RELAIS GROUP

21.10.2026 22.30 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Arvonluontia ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

Relaisin arvonluontimalli pohjautuu liiketoimintojen omistamiseen, kehittämiseen ja ajoneuvojen jälkimarkkinoiden konsolidointiin yritysostoilla. Yhtiön historialliset näytöt ovat hyvät ja uskomme sillä olevan edellytykset luoda arvoa myös jatkossa. Mielestämme osakkeen nykyinen arvostus on varsin kohtuullinen ja liiketoiminnan riskitaso on keskimääräistä matalampi. Siten pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta houkuttelevana ja toistamme Lisää-suosituksemme, vaikkakin laskemme tavoitehintamme ennustemuutoksia ja hieman noussutta tuottovaadetta heijastellen 15,5 euroon (aik. 17,0 euroa).

Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinalla

Relais Group omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yhtiöitä ja konsolidoi jälkimarkkinaa yritysostoilla. Tämänhetkiset konserniyhtiöt harjoittavat varaosien, valaisimien ja varusteiden myyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa. Yhtiöllä on toimintaa laaja-alaisesti Pohjoismaissa sekä muualla Pohjois-Euroopassa. Kuluvalla vuosikymmenellä Relais on kasvanut lukuisten yritysostojen sekä arviomme mukaan markkinakasvua nopeamman orgaanisen kasvun turvin. Konsernin liiketoiminta- ja arvonluontimallin ytimessä on omistettujen liiketoimintojen kassavirran uudelleen allokointi kasvuun, mikä tunnetaan niin kutsuttuna sarjayhdistelijän toimintamallina. Tällä mallilla yhtiö on saavuttanut edellisen kymmenen vuoden jaksolla varsin hyvän pääoman tuottotason, mikä on osoittanut mallin toimivan.

Keskipitkällä aikavälillä huoltotoimia, pitkällä aikavälillä kasvu jatkuu

Relaisin kohdemarkkina kasvaa pääasiassa ajoneuvokannan kasvun mukaista tahtia, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä karkeasti linjassa talouskasvuvauhdin kanssa. Pitkässä juoksussa uskomme kuitenkin yhtiön kasvuvauhdin yltävän selvästi markkinakasvua ripeämmäksi, kun yhtiö toimintamallinsa mukaisesti allokoi liiketoimintojen tuottamia kassavirtoja jälkimarkkinalla operoiviin yhtiöihin. Siten yhtiön tuloskasvutahdin määrittää yritysostojen määrä. Lyhyellä tähtäimellä uskomme yhtiön fokuksen olevan nykyisten liiketoimintojen tehokkuustasojen nostossa sekä taseen velkavivun supistamisessa. Tehostustoimilla odotamme kuitenkin yhtiön onnistuvan kohottamaan pääoman tuottotasojaan, mikä vauhdittaa arvonluontia ja antaa myös paremmat edellytykset pitkän tähtäimen kasvulle. Pitkässä juoksussa yhtiön arvonkehityksen määrittää sen pääoman tuotto ja Relaisin tapauksessa asia tiivistyy suurelta osin yritysostoihin allokoitavien pääomien tuottoihin. Siten yhtiön keskeiset mahdollisuudet ja riskit liittyvät yritysostoprosessin laatuun.

Arvostuksessa on mielestämme nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat noin 11x ja 10x ja vastaavat oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja 9x. Kuluvan vuoden arvostuskertoimet eivät huomioi täysimääräisesti tuoreita yritysostoja, mutta näkemyksemme mukaan relevantimmat ensi vuoden kertoimet ovat Relaisin nykyliiketoiminnoille maltilliset. Suhteellisesti Relais arvostetaan alennuksella suhteessa vastaavanlaisia liiketoimintoja operoiviin verrokkiyhtiöihin, kun taas sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään suhteutettuna osake arvostetaan huomattavalla alennuksella. Mielestämme Relaisin perusteltu arvostustaso taas löytyy näiden verrokkiryhmien välimaastosta, joten absoluuttisesti ja suhteellisesti tarkasteltuna osakkeen arvostus on houkutteleva. Tätä arvostuskuvaa puoltaa myös nykykurssin yläpuolella 15,8 eurossa oleva kassavirtamalli. Tätä arvostuskuvaa, Relaisin pääoman allokoinnista saatuja historiallisia näyttöjä ja liiketoiminnan riskiprofiilia heijastellen pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta houkuttelevana.

Suositus
Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:
15,50 EUR
(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:
12,65 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



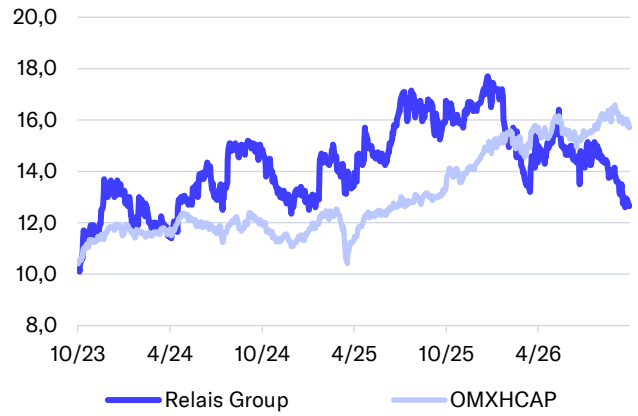
	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	383,4	464,9	484,8	495,1
kasvu-%	19 %	21 %	4 %	2 %
EBIT oik.	38,4	43,4	47,4	50,4
EBIT-% oik.	10,0 %	9,3 %	9,8 %	10,2 %
Nettotulos	15,5	16,0	20,3	23,6
EPS (oik.)	1,48	1,13	1,28	1,45
P/E (oik.)	11,3	11,2	9,9	8,7
P/B	2,5	1,8	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	15,1	11,8	10,6	9,6
EV/EBITDA	10,5	7,7	6,9	6,4
EV/Liikevaihto	1,5	1,1	1,0	1,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus (Ennallaan)

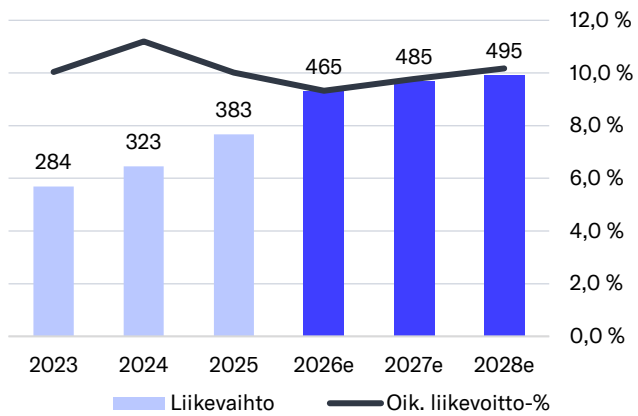
Relais Group ei julkaise numeerista tulosohjeistusta tilikaudelle 2026.

Osakekurssi



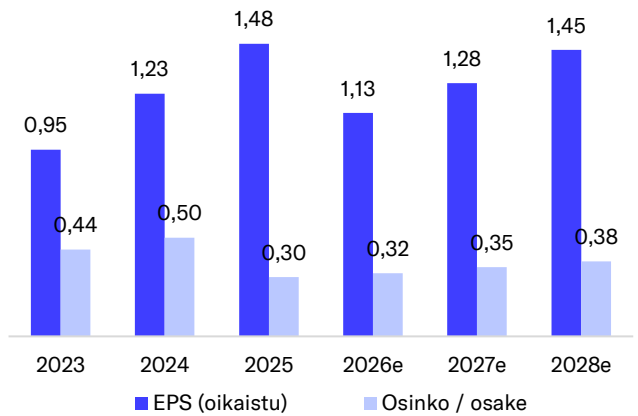
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



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
- Yritysostoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Rajallisen hinnoitteluvoimaan ja kilpailutilanteeseen liittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Huolto- ja korjaamoliiketoiminnan kannattavuuden alttius kysynnän vaihteluille

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,65	12,65	12,65
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,8	18,8
Markkina-arvo	237	237	238
Yritysarvo (EV)	513	500	483
P/E (oik.)	11,2	9,9	8,7
P/E	18,4	13,9	11,7
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,7	6,9	6,4
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,6	9,6
Osinko/tulos (%)	37,4 %	32,4 %	30,4 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-15
Markkina ja kilpailukenttä	16-19
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	20-21
Sijoitusprofiili	22-23
Ennusteet	24-28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

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

447 MEUR (+ 17 %)

Liikevaihto LTM Q2'26 (kasvu-%)

24 %

Liikevaihdon kasvu 2016–LTM Q2'26 (CAGR-%)

36,7 MEUR (8,2 %)

EBITA LTM Q2'26 (EBITA-%)

1 710

Henkilöstö H1'26 lopussa

Kansainvälistymisen alku 2014-2018

Kauden alussa liiketoiminnan pääpaino oli Suomessa

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

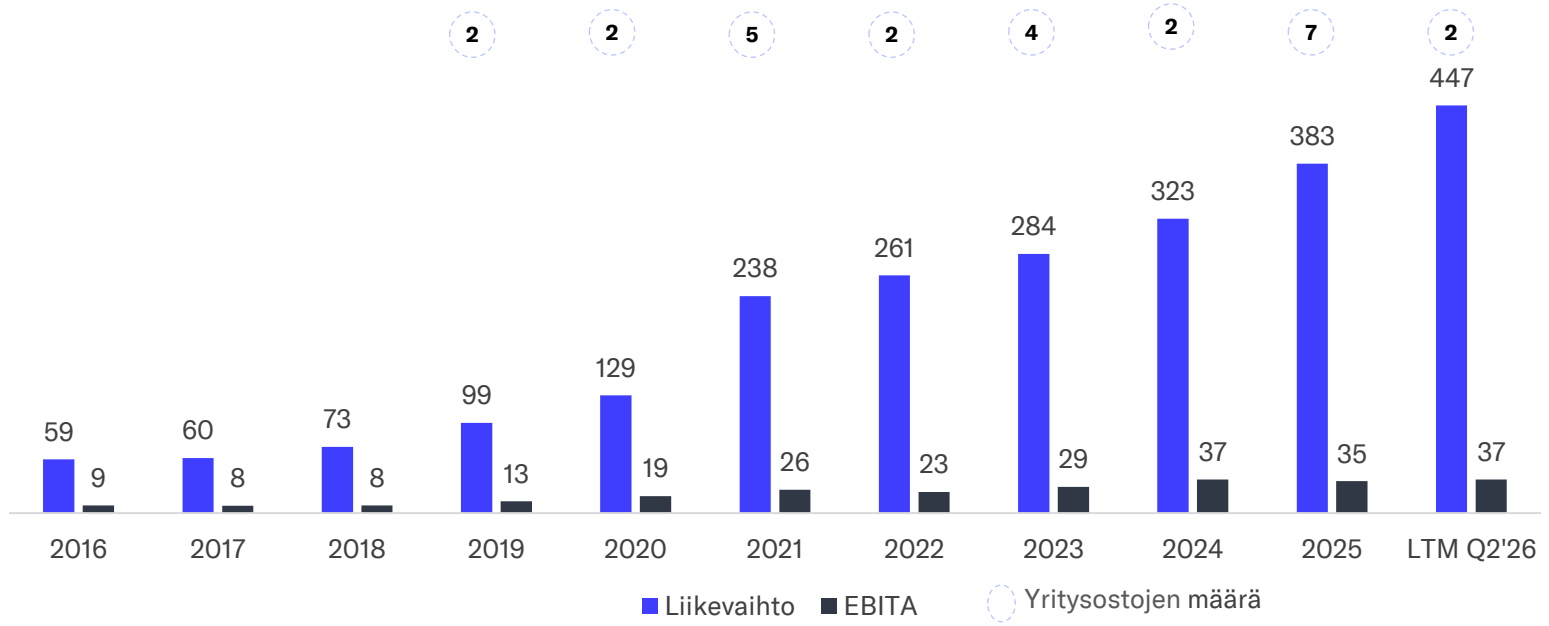
Yritysostot vahvistavat Pohjoismaista jalansijaa ja hajauttavat tulovirtoja maantieteellisesti

Kasvun kiihdytys yritysostoin 2021-2025

Raskone- ja STS-yrityskauppojen myötä laajentuminen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan

Maantieteellistä laajentumista: Team Verksted (Norja) ja Matro Group (Keski-Eurooppa) 2025

Strategia 2026-2028 painottaa pääoman tuottoa: tavoitteena ROCE yli 13 %



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 orgaanisen kasvun lisäksi Relaisin toiminnan keskiössä on epäorgaaninen kasvu. Yritysostostrategiassaan Relais on historiallisesti keskittynyt ensin ajoneuvojen jälkimarkkinalla varaosien ja varusteiden myyntiin, mutta yhtiö on laajentunut viime vuosina myös korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan. Kohdemarkkinaa yhtiö tarkasteleekin 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 niin sanottu sarjayhdistelijöiden liiketoimintamalli, kun taas alla olevien liiketoimintojen liiketoimintamallit ovatkin perinteisempiä tukku-, tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleja. Siten konsernitasolla arvoa pyritään luomaan etenkin toistuvien yritysjärjestelyiden avulla eli allokoimalla pääomaa kasvuun. Konsernin alla yhtiötasolla arvonluonti nojaa tavanomaisiin tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleihin.

Liiketoiminnan rakenne

Relais muokkasi raportointiaan vuonna 2026 ja raportoi nyt taloudellisen tuloksensa kolmen liiketoiminta-alueen kautta, minkä lisäksi se raportoi keskitettyjä toimintoja. Yhtiö on myös toteuttanut useita yritysostoja, joten parhaiten nykyistä jakaumaa kuvastavat edellisen 12 kuukauden luvut ja eteenpäin katsovat luvut. Edellisen 12 kuukauden liikevaihdosta 50 % muodostui hyöty- ja henkilöajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkukaupasta. Vastaavasti hyötyajoneuvojen huolto- ja korjauspalvelut muodostivat noin 41 % liikevaihdosta. 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. Kolmas liiketoiminta-alue eli premium brändeihin keskittynyt Tuotteet ja ratkaisut toi noin 11 % edellisen 12 kk:n liikevaihdosta.

Maantieteellisesti tarkasteltuna edellisen 12 kuukauden aikana Relaisin liikevaihdosta karkeasti kolmannes tuli Ruotsista, hieman vajaa kolmannes Suomesta ja Norjan osuus on harpannut vajaaseen viidennekseen etenkin Team Verksted -yritysoston ansiosta. Loput liikevaihdosta tulevat Baltian maista ja muista pienistä puroista muun muassa Keski-Euroopasta.

Laaja tuotevalikoima ja toimittajaverkosto

Relaisin tukkuliiketoimintojen tuotevalikoima on erittäin laaja, sillä se kattaa arviolta yli 200 tuhatta varastonimikettä, jotka jakaantuvat ajoneuvojen lisä- ja sähkövarusteisiin sekä varaosiin.

RELAIS

Ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumyyntiä Pohjoismaissa ja Baltiassa sekä premium tuotteita laajemmin kansainvälisille markkinoille

Hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa

Konserni on kasvualusta omistetuille yhtiöille, jota kasvatetaan toistuvin yritysostoin

Liikevaihdon jakauma
(LTM Q2'26, 447 MEUR)



Lähde: Relais ja Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Relaisilla on erikoisosaamista erityisesti ajoneuvojen sähkövarusteissa, -varaosissa ja valaisinratkaisuissa, 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 toimittajaverkostoon 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 reilu 15 % liikevaihdosta. Omat tuotteet koostuvat etenkin valomerkeistä, joita myydään useilla omilla brändeillä. Pienen lisän omiin tuotemerkkeihin tuovat myös varaosat, joita myydään Nordic Parts Development -merkillä. Tukkuliiketoiminnassa omiin tuotemerkkeihin panostamista tyypillisesti puoltaa niiden hieman korkeampi katetaso, minkä vuoksi arvioimme myös Relaisin panostavan niiden kasvuun. Tästä esimerkkinä toimii Matro Group –yritysosto (toteutuu kesällä 2025), jonka liikevaihdosta merkittävän osan tuo Strands- ja Nedking-brändit. Yhtenä yritysoston arvonluontiteesinä onkin tämän brändin kasvun vahvistaminen Relaisin vahvempien resurssien ja Strandsin kasvattamisesta kertyneen brändinrakennusosaamisen avittamana.

Asiakaskunta on hyvin hajautunut

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

Liikevaihtoa hajauttaa edelleen palveluliiketoimintojen laaja asiakaskunta, joka muodostuu korjaamo- ja huoltotoimipisteiden alueellisesta kysynnästä. Näitä toimipisteitä on useiden brändien alla - Raskoneella, M Ahlqvistilla ja Jyväskylän Truck Centerillä on toimipisteitä Suomessa, muun muassa Team Verkstad Sverigellä ja Skeppsbronsilla on Ruotsissa ja Team Verkstedillä on Norjassa. Relaisin korjaamoverkosto muodostuu 60 (2025) korjaamosta Pohjoismaissa.

