

RELAIS GROUP

18.06.2025 19.00 EEST



Petri Gostowski
+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. Tähän raaka-ainetta eli kassavirtaa tuottavat sen nykyiset liiketoiminnot, jotka kasvavat arviomme mukaan pitkässä juoksussa noin talouskasvun vauhtia. Odotamme yhtiön kuitenkin vauhdittavan kasvua yritysostoilla myös jatkossa ja historiallisten näyttöjen valossa pidämme tätä arvonluonnin näkökulmasta oikeana valintana. Osakkeen nykyinen arvostus on mielestämme maltillinen, kun taas yhtiön defensiivisen liiketoiminnan riskitaso on mielestämme keskimääräistä maltillisempi. Siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana ja toistamme 17,0 euron tavoitehintamme ja Lisää-suosituksemme.

Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinalla

Relais Group omistaa ja kehittää pitkäjänteisesti ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivia yhtiöitä ja konsolidoi jälkimarkkinaa. Tämänhetkiset konserniyhtiöt harjoittavat varaosien, valaisimien ja varusteiden tukkumyyntiä sekä hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Pohjoismaissa ja Baltiassa. Kuluvalla vuosikymmenellä Relais on kasvanut yli kymmenen yritysoston sekä arviomme mukaan markkinakasvua nopeamman orgaanisen kasvun turvin. Yhtiön taloudellinen tavoite on yltää 50 MEUR:n vertailukelpoiseen operatiiviseen tulokseen (pro forma EBITA) 2025 loppuun mennessä. Tätä tavoitetta heijastellen odotamme yhtiön jatkavan yritysostoja lähitulevaisuudessa, mihin sen valtavat ja melko hajanaiset kohdemarkkinat antavat mielestämme hyvät edellytykset.

Tulokasvun keskeisinä ajureina toimivat orgaaninen kasvu ja pääoman allokointi yritysostoihin

Relaisin kohdemarkkina kasvaa pääasiassa ajoneuvokannan kasvun mukaista tahtia, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä karkeasti linjassa talouskasvuvauhdin

kanssa. Näin ollen noin markkinakasvun mukaista liikevaihdon kasvua, jo kerrottuja yritysostoja sekä saavutettua kiitetävän tasoista operatiivista tehokuutta heijastellen odotamme tulokasvun olevan lähivuosina (2024–2027) keskimäärin noin 9 %:n tasolla. Relaisin rahoitusasema, liiketoiminnan kassavirta ja mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppavälineenä mahdollistavat epäorgaanisen kasvun jatkamisen, mutta yhtiö on myös kertonut aikeistaan vahvistaa pääomarakennetta oman pääoman ehtoisella rahoituksella. Konsernin liiketoimintamallia ja strategisia valintoja peilaten arvioimme osakkeen pidemmän tähtäimen tuotto-odotuksen keskeiseksi ajuriksi saavutetun pääoman allokoinnin tuoton. Myös osakkeen keskeiset riskit liittyvät pääoman allokoinnin onnistumiseen, mutta lähihistorian yritysostojen laatu ja arvostustasot huomioiden, ovat Relaisin näytöt yritysostovetoisesta kasvusta mielestämme hyvät.

Tuotto-riskisuhde on mielestämme houkutteleva

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 10-9x 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 melko linjaan 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 16,6 eurossa oleva kassavirtamalli. Tätä arvostusta, Relaisin pääoman allokoinnista saatuja historiallisia näyttöjä ja liiketoiminnan riskiprofilia heijastellen pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta houkuttelevana.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

17,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

14,40 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	322,6	372,2	421,7	434,4
kasvu-%	13 %	15 %	13 %	3 %
EBIT oik.	36,1	39,0	43,2	44,7
EBIT-% oik.	11,2 %	10,5 %	10,2 %	10,3 %
Nettotulos	18,5	22,5	23,9	25,6
EPS (oik.)	1,21	1,43	1,52	1,60

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

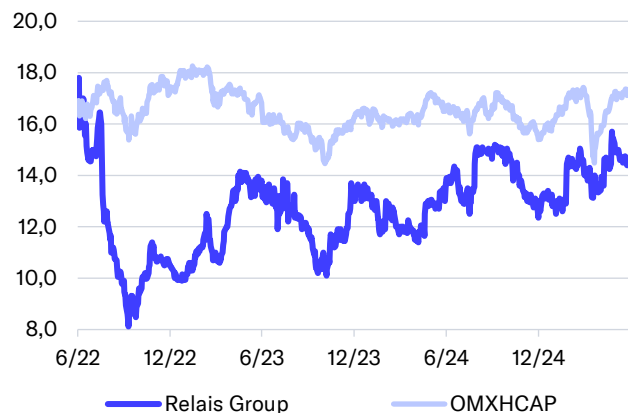
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

