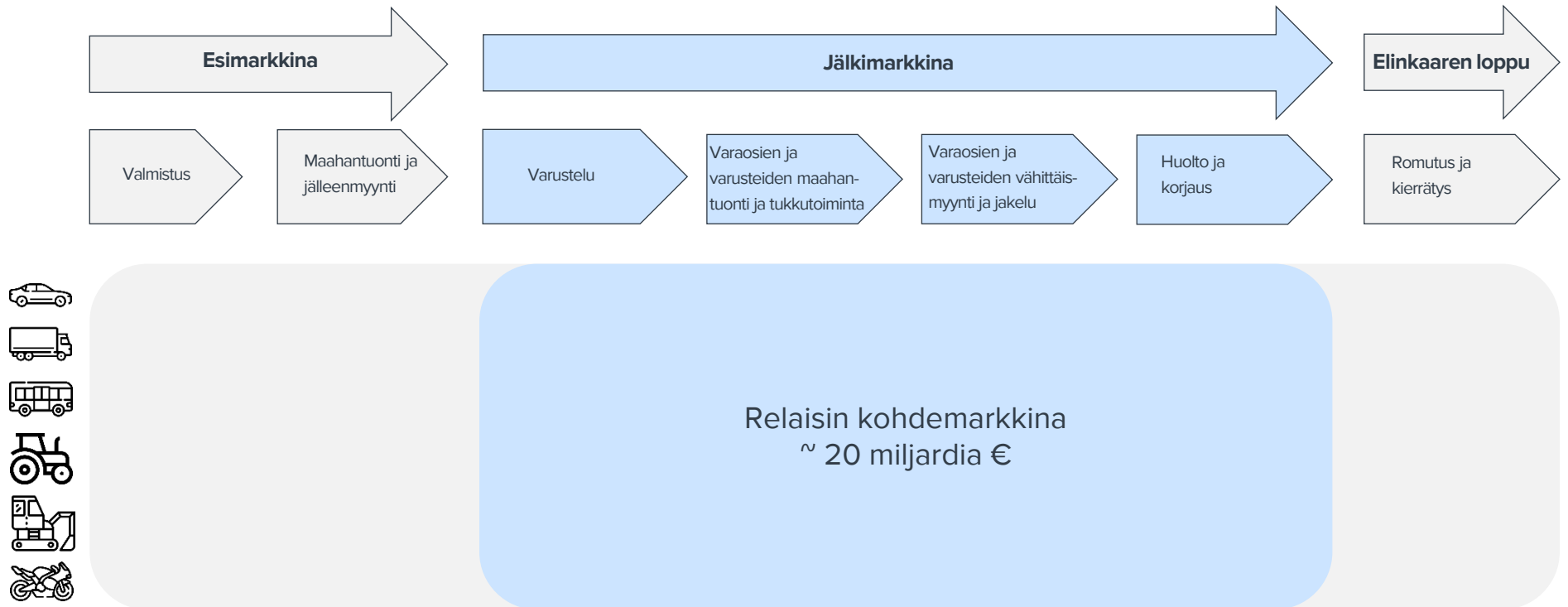
Arviomme mukaan Relaisin nykyisen liiketoiminnan orgaanisen kasvun pitkän aikavälin kasvupotentiaali rakentuu rekisterissä olevan ajoneuvokannan kasvusta, joka on karkeasti linjassa yleisen talouskasvukuvan pitkän aikavälin kasvun kanssa. Siten arviomme markkinakasvun asettuvan pidemmällä aikavälillä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

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

## Henkilöautojen keski-ikä vuosissa (2022)



# Markkina ja kilpailukenttä 4/5



## Inderesin huomiot kohdemarkkinoista

- Jälkimarkkina koostuu maantieteellisten kohdemarkkinoiden noin 22 miljoonan ajoneuvojen ympärille rakentuvista tuote- ja palveluliiketoiminnoista
- Kohdemarkkinoilla toimivien yritysten lukumäärä lasketaan useissa tuhansissa
- Markkina on Relaisin kasvustrategian ajurit eli orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu huomioiden valtava
- Markkinan koko ei mielestämme rajoita yhtiön kasvustrategian toteutusmahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa
- Noin 20 miljardin euron merkkiriippumattoman markkinan lisäksi melko samankokoinen OE-markkina karkeasti tuplaa potentiaalisen kohdemarkkinan

# Markkina ja kilpailukenttä 5/5

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

## Markkinat ovat fragmentoituneet

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

## Markkinoille tulon kynnyks ei ole korkealla

Arviomme mukaan suuri kilpailijoiden lukumäärä

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

## Verkkokauppiat mukana kilpailussa

Yksi merkittävimpiä muutoksia varaosien ja varusteiden tukkukaupan kilpailukentässä on puhtaasti verkkokauppaan nojaavien toimijoiden, kuten esimerkiksi autodoc.fi:n sekä puolalaisen pääasiassa itsenäisille korjaamoille osia toimittavan Inter Carsin mukaantulo kilpailuun. Autodoc.fi toimii 27 Euroopan maassa ja sen liikevaihto ylitti vuonna 2022 miljardin euron rajapyykin. Inter Carsin vuoden 2023 liikevaihto asettui 4 miljardiin euroon ja yhtiö toimii 18 Euroopan maassa. Arviomme mukaan verkkokaupan toimijoiden maltillinen kiinteä kulurakenne mahdollistaa niille hinnalla kilpailun, mikä ylläpitää tiukkaa hinnoitteluympäristöä.

## Korjaamo- ja huoltomarkkinan kilpailu

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

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

# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikatteen kehitys lähtenyt noususuuntaan

Relaisin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikkaa ja sen suhteellista liikevaihdon osuutta heijastellen materiaalit ja palvelut. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä siten skaalaudu. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on ollut 55-67 % vuosina 2018-2023, mutta liikevaihdonjakauman muuttuessa eli korjaamoliiketoiminnan osuuden kasvun ansiosta ne laskivat vuonna 2022 55 %:iin. Näin ollen yhtiön myyntikate-% on ollut viimeisten tilikausien ajan 45 %:n tuntumassa. Mikäli yhtiö kykenee kasvattamaan omien tuotteiden suhteellista osuutta liikevaihdosta, olisi tällä arviomme mukaan positiivinen vaikutus myyntikatteen kehitykseen, sillä näiden tuotteiden katetasot ovat tyypillisesti jossain määrin korkeammat.

## Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

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

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

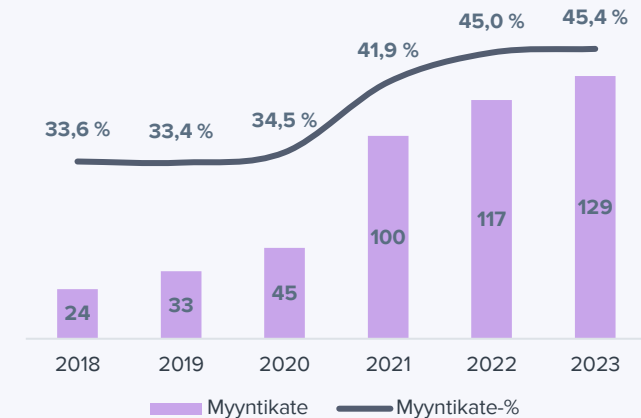
Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea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

## Kustannusrakenne on melko joustava

Relaisin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista karkeasti 2/3 on lyhyellä tähtämellä muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannuksien osuus on 1/3. Kiinteiden kustannusten kohtuullista osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liittyviä kiinteäluontoisia kuluja.

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

## Myyntikatteen kehitys



## Kustannusrakenteen kehitys



# Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

## Epäorgaaninen kasvustrategia näkyy liikearvossa

Q1'24:n lopussa Relaisin taseen loppusumma oli 324 MEUR. Liiketoimintamallia, kasvustrategiaa ja erityisesti epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin aineettomasta omaisuudesta, jotka olivat vuoden päätyttyä 129 MEUR. Aineettomat varat koostuvat valtaosin liikearvosta (117 MEUR), joka on syntynyt useista Relaisin tekemistä yrityskaupoista viime vuosina. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa oli Q1'24:n lopussa noin 62,5 MEUR, josta suurin osa (57,4 MEUR) oli käyttöoikeusomaisuuseriä eli korjaamojen vuokratiloja. Yhtiö omistikin itse vain 5,1 MEUR:n edestä kiinteää omaisuutta.