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

RELAIS

Hyötyajoneuvopalvelut

RASKONE · Team Verksted · TEAM VERKSTAD · SKEPPSBRONS · ahlqvist · TJ Fordonsservice AB · LBP · Jyväskylän Truck Center

Tekninen tukkukauppa

ABR Reservdelar · STARTAX · LVD · HUZELLS TUNGA DELAR · AWIMEX · LUMISE · AutoMateriell · SECSET · Nordic · Autodelar Sweden · ADITA · Bilolssbutiken

Tuotteet ja ratkaisut *

strands lighting division · MATRO Truck Accessories · QPAX · NEDKING · GTC

Lähde: Relais ja Inderes
* Ei sis. Vuoden 2026 yritysostoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kysyntä on luonteeltaan jatkuvaa

Relaisin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimuspohjaisia jatkuvia elementtejä, sillä sen liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista ja ajoneuvojen korjaus- ja huoltotarpeista. Tukkuliiketoiminnoissa on kuitenkin ominaista, että yksittäinen toimittaja on ostajan ensisijainen toimittaja ja avainasiakkaiden kanssa solmitaan yksivuotisia raamisopimuksia, joissa kannustimet rakentuvat volyymisidonnaisin ostobonuksin. Vastaavasti korjaus- ja huoltoliiketoiminnoissa maltillinen osa kysynnästä muodostuu ymmärryksemme mukaan huolenpitosopimuksista tai merkkiedustuksista, joille konsernin korjaamoketjut tekevät takuuhuoltoja.

Kokonaisuutena mielestämme yhtiön kysynnän ajurit ovat suurelta osin jatkuvaluonteisia, sillä varaosien sekä korjaus- ja huoltopalveluiden kysyntä on luontainen seuraus ajoneuvojen kulutukselle ja näiden kysyntä on myös elinehto ajoneuvojen pitkälle käyttöiälle.

Konserniyhtiöiden kysyntä jakautuu vuoden aikana jokseenkin tasaisesti, vaikkakin Pohjoismaiden sääolosuhteet voivat lievää kausiluonteisuutta aiheuttaakin. Kausiluonteisuutta nimittäin voimistavat talviolosuhteet, jotka tyypillisesti lisäävät sekä varaosien että korjaamo- ja huoltopalveluiden kysyntää. Tämän kausiluonteisuuden voimakkuus voi vaihdella riippuen talven ankaruudesta, kuten esimerkiksi vuodet 2021, 2024 ja 2026 (ankara talvi) sekä 2022 ja 2025 (leudompi talvi) osoittivat.

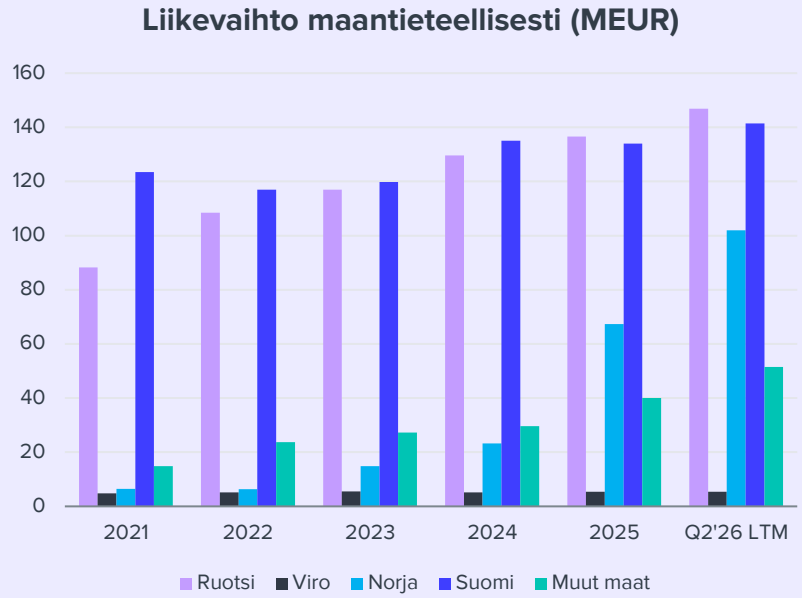
Liiketoimintojen ydintoiminnot

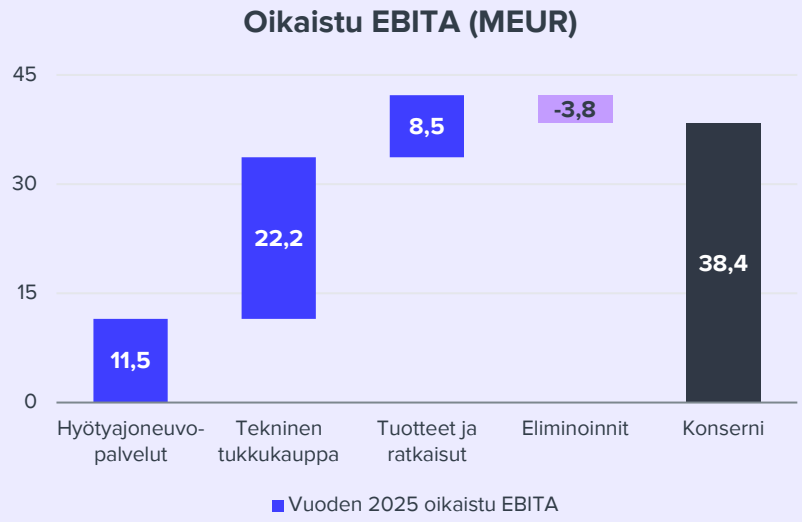
Relaisin konserniyhtiöiden omien tuotemerkkien valmistus on ulkoistettu, joten omaa valmistavaa toimintaa konsernilla ei ole. Siten tuoteliiketoiminnoissa konserniyhtiöiden ydintoimintoja ovat varaosien ja varusteiden hankinta, markkinointi, myynti ja jakelu. Näin ollen liiketoimintojen kilpailukyky 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 volyymi. Vastaavasti konsernin palveluyhtiöissä kustannusrakenteen kiintein elementti on toimipisteiden lyhyen tähtäimen kiinteät kustannukset, jotka muodostuvat suurelta osin palveluita toimittavan henkilöstön kustannuksista ja toimipisteiden infrasta. Näin ollen palveluliiketoiminnan kannattavuuden kannalta kriittisin ajuri on henkilöstön eli mekaanikkojen ja koko toimipisteiden käyttöaste.

Konsernitoiminnot

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

Konsernitason toimintoja on vastaavasti keskitetty pääasiassa sellaisiin toimintoihin, joissa mittakaavaetuja voidaan hyödyntää, kuten rahoituksessa ja tietojärjestelmissä ja tietyiltä osin myös ostotoiminnoissa. Konsernitasolla vastataan myös keskeisten menettelytapojen (tietoturva, riskienhallinta, ESG jne.) yhtenäistämisestä ja koordinoimisesta.





Lähde: Relais ja Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Relaisin konsernitason liiketoimintamallin yksi keskeisimmistä prosesseista on yritysjärjestelyt. Yritysostoihin osallistuu laaja joukko henkilöstöä, sillä niiden kartoittamista on hajautettu konserniyhtiöihin, jotka tunnistavat kilpailijakentästä potentiaalisia kohteita ja arvioivat niiden operatiivista sopivuutta osaksi konsernia. Vastaavasti viime vuosien järjestelyjen pohjalta konsernin johtoryhmällä on merkittävästi kokemusta transaktioiden toteuttamisesta, ja ne ovat etenkin liiketoiminnan kehitysjohtajan fokusaluetta. 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 arvolupausta 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

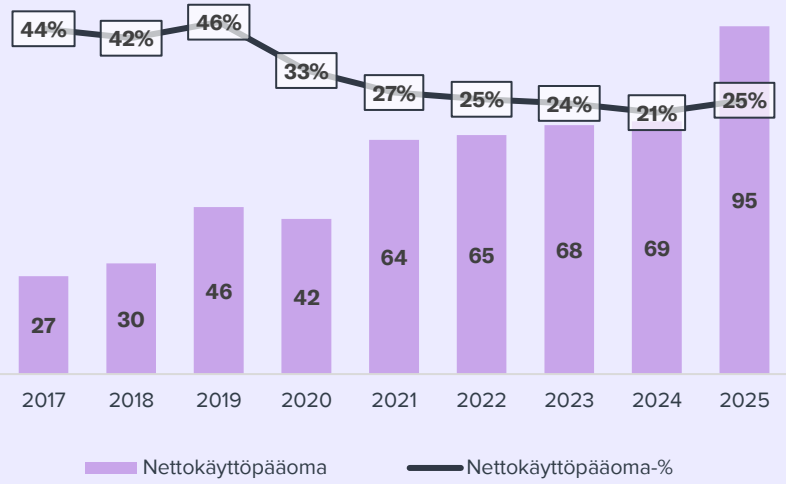
Relaisin tuoteliiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen, minkä ansiosta vuosien 2021-2025 investoinnit (ilman yritysostoja) ovat olleet keskimäärin reilu 3 MEUR. Investoinnit ovat kuitenkin olleet jaksolla nousukäyrällä, mikä on luonnollista liiketoiminnan kokoluokan kehitys huomioiden. Kasvu heijastelee kohonneita laite- ja järjestelmäinvestointeja. Tätä taustaa vasten arvioimme, että nykymuotoisen Relaisin vuotuiset orgaaniset investointitarpeet käyttöomaisuuteen ovat noin 6-8 MEUR:n suuruusluokkaa, kun huomioidaan tuoreet yritysostot.

Varastot sitovat pääomaa

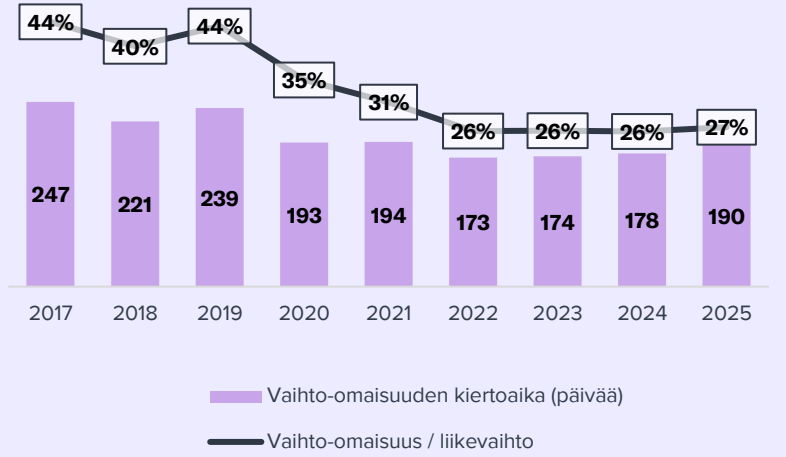
Liiketoimintamallissa rahavirran kehitystä jarruttaa käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla ovat etenkin tuoteliiketoiminnan suuret varastot. Tämä on tukkuliiketoiminnalle tyypillistä, mutta varastojen arvoa arviomme mukaan kohottavat osin tehdyt strategiset päätökset, kuten erittäin laaja tarjonta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

Tilikausilla 2021-2025 Relaisin nettokäyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 21-27 %. Käyttöpääoman suhteellinen osuus on kuitenkin kääntynyt laskusuuntaan, minkä taustalla on yritysostojen kautta tapahtunut laajentuminen liiketoimintoihin, joissa käyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa. Toisin sanoen korjaamo- ja huoltamoliiketoiminnan kasvanut osuus konsernin liikevaihdosta on supistanut nettokäyttöpääoma-%. Huomioitavaa on myös, että kesken tilikauden tehtävät yritysostot näkyvät välittömästi taseella, kun taas liikevaihto kasvaa vasta tulevaisuudessa.

Pääoman sitoutuminen



Vaihto-omaisuuden kehitys



Lähde: Relais ja Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Siten liiketoiminnan nettokäyttöpääoma-% on hieman edellä mainittuja lukuja maltillisempi rakenteellisesti.

Kassavirtaprofiili on hyvä, vuokravelvoitteet syövät vapaata rahavirtaa

Relaisin operatiivinen rahavirta on viime vuosina vastannut hyvin yhtiön käyttökatetta. Tästä poikkeuksena on vuosi 2021, jolloin varastoon sitoutui tavallista enemmän pääomaa yhtiön nostettua väliaikaisesti varastotasoja varautuakseen toimitusketjujen häiriöihin. Vuosina 2018–2025 kassavirtasuhde (operatiivinen rahavirta/ EBITDA) on yltänyt keskimäärin 89 %:iin käyttökatteesta, mikä kuvaa varsin hyvää liiketoiminnan kassavirtaprofiilia. Vapaan rahavirran osalta huomioitavaa on, että yhtiön siirryttyä IFRS-kirjanpitoon vuonna 2022 liiketoiminnan rahavirta ei huomioi enää vuokrasopimusvelkojen lyhennyksiä (IFRS16), jotka ovat vuosina 2024–2025 asettuneet noin 13-16 MEUR:n tasolle. Hyötyajoneuvopalveluiden kasvun myötä ne tulevat myös nousemaan jatkossa ja asettuvat arviomme mukaan jo reiluun 20 MEUR:oon vuonna 2026.

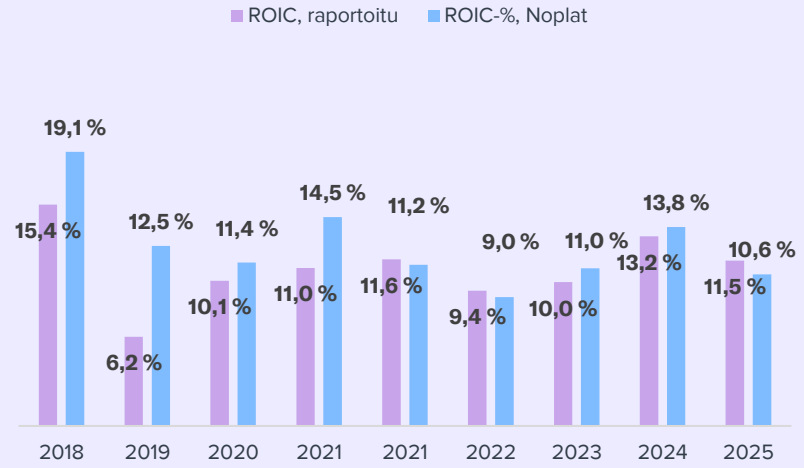
Pääoman tuotto strategian toteutuksen pääasiallinen mittari

Näkemyksemme mukaan Relaisin liiketoimintamallin ja strategian arvonluontia varsin hyvin kuvaava mittari on sijoitetun pääoman tuotto-%. Vuosina 2018–2024 raportoitu sijoitetun pääoman tuotto on ollut 6,2–15,4 % sen keskiarvon ollessa 10,9 %. Pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan ollut keskimäärin pääoman kustannusta korkeampi ja näin ollen kasvustrategia on luonut selvästi arvoa.

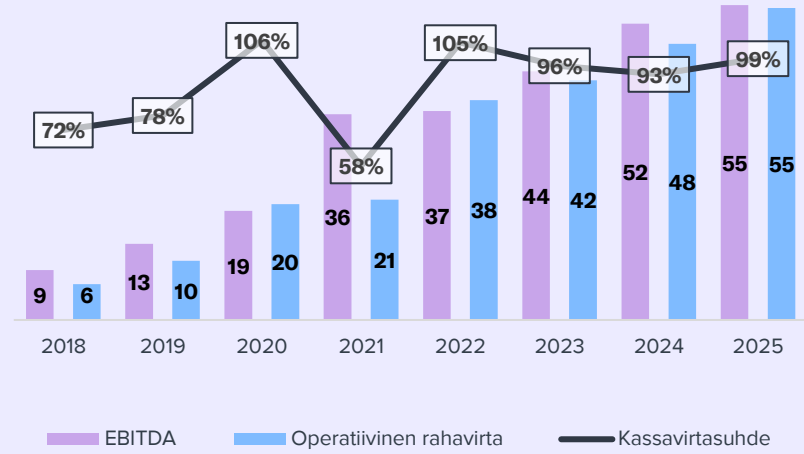
Tulevaisuudessa pääoman tuoton kannalta yksi keskeinen tekijä on se, miten tehokkaasti yhtiö kykenee allokoimaan pääomaa yritysostoihin eli toisin sanoen, millaisilla arvostuksilla ja sijoitetun pääoman tuotolla yhtiö toteuttaa yritysostoja. Lisäksi keskeinen tekijä on nyt jo omistettujen ja hankittavien liiketoimintojen pidemmän aikavälin operatiivinen kehitys ja pääoman tuotot, koska yhtiöiden liiketoimintamallien ansiosta niiden orgaaninen sijoitetun pääoman tuotto on arviomme mukaan korkeampi kuin yhtiön keskimääräisissä yritysostoissa saavutettavissa oleva sijoitetun pääoman tuotto. Näin ollen Relaisin kyky kasvattaa ostettuja kohteita orgaanisesti on erittäin arvokasta.

Historiassa Relais on ostanut yrityksiä keskimäärin reilun 7x EV/EBITDA-kertoimella, mutta viime aikoina yritysostojen hintoja ei ole kerrottu julkisesti kaupanteon yhteydessä. Staattisesti tarkasteltuna tämä historiallinen keskimääräinen arvostus vastaa karkeasti kaksinumeroista sijoitetun pääoman tuottoa, sillä kaiken kaikkiaan liiketoiminnot 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. Tämä taas heijastuu siihen kassavirtaan, mitä nykyiset liiketoiminnot jauhavat uudelleen sijoitettavaksi uusiin yritysostoihin.