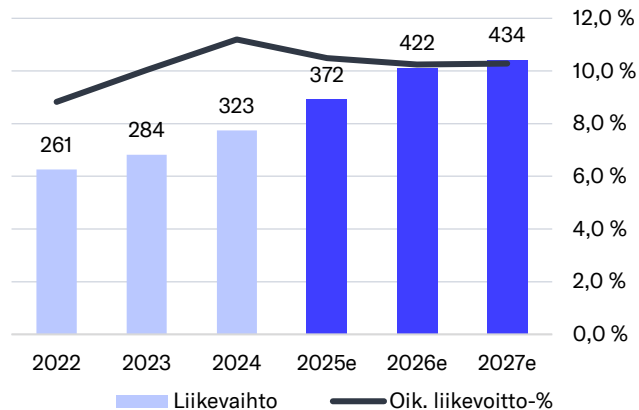
Relais Group ei julkaise numeerista tulosoheistusta tilikaudelle 2025. Yhtiöllä on 3.2.2023 julkaistu pitkän aikavälin taloudellinen tavoite, jonka mukaan se tavoittelee 50 miljoonan euron pro forma- vertailukelpoista EBITA: a vuoden 2025 loppuun mennessä.

Osakekurssi



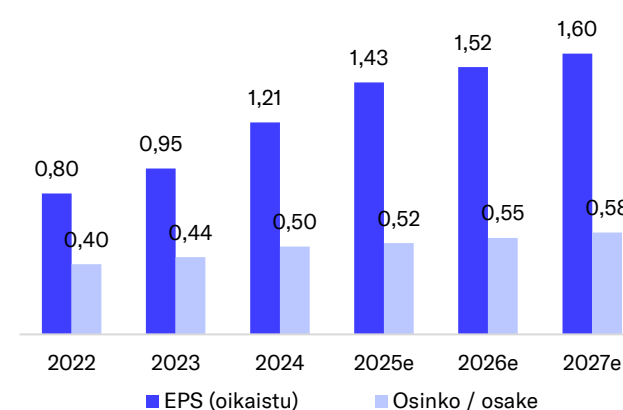
Lähde: Millistream Market Data AB

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 arvонуontipotentiaali on varsin hyvä
- Omistettujen liiketoimintojen keskinäiset myyntisynergiat tukevat kasvun edellytyksiä

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,40	14,40	14,40
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	262	263	264
Yritysarvo (EV)	493	479	463
P/E (oik.)	10,0	9,5	9,0
P/E	11,6	11,0	10,3
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,5	7,4	7,0
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,1	10,4
Osinko/tulos (%)	42,0 %	42,0 %	41,5 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,8 %	4,0 %

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
Arvonmäärittäminen	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

323 MEUR (13,5 %)

Liikevaihto 2024 (kasvu-%)

24 %

Raportoidun liikevaihdon kasvu (CAGR-%)

36,1 MEUR (11,2 %)

Oik. EBITA 2024 (EBITA-%)

1 263

Henkilöstö tilikauden 2024 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

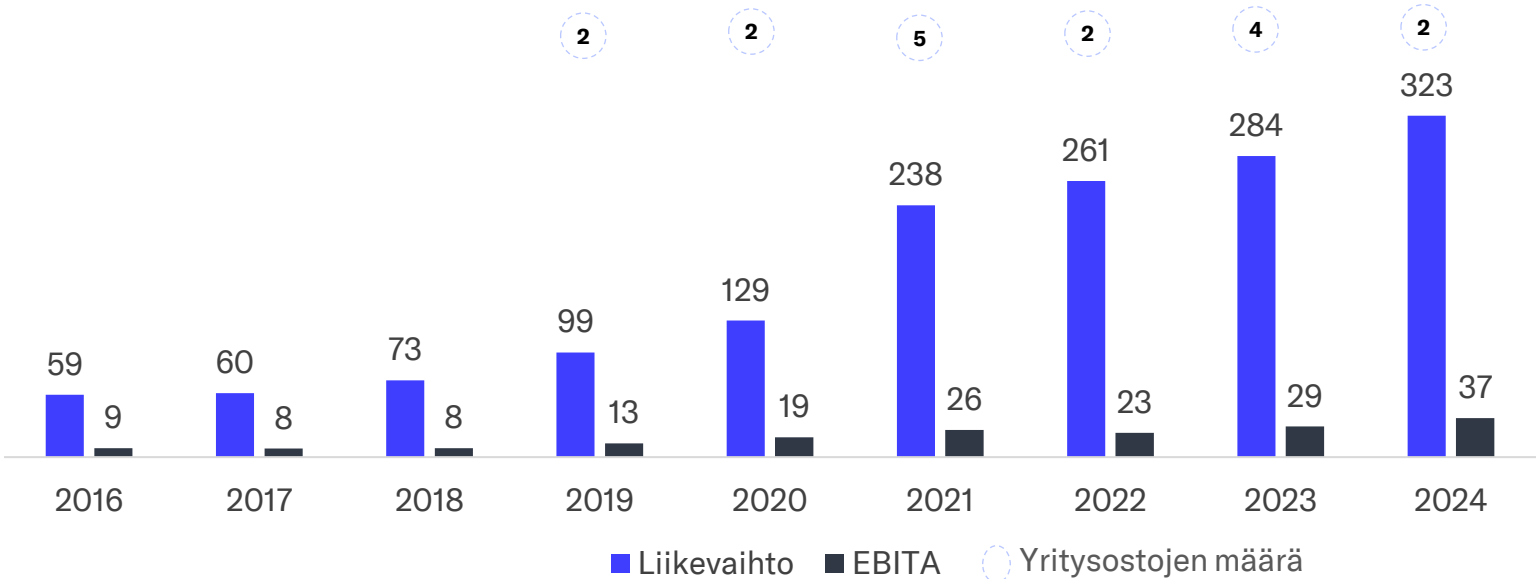
Yritysostot vahvistavat Pohjoismaista jalansijaa ja hajauttavat tulovirtoja maantieteellisesti