## Lyhytaikaisten varojen rakenne tyypillinen tukkuri- ja korjausliiketoiminnalle

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 73 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (23 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (25 % viimeisen 12 kuukauden liikevaihdosta). Suhteellisesti merkittävän kokoluokan vaihto-omaisuus on Relaisin tukkuliiketoimintojen rakenteellinen elementti, jonka taustalla on tavoite kyetä tarjoamaan asiakkaille laaja tuotetarjoama nopeilla toimitusajoilla.

Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden Q1'24:n lopussa 47 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli 10 MEUR Q1'24:n lopussa. Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin arviomme

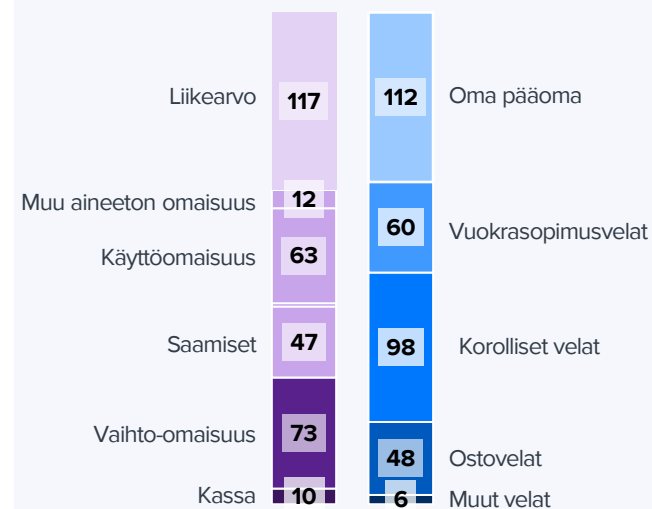
mukaan liity merkittäviä alaskirjausriskejä konsernitason terveen kannattavuuden ansiosta.

## Taseessa on vipua

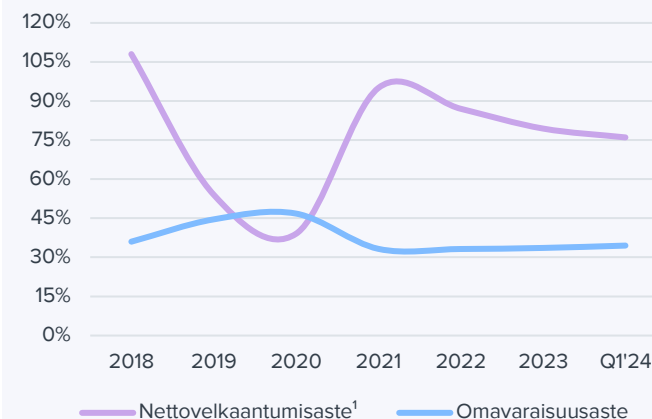
Relais on hyödyntänyt yritysostostrategiassaan velkavipua, minkä ansiosta sen nettovelkaantumisaste on ollut vuosien 2018-2023 aikana keskimäärin tyydyttävällä tasolla. Q1'24:n lopussa konsernin nettovelkaantumisaste oli 76 %:ssa (ilman vuokrasopimusvelkoja) ja pankkilainaa yhtiöllä oli noin 95 MEUR. Siten yhtiön nettovelan (ilman vuokrasopimusvelkoja) suhde edellisen neljän kvartaalin käyttökatteeseen oli 1,9x (3,2x ml. Vuokrasopimusvelat). Relaisin alkuvuodesta 2024 uusiman rahoitussopimuksen puitteissa yhtiön pankkilainan kapasiteetti on yhteensä 126,7 MEUR. Arviomme mukaan nämä tasot ovat yhtiön mukavuusalueen rajojen sisäpuolella, ja pidämme velkavivun hyödyntämistä kassavirtojen defensiivinen luonne huomioiden perusteltuna. Huomioitavaa on myös, että Q1'24:n lopun tase huomioi täysimääräisesti toteutettujen yritysostojen tasevaikutukset, mutta nämä eivät heijastuneet vastaavalla tavalla viimeisen neljän kvartaalin tulokseen.

Korottomia velkoja yhtiöllä oli taseessaan noin 54 MEUR, josta ostovelkojen osuus oli noin 48 MEUR vuoden Q1'24:n lopussa. Muut korottomat velat ovat tavanomaisia siirtovelkoja ja muita velkoja.

Taserakenne Q1'24  
(324 MEUR)



Vakavaraisuus



# Sijoitusprofiili

## Relais on kasvuyhtiö

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

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

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

## Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan yhtiön merkittävimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

**Yritysostokoneisto:** Relais on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja vuosina 2020-2023 yhtiö

on toteuttanut 12 yrityskauppaa (13kpl ml. Alkuvuonna 2024 tehty yritysosto). Yritysostoilla on täydennetty jakelu- ja tukkuliiketoimintoja, jolloin yritysostot tuovat lievää synergiaa liikevaihtoon ja vauhdittavat orgaanista kasvua. Lisäksi yhtiö on laajentunut hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan, mikä mahdollistaa uusien täydentävien yritysostojen toteuttamisen. Yritysostot on toteutettu kohtuullisin arvostuskertoimin, mikä on antanut hyvät edellytykset arvonluonnille.

## Ajoneuvojen jälkimarkkinan markkinapotentiaali:

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

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

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Relaisin keskeisimmät

heikkoudet ja riskitekijät ovat:

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

## Käyttöpääomaa sitova liiketoimintamalli:

Liiketoimintamalli sekä laaja tuotetarjoama vaatii huomattavan kokoisia varastoja. Tästä, korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan vuokravastuista sekä tuntuvasta korkomenojen rasituksesta johtuen liiketoiminnan rahavirta jää tyypillisesti operatiivista tulosta matalammaksi, mikä arviomme mukaan hidastaa epäorgaanisen kasvustrategian toteutuksen edellytyksiä jossain määrin.

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

# Sijoitusprofiili

1.

**Kasvuhakuisuus ja edellytykset luoda arvoa yritysostoilla**

2.

**Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali**

3.

**Joustava kulurakenne ja pääosin vakaa tulohistoria**

4.

**Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa, mikä rajoittaa kasvupanostuksia**

5.

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

## Vahvuudet



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

## Riskit



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



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Relaisin liikevaihdon kehitystä Tekninen tukkukauppa ja tuotteet –segmentin sekä Korjaamo- ja huoltotoiminnot –segmentin kehityksen kautta. Ennustamme segmenttien kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti arvioitun markkinakasvun, arvioitujen myyntisynergioiden ja jo toteutettujen yritysostojen pohjalta. Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen suhteellista ja absoluuttista kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

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

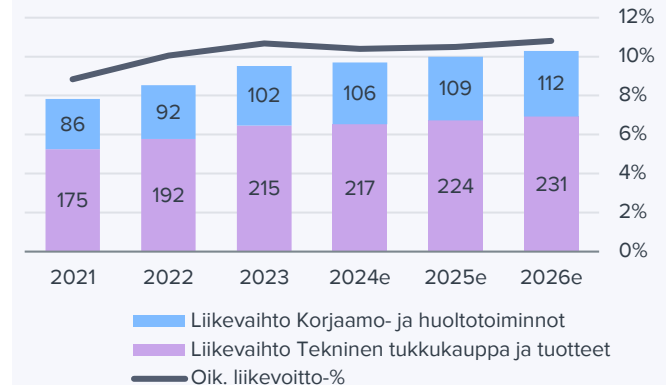
## Vuosi 2024 sai Q1:ltä lentävän lähdön

Relais ei tapansa mukaan ole antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2024. Q1'24:n liiketoimintakatsauksessaan yhtiö arvioi strategian toteuttamisen jatkamisen mahdollisuudet hyväksi kohonneista koroista sekä kuluttajan heikosta ostovoimasta huolimatta. Yhtiö arvioi makrotalouden vastatuulen vaikuttavan lievemmin Skandinavian markkinan kysyntään, josta enemmistö yhtiön liikevaihdosta syntyy, kun taas Suomen ja Baltian markkinaan vaikeudet osuvat kovemmin.