Relais, sijoitetun pääoman tuotto
ROIC-% 2018-2025

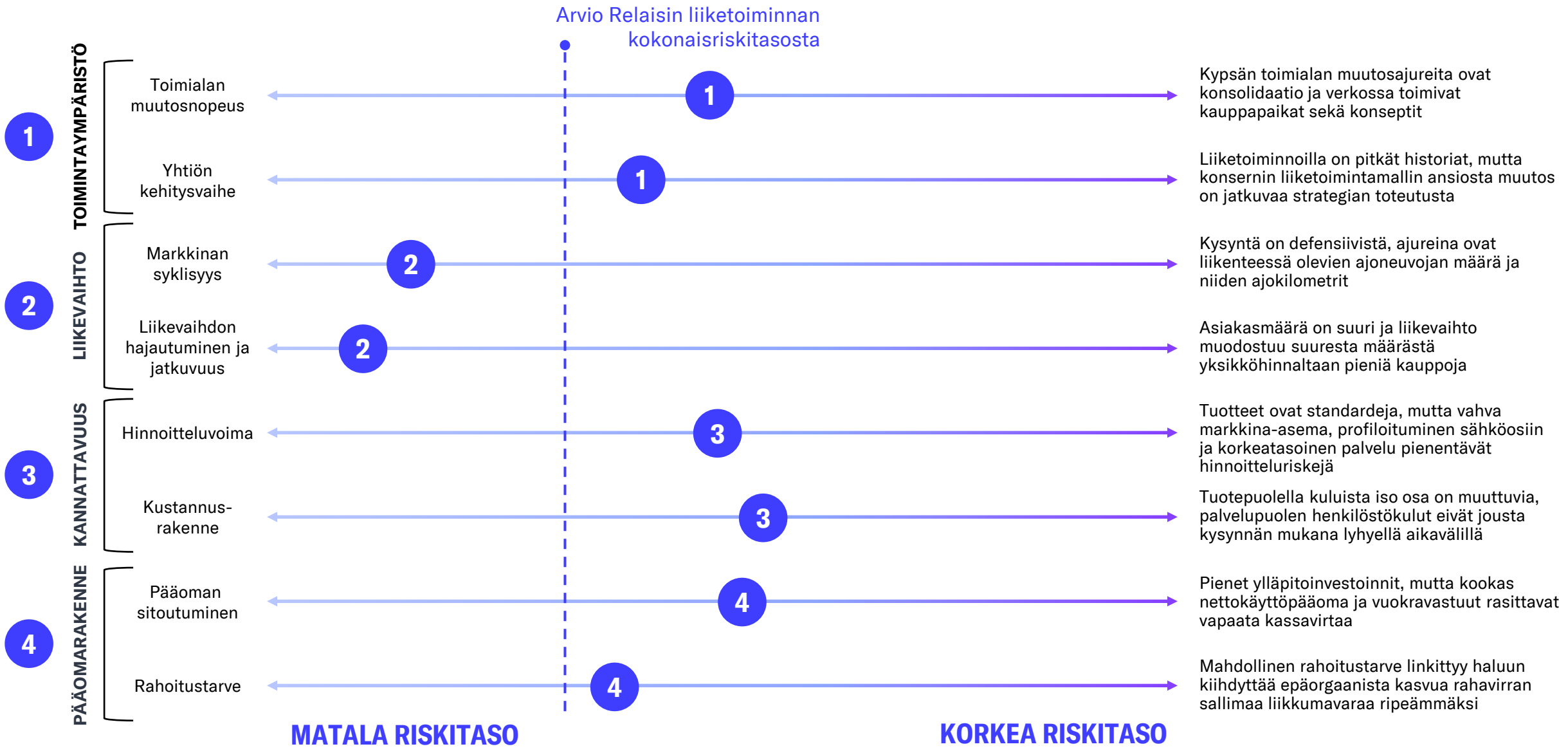


Rahavirran kehitys



Lähde: Relais ja Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia painottaa arvonluontia yritysostoilla

Strategiassaan Relais keskittyy arvonluontiin läpi ajoneuvojen elinkaaren ajoneuvovalmistajista riippumattomalla jälkimarkkinalla. Yhtiön strategia ja sen toteutus perustuvat seuraaviin kulmakiviin:

Paikallinen yrittäjyys: yhtiön toiminnan keskiössä on hajautettu toimintamalli, jossa vastuu on yksittäisillä tytäryhtiöillä paikallisesti. Paikallisella johtajuudella ja vastuulla yhtiö pyrkii säilyttämään tytäryhtiöissään yrittäjähenkistä kulttuuria. Johtajuuden ja vastuun hajauttamista heijastellen yhtiö myös muokkasi raportointirakennetta vuonna 2026, ja alkoi raportoida nykyisellä segmenttirakenteella niin, että tulosvastuuta hajautettiin alaspäin organisaatiossa.

Kohdennetut yritysostot: liiketoimintamallin arvonluonnin keskeisiä välineitä on omistettujen liiketoimintojen tuottaman kassavirran uudelleenallokointi. Näin ollen on mielestämme myös luonnollista, että yhtiön strategia painottaa yritysostoja. Kohdennetuilla yritysostoilla yhtiö arviomme mukaan viittaa siihen, että sillä on selkeä sektori, johon se on fokusoitunut ja yhtiö on valikoiva yritysostojen suhteen. Tämä tarkoittaa sitä, että ostettavilla liiketoiminnoilla pitää olla hyvät edellytykset luoda arvoa itsenäisesti.

Kurinalainen pääoman allokointi: Relaisin tavoitteena on toiminnan tehokkuuden nostaminen ja sijoitetun pääoman tuoton maksimointi, mikä edellyttää kohdennettuja yritysostoja korkealla pääoman tuotolla. Yhtiön strategian toteuttamisen onnistumisen määrittää pitkässä juoksussa pääoman uudelleenallokoinnissa onnistuminen, joka tulee näkymään suoraan yhtiön pitkän aikavälin arvonkehityksessä.

Täsmäostoja ja arvoketjussa laajentumista

Yritysostostrategiassa Relais etsii nykyistä tarjontaa täydentäviä ja niin kutsuttuja add-on-järjestelyjä, millaisiksi lukeutuvat esimerkiksi tukku- ja tuoteliiketoiminnan kokoluokkaa ja tarjonnan leveyttä laajentavat järjestelyt. Näissä järjestelyissä strateginen ja teollinen logiikka pohjautuu etenkin siihen, että ostettava yhtiö sekä Relaisin liiketoiminta ovat järjestelyn jälkeen arvokkaampia, 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 suurempien ja harvinaisempien Platform-järjestelyjen avulla. Tällaisista hankinnoista esimerkkinä toimii Hyötyajoneuvopalveluihin laajentuminen. Platform-järjestelyjen mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, että ne laajentavat kohdemarkkinaa ja luovat uutta kasvupohjaa add-on-järjestelyille, kuten Team Verksted -hankinta.

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 valikoidessaan Relais arvioi muun muassa ostokohteen markkina-asemaa, liikevaihdon laatua sekä kasvunäkymää, toiminnan kannattavuutta ja pääoman tuottokykyä. Tarkkoja raja-arvioita näiden osalta ei ole kuitenkaan ymmärryksemme mukaan päätetty, vaan kohteita tarkastellaan tapauskohtaisesti. Yhtiö ei kuitenkaan ole lähtökohtaisesti kiinnostunut käänneyhtiöistä.

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Taloudelliset tavoitteet	• Keskimäärin kaksinumeroinen EBITAn kasvu-%, suhdannevaihtelut huomioiden • ROCE-% > 13 %
Osinkopolitiikka	• Osinko vuosittain yli 30 % konsernin laimennetusta osakekohtaisesta tuloksesta suhdannevaihtelut huomioiden

Kasvustrategian arvonluonnin viitekehys



Lähde: Relais ja Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

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 useimmiten yritysjärjestelyiden suurempi kipupiste kuin kasvusynergioiden tavoittelu.

Strategian toteutus on jaettu kolmeen osaan

Relais on jakanut strategiansa toteutuksen kolmeen osa-alueeseen, jotka ovat 1) perustan rakentaminen seuraavalle kannattavan kasvun aikakaudelle, 2) kasvun laadun parantaminen ja 3) skaalautuminen pääomatehokkaasti. Näkemyksemme mukaan nämä osa-alueet tukevat liiketoimintamallin arvonluonnin edellytyksiä ja ovat toisiaan täydentäviä. Tämän taustalla on se, että konsernitason pitkän aikavälin arvonluonti pohjautuu omistettujen liiketoimintojen kassavirran onnistuneeseen uudelleenallokointiin. Arviomme mukaan yhtiö pyrkiikin nykyisellä 2026-2028 strategiakaudella saamaan lisää tehokkuutta irti nykyisestä yritysryppäästä ja olemaan entistä valikoivampi kasvualueiden suhteen. Näiden toimien se odottaa nostavan pääoman tuottoja ja vahvistavan yhtiön kassavirran tuottokykyä, mikä taas vahvistaa tasetta ja antaa liikkumavaraa yritysostoihin.

Taloudelliset tavoitteet

Relais päivitti kevään 2026 strategiapäivityksen yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa. Nykyiset taloudelliset tavoitteet ovat: keskimäärin kaksinumeroinen vuosittainen EBITAn kasvuprosentti, suhdannevaihtelut huomioiden ja sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 13 %.

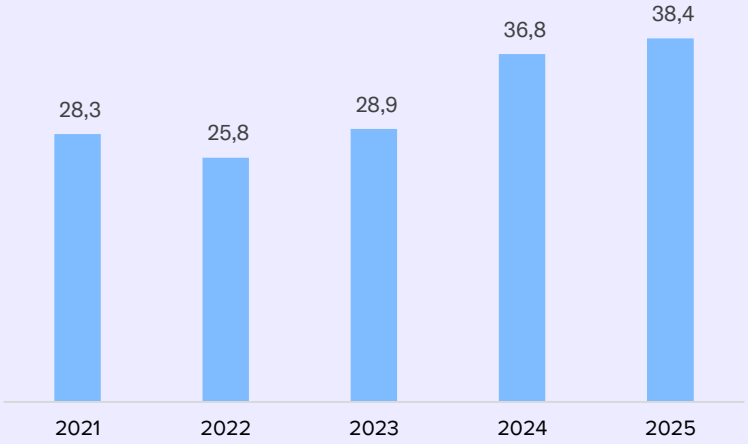
Näkemyksemme mukaan Relaisin strategian arvonluontia yksi parhaiten mittaavista mittareista on pääoman tuotto, joka mittaa yhtiön onnistumista pääoman allokoinnissa eli yritysostostrategian toteutuksessa ja myös nykyisten liiketoimintojen tehokkuutta ja sen kehitystä pidempää aikaväliä tarkasteltaessa. Mielestämme sijoittajan perspektiivistä se, millaisella sijoitetun pääoman tuotolla tuloskasvu tapahtuu onkin tärkeämpää kuin suhteellinen tuloskasvuvauhti. Samaan aikaan, tavoite kaksinumeroisesta vuotuisesta tuloskasvusta kuvastaa Relaisin tavoitetta ylläpitää vauhdikasta kasvua tulevaisuudessakin.

Kuten s.10 kirjoitimme, Relaisin historiallinen pääoman tuotto on ollut keskimäärin lähes 11 %. Siten nykyisen tavoitetason saavuttaminen edellyttää parantamista sekä kannattavuuden että pääoman tehokkuuden osalta. Arviomme mukaan näistä on saatavissa lisää tehokkuutta irti, mutta myös yritysostojen onnistuminen ja orgaaninen kasvuvauhti määrittävät tulevaisuuden pääoman tuottotasot. Pidämme kuitenkin tavoitetasoa realistisena keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

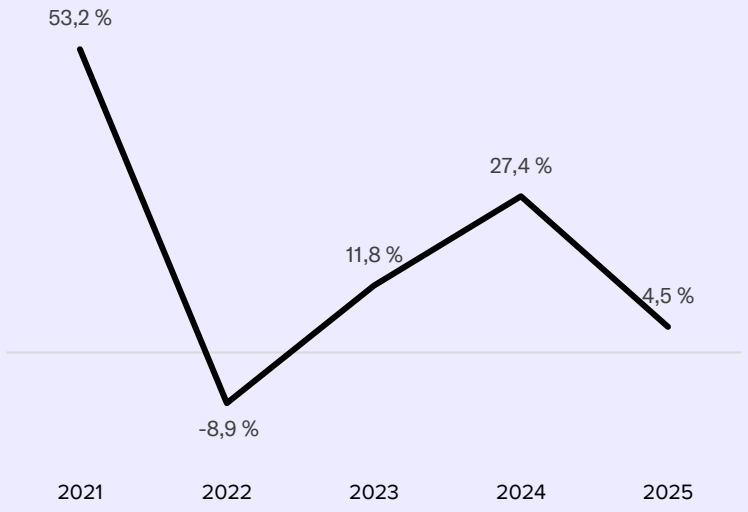
Riskinottohalukkuus määrittää vauhtia

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

Vertailukelpoinen EBITA



EBITAn kasvu, %



Lähde: Relais ja Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Näkemyksemme mukaan yhtiön liiketoimintojen defensiivinen luonne antaa edellytykset operoida karkeasti 3x nettovelka/EBITA-tasolla yli ajan ilman liiallista riskitason nousua. Emme pidä suhdelukua kiveen hakattuna etenkään lyhyellä tähtäimellä, ja huomioitavaa on myös, että jo tehtyjen 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 huomioiden emme usko yhtiön rahoitusaseman rajoittavan kasvustrategian toteutusta, etenkin kun huomioidaan myös oman osakkeen käyttömahdollisuudet osana yritysostoja. Oman osakkeen käytön tai oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisen mielekkyydessä tulee kuitenkin huomioida osakkeen sen hetkinen arvostus, jolla on vaikutusta yhtiön pääoman allokoinnin arvonluonnin kokonaiskuvaan. Kaiken kaikkiaan yhtiön nykyisellä velkaantuneisuudella ja toisaalta velkarahan hinnalla uskomme sen keskittyvän nykyisen kasvualustan tehokkuuden parantamiseen ja vahvistamiseen ja tätä kautta myös rahoitusaseman vahvistamiseen.

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 ja myös riskeillä on tapana kohota. Tällöin arvonluontitahti linkittyy olennaisesti pienempien järjestelyjen lukumäärään, mikä taas on riippuvainen järjestelyjä toteuttavasta henkilöstöstä.

Pitkällä tähtäimellä Relaisin on pystyttävä jalkauttamaan yritysostoprosessia kasvavassa määrin myös alemmalle tasolle konsernin organisaatiossa, sillä 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. Nähdäksemme Relais on onnistunut tässä hyvin tähän asti, mutta koon kasvaessa tämä vaatii jatkuvaa tietotaidon jakamista.

Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

Relaisin osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain keskimäärin yli 30 % konsernin laimennetusta 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.

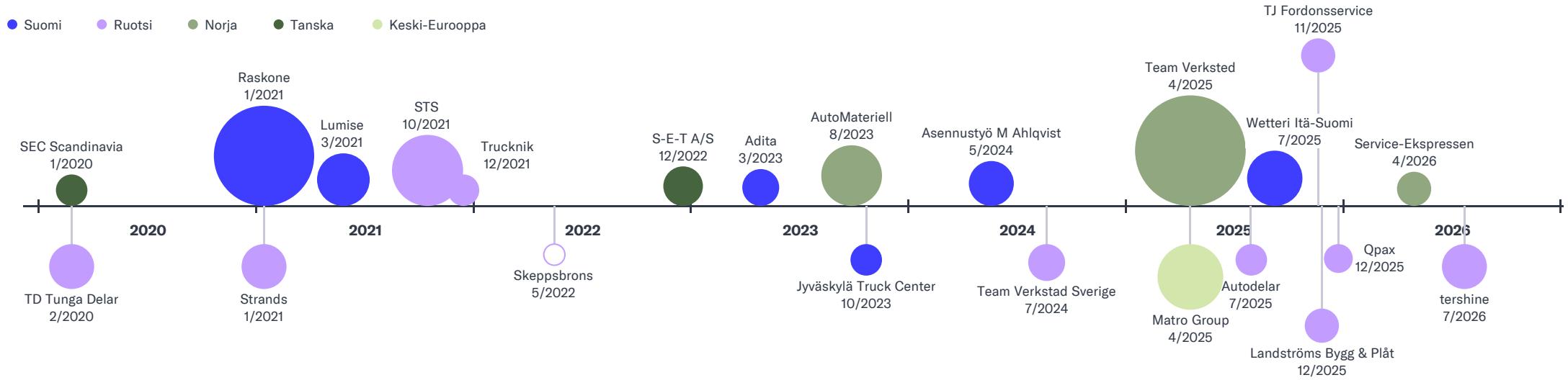
Yritysjärjestelyt 2020–2026

Ostettu yritys	LV[1]	EBITDA[1]	EBIT[1]	Arvostus[2]	Aika
Tershine AB	13,5	-	2,5	N/A	7/26
Service-Ekspressen AS	2,6	-	0,5	N/A	4/26
Qpax	1,8	-	0,3	N/A	12/25
Landströms Bygg & Plåt (LBP)	1,8	-	0,4	N/A	12/25
TJ Fordonsservice	2,8	-	0,2	N/A	11/25
Wetteri Itä-Suomi	10,3	-	2,0	N/A	7/25
Autodelar Sweden AB	2,6	-	0,1	N/A	7/25
Team Verksted Holding	71	10,7	-	7,4x	4/25
Matro Group	18,7	3,6	-	7,5x	4/25
Team Verkstad Sverige	5,3	0,2	-	N/A	7/24
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	8,0	1,2	0,4	7,4x	

[1] Viimeisin tiedossa oleva raportointirivi
[2] EV/EBITDA sis. Inderesin arvion nettoveloista, Inderesin arvio, mikäli kauppahintaa ei ole julkistettu

Lähde: Relais ja Inderes

Relaisin lähihistorian yrityskaupat ja yrityskauppastrategia



Relaisin M&A-strategia

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 synergiapotentiaali 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. Synergiapotentiaalia haetaan liikevaihtotasolla, eikä tyypillisiä kovia synergioita tavoitella kustannuspuolella

Lähde: Inderes, Relais

Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Relevantti kohdemarkkina laajentuu yritysostoilla

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

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

Kohdemarkkinalla lähes 23 miljoonaa ajoneuvoa

Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2025 lopussa vajaa 23 miljoonaa ajoneuvoa. Ajoneuvokannasta noin 19,5 miljoonaa ajoneuvoa (86 %) olivat henkilöautoja ja reilu 3 miljoonaa (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Tämän ajoneuvokannan ympärille rakennetut tuote- ja palveluliiketoimintojen markkinat muodostavat teoriassa koko Relaisin kasvustrategian kohdemarkkinan. Relais on arvioinut tämän markkinapotentiaalin arvoksi noin 20 miljardia euroa, mikä vaikuttaa mielestämme uskottavalta arviolta ajoneuvokannan kokoluokka huomioiden. On kuitenkin huomioitava, että Relaisin strategia painottuu hyötyajoneuvomarkkinalle, eivätkä useat henkilöajoneuvojen markkinataskut ole sille houkuttelevia.