Kasvun kiihdytys yritysostoin 2021-

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

Markkinoiden kasvua ripeämpää orgaanista kasvua

Kyvykkyyksien vahvistaminen yritysjärjestelyissä ja profiloituminen sarjayhdistelijäksi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Relais operoi ajoneuvojen jälkimarkkinoilla

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

Liiketoimintojen orgaanisen kasvun lisäksi Relaisin toiminnan keskiössä on epäorgaaninen kasvu. Yrityssostostrategiassaan 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 ns. sarjayhdistelijöiden liiketoimintamalli, kun taas alla olevien liiketoimintojen liiketoimintamallit ovatkin perinteisempiä tukku-, tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleja. Siten konsernitason arvoa pyritään luomaan etenkin toistuvien yritysjärjestelyiden avulla eli allokoimalla pääomaa kasvuun.

Konsernin alla yhtiötasolla arvionluonti nojaa tavanomaisiin tuote- ja palveluyhtiöiden liiketoimintamalleihin.

Liiketoiminnan rakenne

Relais raportoi taloudellisen tuloksensa tuoteryhmittäin sekä maantieteellisten alueiden mukaan. 67 % vuoden 2024 raportoidusta liikevaihdosta (2024 liikevaihto 323 MEUR) muodostui hyöty- ja henkilöajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkukaupasta sekä valaisimien ja virranhallintatuotteiden ja muiden varusteiden tukku- ja verkkokaupasta.

Vastaavasti hyötyajoneuvojen huolto- ja korjauspalvelut muodostivat jäljelle jäävän noin kolmanneksen raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2024. 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.

Maantieteellisesti tarkasteltuna valtaosa Relaisin liiketoiminnasta muodostuu Pohjoismaista ja Baltiasta, vaikkakin tuore [Matro Group -yritysosto](#) (04/2025) oli päänavaus Keski-Eurooppaan. Konserniyhtiöiden vuoden 2024 raportoidusta liikevaihdosta Suomi vastasi noin 42 %, kun taas Ruotsi vastasi noin 40 %. Vastaavasti Viro (2 %), Norja (7 %), Tanska sekä muut Baltian maat (9 %) muodostivat yhteensä noin 18 % liikevaihdosta. Myös hiljattain kerrottu [TVH-yritysosto](#) lisää liikevaihdon maantieteellistä hajautusta.

Laaja tuotevalikoima ja toimittajaverkosto

Relaisin tukkuliiketoimintojen tuotevalikoima on erittäin laaja, sillä se kattaa arviolta 150-200 tuhatta varastonimikettä, jotka jakaantuvat ajoneuvojen

RELAIS



Ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumyyntiä Pohjoismaissa ja Baltiassa

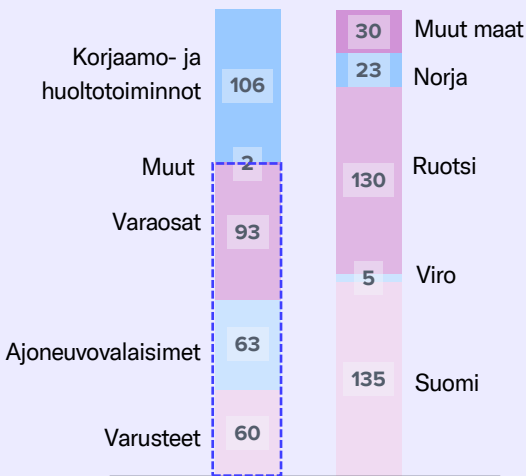


Hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoliiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa



Konserni on kasvualusta omistetuille yhtiöille, jota kasvatetaan toistuvien yritysostoin

Liikevaihdon jakauma (2024, 323 MEUR)



Tekninen tukkukauppa ja tuotteet 217 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

lisä- ja sähkövarusteisiin sekä varaosiin. Relaisilla on erikoisosaamista erityisesti ajoneuvojen sähkövarusteissa, -varaosissa ja valaisinratkaisuihin, johon keskittyneitä yhtiöitä ovat mm. Strands, Awimex ja Lumise. AutoMateriell-liiketoimintakaupan myötä Relais laajeni myös korjaamolaiteratkaisuiden toimittamiseen.