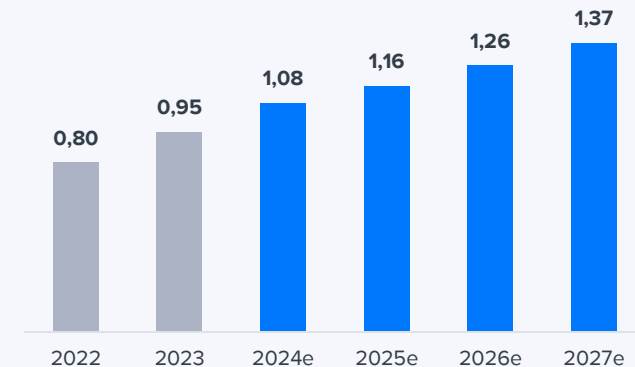
Ennustamme Relaisin vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan reilu 11 % 317 MEUR:oon. Kasvu jakaantuu karkeasti tasan orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun välillä. Orgaanisen kasvun ennustemme pohjautuu oletukseen siitä, että huolto- ja varaosamarkkinan kasvu palaa poikkeuksellisen suosiollisten sääolosuhteiden (kylmä talvi) tukeman Q1:n jälkeen noin pitkän aikavälin trendin mukaiselle tasolle, eli noin BKT:n kasvun tasolle. Epäorgaanisen kasvun ennustemme pohjautuu toteutettuihin S-E-T-, AutoMateriell-, Jyväskylä Truck Center- ja Asennustyö M. Ahlqvist-yrityskauppoihin, joiden odotamme tuovan 15–20 MEUR:n epäorgaanisen tuen liikevaihtoon vuonna 2024.

Ennustamme Relaisin EBITA:n kohoavan liikevaihtovetoisesti 33,9 MEUR:oon (10,7 % EBITA-%) kustannusrakenteen kasvaessa liikevaihdon kanssa karkeasti samassa suhteessa. Relaisin operatiivinen toiminta on arviomme mukaan viritetty hyvään vetoon ja sen huolto- ja korjaamotoimintojen ”käyttöasteet” ovat hyvällä tasolla, minkä myötä suurempia tehokkuusparannuksia on arviomme mukaan vaikea saavuttaa. Erittäin vahvan Q1:n myötä odotamme Q1:n jäävän vuoden 2024 EBITA:n osalta vahvimmaksi kvartaaliksi. Velkatason mukaisia rahoituskustannuksia ja historiallista eli päämarkkinoiden yhteisöverokannan tasoista 23 %:n veroasteen tasoista verojen tulosrasitusta mukailten ennustamme vuoden 2024 nettotulokseksi 16,3 MEUR, mikä vastaa 1,08 euron PPA-poistoilla

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos (oik.)



# Ennusteet 2/3

oikaistua osakekohtaista tulosta. Osingonjakopolitiikkaa mukaillen odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan 0,45 euroon osakkeelta edellisvuoden 0,44 eurosta.

## Vaativa vertailukausi jarruttaa kasvua 2025

Odotamme koronlaskujen tukevan taloudellista aktiiviteettia vuoden 2025 aikana ja kuluvaa vuotta parempaa talouskasvua, mutta ennusteissamme odotamme Relaisin liikevaihdon jäävän tästä vauhdista ja kasvavan vain 1%. Tämän taustalla on etenkin tilikauden 2024 Q1:n kiven kova vertailukausi, jota tuki kireiden pakkasjaksojen kiihdyttämä varaosien ja huoltojen korkea kysyntä. Erityisen vaativa vertailukausi on orgaanisesti 16% Q1'24:llä kasvaneella Tekninen tukkukauppa ja tuotteet segmentillä. Orgaanisen kehityksen lisäksi vuoden 2025 kasvua tukee lievästi vielä 2024 ensimmäisellä neljänneksellä toteutettu Asennustyö M. Ahlqvist-yritysosto.

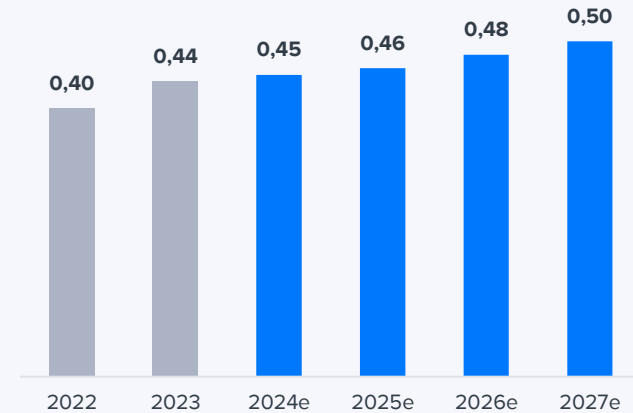
Hyvällä tasolla säilyvän tehokkuuden myötä odotamme kustannusrakenteen pysyvän ennallaan suhteessa liikevaihtoon, minkä myötä odotamme myös vuoden 2025 EBITAn kehittyvän melko vakaasti ja asettuvan 33,6 MEUR:oon (10,4% EBITA-%). Velan lyhentymisen ja maltillisesti laskevan korkotason seurauksena laskevien rahoituskustannusten ja tavanomaista verokantaa mukaillen ennustamme vuodelta 2025 17,4 MEUR:n nettotulosta ja niin ikään 1,16 euron oikaistua osakekohtaista tulosta. Odotamme Relaisin jälleen kohottavan osinkoaan sentillä 0,45 euroon osakkeelta vuonna 2025.

## Kassavirran ja taseaseman kehitys

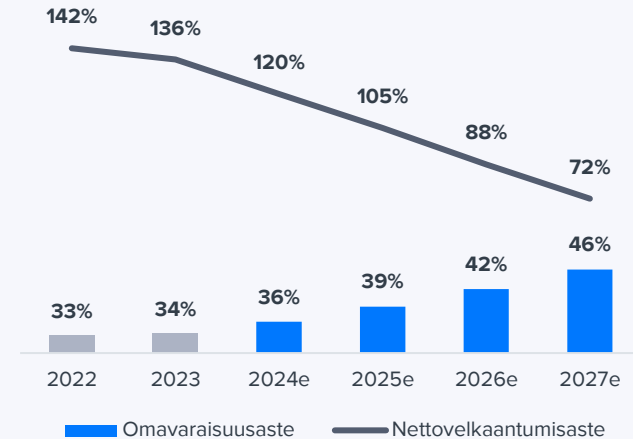
Relaisin suhteellinen nettokäyttöpääoma on laskenut viime vuosina, mikä on seurausta kasvusta vähemmän käyttöpääomaa sitovassa Korjaamo- ja huoltoliiketoiminnoissa. Odotamme nettokäyttöpääoman asettuvan nykyisellä liiketoimintarakenteella 22-23 %:iin suhteessa liikevaihtoon, eli toisin sanoen 4-5 MEUR:n orgaanisen liikevaihdon saavuttamiseksi yhtiön on investoitava noin 1 MEUR nettokäyttöpääomaan. Tätä heijastellen ennustamme yhtiön kassakonversion (operatiivinen rahavirta/EBITDA) asettuvan keskimäärin noin 80 %:n tasolle vuosien 2024-2027 ennusteissamme. Maltillisia noin 3 MEUR:n investointitarpeita, mutta merkittäviä IFRS-16 velan lyhennyksiä (vuokramaksut) heijasteleva operatiivinen vapaa rahavirta jää selvästi käyttökatesta alemmas, keskimäärin vajaan 50 %:iin käyttökatteesta.

Orgaaniseen kasvuun nojaavia ennusteitamme heijastellen yhtiön rahoitusasema vahvistuu ennusteissamme tulevina vuosina ja säilyy varsin hyvällä tasolla. Q1'24:n lopun nettovelan (~ 85 MEUR pl. IFRS 16) ja tilikauden 2024 käyttökateen ennusteillamme Relaisin rahoitusasema mahdollistaa arviomme mukaan karkeasti 28 MEUR:n velkapasiteetin kasvustrategian toteuttamiseen, mikäli tavoiteltuna velkaantuneisuutena pidetään 3x nettovelka/käyttökate-kerrointa\*. Toisaalta yhtiön nykyisen rahoitussopimuksen puitteissa velkapasiteettia on laskelmiemme mukaan noin 30 MEUR.

## Osakekohtainen osinko



## Taseasema



Lähde: Inderes

\*Nettovelka ei sisällä IFRS16 ja käyttökatteesta vähennetty vuokrasopimusvelkojen lyhennykset

## Ennusteet 3/3

Tasetaan hyödyntämällä yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa kasvua yritysostoin, minkä lisäksi edellytyksiä tukee mahdollisuudet oman osakkeen käyttöön.

### Ennusteriskit ovat sopuisia

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

Palveluliiketoiminnan kysynnän jatkuva luonne ja matala harkinnanvaraisen kysynnän osuus huomioiden Relaisin kysyntäriskien tulisi arviomme mukaan olla rajallisia väisusta talouskasvunäkymästä huolimatta. Toisaalta joidenkin yhtiöiden tuotteiden kysyntään vaikuttaa talven sääolosuhteet, mikä muodostaa molempiin suuntiin kääntyvän kysyntäriskin. Huomioitavaa on mielestämme myös, että Palveluliiketoiminnan kannattavuus on herkkä kysynnän muutoksille henkilöstökustannusten muodostaessa merkittävän osan sen kustannuksista. Tämä kohottaa kannattavuustasoon liittyviä riskejä jossain määrin.