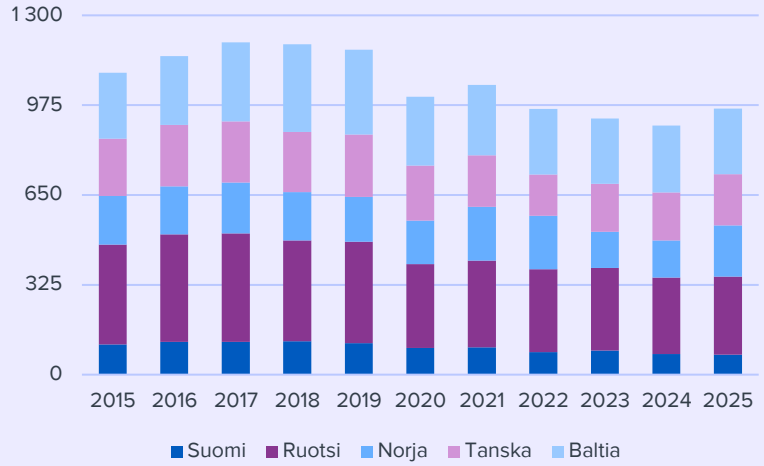
Käsityksemme mukaan Relais on kuitenkin tarkastellut kohdemarkkinan rajatumpia segmenttejä ja niissä toimivia yrityksiä niiden houkuttelevuuden näkökulmasta (markkinan kasvu, kannattavuuspotentiaali jne.), minkä ansiosta se on rajannut joitain osia pois epäorgaanisen kasvun kohdelistalta. Lisäksi yhtiön strategia painottuu hyötyajoneuvomarkkinalle. Tämä rajaa sitä markkinapotentiaalia, missä yhtiö toteuttaa strategiaansa. Se ei kuitenkaan mielestämme muuta sitä kokonaiskuvaa, että markkinapotentiaali on yhtiön nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna valtava.

Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa vajaan 2 %:n vuositahtia

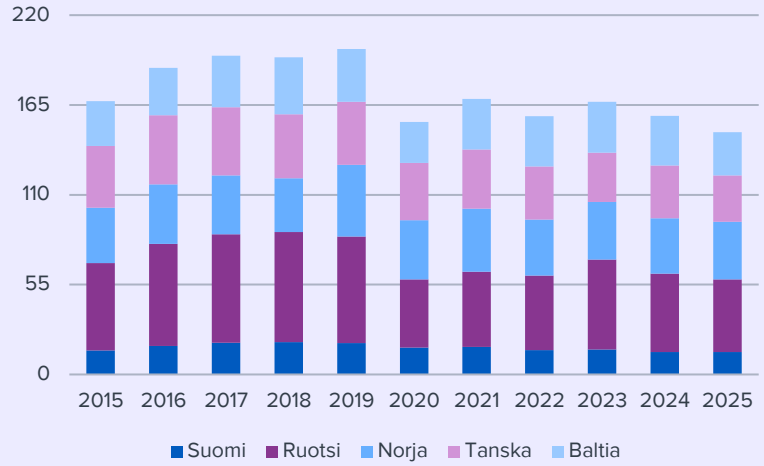
Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi jokseenkin suhdannealtista. Esimerkiksi henkilöautojen rekisteröintimäärä laski kohdemarkkinoiden maissa Covid-pandemian iskettyä vuonna 2020 jopa 14 % ja elpyi seuraavana vuonna 4 %. Nämä ovat tosin tilastoja poikkeuksellisilta vuosilta

Pandemian puhkeamisen jälkeen ajoneuvojen rekisteröintien määrät eivät ole nousseet vuosien 2016-2019 tasoille. Pitkän aikavälin kehitys vuodesta 2015 vuoteen 2025 on ollut jopa laskevaa molempien ajoneuvokantojen osalta.

Henkilöautojen rekisteröinnit, 1 000 kpl, 2015-2025



Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit, 1 000 kpl, 2015-2025



Lähde: Tilastokeskus, SCB, SSB, Statistics Denmark, Statistics Estonia, Central Statistical Bureau of Latvia, Statistics Lithuania

Markkina ja kilpailukenttä 2/4

Edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2025 vajaa 72 tuhatta henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 41 tuhatta käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi reilua kolmasosaa kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi.

Myös käytettynä maahantuodut autot kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Tätä taustaa vasten liikenteessä 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 1,6 %:n tahtia vuosina 2015-2025. Hyötyajoneuvojen määrän kasvu on ollut lähes samalla tasolla (1,5 %).

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 yleistyminen laajentaa lisävarusteiden ja varaosien valikoiman tarvetta sekä huolto- ja korjaamopuolella uudenlaisen osaamisen tarvetta. Lisäksi tämän teknologisen kehityksen seurauksena varaosien kompleksisuus kasvaa.

Huomionarvoista on myös se, että nykyisin Relaisin liikevaihdosta merkittävästi suurempi osa tulee hyötyajoneuvoihin liittyvistä tuotteista ja palveluista, joissa sähköistyminen ei ole arviomme mukaan yhtä nopeasti etenevä trendi kuin henkilöautoissa. Siten pidämme keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tapahtuvaa murrosta hallittavana.

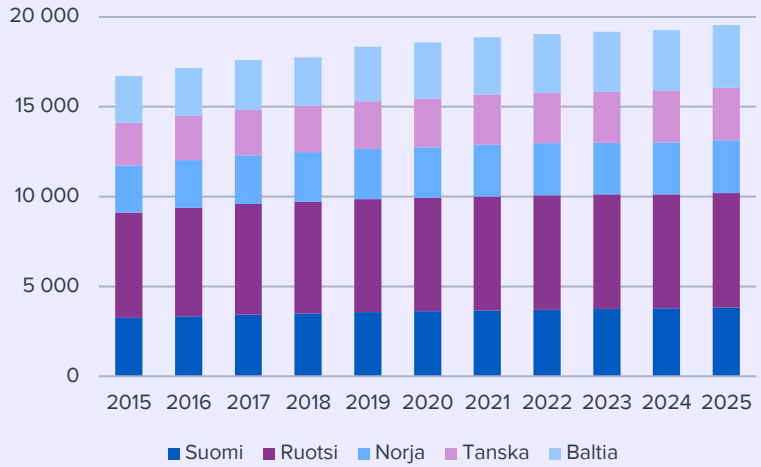
Autokauppiaiden vastaus kilpailuun. Monet maahantuojat ja autokauppiaat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon.

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.

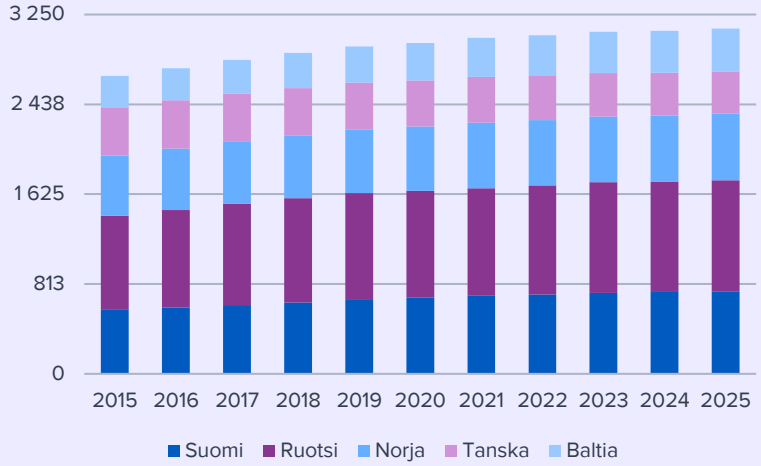
Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan laajentuminen. Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertailuun. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden tunkeutua perinteisten tukkureiden markkinalle.

Verkkokaupan kasvu lisää tavaraliikennettä. Verkkokaupan yleistymisen jatkumisen myötä tavaraliikenne tulee kasvamaan. Niin kutsutun tavaran viimeisten kilometrien kuljetus asiakkaan kotiovelle lisää erityisesti kevyiden hyötyajoneuvojen tarvetta. Tämä lisää taas jatkuvan huollon sekä varustelun tarvetta.

Rekisterissä olevat henkilöautot, 1 000 kpl, 2015-2025



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot, 1 000 kpl, 2015-2025



Lähde: Tilastokeskus, SCB, SSB, Statistics Denmark, Statistics Estonia, Central Statistical Bureau of Latvia, Statistics Lithuania

Markkina ja kilpailukenttä 3/4

Kasvunäkymän yhteenveto

Arviomme mukaan Relaisin nykyisen liiketoiminnan orgaanisen kasvun pitkän aikavälin kasvupotentiaali rakentuu rekisterissä olevan ajoneuvokannan kasvusta, joka on karkeasti linjassa yleisen talouskasvukuvan pitkän aikavälin kasvun kanssa. Siten arvioimme markkinakasvun asettuvan pidemmällä aikavälillä karkeasti 0-3 %:n haarukkaan. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä yhtiön orgaaninen kasvuvauhti voi kuitenkin viime vuosien tapaan olla hieman tätä ripeämpää potentiaalisten keskinäisten synergioiden ja markkinaosuuden kasvun myötä. 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.

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 kynnys ei ole korkealla

Arviomme mukaan suuri kilpailijoiden lukumäärä heijastelee sitä, että markkinoilla on matala alalle tulon kynnys, eikä niillä ole tunnistettavissa olevia vahvoja ja kestävän 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.

Verkkokauppiaat mukana kilpailussa

Yksi merkittävimmistä muutoksista 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 on noin 1,8 miljardia (2025). Inter Carsin vuoden 2025 liikevaihto asettui 5 miljardiin euroon ja yhtiö toimii 26 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 kasvattavat 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 laatumielikuva, mutta kokonaisuutena siinä ei mielestämme ole erityisen merkittäviä suhteellista kilpailukykyä vahvistavia elementtejä.

Markkina ja kilpailukenttä 4/4



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 kasvuajurit 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
- Matro Group -hankinnan kaltaiset yritysostot Keski-Euroopassa kasvattavat markkinapotentiaalia entisestään

Lähde: Inderes, Relais

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 51-58 % vuosina 2021-2025, ja niiden laskutrendiä selittää liikevaihdon painopisteen muutos. Laajentuminen huolto- ja korjaamoliiketoimintaan on siis laskenut näiden kustannusten suhteellista osuutta kustannusrakenteesta ja liikevaihdosta. Näin ollen yhtiön myyntikate-% on ollut viimeisten tilikausien ajan selvällä nousutrendillä, minkä arviomme jatkuvan muun muassa liikevaihdon rakenteen muutoksen myötä. Mikäli yhtiö kykenee kasvattamaan omien tuotteiden suhteellista osuutta liikevaihdosta, olisi tällä arviomme mukaan positiivinen vaikutus myyntikatteen kehitykseen, sillä näiden tuotteiden katetasot ovat tyypillisesti jossain määrin korkeammat.

Muissa kustannuksissa lievää skaalautumispotentiaalia

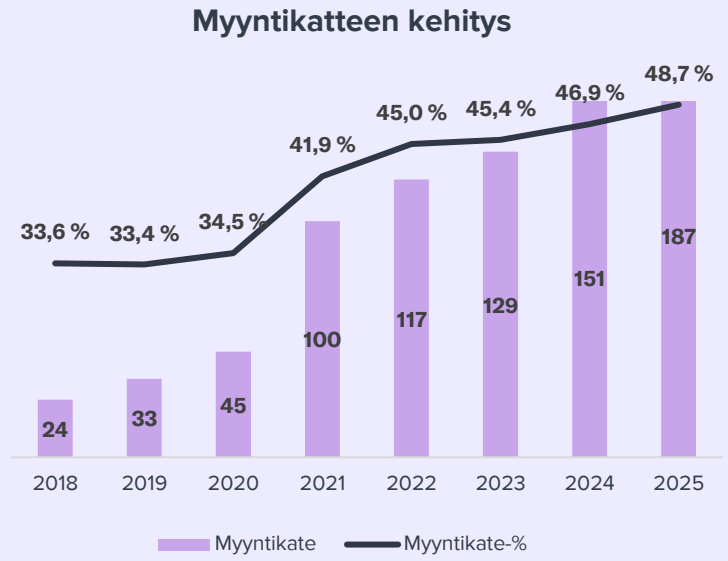
Yhtiön toiseksi ja kolmanneksi suurimmat kustannuserät ovat henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä pääosin kiinteitä, mutta pidemmällä tähtäimellä muuttuvia. Niiden merkittävä suhteellisen osuuden kasvu viime vuosien aikana heijastelee niin ikään korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan kasvun myötä kohonnutta henkilöstöintensiivisyyttä.

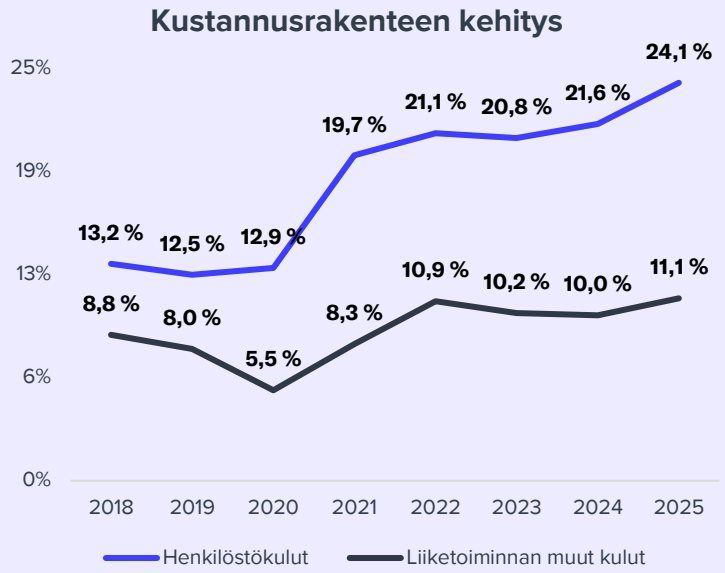
Liiketoiminnan muut kustannukset koostuvat tavanomaisten myynti-, markkinointi ja hallintokulujen lisäksi varastointikustannuksista. Arviomme mukaan nämä kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät selvästi pienempiä muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannusten tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea tehokkuuden parantuessa. Keskipitkällä aikavälillä edellä mainittujen kulujen suhteellinen kehitys linkittyy kuitenkin 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 tähtäimellä muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannusten osuus on 1/3. Kiinteiden kustannusten kohtuullista osuutta selittää se, ettei yhtiöllä ole omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liittyviä kiinteäluontoisia kulueriä.

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.





Lähde: Relais ja Inderes

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Matala investointitarve ja kasvustrategia näkyvät taserakenteessa

Q2’26:n lopussa Relaisin taseen loppusumma oli 509 MEUR. Liiketoimintamallia, kasvustrategiaa ja erityisesti epäorgaanista kasvua peilaten taseen pitkäaikaiset varat koostuvat valtaosin liikearvosta sekä käyttöoikeusomaisuuseristä, jotka taas muodostuvat suurelta osin korjaamoverkoston vuokrasopimuksista (IFRS 16). Katsauskauden lopussa yhtiön taseessa oli 157 MEUR liikearvoa (88 % omasta pääomasta), joka on syntynyt useista Relaisin tekemistä yrityskaupoista viime vuosina. Kun huomioidaan yhtiön pääoman tuottotasot ja se, että liikearvo muodostuu useista yritysostoista, ei oman pääoman mittaluokassa suuri liikearvon määrä ole mielestämme erityinen huolenaihe. Käyttöomaisuutta yhtiön taseessa oli Q2’26:n lopussa 123 MEUR, ja se koostuu vähäistä omaa investointitarvetta peilaten valtaosin IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseristä.

Lyhytaikaisten varojen rakenne on liiketoimintamallin mukainen

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 106 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (21 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (24 % 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. Kasvu korjaamo- ja huoltoliiketoiminnassa kuitenkin laskee tulevaisuudessa vaihto-omaisuuden suhteellista osuutta tämän liiketoiminnan luonnetta heijastellen.