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

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

Omat tuotemerkkien osuus on merkittävä

Valtaosa Relaisin tukkuliiketoimintojen myynnistä tulee muiden brändien tuotteista, mutta konsernin omien brändien osuus myynnistä on kuitenkin käsityksemme mukaan merkittävä ja noin 1/5. Omat tuotteet koostuvat etenkin valomerkeistä, joita myydään useilla omilla brändeillä. Pienen lisän omiin tuotemerkkeihin tuovat myös varaosat, joita myydään Nordic Parts Development -merkillä. Tukkuoliiketoiminnassa omiin tuotemerkkeihin panostamista tyypillisesti puoltaa niiden hieman korkeampi katetaso, minkä vuoksi arvioimme myös Relaisin panostavan niiden kasvuun. Tästä esimerkkinä toimii Matro

Group –yhtysosto (toteutuu kesällä 2025), jonka liikevaihdosta merkittävän osan tuo sen Nedking-brändi. Yhtenä yritystoston arvonluontiteesinä onkin tämän brändin kasvun vahvistaminen Relaisin vahvempien resurssien ja Strandsin kasvattamisesta kertyneen brändinrakennusosaamisen avittamana.

Asiakaskunta on hyvin hajautunut

Tuoteliiketoiminnoissa (sis. tukku sekä verkkomyynti) yhtiön asiakkaat muodostuvat pääasiassa jälkimarkkinoilla toimivista varaosien ja varusteiden jälleenmyyjistä, jotka ovat paikallisia tai alueellisia jakelijoita ja vähittäismyyntiketjuja sekä ajoneuvovaroiteiden myyjiä. Tukkuoimintojen 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 Raskoneella, M Ahlqvistilla ja Jyväskylän Truck Centerillä on Suomessa, STS:llä, Team Verkstad Sverigellä ja Skeppsbronsilla on Ruotsissa ja Team Verkstedillä on Norjassa. Tuoreen yritystoston myötä Relaisin korjaamoverkosto laajentui 61 korjaamoon Pohjoismaissa.

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

RELAIS

Konserniyhtiöitä *

Hyötyajoneuvojen varaosia ja varusteita



Henkilöajoneuvojen varaosia ja varusteita



Hyötyajoneuvojen korjaus- ja huoltopalveluita



Valaisimia, virransäätö- ja muita varusteita



Valaisin ja verkkokauppa



Lähde: Relais ja Inderes

* Ei sis. jo tiedotettuja, mutta vielä toteutumattomia yritystostoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kysyntä on luonteeltaan jatkuvaa

Relaisin liikevaihdossa ei ole vahvoja sopimus pohjaisia jatkuvia elementtejä, sillä sen liikevaihto on riippuvainen jälleenmyyjien tilauksista ja ajoneuvojen korjaus- ja huoltotarpeista. Tukkuliiketoiminnoissa on kuitenkin ominaista, että yksittäinen toimittaja on ostajan ensisijainen toimittaja ja avainasiakkaiden kanssa solmitaan yksivuotisia raamisopimuksia, joissa kannustimet rakentuvat volyymisidonnaisiin ostobonuksiin. Vastaavasti korjaus- ja huoltoliiketoiminnoissa maltillinen osa kysynnästä muodostuu ymmärryksemme mukaan huolenpitosopimuksista tai merkikiedustuksista, 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 voimistaa talviolosuhteet, jotka tyypillisesti lisäävät sekä varaosien että korjaamo- ja huoltopalveluiden kysyntää. Tämän kausiluonteisuuden voimakkuus voi vaihdella riippuen talven ankaruudesta, kuten esimerkiksi vuodet 2021 ja 2024 (ankara talvi), ja 2022 ja 2025 (leudompi talvi) osoittivat.

Liiketoimintojen ydintoiminnot

Relaisin konserniyhtiöiden omien tuotemerkkien valmistus on ulkoistettu, joten omaa valmistavaa toimintaa konsernilla

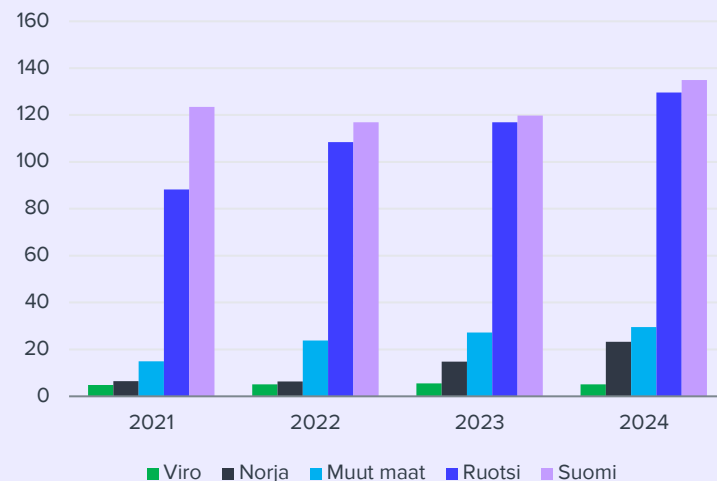
ei ole. Siten tuoteliiiketoiminnoissa konserniyhtiöiden ydintoimintoja ovat varaosien ja varusteiden hankinta, markkinointi, myynti ja jakelu. Näin ollen liiketoimintojen kilpailukyky rakentuu laajan tuotetarjoaman tehokkaan hankinnan ja jakelun ympärille, missä korostuu logistiikan tehokkuus. Tuoteyhtiön 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