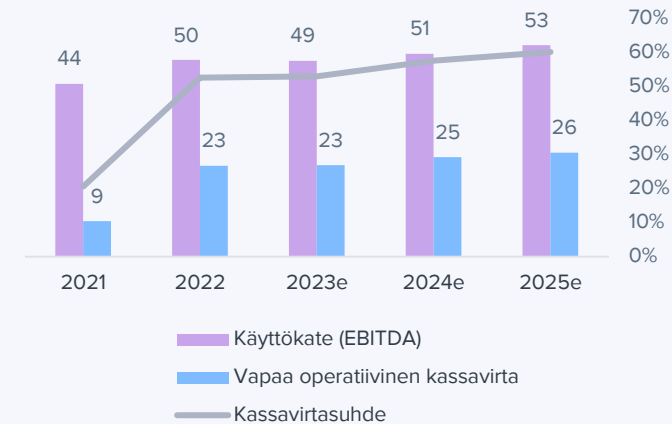
### Taloudellisen tavoitteen saavuttaminen vaatii suurempia liikkeitä yritysostorintamalla

Odotamme Relaisin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista myös tilikauden 2025 jälkeen. Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat arvioimaamme

markkinakasvuun, minkä seurauksena ne ovat 2,5-3 %:ssa. Vuoden 2025 loppuun asetettuun 50 MEUR:n EBITAn tavoitteeseen (pro forma), ei orgaaniseen kasvuun perustuvilla ennusteillamme päästä. Arvioimme myös EBITA-tavoitteen jäävän yhtiön ulottumattomiin, vaikka huomioon otettaisiin yhtiön yritysostoihin käytettävissä oleva velkakapasiteetti sekä tulo-rahoitus. Vuoden 2025 EBITAn ennusteemme ovat noin 34 MEUR:ssa ja näin ollen 50 MEUR:n EBITAn saavuttaminen vaatisi 16 MEUR:n edestä epäorgaanista EBITAn kasvua. Arviomme mukaisella toteutuneiden yrityskauppojen mediaaniarvostuskertoimella (7x EV/EBITDA) tavoite saavutettaisiin noin 100-120 MEUR:n arvoilla yritysostoilla ennusteperiodin aikana. Esimerkiksi oman pääoman ehtoista rahoitusta käyttämällä tavoite on saavutettavissa, mutta tällöin järjestelyn arvonaluonti riippuu suuresti ostokohteen laadun, pääomantuoton ja kauppahinnan lisäksi rahoitusjärjestelyn edullisuudesta. Arvonluonnin kannalta emme pidä tavoitteen saavuttamista välttämättömänä. Yhtiön arvonaluonti nojaakin pääoman allokoinnin laatuun määrän sijaan sekä olemassa olevan liiketoiminnan iskukykyyn ylläpitoon.

Odotamme Relaisin EBITA-marginaalin liikkuvan pitkällä aikavälillä 11 %:n maastossa. Tämän taustalla on arviomme liiketoimintamallin maltillisesta skaalautumispotentiaalista ja nykymuotoisen liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista.

### Kassavirran kehitys



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Emme ole tehneet juurikaan ennustemuutoksia laajan raportin yhteydessä, sillä lähivuosien ennustemuutokset asettuvat 0-1 %:n väliin
- Olemme päivittäneet mallinnuksemme liikevaihtotasolla huomioimaan erikseen raportoitavat Teknisen tukkukaupan ja tuotteet sekä Korjaamo- ja huoltoliiketoiminnot

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	317	317	0 %	322	323	0 %	332	333	0 %
Käyttökate	49,6	49,5	0 %	49,2	49,3	0 %	51,0	51,1	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,9	33,9	0 %	33,5	33,6	0 %	34,8	34,9	0 %
Liikevoitto	30,5	30,4	0 %	29,7	29,8	0 %	31,3	31,4	0 %
Tulos ennen veroja	21,2	21,0	-1 %	22,2	22,3	0 %	25,1	25,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,09	1,08	0 %	1,16	1,16	0 %	1,26	1,26	0 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,45	0 %	0,46	0,46	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>260,7</b>	<b>69,0</b>	<b>64,1</b>	<b>70,3</b>	<b>80,9</b>	<b>284</b>	<b>82,8</b>	<b>72,3</b>	<b>76,4</b>	<b>85,5</b>	<b>317</b>	<b>323</b>	<b>333</b>	<b>343</b>
Tekninen tukkukauppa ja tuotteet	175	44,3	41,3	48,9	57,9	192	56,9	47,0	51,8	59,6	215	217	224	231
Korjaamo- ja huoltotoiminnot	85,6	24,7	22,8	21,4	23,1	91,9	25,9	25,3	24,5	25,9	102	106	109	112
<b>Käyttökate</b>	<b>36,6</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>	<b>43,5</b>	<b>13,5</b>	<b>9,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,2</b>	<b>49,5</b>	<b>49,3</b>	<b>51,1</b>	<b>53,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-16,9	-4,5	-4,6	-4,6	-4,8	-18,4	-4,5	-4,9	-4,9	-4,9	-19,1	-19,6	-19,7	-19,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>23,0</b>	<b>7,5</b>	<b>4,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>28,6</b>	<b>9,7</b>	<b>5,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>33,9</b>	<b>33,6</b>	<b>34,9</b>	<b>37,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>19,7</b>	<b>6,6</b>	<b>4,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>25,1</b>	<b>9,0</b>	<b>4,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>30,4</b>	<b>29,8</b>	<b>31,4</b>	<b>33,6</b>
Relais Group	19,7	6,6	4,0	7,5	7,0	25,1	9,0	4,5	8,7	8,3	30,4	29,8	31,4	33,6
Nettorahoituskulut	-6,5	-2,2	-2,8	-1,5	-1,0	-7,4	-3,1	-2,1	-2,1	-2,1	-9,4	-7,4	-6,2	-5,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>13,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>17,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>21,0</b>	<b>22,3</b>	<b>25,2</b>	<b>28,0</b>
Verot	-3,1	-1,6	-1,0	-1,7	0,2	-4,0	-2,0	-0,5	-1,2	-1,1	-4,7	-4,9	-5,5	-6,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>10,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,2</b>	<b>4,3</b>	<b>6,3</b>	<b>13,7</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>16,3</b>	<b>17,4</b>	<b>19,7</b>	<b>21,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,80</b>	<b>0,21</b>	<b>0,06</b>	<b>0,29</b>	<b>0,39</b>	<b>0,9</b>	<b>0,25</b>	<b>0,15</b>	<b>0,35</b>	<b>0,33</b>	<b>1,08</b>	<b>1,16</b>	<b>1,26</b>	<b>1,37</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,55</b>	<b>0,16</b>	<b>0,01</b>	<b>0,24</b>	<b>0,35</b>	<b>0,76</b>	<b>0,21</b>	<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>	<b>0,90</b>	<b>0,95</b>	<b>1,07</b>	<b>1,18</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	9,6 %	11,0 %	9,4 %	8,5 %	7,7 %	9,0 %	20,0 %	12,8 %	8,7 %	5,7 %	11,5 %	1,9 %	3,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-10,6 %	31,0 %	41,4 %	9,7 %	26,0 %	24,1 %	28,4 %	11,6 %	14,6 %	17,6 %	18,6 %	-0,8 %	3,9 %	6,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	14,0 %	16,1 %	13,4 %	17,2 %	14,5 %	15,3 %	16,3 %	12,9 %	17,8 %	15,4 %	15,6 %	15,3 %	15,4 %	15,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	8,8 %	10,9 %	7,5 %	11,9 %	9,7 %	10,0 %	11,7 %	7,4 %	12,6 %	10,8 %	10,7 %	10,4 %	10,5 %	10,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,8 %	4,3 %	0,3 %	6,2 %	7,8 %	4,8 %	4,7 %	2,6 %	7,1 %	6,0 %	5,1 %	5,4 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

# Arvonmääritys 1/3

## Lähestymme arvostusta tulos pohjaisesti

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

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

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

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Relaisin arvostusta

tukevat ja painavat tekijät ovat:

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	12,70	12,70	12,70
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	231	231	231
Yritysarvo (EV)	375	365	354
P/E (oik.)	11,7	10,9	10,1
P/E	14,2	13,3	11,8
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	7,4	6,9
EV/EBIT (oik.)	11,1	10,9	10,1
Osinko/tulos (%)	50,3 %	48,3 %	44,8 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

## Kokonaistuotto-odotus

Edellisen 12 kuukauden tuloksella Relais arvostetaan oik. P/E-kertoimella 13x ja vastaavasti EV/EBITA-kertoimella 11x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena maltilliset ja niissä on mielestämme lievää nousuvaraa.