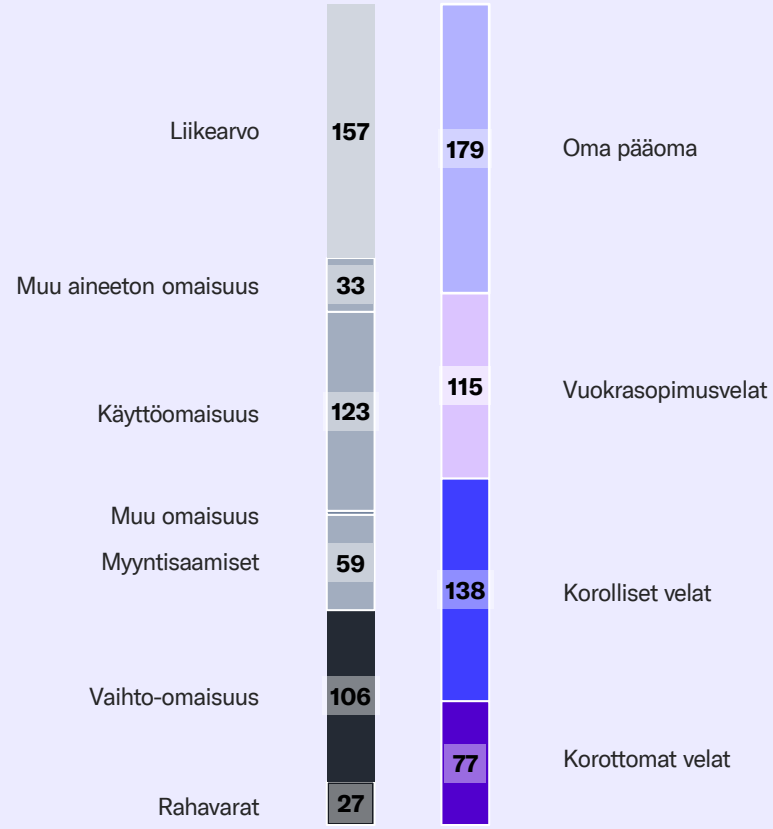
Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat Q2’26:n lopussa 59 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä taas oli 27 MEUR. Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin arviomme mukaan liity olennaisia alaskirjausriskejä konsernitason terveen kannattavuuden ja pääoman tuottotasojen myötä.

Taseessa on vipua

Q2’26:n lopussa konsernin nettovelkaantumisaste ilman vuokrasopimusvelkoja oli 64 %. Korollisia velkoja ilman vuokrasopimusvelkoja yhtiöllä oli 138 MEUR, kun taas hybridilainan huomioiva nettovelka oli 161 MEUR. Mielestämme taseen velkaantuneisuutta parhaiten kuvaa nettovelka ilman IFRS 16 –vastuita suhteutettuna EBITAan, joka huomioi vuokravelvoitteiden vuotuiset menot. Tämä nettovelka/EBITA oli Q2’26:n lopussa 3,9x. Edellisen 12 kuukauden EBITA ei kuitenkaan huomioi tehtyjä yritysostoja täysimääräisesti, ja kuluvan vuoden EBITA:n ennusteellamme vastaava luku on 3,7x. Tämä on mielestämme yhtiön liiketoiminnan riskitaso huomioiden korkeahko taso. Kaiken kaikkiaan pidämme yhtiön rahoitusasemaa kuitenkin hyvänä, sillä kuluvan vuoden lopun nettovelka (ilman IFRS16 –vastuita mutta sis. hybridilaina) vastaa 3x vuoden 2027 EBITAn ennustettamme.

Taseen lyhytaikaisissa veloissa merkittävin erä oli ostovelat (68 MEUR), joka supistaa nettokäyttöpääomaa ja on myyntisaamisia suurempi. Kokonaisuutena nettokäyttöpääoma on kuitenkin selvästi positiivinen ja korkeahko suhteessa liikevaihtoon merkittävän varaston vuoksi.

Taserakenne Q2’26
(509 MEUR)



Lähde: Relais ja Inderes

Sijoitusprofiili

Relais on sarjayhdistelijä

Konsernitasolla Relais on viime vuosina profiloitunut yhtiöksi, joka ostaa, omistaa ja kehittää liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Lisäksi yhtiön liiketoimintamallin keskiössä on omistettujen liiketoimintojen tuottaman kassavirran allokointi yritysostoihin. Siten Relais on konsernitasolla nykyisin sarjayhdistelijä, vaikka alla olevat liiketoiminnot omaavatkin erilaisia liiketoimintamalleja.

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 ja omistettavia liiketoimintoja kehittämällä (ts. investoimalla niiden orgaaniseen kasvuun korkealla pääoman tuotolla).

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Näkemyksemme mukaan yhtiön merkittävimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Yritysostokoneisto: Relais on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja vuosina 2020-2026 yhtiö on toteuttanut 23 yrityskauppaa. Yritysostoilla on täydennetty jakelu- ja tukkuliiketoimintoja, jolloin yritysostot tuovat lievää synergiaa liikevaihtoon ja ovat vahvistaneet orgaanista kasvupotentiaalia. Lisäksi yhtiö on laajentunut hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaan muodostaen tähän liiketoimintaan kasvualustan (platform-yritysosto), joka edelleen mahdollistaa uusien täydentävien yritysostojen toteuttamisen (add-on –yritysosto). 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 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 vaativat huomattavan kokoisia varastoja. Tästä, korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan vuokravastuista sekä tuntuvasta korkomenojen rasituksesta johtuen yhtiön vapaa 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 arvostuksin ja/tai ostokohteen laadun arviointi epäonnistuu. Järjestelyiden arvostuksella on olennainen merkitys, koska yleisesti ottaen jälkimarkkinoiden orgaanisen kasvuvauhdin näkymät eivät ole erityisen vahvat pitkässä juoksussa. Emme kuitenkaan ole tunnistaneet jo tehdyistä yritysostoista epäonnistumisia.

Sijoitusprofiili

1. Hyvät historialliset näytöt pääoman allokoinnista kasvuun
2. Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali ja kertynyt kokemus yritysjärjestelyistä
3. Joustava kulurakenne ja pääosin vakaa tuloshistoria
4. Liiketoimintamalli syö varoja käyttöpääoman ja vuokravastuiden myötä, mikä rajoittaa uudelleenallokoitavan pääoman määrää
5. Pitkässä juoksussa tuotto-odotuksen määrittää pääoman uudelleen allokoinnissa onnistuminen

Potentiaali

- Kysynnän ajurit eivät ole alttiita suhdanteiden vaihteluille, minkä ansiosta kysyntä on defensiivistä
- Sarjayhdistelijänä onnistuessaan Relaisilla on hyvät edellytykset luoda pääoman kustannuksen ylittävää pääoman tuottoa
- 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
- Epäorgaanisen kasvustrategian toteutukseen liittyvät tavanomaiset riskit
- Liiketoiminnassa ei tunnistettavia vahvojen ja kestävien kilpailuetujen lähteitä
- Osakkeen alhainen likviditeetti

Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Relaisin liikevaihdon kehitystä Hyötyajoneuvopalvelut-, Tekninen tukkukauppa- ja Tuotteet ja ratkaisut –liiketoiminta-alueiden kehityksen kautta. Ennustamme segmenttien kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti arvioidun markkinakasvun, markkinaosuuksien kehityksen ja jo toteutettujen yritysostojen pohjalta. Kannattavuutta mallinnamme segmenttitasolla, minkä lisäksi lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinnamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen suhteellista ja absoluuttista kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

Pidemmän aikavälin ennusteemme 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.

Ylä- ja alarivin suunnat ovat eriytyneet alkuvuonna

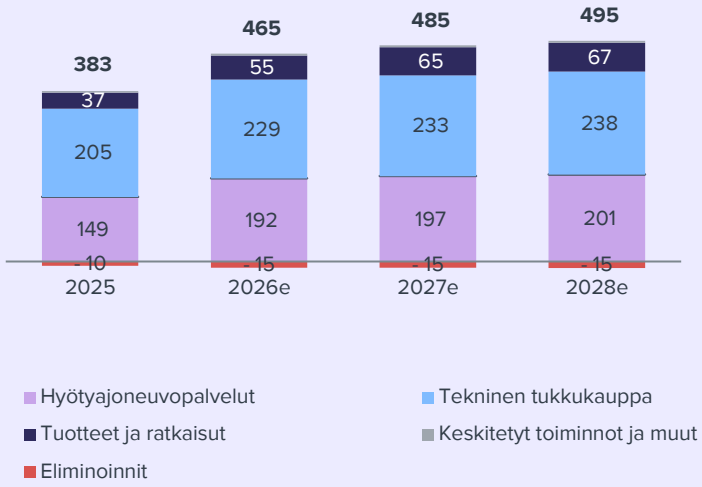
Relais ei ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti anna lyhyen tähtäimen odotuksia, joten yhtiöllä ei ole voimassa olevaa tulosohjeistusta kuluvalle vuodelle.

H1’26:lla Relaisin liikevaihto on kasvanut kaikissa kolmessa segmentissä voimakkaasti. Tämän taustalla on erityisesti vuoden 2025 aikana tehdyt lukuisat yritysostot, minkä takia jakson liikevaihdon kasvun suurimpana ajurina onkin toiminut epäorgaaninen kasvu. Myös orgaaninen kasvu on kuitenkin ollut kokonaisuutena hyvällä tasolla. Ensimmäisen vuosipuoliskon orgaaniseen liikevaihdon kasvuun on vaikuttanut erityisesti ankaran talven tuoma liikevaihdon kasvusysäys Q1:llä. Tämä on näkynyt erityisesti Teknisen tukkukaupan kasvussa, mutta segmentin kasvu sai myös Q2:lla tukea yhtiön tekemistä orgaanisen kasvun ponnisteluista. Sen sijaan Hyötyajoneuvopalveluiden liikevaihdon orgaaninen kehitys on ollut alkuvuonna suhteellisen vakaata tai lievästi laskevaa. Tämä arviomme mukaan heijastelee kilpailutilanteen lisäksi asiakasalojen jokseenkin haastavaa toimintaympäristöä polttoaineiden hintakehityksen myötä.

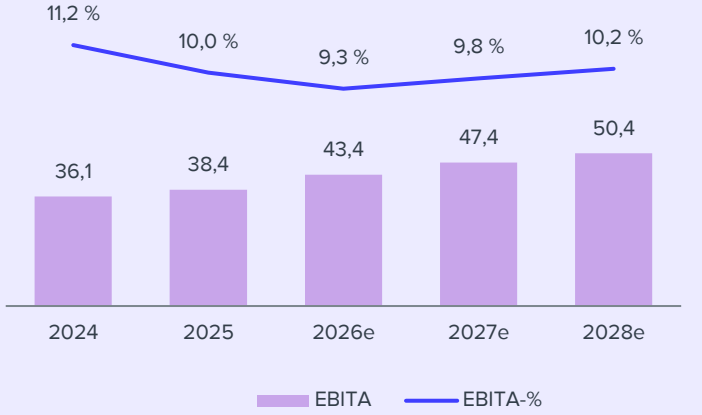
Liikevaihdon H1’26:n 38 %:n kasvusta huolimatta Relaisin oikaistu EBITA on kasvanut maltillisemmat 25 %, kun sen kannattavuus on laskenut yhdellä prosenttiyksiköllä. Tämän taustalla on erityisesti Q2:n vaisu kehitys, mihin heijastui erityisesti Raskoneen yhden toimipisteen muuton aiheuttama vajaakäynti ja Teknisen tukkukaupan uusien myymälöiden avaamisen aiheuttamat etupainotteiset kulut. Nämä ovat tavanomaisia liiketoiminnan operatiiviseen kehitykseen liittyviä hidasteita, mutta emme ole erityisen huolissaan heikentyneestä kannattavuudesta. Yhtiön johdon kommenttien perusteella se odottaakin avatuilta uusilta toimipisteiltä paranevaa kannattavuuskehitystä, mutta se on valmis reagoimaan tilanteeseen, mikäli näin ei käy.

Ennustamme Relaisin liikevaihdon kasvun hidastuvan H2’26:lla, minkä taustalla ovat epäorgaaniseen kasvuun liittyvät ajoitukselliset tekijät. Ennusteissamme orgaaninen kasvu on lievästi positiivista ja asettuu noin 3 %:iin, kun taas epäorgaanisen kasvun vaikutus on noin 5 %. Siten vuoden 2026 liikevaihdon kasvun ennusteemme on 21 % ja liikevaihdon ennusteemme on 465 MEUR.

Liikevaihdon kehitys



Tuloskehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/4

Liikevaihdon kasvua ja kausiluonteisuutta heijastellen odotamme vuoden jälkimmäiseltä puoliskolta alkuvuotta parempaa kannattavuutta. Odotamme tuloksen kuitenkin paranevan vain lievästi vertailukaudesta, kun edellä mainitut Teknisen tukkukaupan tuloshidasteet jatkuvat vielä H2:lla. Tätä taustaa vasten odotamme koko vuoden oikaistun EBITA-%:n asettuvan 9,3 %:iin ja oikaistun EBITAn 43,4 MEUR:oon. Nettorahoituskulujen odotamme olevan korkeat suhteessa tulostasoon, mikä heijastelee taseen huomattavaa velkavipua. Tätä, Q2:n tuntuvia valuuttakurssitappioita ja tavanomaista veroastetta mukaillen ennustamme koko vuoden oikaistun EPS:n asettuvan 1,13 euroon osakkeelta. Arvioimme pääoman allokoinnin prioriteettien olevan lyhyellä tähtäimellä velkatason laskussa, joten ennustamme yhtiön kohottavan osinkoa lievästi edellisvuodesta 0,32 euroon osakkeelta.

Kasvuajurit ovat tuttuja myös ensi vuonna

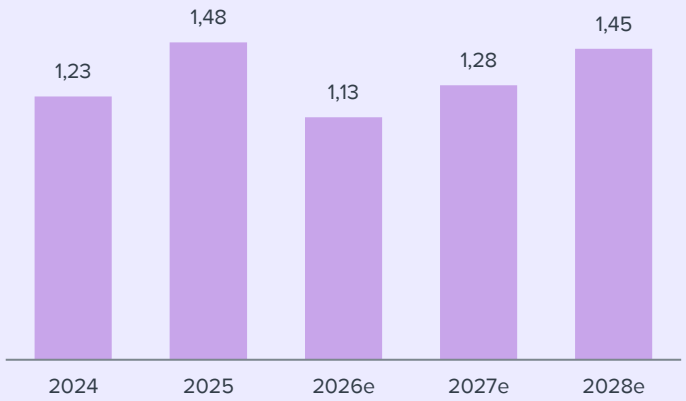
Vuoden 2027 liikevaihdon ennustamme kasvavan 4 % ja asettuvan 485 MEUR:oon. Kasvua saa vauhtia epäorgaanisesta kasvusta, joka muodostaa noin puolet kasvusta Tershine- ja Service Ekspressen –yritysostojen ansiosta. Orgaanisen kasvun ennustamme olevan tavanomaisella noin 2 %:n tasolla, kun talouskehitys on suhteellisen vakaata, mutta toisaalta kohollaan oleva inflaatio jarruttaa kulutusta ja harkinnanvaraisia investointeja. Tämä arviomme mukaan näkyy myös Hyötyajoneuvopalvelujen kasvussa ensi vuonna yhdessä korkeiden polttoaineiden aiheuttaman kysyntäjarrun kanssa.

Liikevaihdon kohtuullisen kasvun ja käynnissä olevien tehokkuutta parantavien toimien avittamana ennustamme oikaistun EBITAn kasvavan hyvää 9 %:n tahtia vuonna 2027. Siten ennustammekin kannattavuus-%:n kohoavan ensi vuonna 9,8 %:iin ja oikaistun EBITAn asettuvan 47,4 MEUR:oon. Tuloskasvuvauhti jää ennusteissamme hieman yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisen tason alapuolelle. Toisaalta arvioimme yhtiön kuitenkin suurella todennäköisyydellä tekevän myös ensi vuoden aikana täydentäviä yritysostoja, vaikkakin fokus on velkatason laskussa. Korkotason nousun myötä ennustamme nettorahoituskulujen tulosrasituksen kasvavan ensi vuonna, kun taas veroasteen odotamme säilyvän tavanomaisella tasolla. Näin ollen ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kohoavan 1,28 euroon osakkeelta. Maltillista voitonjakopolitiikkaa mukaillen ennustamme ensi vuodelta maksettavan osingon kohoavan 0,35 euroon osakkeelta.

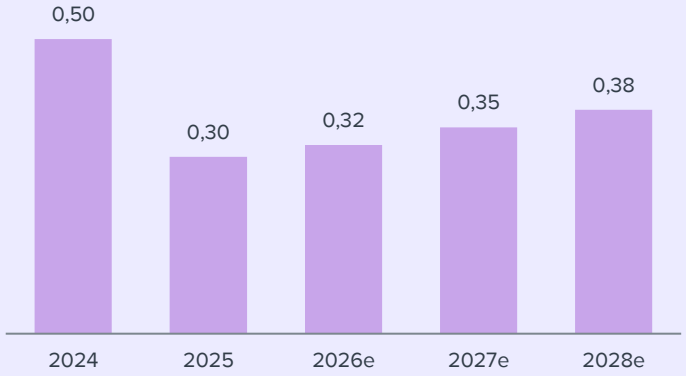
Kassavirran ja taseaseman kehitys

Relaisin suhteellinen nettokäyttöpääoma on ollut pitkään laskutrendillä, joskin viime vuoden lopussa laskuputki taittui etenkin yritysostojen vaikutuksesta. Odotamme nettokäyttöpääoman asettuvan nykyisellä liiketoimintarakenteella reiluun 21 %:iin suhteessa liikevaihtoon, eli toisin sanoen noin viidesosa liikevaihdon kasvusta sitoutuu nettokäyttöpääomaan. Tätä heijastellen ennustamme yhtiön kassakonversion (operatiivinen rahavirta/EBITDA) asettuvan keskimäärin lähes 80 %:n tasolle vuosien 2026-2029 ennusteissamme. Kohtuullisia noin 6-8 MEUR:n vuotuisia investointitarpeita, mutta merkittäviä IFRS-16 velan lyhennyksiä (vuokramaksut) heijasteleva operatiivinen vapaa rahavirta jää selvästi käyttökatetta matalammalle ja noin 45-50 %:iin käyttökatteesta. Tästä vapaasta rahavirrasta noin kolmanneksen syö kuitenkin suuret nettorahoituskulut, mikä rajoittaa taseen vahvistumistahtia ja velkaantuneisuuden laskua.

Oikaistu osakekohtainen tulos



Osakekohtainen osinko



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Vuoden 2027 ennusteillamme yhtiön nettovelan (ilman IFRS 16 –velkoja, mutta pääomalaina huomioiden) suhde oikaistuun EBITA:an onkin tasolla 2,9x. Tämä on mielestämme kestävä taso liiketoiminnan vakaus huomioiden, joskin arviomme mukaan se on yhtiön mukavuusalueen ylärajan tuntumassa.