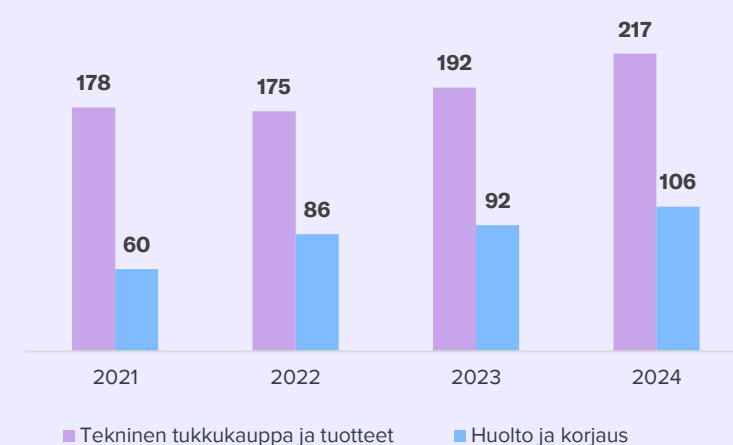
Relaisin yhtiöissä pyritään säilyttämään hankittujen liiketoimintojen itsenäisyys ja vaalimaan yrittäjä- ja omistajalähtöistä kulttuuria. Tämä näkyy mm. siten, yhtiöiden paikallinen johto jatkaa yrityshankintojen jälkeen tehtävissään, eikä konserniyhtiöitä pyritä päivittäin ohjaamaan konsernijohtoon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

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

Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

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

Relaisin konsernitason liiketoimintamallin yksi keskeisimmistä prosesseista ovat yritysjärjestelyt. Yrityssostoihin osallistuu laaja joukko henkilöstöä, sillä niiden kartoittamista on hajautettu konserniyhtiöihin, jotka tunnistavat kilpailijakentästä potentiaalisia kohteita ja arvioi niiden operatiivista sopivuutta osaksi konsernia. Vastaavasti viime vuosien järjestelyjen pohjalta konsernin johtoryhmällä on merkittävästi kokemusta transaktioiden toteuttamisesta ja ne ovat etenkin liiketoiminnan kehitysjohdajan fokusaluetta. Yritysjärjestelyitä kartoitetaan käsityksemme mukaan oman etsinnän tuloksena, mutta myös konserniyhtiöistä tulevien havaintojen ja ulkopuolelta tulevien ehdotuksien pohjalta.

Yrityssostoissa Relais tarjoaa kohdeyhtiöille etenkin mahdollisuutta kasvaa osana suurempaa kokonaisuutta ja omistajalle/rittäjälle 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 tuoteliiiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen,

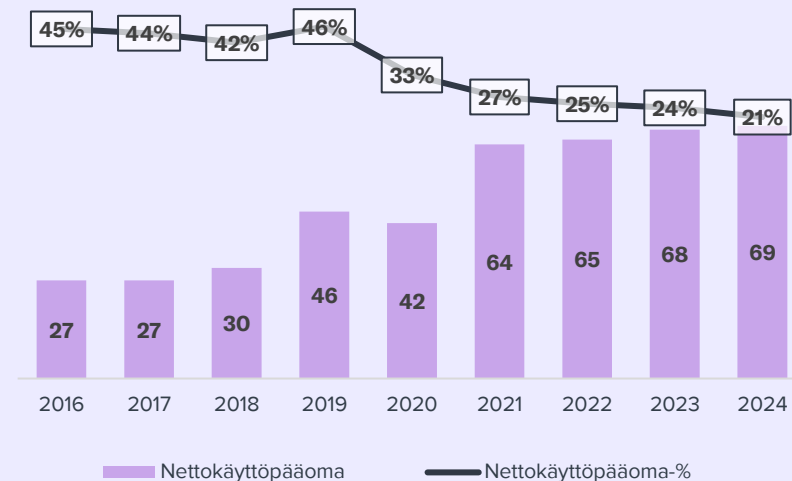
minkä ansiosta vuosien 2020-2024 investoinnit (ilman yritysostoja) ovat olleet keskimäärin reilu 2 MEUR. Vuosina 2023-2024 investoinnit ovat kuitenkin olleet hieman suuremmat ja noin 3-4 MEUR kohonneita laite- ja järjestelmäinvestointeja mukaillen. Tämä arviomme mukaan heijastelee sekä konsernin kasvanutta kokoluokkaa, että jossain määrin myös korjaamoliiketoiminnan myötä lievästi kasvaneita investointitarpeita. Tätä taustaa vasten arvioimme, että nykymuotoisen Relaisin vuotuiset orgaaniset investointitarpeet käyttöomaisuuteen ovat noin 4-5 MEUR:n suuruusluokkaa, kun huomioidaan tuoreet yritysostot.