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2024 ja 2025 oikaistut P/E-luvut ovat 12x ja 11x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat ja 10x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset suhteessa Relaisin pääoman tuottotasoon ja myös pörssin yleisten arvostustasojen kontekstissa. Siten absoluuttisten arvostuskertoimien pohjalta osakkeessa olisi mielestämme nousuvaraa, mikä rakentuu tuloskasvun myötä laskevista arvostuskertoimista.

Ennustamme Relaisin tuloskasvun yltävän noin 9 %:iin Q1'24-2026e jaksolla (CAGR-%) orgaanisen ja jo toteutuneen epäorgaanisen kasvun ansiosta. Odotamme suhteellisen kannattavuuden säilyvän melko vakaana lähivuosina.

Ennusteidemme mukainen vuosien 2023-2025 osinkotuotto on nykyisellä kurssitasolla vajaan 4 %:n tasolla lähivuosina. Toteutuneella tuloksella nykyisten liiketoimintojen arvostus on mielestämme varsin kohtuullinen. Näin ollen tuloskasvusta ja vuotuisesta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus nouseekin kaksinumeroiselle tasolle, minkä lisäksi arvostuksessa on mielestämme lievää nousuvaraa. Tämä mielestämme tarkoittaa, että hyvä tuotto-odotus lähivuosina ei edellytä pääoman allokoointia

yritysostoihin. Nämä tekijät huomioiden pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta hyvänä, sillä odotamme pääoman uudelleen allokoinnin vahvistavan tuotto-odotusta, vaikka emme sitä mallinnakaan ennusteisiimme.

## Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

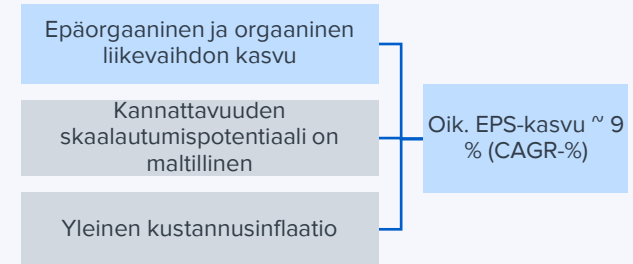
Olemme laatineet Relaisille kaksi verrokkiryhmää, jotka koostuvat kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista yhtiöistä ja pohjoismaisista sarjayhdistelijöistä. Ensimmäisen verrokkiryhmän toimijat ovat kokonaisuutena hyvin samankaltaisia toimijoita kuin mitä Relaisin operatiiviset liiketoiminnot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

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

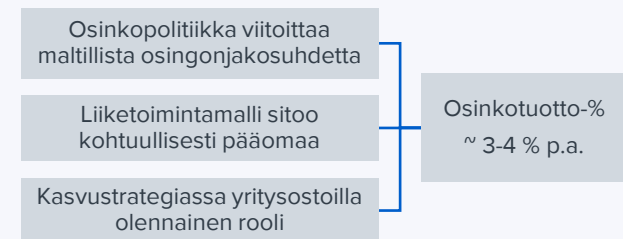
## Osaketuoton ajurit LTM Q1'24-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

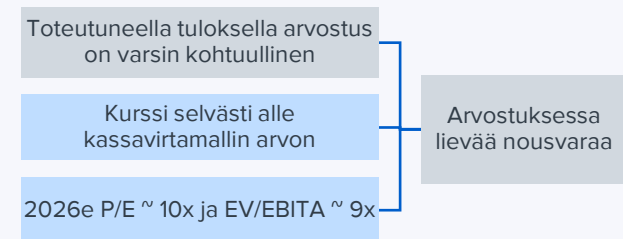
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto/riski –suhde on houkutteleva

# Arvonmääritys 3/3

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

Lähivuosien keskeisillä tulos pohjaisilla kertoimilla Relais arvostetaan lievällä eli 10 %:n keskimääräisellä alennuksella vastaavan kaltaisten liiketoimintojen verrokkeihin, joiden arvostus on mielestämme mediaanitasolla järkevä. Sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden Relais arvostetaan huomattavalla ja jopa reilun 50 %:n alennuksella. Tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeat, vaikkakin korkeista pääoman tuotoista pitkältä ajalta näytöt omaavat toimijat ansaitsevat selvästi keskimääräistä markkinoiden arvostustasoa korkeammat arvostuskertoimet. Tästä huolimatta suhteellinen arvostusero voi myös kaventua tämän verrokkiryhmän mediaaniarvostuksen laskun kautta, sillä absoluuttisesti niiden arvostustasot ovat korkeat.

Historialliset näytöt huomioiden Relaisin perusteltu arvostustaso mielestämme löytyy näiden kahden verrokkiryhmän välimaastosta. Samalla suhteellinen arvostus suhteessa molempiin

verrokkiryhmiin mielestämme toimii ikään kuin puntarina siitä, minkä verran osakkeen arvostustaso sisältää oletuksia epäorgaanisen kasvun arvonnluonnista. Nykyinen Relaisin osakkeen arvostus ei mielestämme sisällä odotuksia yritysostojen arvonnluonnista.

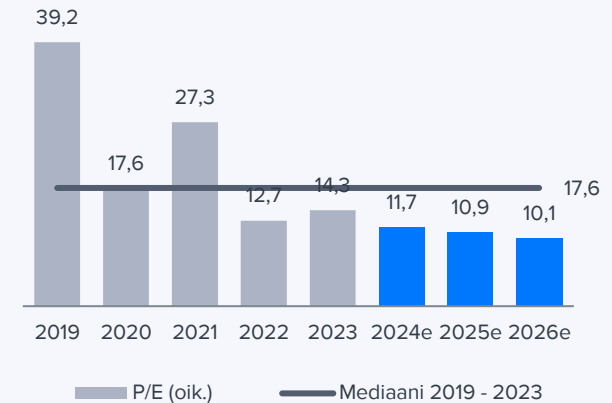
## DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme Relaisin osakkeelle indikoima arvo on 15,3 euroa osakkeelta. DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Näin ollen kassavirtamalli ei huomioi epäorgaanisen kasvun arvonnluontimahdollisuuksia ja näin ollen se toimii mittatikkuna etenkin nykyiselle kokonaisuudelle. Mallissa terminaaliarvon painoarvo on 57 %, mitä pidämme kohtuullisena. Mallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 9,0 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 8,0 %.

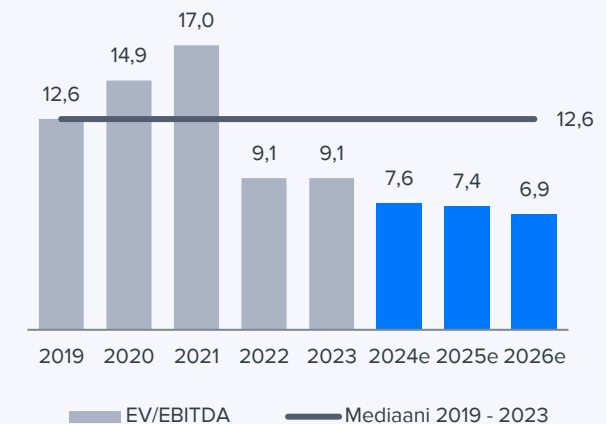
## Tavoitehintaa ja sijoituskäytös

Toistamme Relaisin 15,0 euron tavoitehintamme ja Osta-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus on useilla mittareilla varsin kohtuullinen ja siten lähivuosien tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle jo ilman yritysjärjestelyiden arvonnluontia. Arvioimme kuitenkin yhtiön jatkavan pääoman allokoimista epäorgaaniseen kasvuun, mistä näytöt viime vuosilta ovat mielestämme hyvät. Näkemyksemme mukaan osakkeen käypä arvo on 14-16,5 euroa/osake Tätä taustaa vasten pidämme tuotto/riski-suhdetta kokonaisuutena houkuttelevana.

P/E (oik.)