Pääoman tuottotasot nousevat asteittain

Nykyiset keskipitkän aikavälin ennusteemme odottavat yhtiöltä lievää kannattavuusparannusta nykytasolta, joten myös ennusteisamme yhtiön sijoitetun pääoman tuotto kohoa hieman nykytasosta. Sijoitetun pääoman tuotto kuitenkin pysyy maltillisella kaksinumeroisella tasolla, eikä yllä yhtiön tavoitteeseen eli yli 13 %:n tason. Näin ollen, mikäli yhtiö yltäisi tavoittelemaansa yli 13 %:n (ROCE-%) tasoon olisi ennusteissamme nousuvaraa. Odotamme kuitenkin yhtiöltä näyttöjä tehokkuuden parantamisesta ennen ennusteriman nostoa tavoitteiden mukaiselle tasolle.

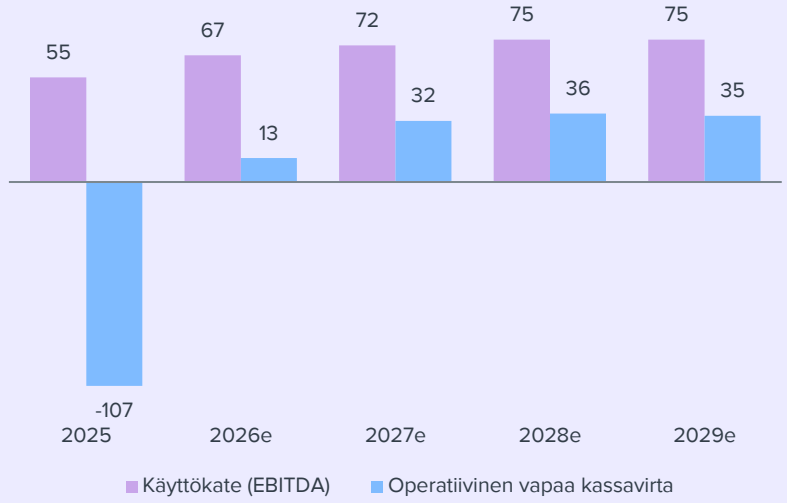
Pidemmän tähtäimen ennusteet

Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat arvioimaamme markkinakasvuun, minkä seurauksena ne ovat 2-3 %:ssa. Ennusteemme Relaisin vastaavan ajankohdan EBITA-marginaaliksi on 9,5 %:n tasolla. Pitkän aikavälin kannattavuusennusteiden lasku heijastelee konsernin liikevaihdon rakenteen muutosta ja erityisesti matalamman katetason Hyötyajoneuvopalveluiden suhteellisen osuuden kasvua. Pitkässä juoksussa konsernin yhtiö- ja liiketoimintarakenne tulee kuitenkin muuttumaan yritysostojen myötä. Näin ollen myös konsernin pitkän tähtäimen kannattavuuspotentiaali tulee elämään rakenteen muutoksen mukana. Tämä tulee myös vaikuttamaan yhtiön saavuttamiin pitkän aikavälin pääoman tuottotasoihin.

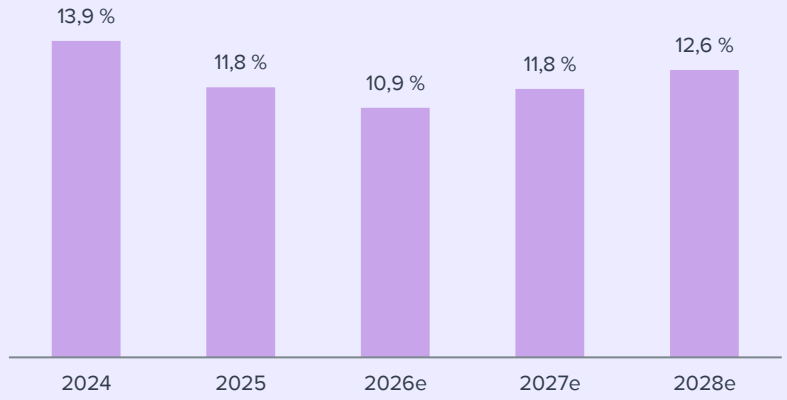
Ennusteriskit ovat varsin kohtuulliset

Palveluliiketoiminnan kysynnän jatkuva luonne ja matala harkinnanvaraisen kysynnän osuus huomioiden Relaisin pidemmän tähtäimen kysyntäriskien tulisi arviomme mukaan olla rajallisia toimintaympäristöön ja talouskasvuvauhtiin liittyvistä epävarmuustekijöistä huolimatta. Toisaalta joidenkin yhtiöiden tuotteiden kysyntään vaikuttavat talven sääolosuhteet, mikä muodostaa molempiin suuntiin kääntyvän ja toistuvan kausiluonteisen kysyntäriskin. Lisäksi, lyhyellä tähtäimellä korkea polttoaineen hinta korostaa etenkin Hyötyajoneuvopalveluiden kysyntäriskejä, joskin tämän vaikutus voi heijastua jossain määrin koko ajoneuvomarkkinalle ja arvoketjuun. Tästä näkökulmasta erityisesti huomioitavaa on mielestämme se, että Hyötyajoneuvopalveluiden kannattavuus on herkkä kysynnän muutoksille henkilöstökustannusten muodostaessa merkittävän osan sen kustannuksista. Siten muutokset liikevaihdossa heijastuvat tuntuvasti segmentin kannattavuuteen.

Kassavirran kehitys (MEUR)*



Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%)



Lähde: Inderes
* Huom. Vuosien 2025-2026 vapaa rahavirta huomioi yritysostot investointeina

Ennusteet 4/4

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet raportin yhteydessä ennusteisiimme hyvin pieniä muutoksia lähivuosille, minkä lisäksi tarkistimme pitkän aikavälin kannattavuusennusteitamme
- Vuoden 2027 operatiivisen tuloksen ennusteitamme nostivat tekemämme hienoiset tarkistukset Hyötyajoneuvopalveluiden kannattavuusennusteisiin
- Vuoden 2028 operatiivisia ennusteita taas laskivat etenkin lievät ennustetarkistukset Teknisen tukkukaupan marginaalin ennusteisiin
- Kohotimme lähivuosien nettorahoituskulujen ennusteitamme, minkä ansiosta vuoden 2027 EPS ennusteet säilyivät ennallaan ja laskivat vuoden 2028 osalta
- Edellä mainittuja ennustemuutoksia sekä yhtiön pääoman allokoinnin prioriteetteja heijastellen olemme myös laskeneet lähivuosien osinkoennusteitamme
- Laskimme myös pitkän aikavälin kannattavuusennusteitamme, kun päivitimme arviotamme nykymuotoisen liikevaihtorakenteen kannattavuuspotentiaalista

Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	465	465	0 %	486	485	0 %	496	495	0 %
Käyttökate	66,9	66,9	0 %	71,1	72,0	1 %	76,2	75,0	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	43,4	43,4	0 %	46,5	47,4	2 %	51,6	50,4	-2 %
Liikevoitto	32,3	32,3	0 %	37,9	38,8	2 %	43,0	41,8	-3 %
Tulos ennen veroja	21,3	21,3	0 %	27,3	27,4	0 %	33,7	31,5	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,13	1,13	0 %	1,28	1,28	0 %	1,54	1,45	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,32	-16 %	0,40	0,35	-13 %	0,42	0,38	-10 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	**323**	**82,8**	**82,9**	**101**	**117**	**383**	**119**	**110,5**	**109**	**126**	**465**	**485**	**495**	**505**
Hyötyajoneuvopalvelut	323	29,1	31,7	41,3	46,7	149	50,7	46,2	46,0	49,1	192	197	201	205
Tekninen tukkukauppa	0,0	47,3	46,1	50,9	60,4	205	58,6	54,5	52,4	63,2	229	233	238	243
Tuotteet ja ratkaisut	0,0	7,5	5,7	11,4	12,3	36,8	12,7	12,2	13,5	16,1	54,5	65,0	67,0	69,0
Keskitetyt toiminnot ja muut	0,0	0,5	0,7	1,0	1,2	3,4	1,3	1,0	1,0	1,0	4,3	4,3	4,4	4,5
Eliminoinnit	0,0	-1,6	-1,2	-3,5	-3,9	-10,1	-4,2	-3,4	-3,5	-3,5	-14,6	-14,6	-15,0	-15,5
Käyttökate	**51,9**	**13,0**	**11,8**	**14,4**	**16,0**	**55,1**	**18,0**	**13,6**	**16,6**	**18,7**	**66,9**	**72,0**	**75,0**	**75,1**
Poistot ja arvonalennukset	-18,9	-4,9	-5,5	-7,3	-7,9	-25,6	-8,2	-9,4	-8,4	-8,6	-34,6	-33,2	-33,2	-30,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	**36,1**	**9,2**	**7,6**	**10,9**	**10,8**	**38,4**	**12,8**	**8,0**	**10,2**	**12,3**	**43,4**	**47,4**	**50,4**	**52,3**
Liikevoitto	**33,0**	**8,1**	**6,3**	**7,1**	**8,0**	**29,5**	**9,8**	**4,2**	**8,2**	**10,1**	**32,3**	**38,8**	**41,8**	**44,3**
Hyötyajoneuvopalvelut	33,0	2,4	2,6	4,0	2,5	11,5	4,6	2,9	4,1	3,8	15,5	16,6	16,9	17,4
Tekninen tukkukauppa	0,0	5,3	4,6	5,3	6,9	22,2	6,3	3,8	4,2	6,3	20,7	21,3	23,8	24,7
Tuotteet ja ratkaisut	0,0	2,2	1,3	2,4	2,7	8,5	3,1	2,6	2,8	3,4	11,8	14,0	14,7	15,3
Keskitetyt toiminnot ja muut	0,0	-0,7	-0,9	-0,8	-1,4	-3,8	-1,2	-1,2	-1,0	-1,2	-4,6	-4,6	-5,0	-5,2
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertaerät	0,0	-0,2	-0,4	-2,1	-0,8	-3,5	-1,1	-1,9	0,0	0,0	-2,9	0,0	0,0	0,0
PPA-poistot	0,0	-0,8	-0,9	-1,7	-1,9	-5,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,2	-8,2	-8,6	-8,6	-8,0
Nettorahoituskulut	-9,2	-0,6	-4,4	-2,7	-2,2	-9,9	-1,1	-4,6	-2,6	-2,6	-10,9	-11,4	-10,3	-8,5
Tulos ennen veroja	**23,8**	**7,5**	**1,9**	**4,4**	**5,8**	**19,6**	**8,7**	**-0,5**	**5,6**	**7,5**	**21,3**	**27,4**	**31,5**	**35,8**
Verot	-5,2	-1,6	-0,4	-1,0	-0,9	-3,9	-1,7	-0,1	-1,4	-1,1	-4,3	-5,9	-6,8	-7,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2
Nettotulos	**18,5**	**5,9**	**1,5**	**3,3**	**4,8**	**15,5**	**6,8**	**-0,8**	**4,0**	**6,1**	**16,0**	**20,3**	**23,6**	**26,9**
EPS (oikaistu)	**1,23**	**0,39**	**0,17**	**0,51**	**0,41**	**1,48**	**0,37**	**0,12**	**0,26**	**0,38**	**1,13**	**1,28**	**1,45**	**1,59**
EPS (raportoitu)	**1,02**	**0,32**	**0,08**	**0,18**	**0,22**	**0,81**	**0,32**	**-0,09**	**0,17**	**0,29**	**0,69**	**0,91**	**1,08**	**1,25**

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %	0,1 %	11,6 %	34,9 %	28,6 %	18,8 %	43,7 %	33,3 %	8,2 %	8,0 %	21,2 %	4,3 %	2,1 %	2,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	26,5 %	-5,1 %	3,6 %	19,4 %	7,4 %	6,3 %	39,7 %	5,9 %	-6,8 %	14,8 %	12,9 %	9,3 %	6,4 %	3,7 %
Käyttökate-%	16,1 %	15,7 %	14,2 %	14,2 %	13,7 %	14,4 %	15,1 %	12,3 %	15,1 %	14,9 %	14,4 %	14,9 %	15,1 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,2 %	11,1 %	9,1 %	10,8 %	9,2 %	10,0 %	10,8 %	7,3 %	9,3 %	9,8 %	9,3 %	9,8 %	10,2 %	10,3 %
Nettotulos-%	5,7 %	7,1 %	1,8 %	3,3 %	4,1 %	4,0 %	5,7 %	-0,8 %	3,6 %	4,9 %	3,4 %	4,2 %	4,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima oikaistu EBITA

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Arvostus 1/3

Lähestymme arvostusta tulospohjaisesti

Suosimme Relaisin arvonmäärityksessä tulospohjaisia hintakertoimia. Mielestämme parhaimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen oikaistu P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen 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 arvonluontipotentiaalia, minkä takia mielestämme ne soveltuvat parhaiten nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen. Osakkeen arvostus suhteessa nykyisen liiketoimintakokonaisuuden perusteltuun arvostustasoon taas mielestämme kuvastaa sitä, minkä verran arvostus nojaa tulevien järjestelyjen potentiaaliseen arvonluontiin. Yksinkertaistettuna, mikäli osaketta hinnoitellaan nykyisen liiketoiminnan tuloksenteon kautta, saa sijoittaja ns. ilmaiseksi epäorgaanisen kasvun arvonluontipotentiaalin. Toisaalta, mitä enemmän hinnoittelu nousee yli nykyisen liiketoiminnan tulospotentiaalin, sitä enemmän sijoittaja kantaa riskiä siitä, että kuinka onnistunutta pääoman allokointi yritysostoihin on jatkossa.

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

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Relaisin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

- Kasvu ja pääoman allokointi: Relaisin keskeisin arvonajuri on mielestämme kasvu yritysjärjestelyiden kautta eli pääomien uudelleen allokointi. Viime vuosien kehityksen valossa pidämme pääomien uudelleen allokointia onnistuneena. Koska emme mallinna yritysostoja, huomioimme ne osana arvonmääritystä ja näkemystämme.
- Defensiivinen ja maltillisesti kasvava markkina laskee kysyntään liittyvää riskitasoa, mutta toisaalta matalan kasvun markkinassa arvonluonti orgaanisen kasvun kautta on haastavampaa.
- Yhtiön kassavirtaprofiili ja pääomaintensiteetti: Relaisin kassavirta on historiallisesti ollut melko hyvällä tasolla. Vapaata kassavirtaa ja siten strategian toteutusta rajoittavat tuotetoimintojen käyttöpääomaasidonnaisuus ja Hyötyajoneuvopalveluiden toimitilojen kustannukset (suurelta osin vuokravastuita, jotka näkyvät rahoituksen rahavirrassa). Arvioimmekin, että yhtiön vapaa kassavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi rajoittaen pääoman uudelleen allokointia, etenkin nyt kun korkokustannukset syövät tuntuvan osan kassavirrasta.
- Vahvojen kilpailuetujen puute isossa osassa liiketoimintoja arviomme mukaan rajaa alan toimijoiden ja Relaisin hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentiaalia.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,65	12,65	12,65
Osakemäärä, milj. kpl	18,7	18,8	18,8
Markkina-arvo	237	237	238
Yritysarvo (EV)	513	500	483
P/E (oik.)	11,2	9,9	8,7
P/E	18,4	13,9	11,7
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,7	6,9	6,4
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,6	9,6
Osinko/tulos (%)	37,4 %	32,4 %	30,4 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/3

Edellisen 12 kuukauden tuloksella arvostus on maltillisen puoleinen

Edellisen 12 kuukauden tuloksella Relais arvostetaan oik. P/E-kertoimella 9x ja vastaavasti oik. EV/EBITA-kertoimella 11x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme nettotulospohjaisesti maltilliset, kun taas taserakenteen huomioiva arvostus on melko neutraali. Kokonaisuutena taaksepäin katsovissa arvostuskertoimissa on mielestämme lievää nousuvaraa, sillä osakkeen perustellut arvostuskertoimet ovat mielestämme nyt P/E-kerroin 10-13x ja EV/EBITA 9-12x.

Tuloskasvu ei ole olennainen ajuri

Ennustamme Relaisin osakekohtaisen tuloksen kehityksen olevan suhteellisen vakaata Q2'26-2028e jaksolla (CAGR-%), vaikka lyhyellä tähtäimellä tulos onkin laskenut ja elpyy vasta tarkastelujakson loppua kohden vuoden 2025 tasolle. Siten lyhyellä tähtäimellä tuloskasvu on tuotto-odotuksen negatiivinen ajuri, mutta lähivuosien tuotto-odotuksessa sen kokonaisvaikutus on melko vakaa.

Ennusteillamme vuosien 2026 ja 2027 oikaistut P/E-luvut ovat 11x ja 10x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat noin 11x ja 9x. Arvostuskertoimien osalta on huomioitava, että vasta ensi vuoden kertoimet huomioivat täysimääräisesti kaikkien jo tehtyjen yritysostojen tulosvaikutuksen, kun taas niiden tasevaikutus on jo huomioitu täysimääräisesti tänä vuonna. Siten tarkastelemme erityisesti ensi vuoden arvostuskertoimia, jotka ovat mielestämme maltilliset suhteessa Relaisin pääoman tuottotasoon ja myös pörssin yleisten arvostustasojen kontekstissa. Siten absoluuttisten arvostuskertoimien pohjalta osakkeessa on mielestämme nousuvaraa.