Varastot sitovat pääomaa

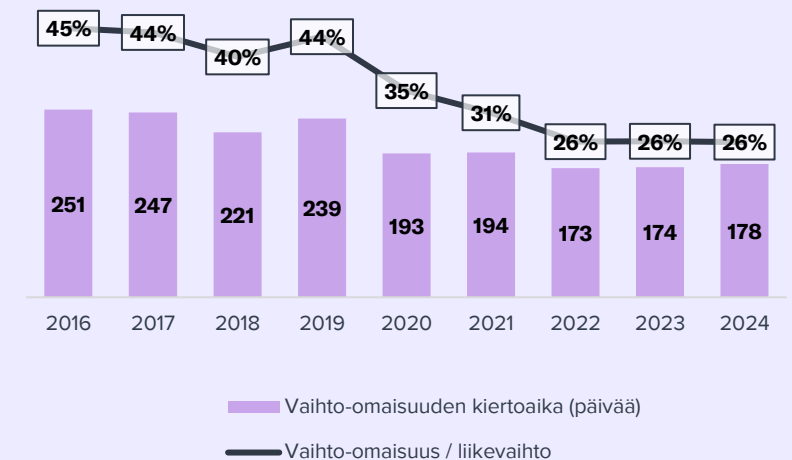
Liiketoimintamallissa rahavirran kehitystä jarruttaa käyttöpääoman sitoutuminen, minkä taustalla on etenkin tuoteliiiketoiminnan suuret varastot. Tämä on tukkuliiketoiminnalle tyypillistä, mutta varastojen arvoa arviomme mukaan kohottaa osin tehdyt strategiset päätökset kuten erittäin laaja tarjonta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

Tilikausilla 2020-2024 Relaisin nettokäyttöpääoma suhteessa sen raportoituun liikevaihtoon on ollut noin 21-33 %. Käyttöpääoman suhteellinen osuus on kuitenkin kääntynyt laskusuunnalle, minkä taustalla on yritysostojen kautta tapahtunut laajentuminen liiketoimintoihin, joissa

Pääoman sitoutuminen



Vaihto-omaisuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

käyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa eli korjaamo- ja huoltamoliiketoiminnan kasvanut osuus konsernin liikevaihdosta. Tilikaudella 2024 Relais onnistui ylläpitämään edellisvuosina tavoiteltua ja saavutettua käyttöpääoman tehokkaampaa hallintaa, ja käyttöpääoman suhde liikevaihtoon painui tarkasteluhistoriamme matalimmalle tasolle 21 %:iin. Tämä tuli saamista tehokkaammalla hallinnalla, sillä yhtiön vaihto-omaisuuden suhde liikevaihtoon on pysynyt suhteellisen vakaana jo useamman vuoden (2022-2024 26 % liikevaihdosta).

Liiketoiminnan rahavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi

Relaisin operatiivinen rahavirta on viime vuosina vastannut läheisesti yhtiön käyttökatetta. Tästä poikkeuksena on vuosi 2021, jolloin varastoon sitoutui tavallista enemmän pääomaa yhtiön nostettua väliaikaisesti varastotasojen varautuakseen toimitusketjujen häiriöihin. Vuosina 2018–2024 kassavirtasuhde (operatiivinen rahavirta/ EBITDA) on yltänyt keskimäärin 87 %:iin käyttökatteesta, mikä kuvaa kelvollista liiketoiminnan kassavirtaprofilia. Vapaan rahavirran osalta huomioitavaa on, että yhtiön siirryttyä IFRS-kirjanpitoon vuonna 2022 liiketoiminnan rahavirta ei huomioi enää vuokrasopimusvelkojen lyhennyksiä (leasing maksut), jotka ovat vuosina 2022–2024 asettuneet reilun 11–13 MEUR:n tasolle.