EV/EBITDA





# Vertailuryhmä 1/2

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Inter Cars SA	1793	2415	8,9	7,9	7,5	6,7	0,5	0,5	9,3	8,1	0,2	0,3	1,5
Advance Auto Parts Inc	3573	4802	14,1	12,5	7,7	7,1	0,5	0,5	17,8	14,9	2,5	2,7	1,4
Duell	40	70	23,2	11,6	10,7	7,0	0,6	0,6				5,2	0,8
Auto Partner SA	722	796	9,5	7,8	8,3	6,8	0,8	0,7	11,3	9,2	0,8	0,8	
Genuine Parts Co	18535	21146	11,7	10,8	10,2	9,5	1,0	0,9	14,6	13,5	2,8	2,9	4,1
LKQ Corp	10318	13920	9,5	8,8	8,0	7,5	1,0	1,0	10,7	9,7	2,9	3,0	1,7
O'Reilly Automotive Inc	52523	57302	18,4	17,3	16,2	15,3	3,7	3,5	23,0	20,7			
Autozone Inc	43978	51994	14,7	14,3	12,9	12,4	3,1	3,0	18,4	17,0			
Bapcor Ltd	873	1262	11,8	11,0	7,6	7,1	1,0	1,0	15,0	13,6	4,0	4,2	1,3
Mekonomen AB	606	1049	12,3	10,6	6,5	6,0	0,6	0,6	10,3	9,1	3,2	3,6	1,1
<b>Relais Group (Inderes)</b>	<b>235</b>	<b>378</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,4</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	<b>8,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,1</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>14,6</b>	<b>13,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-7%</b>	<b>1%</b>	<b>-6%</b>	<b>5%</b>	<b>36%</b>	<b>45%</b>	<b>-18%</b>	<b>-18%</b>	<b>26%</b>	<b>20%</b>	<b>42%</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

## Vertailuryhmä 2/2

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Indutrade AB	8569	9315	27,0	24,8	19,1	18,0	3,3	3,1	33,9	30,3	1,2	1,3	6,0
Bergman & Beving AB	665	806	22,5	21,2	13,9	12,4	1,9	1,8	33,1	28,4	1,4	1,5	3,2
Momentum Group AB	795	841	34,3	31,8	23,4	22,0	3,4	3,2	38,9	35,2	0,8	0,9	11,8
Bufab AB (publ)	1273	1563	17,0	16,1	14,7	13,8	2,1	2,0	23,1	19,7	1,4	1,5	3,7
Christian Berner Tech Trade AB	50	61	9,7	8,7	6,5	6,1	0,7	0,7	12,4	10,7	3,3	3,7	2,4
Addtech AB	5855	6244	29,2	27,4	22,1	20,8	3,5	3,4	39,2	36,7	1,1	1,2	10,2
Beijer Ref AB (publ)	7223	7965	25,0	22,5	19,9	18,0	2,5	2,3	34,7	29,8	0,9	1,0	3,5
Beijer Alma AB	1110	1349	15,9	14,5	11,4	10,8	2,2	2,0	20,6	18,0	1,9	2,1	3,0
Lifco AB (publ)	10386	11077	27,0	23,9	20,2	18,3	4,9	4,6	39,2	35,3	0,8	0,8	7,3
Lagercrantz Group AB	3556	4102	37,0	32,8	27,4	24,4	5,6	5,1	39,6	34,5	1,0	1,3	9,8
Volati Ab	894	1139	19,9	16,1	13,5	11,8	1,6	1,5	25,0	18,6	1,2	1,4	4,8
Boreo	56	107	24,5	12,9	10,5	8,8	0,7	0,7	14,1	11,6		0,7	1,2
AddLife AB	1217	1680	27,6	23,7	12,9	11,7	1,9	1,8	56,1	33,1	0,7	1,3	2,7
Addnode Group AB	1366	1437	27,1	23,1	16,6	15,3	2,0	2,2	37,2	29,9	1,1	1,3	6,5
Instalco AB	910	1264	15,4	13,4	10,0	9,3	1,0	1,0	17,0	13,7	1,9	2,1	2,8
Seafire AB	22	42	21,9	11,2	6,3	5,1	0,5	0,5		19,2			0,4
Sdiptech AB	1084	1084	13,5	12,1	9,9	9,1	2,3	2,1	24,9	21,2			3,0
Fasadgruppen Group AB	297	418	11,4	9,2	8,6	7,2	0,9	0,8	13,3	9,5	2,5	3,1	1,4
<b>Relais Group (Inderes)</b>	<b>231</b>	<b>375</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>22,7</b>	<b>19,4</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>29,8</b>	<b>24,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>24,5</b>	<b>21,2</b>	<b>13,9</b>	<b>12,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>33,5</b>	<b>28,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-55 %</b>	<b>-49 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-65 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>209 %</b>	<b>189 %</b>	<b>-39 %</b>

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

# Verrokkien arvonluonti

Yhtiö	Liikevaihdon kasvu 2015-2023 (CAGR)	Operatiivinen tuloskasvu 2015-2023 (CAGR)	ROIC-% 2015-2023	RONIC-% 2015-2023
Indutrade	11 %	15 %	20 %	19 %
Bergman & Beving	-7 %	-1 %	9 %	-
Bufab	18 %	22 %	13 %	16 %
Christian Berner	11 %	13 %	20 %	12 %
Addtech	16 %	19 %	20 %	26 %
Beijer Ref	18 %	22 %	14 %	10 %
Beijer Alma	7 %	5 %	18 %	8 %
Lifco	12 %	20 %	19 %	26 %
Lagercrantz Group	11 %	18 %	23 %	20 %
Volati	17 %	14 %	13 %	23 %
Relais Group *	22 %	15 %	13 %	9 %
VBG Group	20 %	23 %	12 %	21 %
AddLife	33 %	31 %	16 %	10 %
Addnode Group	18 %	14 %	15 %	17 %
Instalco	36 %	44 %	17 %	16 %
Sdiptech	38 %	47 %	11 %	12 %
Fasadgruppen*	24 %	15 %	13 %	9 %
Teqnion*	32 %	34 %	20 %	15 %
Solwers*	15 %	10 %	13 %	4 %
Boreo	21 %	19 %	18 %	10 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes

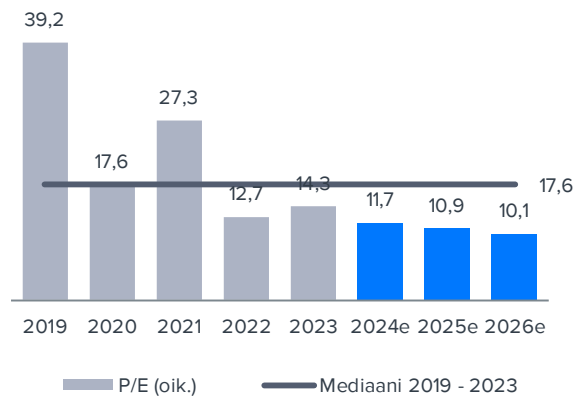
\*Poikkeavat ajanjaksot: Teqnion, Relais 2016-2023, Solwers 2018-2023, Fasadgruppen 2019-2023

# Arvostus yhteenveto

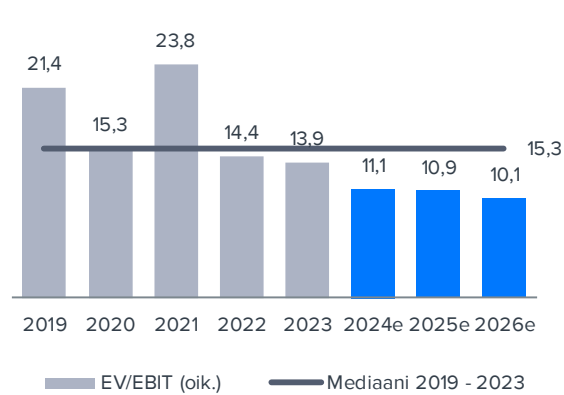
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,25	14,7	26,0	10,2	13,5	<b>12,70</b>	<b>12,70</b>	<b>12,70</b>	<b>12,70</b>
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	17,4	17,9	18,1	18,1	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>
Markkina-arvo	134	256	466	185	245	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>231</b>
Yritysarvo (EV)	168	285	613	332	396	<b>375</b>	<b>365</b>	<b>354</b>	<b>341</b>
P/E (oik.)	39,2	17,6	27,3	12,7	14,3	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>
P/E	>100	36,9	32,5	18,4	17,8	<b>14,2</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>	<b>10,7</b>
P/B	2,1	3,6	4,5	1,8	2,2	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
P/S	1,4	2,0	2,0	0,7	0,9	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
EV/Liikevaihto	1,7	2,2	2,6	1,3	1,4	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
EV/EBITDA	12,6	14,9	17,0	9,1	9,1	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,3	23,8	14,4	13,9	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>
Osinko/tulos (%)	421,1%	75,3%	44,9%	72,3%	58,1%	<b>50,3%</b>	<b>48,3%</b>	<b>44,8%</b>	<b>42,2%</b>
Osinkotuotto-%	1,2%	2,0%	1,4%	3,9%	3,3%	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,0%</b>

Lähde: Inderes

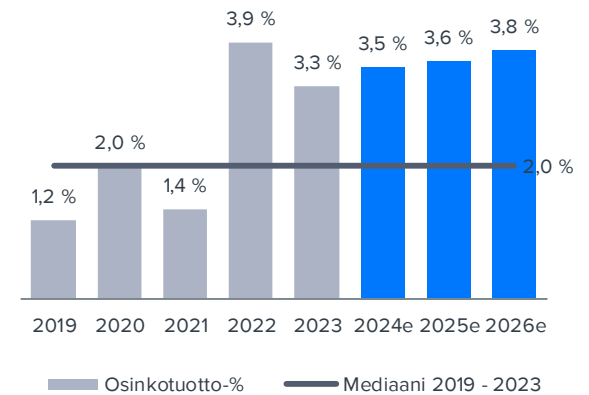
### P/E (oik.)