Kokonaistuotto-odotus

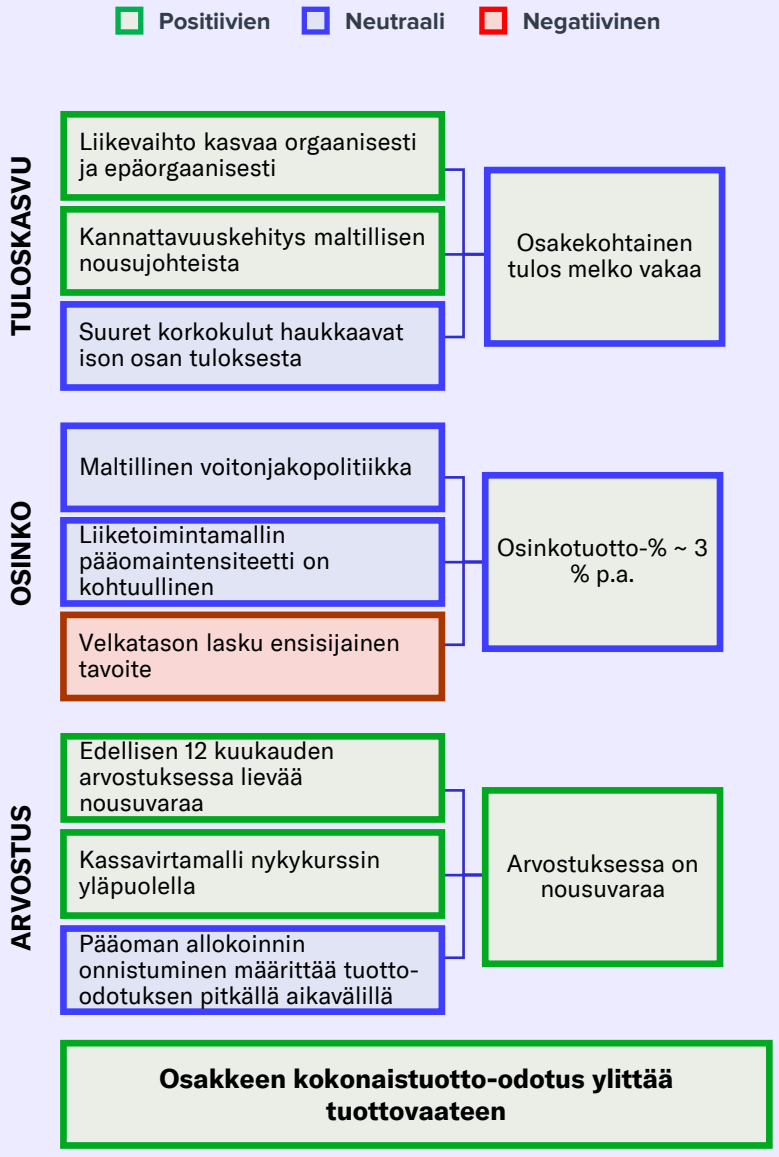
Ennusteidemme mukainen vuosien 2026-2028 osinkotuotto on keskimäärin vajaan 3 %:n tasolla. Näin ollen arvostuksen nousuvarasta ja osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus nouseekin kaksinumeroiselle tasolle. Tämä mielestämme tarkoittaa, että hyvä tuotto-odotus lähivuosina ei edellytä pääoman allokointia yritysostoihin. Nämä tekijät huomioiden pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta houkuttelevana.

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 omistamilla liiketoiminnoilla (kilpailukyvyn 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.

Osaketuoton ajurit Q2'26-2028e



Lähde: Inderes

Arvostus 3/3

Pidämme ensimmäisen verrokkiryhmän 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 vahvistamaan tehokkuuttaan ja nostamaan pääoman tuottoaan. Emme siis pidä Relaisin arvostamista sarjayhdistelijöiden mediaanitasolle nyt perusteltuna, sillä yhtiön historiallinen pääoman tuotto on ollut selvästi sarjayhdistelijöiden pääoman tuottoa matalammalla tasolla.

Lähivuosien keskeisillä EV-pohjaisilla kertoimilla Relaisin arvostus on noin 10 %:n alennuksella vastaavanlaisten liiketoimintojen verrokkeihin, joiden arvostus on mielestämme mediaanitasolla järkevä. Sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden Relais arvostetaan vajaan 50 %:n alennuksella. Tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeat, vaikkakin korkeista pääoman tuotoista pitkältä ajalta näytöt omaavat toimijat ansaitsevat selvästi osakemarkkinoiden keskimääräistä arvostustasoa korkeammat arvostuskertoimet. Tästä huolimatta suhteellinen arvostusero voi myös kaventua tämän verrokkiryhmän mediaaniarvostuksen laskun kautta.

Historialliset näytöt huomioiden Relaisin perusteltu arvostustaso on mielestämme näiden kahden verrokkiryhmän välimaastossa. Samalla suhteellinen arvostus suhteessa molempiin verrokkiryhmiin mielestämme toimii ikään kuin puntarina siitä, minkä verran osakkeen arvostustaso sisältää oletuksia epäorgaanisen kasvun arvonluonnista. Nykyinen Relaisin osakkeen arvostus ei mielestämme sisällä odotuksia uusien yritysostojen arvonluonnista, mikä on mielestämme perusteltua nykyisellä velkatasolla. Arvioimmekin yhtiön painottavan lyhyellä tähtäimellä velkatason laskua pääoman allokointipäätöksissään.

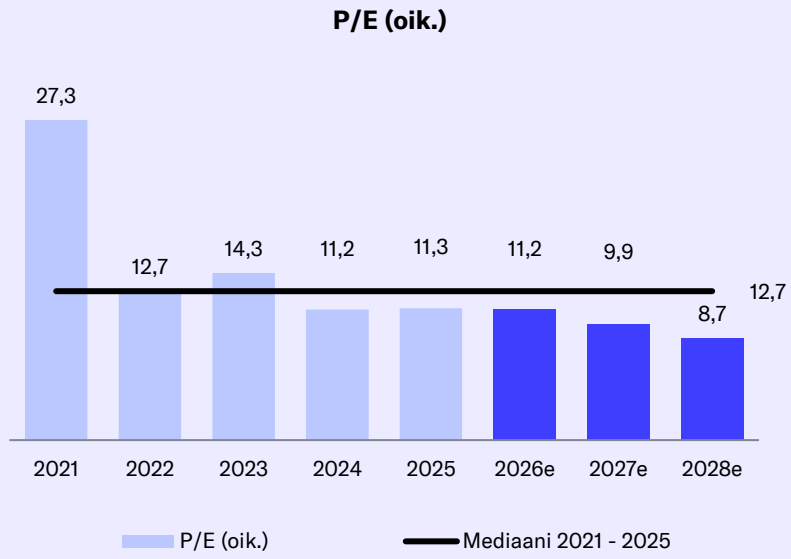
DCF-malli

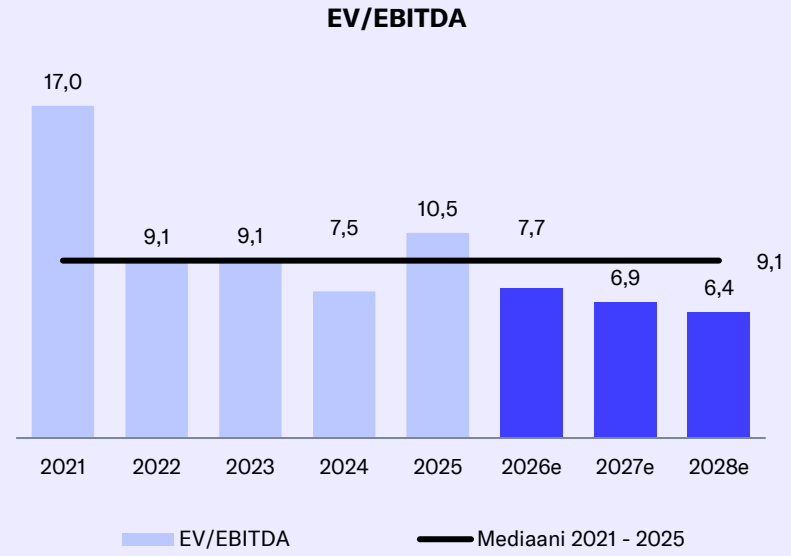
Kassavirtalaskelmamme Relaisin osakkeelle indikoima arvo on 15,8 euroa osakkeelta. DCF-mallimme pohjana käytämme lähivuosien ennusteiden lisäksi laatimiemme pitkän tähtäimen ennusteita. Näin ollen kassavirtamalli ei huomioi epäorgaanisen kasvun arvonluontimahdollisuuksia ja näin ollen se toimii mittatikkuna etenkin nykyiselle kokonaisuudelle. Mallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 10,1 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 7,9 %.

Sijoitusnäkemys

Näkemyksemme mukaan Relaisin osakkeen käypä arvo on 15-17,5 euroa/osake. Tähän suhteutettuna osakkeen nykyinen hinta pörssissä on houkutteleva ja arvioimmekin, että lähivuosien tuotto-odotus nousee matalalle kaksinumeroiselle tasolle. Tämä on yhtiön riskiprofiiliin suhteutettuna houkutteleva ja siten osakkeen tuotto-riskisuhde on mielestämme houkutteleva.

Kuten aiemmin todettu, pitkässä juoksussa Relaisin saavuttama sijoitetun pääoman tuotto määrittää osakkeen käyvän arvon nousutahdin. Etenkin lyhyellä tähtäimellä yhtiön fokus on nykyisten toimintojen tehokkuuden parantamisessa ja taseen vahvistamisessa, mutta uskomme yhtiön kykyyn vauhdittaa arvonluontia keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä onnistuneella pääoman uudelleenallokoinnilla houkuttelevalla pääoman tuotolla.



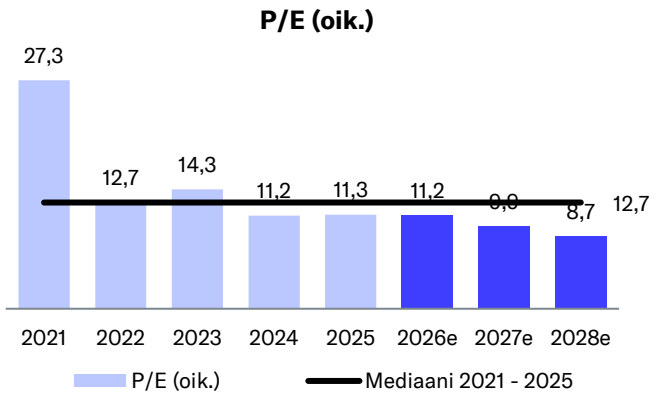


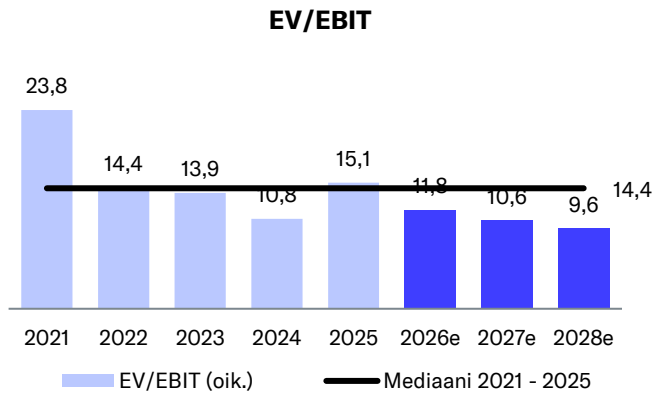
Lähde: Inderes

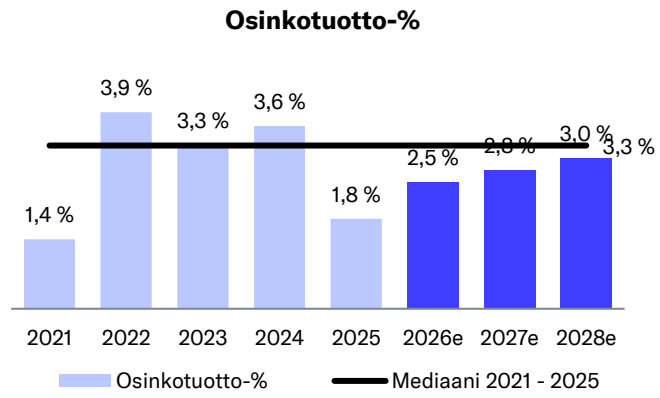
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	26,0	10,2	13,5	13,7	16,7	**12,65**	**12,65**	**12,65**	**12,65**
Osakemäärä, milj. kpl	17,9	18,1	18,1	18,1	18,2	**18,7**	**18,8**	**18,8**	**18,9**
Markkina-arvo	466	185	245	248	304	**237**	**237**	**238**	**239**
Yritysarvo (EV)	613	332	396	390	580	**513**	**500**	**483**	**467**
P/E (oik.)	27,3	12,7	14,3	11,2	11,3	**11,2**	**9,9**	**8,7**	**8,0**
P/E	32,5	18,4	17,8	13,4	20,7	**18,4**	**13,9**	**11,7**	**10,1**
P/B	4,5	1,8	2,2	2,1	2,5	**1,8**	**1,7**	**1,5**	**1,4**
P/S	2,0	0,7	0,9	0,8	0,8	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,5**
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,2	1,5	**1,1**	**1,0**	**1,0**	**0,9**
EV/EBITDA	17,0	9,1	9,1	7,5	10,5	**7,7**	**6,9**	**6,4**	**6,2**
EV/EBIT (oik.)	23,8	14,4	13,9	10,8	15,1	**11,8**	**10,6**	**9,6**	**8,9**
Osinko/tulos (%)	44,9 %	72,3 %	58,1 %	48,9 %	35,3 %	**37,4 %**	**32,4 %**	**30,4 %**	**30,9 %**
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,6 %	1,8 %	**2,5 %**	**2,8 %**	**3,0 %**	**3,5 %**

Lähde: Inderes







Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus 1/2

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	**MEUR**	**MEUR**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**
Inter Cars SA	3196	3977	12,0	10,7	9,9	9,0	0,7	0,7	19,1	16,9	0,1	0,3	2,1
Advance Auto Parts Inc	2371	2609	8,4	6,9	5,1	4,5	0,3	0,3	15,0	11,6	2,3	2,3	1,2
Duell	12	27		27,4	11,0	5,5	0,2	0,2				0,4	0,3
Auto Partner SA	814	905	9,7	8,6	8,5	7,5	0,8	0,7	11,6	10,1	0,7	0,7	2,1
Genuine Parts Co	15143	19088	12,8	12,2	10,2	9,6	0,8	0,8	16,1	15,0	3,4	3,6	3,6
LKQ Corp	4844	8094	8,9	7,8	6,5	5,9	0,7	0,7	8,1	7,2	5,6	5,6	0,8
O'Reilly Automotive Inc	64757	70762	21,2	19,8	18,4	17,3	4,2	3,9	27,4	24,6			
Autozone Inc	45449	53232	16,0	15,0	13,5	12,5	2,9	2,7	20,9	18,6			
Bapcor Ltd	325	560	18,7	15,8	6,1	5,7	0,5	0,5	38,8	26,7		1,2	0,6
Mekonomen AB	352	893	10,7	9,0	5,4	5,0	0,5	0,5	9,0	7,0	1,4	4,0	0,6
Relais Group (Inderes)	**237**	**513**	**11,8**	**10,6**	**7,7**	**6,9**	**1,1**	**1,0**	**11,2**	**9,9**	**2,5**	**2,8**	**1,8**
Keskiarvo			**13,2**	**13,3**	**9,5**	**8,2**	**1,2**	**1,1**	**18,4**	**15,3**	**2,3**	**2,3**	**1,4**
Mediaani			**12,0**	**11,4**	**9,2**	**6,7**	**0,7**	**0,7**	**16,1**	**15,0**	**1,9**	**1,7**	**1,0**
Erotus-% vrt. mediaani			***-1 %***	***-8 %***	***-17 %***	***4 %***	***58 %***	***55 %***	***-31 %***	***-34 %***	***36 %***	***60 %***	***82 %***

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

Verrokkiryhmän arvostus 2/2

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	**MEUR**	**MEUR**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**
Relais Group OYJ	237	507	15,0	12,0	7,3	6,5	1,1	1,0	13,3	10,4	2,7	3,0	1,5
Indutrade AB	8721	9605	23,8	21,3	17,2	15,5	3,0	2,8	30,6	26,2	1,3	1,5	5,0
Bergman & Beving AB	647	831	21,5	19,4	12,0	11,2	1,8	1,8	29,2	23,6	1,7	1,7	3,7
Momentum Group AB	571	644	22,4	19,9	14,5	13,1	2,2	2,0	28,7	25,5	1,2	1,3	6,6
Bufab AB	2401	2715	24,7	21,6	19,5	17,4	3,4	3,1	32,3	27,3	1,1	1,3	5,8
Addtech AB	8028	8568	29,5	26,8	22,9	20,4	4,1	3,8	39,2	34,6	1,1	1,2	10,5
Beijer Ref AB	6707	7760	21,1	18,8	16,7	15,0	2,2	2,0	27,3	23,6	1,1	1,3	3,1
Beijer Alma AB	1670	1952	17,6	15,8	13,3	12,0	2,6	2,4	22,4	19,7	1,5	1,6	3,7
Lifco AB (publ)	12350	13314	25,5	22,8	19,0	17,3	4,8	4,4	35,2	31,2	0,9	1,0	6,7
Lagercrantz Group AB	4308	4716	30,8	26,3	23,2	20,3	4,9	4,3	41,1	33,9	1,1	1,3	10,5
Volati AB	271	405	21,5	13,7	9,6	7,5	0,9	0,9	19,5	11,7	2,2	2,7	3,2
Boreo	75	137	19,6	15,3	10,6	9,5	0,8	0,8	53,0	22,4		0,4	2,8
AddLife AB	2041	2458	28,7	25,3	15,6	14,3	2,5	2,3	42,0	33,0	0,9	1,1	3,9
Addnode Group AB (publ)	698	918	17,0	14,9	9,7	8,9	1,7	1,6	23,7	17,9	2,0	2,3	2,6
Instalco AB	997	1362	15,8	12,4	10,2	8,5	1,0	0,9	18,2	12,8	1,7	2,2	3,0
Seafire AB (publ)	48	64	12,8	9,1	6,6	5,6	0,7	0,6	15,4	10,6			0,6
Sdiptech AB (publ)	644	644	8,5	7,1	6,2	5,2	1,4	1,3	18,8	14,9			2,2
Fasadgruppen Group AB (publ)	110	257	7,5	5,8	5,5	4,5	0,5	0,5	6,6	4,4			0,5
Berner Industrier	121	136	13,8	13,0	10,1	9,6	1,4	1,4	17,6	16,6	1,7	1,8	4,0
Relais Group (Inderes)	**237**	**513**	**11,8**	**10,6**	**7,7**	**6,9**	**1,1**	**1,0**	**11,2**	**9,9**	**2,5**	**2,8**	**1,3**
Keskiarvo			**20,4**	**17,3**	**13,5**	**12,0**	**2,2**	**2,1**	**26,1**	**21,4**	**1,3**	**1,5**	**4,4**
Mediaani			**21,5**	**18,6**	**12,6**	**11,6**	**2,0**	**1,9**	**25,5**	**21,6**	**1,2**	**1,3**	**3,7**
Erotus-% vrt. mediaani			***-45 %***	***-43 %***	***-39 %***	***-40 %***	***-45 %***	***-45 %***	***-56 %***	***-54 %***	***120 %***	***114 %***	***-65 %***