Pääoman tuotto strategian toteutuksen pääasiallinen mittari

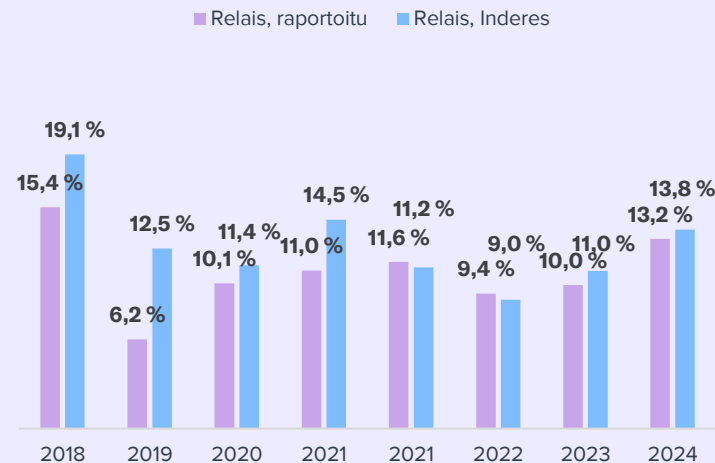
Näkemyksemme mukaan Relaisin liiketoimintamallin ja strategian arvонуontia varsin hyvin kuvaava mittari on sijoitetun pääoman tuotto-%. Vuosina 2018–2024 raportoitu sijoitetun pääoman tuotto on ollut 6,2–15,4 % sen

keskiarvon ollessa 10,8 %. Pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan ollut keskimäärin pääoman kustannusta korkeampi ja näin ollen kasvustrategia on luonut selvästi arvoa.

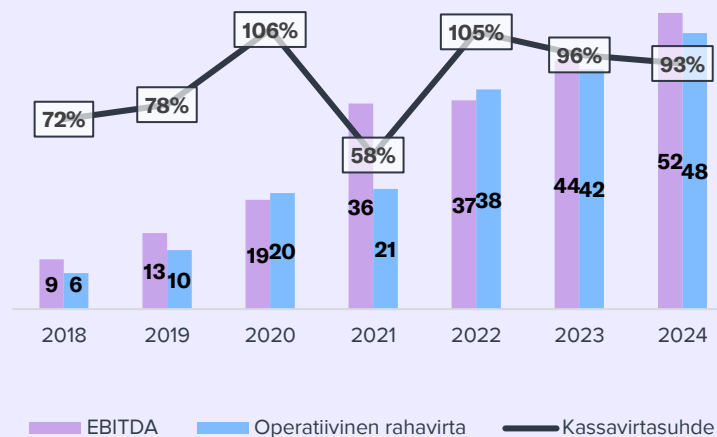
Tulevaisuudessa pääoman tuoton kannalta yksi keskeinen tekijä on se, miten tehokkaasti yhtiö kykenee allokoimaan pääomaa yritysostoihin eli toisin sanoen, millaisilla arvostuksilla ja sijoitetun pääoman tuotolla yhtiö toteuttaa yritysostoja. Lisäksi keskeinen tekijä on nyt jo omistettujen ja hankittavien 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. Staattisesti tarkasteltuna tämä vastaa karkeasti kaksinumeroista sijoitetun pääoman tuottoa, sillä kaiken kaikkiaan liiketoiminnat ovat suhteellisen pääomakevyitä. Huomioitavaa on kuitenkin, että nykyisellä liiketoimintarakenteella käyttökatte 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.

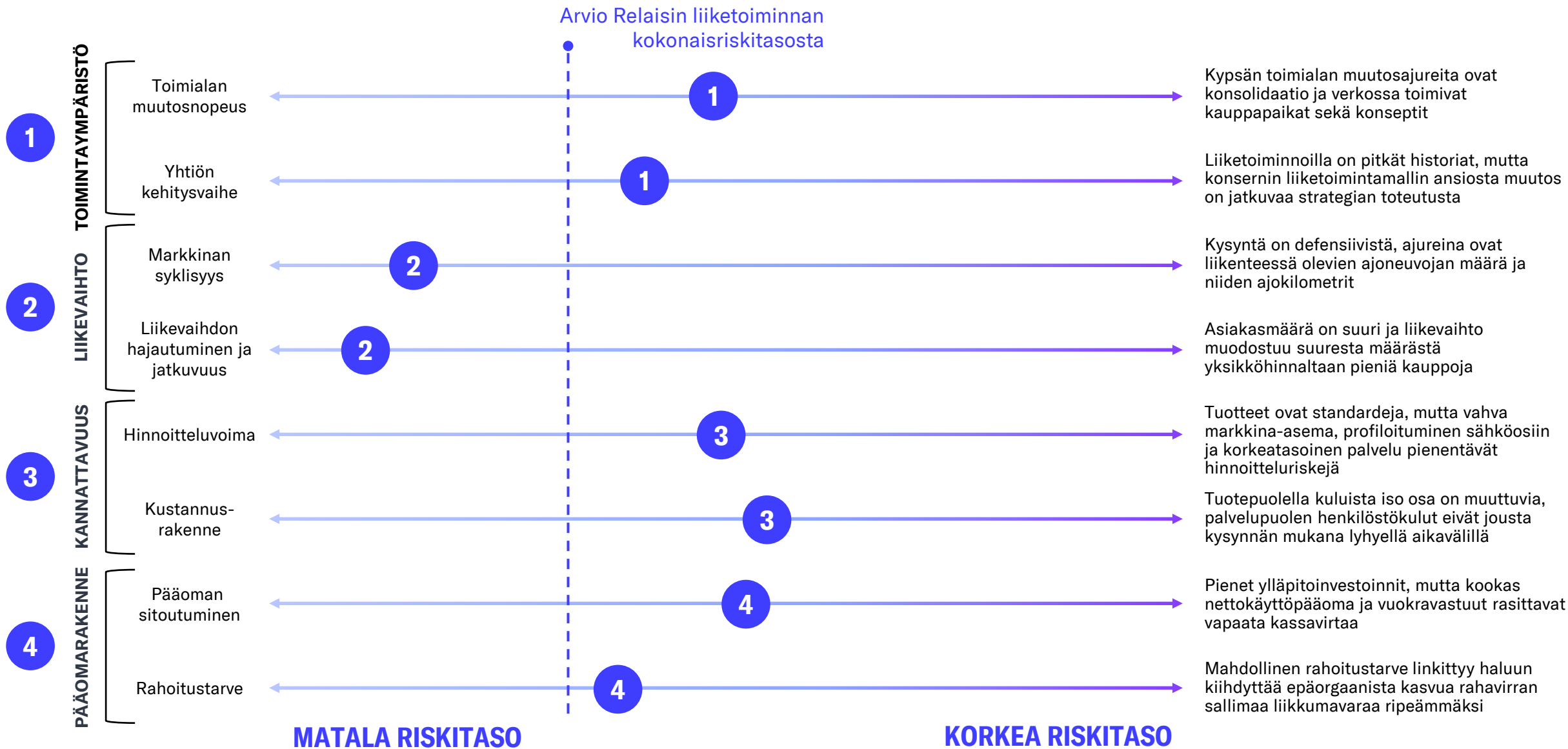
Relais, sijoitetun pääoman tuotto ROIC-% 2018-2022