### EV/EBIT



### Osinkotuotto-%

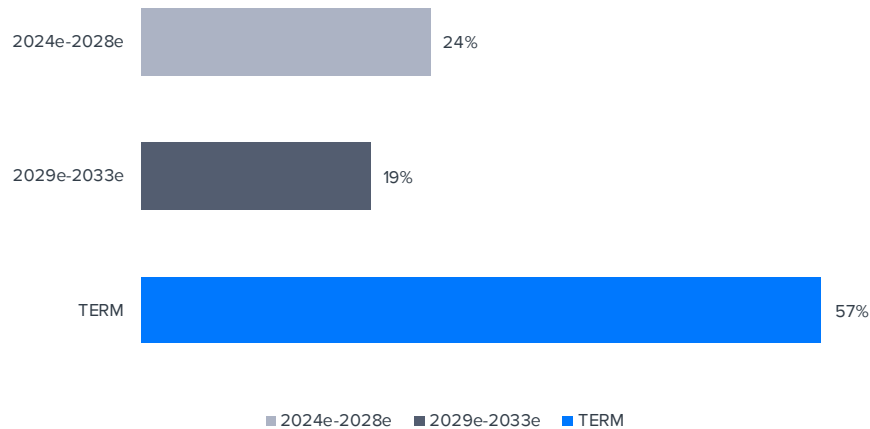


Lähde: Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	11,5 %	1,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,8 %	9,6 %	9,2 %	9,4 %	9,8 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>25,1</b>	<b>30,4</b>	<b>29,8</b>	<b>31,4</b>	<b>33,6</b>	<b>38,8</b>	<b>40,0</b>	<b>41,2</b>	<b>40,3</b>	<b>41,3</b>	<b>42,2</b>	
+ Kokonaispoistot	18,4	19,1	19,6	19,7	19,6	19,3	17,0	16,9	16,9	16,9	16,9	
- Maksetut verot	-4,6	-4,7	-4,9	-5,5	-6,2	-7,6	-7,9	-8,1	-7,9	-8,2	-8,3	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,3	-2,2	-3,6	-2,9	-3,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,2	-2,3	-1,9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>33,0</b>	<b>40,4</b>	<b>39,1</b>	<b>41,3</b>	<b>42,5</b>	<b>47,1</b>	<b>45,7</b>	<b>46,5</b>	<b>46,1</b>	<b>46,9</b>	<b>47,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,1	-17,5	-16,0	-16,2	-16,3	-16,5	-16,9	-17,0	-17,0	-17,1	-17,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,0</b>	<b>22,9</b>	<b>23,1</b>	<b>25,1</b>	<b>26,2</b>	<b>30,6</b>	<b>28,8</b>	<b>29,5</b>	<b>29,1</b>	<b>29,8</b>	<b>30,0</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,0	22,9	23,1	25,1	26,2	30,6	28,8	29,5	29,1	29,8	30,0	512
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>21,9</b>	<b>20,5</b>	<b>20,6</b>	<b>19,9</b>	<b>21,6</b>	<b>18,8</b>	<b>17,8</b>	<b>16,3</b>	<b>15,4</b>	<b>14,4</b>	<b>246</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		433	411	390	370	350	328	310	292	276	260	246
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>433</b>										
- Korolliset velat		-161										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>274</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>15,3</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



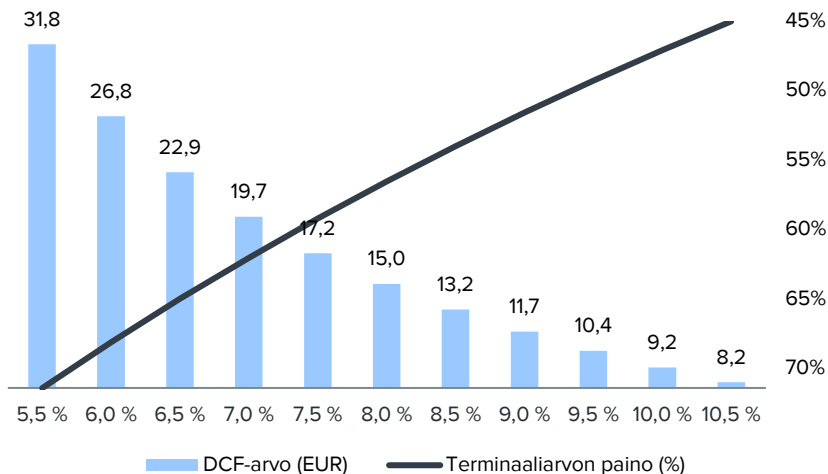
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,10 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

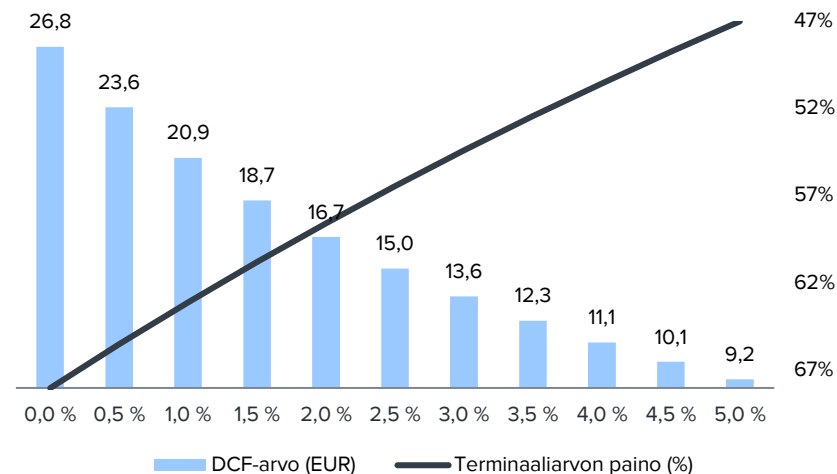
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

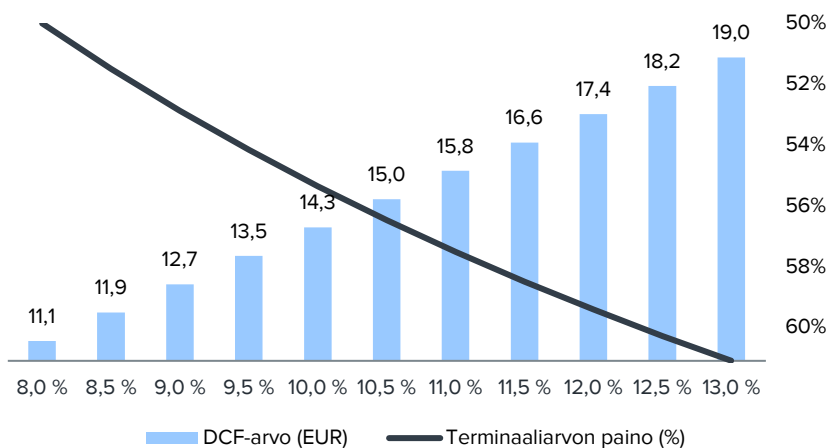
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