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

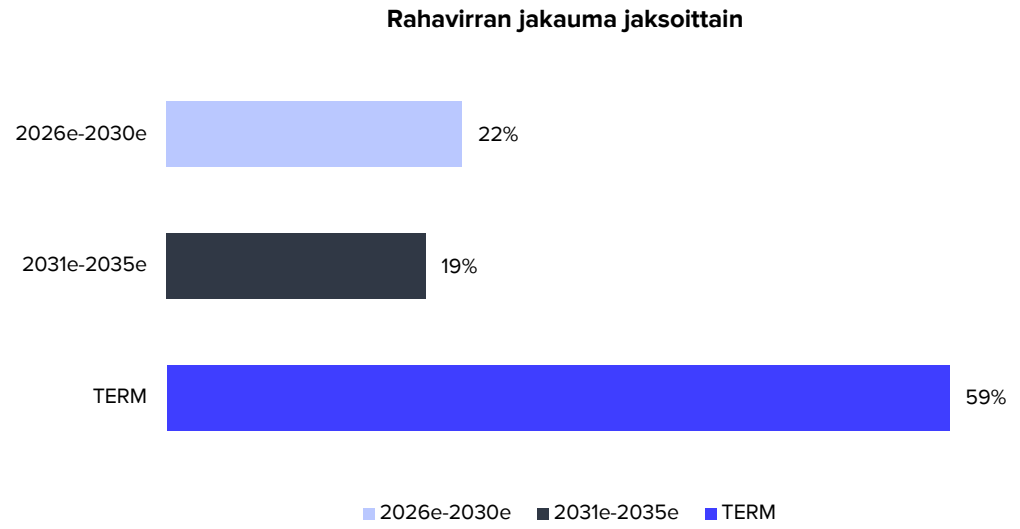
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,8 %	21,2 %	4,3 %	2,1 %	2,1 %	3,0 %	2,8 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,7 %	6,9 %	8,0 %	8,4 %	8,8 %	9,8 %	9,7 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Liikevoitto	**29,5**	**32,3**	**38,8**	**41,8**	**44,3**	**51,0**	**51,9**	**52,2**	**53,5**	**54,9**	**56,0**	
+ Kokonaispoistot	25,6	34,6	33,2	33,2	30,8	28,6	28,5	28,6	28,7	28,9	29,0	
- Maksetut verot	-0,3	-4,3	-5,9	-6,8	-7,7	-9,3	-9,5	-9,5	-9,8	-10,1	-10,3	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-2,1	-2,5	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
+ 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	-27,7	-5,0	-4,2	-2,2	-2,2	-3,2	-3,1	-3,0	-2,9	-3,0	-2,4	
Operatiivinen kassavirta	**25,1**	**55,4**	**59,5**	**63,8**	**63,4**	**65,4**	**66,2**	**66,6**	**67,9**	**69,0**	**70,5**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-132,5	-43	-27,3	-27,8	-28,4	-28,5	-29,1	-29,2	-29,3	-29,6	-31,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**-107,4**	**12,6**	**32,2**	**36,0**	**35,0**	**37,0**	**37,2**	**37,3**	**38,6**	**39,4**	**39,5**	
+/- 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	-107,4	12,6	32,2	36,0	35,0	37,0	37,2	37,3	38,6	39,4	39,5	678
Diskontattu vapaa kassavirta		**12,5**	**29,4**	**30,4**	**27,4**	**26,8**	**25,0**	**23,3**	**22,3**	**21,1**	**19,5**	**336**
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		573	561	531	501	474	447	422	399	376	355	336

Velaton arvo DCF	**573**
- Korolliset velat	-294
+ Rahavarat	34,2
+ Osakkuusyhtiöt	0,0
-Vähemmistöosuus	-12,1
-Osinko/pääomapalautus	-5,5
Oman pääoman arvo DCF	**296**
Oman pääoman arvo DCF per osake	**15,8**

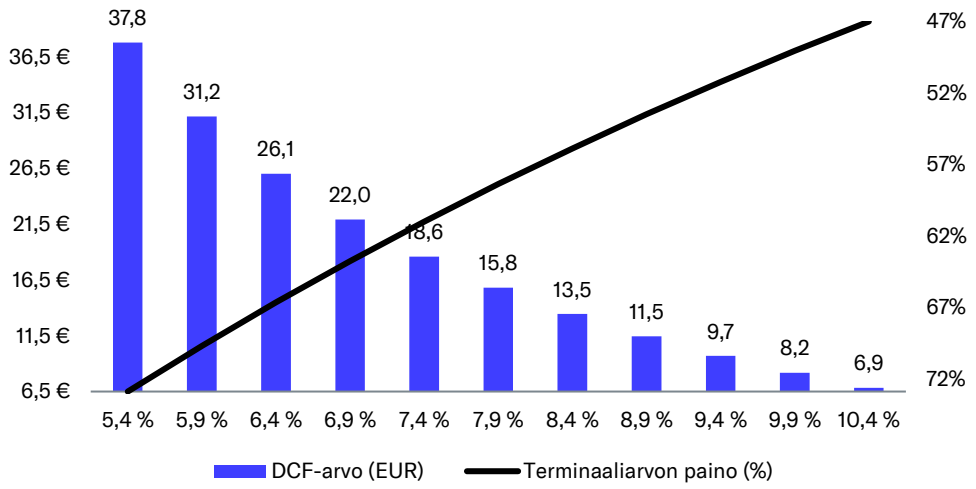
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,4 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	**10,1 %**
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	**7,9 %**

Lähde: Inderes

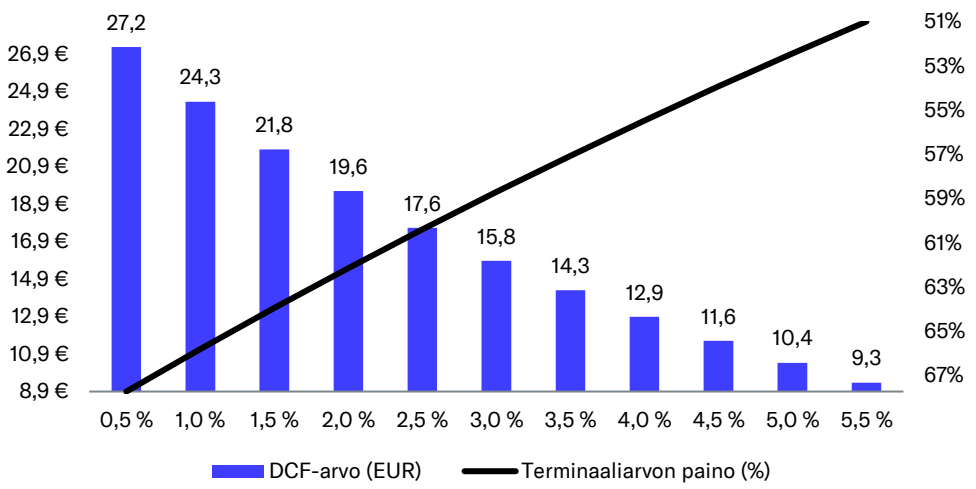


DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina

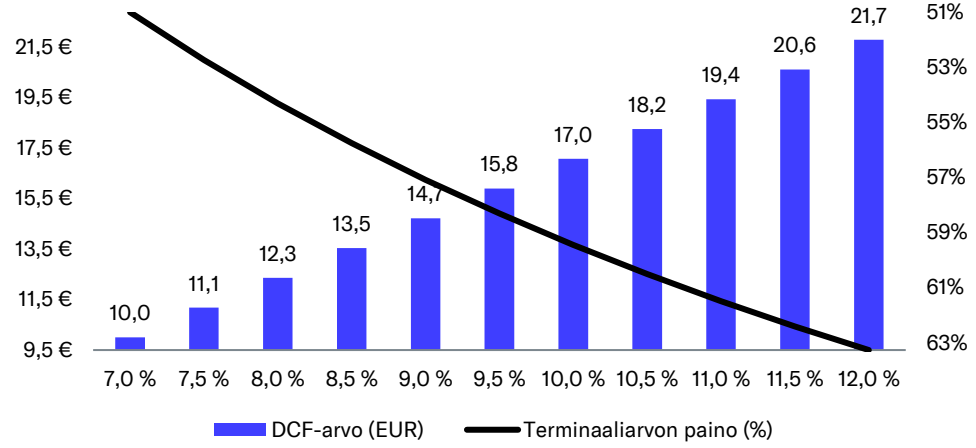
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



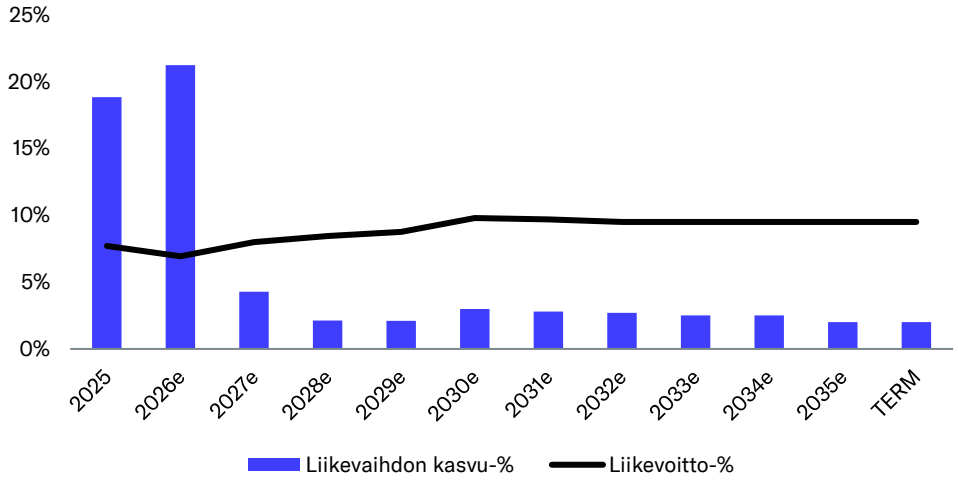
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	**196**	**302**	**310**	**304**	**299**
Liikearvo	120	155	165	165	165
Aineettomat hyödykkeet	12,0	34,2	28,2	22,0	16,0
Käyttöomaisuus	61,7	112	116	117	117
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	1,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	**134**	**191**	**195**	**203**	**206**
Vaihto-omaisuus	83,7	102	116	121	124
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Myyntisaamiset	40,6	52,8	65,1	67,4	68,3
Likvidit varat	9,6	34,2	11,6	12,1	12,4
Taseen loppusumma	**330**	**493**	**505**	**507**	**505**

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	**118**	**181**	**189**	**200**	**214**
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	52,3	52,1	59,5	70,5	84,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	65,2	69,3	70,3	70,3	70,3
Vähemmistöosuus	0,0	9,2	9,2	9,2	9,2
Pitkäaikaiset velat	**135**	**214**	**176**	**166**	**156**
Laskennalliset verovelat	4,0	6,3	6,3	6,3	6,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	131	208	170	160	150
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	**77,3**	**98,5**	**140**	**140**	**135**
Korolliset velat	19,6	35,9	55,8	53,4	46,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	53,7	61,9	83,2	86,3	87,6
Muut lyhytaikaiset velat	4,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	**330**	**493**	**505**	**507**	**505**

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	284,3	322,6	383,4	**464,9**	**484,8**
Käyttökate	43,5	51,9	55,1	**66,9**	**72,0**
Liikevoitto	25,1	33,0	29,5	**32,3**	**38,8**
Voitto ennen veroja	17,7	23,8	19,6	**21,3**	**27,4**
Nettovoitto	13,7	18,5	15,5	**16,0**	**20,3**
Kertaluontoiset erät	-3,4	-3,1	-8,9	**-11,1**	**-8,6**

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	329,1	330,2	493,0	**504,9**	**506,7**
Oma pääoma	110,7	117,6	180,6	**189,0**	**200,1**
Liikearvo	120,1	120,1	155,0	**165,1**	**165,1**
Nettovelat	151,0	141,3	209,4	**214,1**	**201,3**

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	43,5	51,9	55,1	**66,9**	**72,0**
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-3,5	-27,7	**-5,0**	**-4,2**
Operatiivinen kassavirta	33,0	42,3	25,1	**55,4**	**59,5**
Investoinnit	-24,1	-13,7	-132,5	**-42,8**	**-27,3**
Vapaa kassavirta	9,0	28,5	-107,4	**12,6**	**32,2**

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,5	**1,1**	**1,0**
EV/EBITDA	9,1	7,5	10,5	**7,7**	**6,9**
EV/EBIT (oik.)	13,9	10,8	15,1	**11,8**	**10,6**
P/E (oik.)	14,3	11,2	11,3	**11,2**	**9,9**
P/B	2,2	2,1	2,5	**1,8**	**1,7**
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	1,8 %	**2,5 %**	**2,8 %**

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,76	1,02	0,81	**0,69**	**0,91**
EPS (oikaistu)	0,95	1,23	1,48	**1,13**	**1,28**
Operat. Kassavirta / osake	1,82	2,33	1,38	**2,96**	**3,17**
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,50	1,57	-5,90	**0,68**	**1,72**
Omapääoma / osake	6,10	6,49	9,42	**9,62**	**10,17**
Osinko / osake	0,44	0,50	0,30	**0,32**	**0,35**

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9 %	13 %	19 %	**21 %**	**4 %**
Käyttökatteen kasvu-%	19 %	19 %	6 %	**21 %**	**8 %**
Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	27 %	6 %	**13 %**	**9 %**
EPS oik. kasvu-%	18 %	30 %	21 %	**-24 %**	**13 %**
Käyttökate-%	15,3 %	16,1 %	14,4 %	**14,4 %**	**14,9 %**
Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	11,2 %	10,0 %	**9,3 %**	**9,8 %**
Liikevoitto-%	8,8 %	10,2 %	7,7 %	**6,9 %**	**8,0 %**
ROE-%	12,8 %	16,2 %	10,7 %	**9,1 %**	**10,9 %**
ROI-%	9,4 %	12,2 %	8,5 %	**7,7 %**	**9,4 %**
Omavaraisuusaste	33,6 %	35,6 %	36,6 %	**37,4 %**	**39,5 %**
Nettovelkaantumisaste	136,5 %	120,1 %	115,9 %	**113,3 %**	**100,6 %**
Nettovelka/käyttökate	3,5	2,7	3,8	**3,2**	**2,8**
EBITDA/nettorahoituskulut	5,9	5,6	5,6	**6,1**	**6,3**

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.4.2022	Lisää	24,00 €	21,00 €
13.5.2022	Lisää	20,00 €	18,00 €
9.8.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
12.8.2022	Lisää	14,00 €	12,20 €
9.11.2022	Osta	13,00 €	10,45 €
11.11.2022	Osta	13,50 €	10,95 €
1.3.2023	Lisää	13,50 €	11,50 €
3.3.2023	Lisää	13,50 €	12,50 €
5.5.2023	Lisää	15,50 €	14,00 €
30.5.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
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 €
15.8.2024	Lisää	16,50 €	14,45 €
8.11.2024	Lisää	16,50 €	14,50 €
14.2.2025	Osta	16,50 €	14,10 €
8.4.2025	Osta	16,50 €	13,12 €
6.5.2025	Lisää	17,00 €	14,45 €
14.5.2025	Lisää	17,00 €	15,20 €
19.6.2025	Lisää	17,00 €	14,40 €
12.8.2025	Lisää	18,50 €	16,55 €
15.8.2025	Lisää	18,50 €	17,15 €
25.9.2025	Lisää	18,50 €	16,50 €
23.10.2025	Lisää	19,00 €	16,75 €
8.1.2025	Lisää	19,00 €	17,00 €
15.2.2026	Lisää	18,00 €	16,00 €
7.5.2026	Osta	18,00 €	14,30 €
15.5.2026	Osta	18,00 €	14,90 €
11.8.2026	Lisää	17,00 €	14,65 €
14.8.2026	Lisää	17,00 €	14,65 €
21.10.2026	Lisää	15,50 €	12,65 €



TIETO ON SIJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj
Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab
Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

inderes.