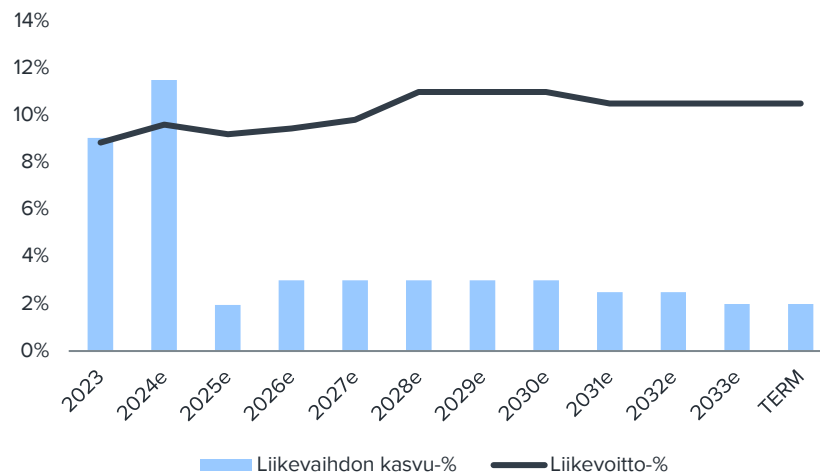
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>198</b>	<b>195</b>	<b>191</b>
Liikearvo	118	120	122	122	122
Aineettomat hyödykkeet	15,0	13,1	11,2	8,8	6,9
Käyttöomaisuus	60,3	65,8	65,0	63,8	62,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,9	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>119</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>137</b>	<b>141</b>
Vaihto-omaisuus	67,8	74,1	80,2	82,4	85,5
Muut lyhytaikaiset varat	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Myyntisaamiset	32,8	41,4	39,9	40,7	41,9
Likvidit varat	13,9	9,7	9,5	9,7	10,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>313</b>	<b>329</b>	<b>332</b>	<b>332</b>	<b>333</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>128</b>	<b>139</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,6	42,0	50,4	59,6	70,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	68,2	68,5	68,5	68,5	68,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>148</b>	<b>145</b>	<b>125</b>	<b>105</b>	<b>95,3</b>
Laskennalliset verovelat	5,8	5,2	5,2	5,2	5,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	142	140	120	100,0	90,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>61,0</b>	<b>73,3</b>	<b>87,7</b>	<b>98,1</b>	<b>98,1</b>
Korolliset velat	19,1	20,8	32,9	44,0	42,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,3	46,8	49,1	48,5	49,9
Muut lyhytaikaiset velat	6,6	5,7	5,7	5,7	5,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>313</b>	<b>329</b>	<b>332</b>	<b>332</b>	<b>333</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	237,8	260,7	284,3	317,0	323,1	EPS (raportoitu)	0,80	0,55	0,76	0,90	0,95
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	49,5	49,3	EPS (oikaistu)	0,95	0,80	0,95	1,08	1,16
Liikevoitto	23,0	19,7	25,1	30,4	29,8	Operat. kassavirta / osake	0,98	1,64	1,82	2,22	2,14
Voitto ennen veroja	18,5	13,1	17,7	21,0	22,3	Vapaa kassavirta / osake	-7,28	0,72	0,49	1,26	1,26
Nettovoitto	14,4	10,0	13,7	16,3	17,4	Omapääoma / osake	5,80	5,73	6,10	6,54	7,01
Kertaluontoiset erät	-2,7	-3,3	-3,4	-3,4	-3,8	Osinko / osake	0,36	0,40	0,44	0,45	0,46
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	314,0	312,8	329,1	332,0	331,7	Liikevaihdon kasvu-%	84 %	10 %	9 %	12 %	2 %
Oma pääoma	104,4	103,9	110,7	119,0	128,2	Käyttökateen kasvu-%	88 %	2 %	19 %	14 %	0 %
Liikearvo	116,6	118,2	120,1	122,1	122,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-11 %	24 %	19 %	-1 %
Nettovelat	144,8	147,2	151,0	143,4	134,3	EPS oik. kasvu-%	14 %	-16 %	18 %	14 %	7 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	15,1 %	14,0 %	15,3 %	15,6 %	15,3 %
Käyttökate	36,0	36,6	43,5	49,5	49,3	Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	8,8 %	10,0 %	10,7 %	10,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-17,0	-1,8	-4,3	-2,2	-3,6	Liikevoitto-%	9,7 %	7,5 %	8,8 %	9,6 %	9,2 %
Operatiivinen kassavirta	17,6	29,8	33,0	40,4	39,1	ROE-%	16,3 %	9,6 %	12,8 %	14,2 %	14,1 %
Investoinnit	-148,6	-16,1	-24,1	-17,5	-16,0	ROI-%	11,6 %	7,5 %	9,4 %	11,2 %	10,9 %
Vapaa kassavirta	-130,6	13,1	9,0	22,9	23,1	Omavaraisuusaste	33,2 %	33,2 %	33,6 %	35,8 %	38,7 %
						Nettovelkaantumisaste	138,7 %	141,7 %	136,5 %	120,5 %	104,7 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA	17,0	9,1	9,1	7,6	7,4						
EV/EBIT (oik.)	23,8	14,4	13,9	11,1	10,9						
P/E (oik.)	27,3	12,7	14,3	11,7	10,9						
P/B	4,5	1,8	2,2	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,5 %	3,6 %						

Lähde: Inderes



# ESG

Relaisin tulkinnan mukaan vain pieni osa sen liiketoiminnoista on raportoitavien taksonomiatoimialojen piirissä. Tällä hetkellä Relaisin taksonomiakelpoisia toimintoja ovat mm.

- Liikenteen vähähiilisten teknologioiden valmistus
- Energiatehokkuuslaitteiden asennus, huolto ja korjaus
- Sähköajoneuvojen latausasemien asennus, huolto ja korjaus

Nämä kattavat vain hyvin pienen osan Relaisin liiketoiminnoista.

Liikenteen sähköistyminen on suuressa roolissa EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamisen näkökulmasta, minkä myötä Relaisin toimialan toiminnoista taksonomiakelpoisiksi ja -mukaisiksi luokitellaan tällä hetkellä lähinnä sähköajoneuvojen käytön yleistymistä tukevat toiminnot. Näin ollen nykyisen hyötyajoneuvokannan korjaus- ja huoltoliiketoiminta sekä varaosien tukkukauppa jäävät taksonomian ulkopuolelle. Relais tavoittelee käsityksemme markkinaosuutta myös sähköisten hyötyajoneuvojen jälkimarkkinalta. Näin ollen sähköisten hyötyajoneuvojen yleistyessä odotamme myös Relaisin taksonomiakelpoisiksi ja -mukaisiksi luokiteltujen toimintojen osuuden tulevaisuudessa kasvavan, vaikka hyötyajoneuvojen osalta sähköistyminen on vielä hyvin alkutekijöissään.

Emme usko, että matalat taksonomiaprosentit aiheuttavat välittömiä nousupaineita yhtiön rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita yhtiön liiketoimintaan.

Relais ei ole kommentoinut hiilirajamekanismin (CBAM) mahdollisia vaikutuksia sen liiketoimintaan, joten jäämme odottamaan lisätietoja sekä mahdollista

liitännäisyyttä tulevien ilmastotavoitteiden kanssa.

## Liiketoimintoihin liittyvä yhteiskunnallinen elementti

Relaisin liiketoimintaan liittyy mielestämme jonkin asteinen yhteiskunnallinen elementti, sillä raskaan kaluston huoltotoiminnot ovat avainasemassa edistämässä liikenneturvallisuutta sekä varmistamassa yhteiskunnan kannalta kriittisten kuljetusten varmistamisen. Etenkin liikenneturvallisuuden kannalta kysyntää ohjaa lainsäädäntö, joka velvoittaa ajoneuvon omistajat tiettyjen huoltotoimenpiteiden suorittamiseen. Liikenneturvallisuuteen liittyvän lainsäädännön riskit näemme Relaisille lähinnä positiivisen puoleisina, sillä liikenneturvallisuuteen liittyvän lainsäädännön odotamme ennemmin tiukentuvan kuin kehittyvän väljempään suuntaan.

## Yhtiö työstää ympäristöraportointia

Relais jatkoi vuoden 2023 aikana vastuullisuusohjelmansa kehittämistä. Tavoitteiden ja mittareiden osalta ohjelma täydentyy vuoden 2024 aikana.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	0 %
OPEX	-	0 %
CAPEX	-	6 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	0 %
OPEX	-	0 %
CAPEX	-	0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

\*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakelpoisuudesta johtuen.

# 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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.5.2022	Lisää	20,00 €	18,00 €
9.8.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
12.8.2022	Lisää	14,00 €	12,20 €
9.11.2022	Osta	13,00 €	10,45 €
11.11.2022	Osta	13,50 €	10,95 €
1.3.2023	Lisää	13,50 €	11,50 €
3.3.2023	Lisää	13,50 €	12,50 €
5.5.2023	Lisää	15,50 €	14,00 €
30.5.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
11.8.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
3.11.2023	Osta	15,50 €	11,35 €
7.3.2024	Osta	15,00 €	12,65 €
9.5.2024	Osta	15,00 €	12,50 €
5.6.2024	Osta	15,00 €	12,70 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**