Rahavirran kehitys



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia painottaa arvonluontia yritysostoilla

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

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

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

Operatiivinen tehokkuus: Keskeiset operatiivisen tehokkuuden mittarit arviomme mukaan vaihtelevat hieman liiketoiminnoittain. Esimerkiksi tukkutoiminnoissa tehokkuuden ytimessä on käyttöpääoman kierto ja katteet, kun taas palveluliiketoiminnassa suuressa roolissa on työntekijöiden eli käytännössä mekaanikkojen korkea ”laskutusaste”. Käytännön tasolla tämä tarkoittaa korkeaa aktiviteettitasoa korjaamoketjujen toimipisteillä. Konsernitasolla operatiivinen tehokkuus taas mielestämme kuvastaa sitä, että hankittuja yhtiöitä pyritään kehittämään osana Relais-konsernia.

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

Täsmäostoja ja arvoketjussa laajentumista

Yritysostostrategiassa Relais etsii nykyistä tarjontaa täydentäviä ja niin kutsuttuja add-on järjestelyjä, millaisiksi lukeutuvat esimerkiksi tukku- ja tuoteliiketoiminnan kokoluokkaa ja tarjonnan leveyttä laajentavat järjestelyt. Tästä esimerkkinä toimii mm. tuore Matron Group – yritysosto. Näissä järjestelyissä strateginen ja teollinen logiikka pohjautuu etenkin siihen, että ostettava yhtiö sekä Relaisin liiketoiminta on järjestelyn jälkeen arvokkaampi, esimerkiksi myyntisynergioiden realisoitumisen ja parantuneen investointikyvyn ansiosta. Nämä järjestelyt ovat kooltaan pienempiä, ja järjestelyjä toteutetaan tyypillisesti vuosittain.

Add-on-järjestelyiden lisäksi Relais tarkastelee mahdollisuuksia laajentua arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin tyypillisesti merkittävämpien ja harvinaisempien Platform-järjestelyjen avulla. Tästä esimerkkejä ovat viime vuosien aikana toteutetut korjaamo- ja huoltopalveluiden hankinnat. Platform-järjestelyjen mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, että ne laajentavat kohdemarkkinaa ja luovat uutta kasvupohjaa add-on-järjestelyille, kuten tuore 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 valikoidessa Relais arvioi mm. ostokohteen markkina-asemaa, liikevaihdon laatua sekä kasvunäkymää, toiminnan kannattavuutta ja pääoman tuottokykyä. Tarkkoja raja-arvioita näiden osalta ei ole kuitenkaan ymmärryksemme mukaan päätetty,

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Taloudellinen tavoite	• 50 MEUR:n pro forma -EBITA:a vuoden 2025 loppuun mennessä
Osinkopolitiikka	• Osinko vuosittain yli 30 % konsernin keskimääräisestä vertailukelpoisesta tuloksesta suhdannevaihtelut huomioiden

Kasvustrategian arvonluonnin viitekehys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

vaan kohteita tarkastellaan tapauskohtaisesti.

Kevyt integraatio laskee riskitasoa

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

Kasvustrategia arvoajurien mukainen

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

Epäorgaanista kasvustrategiaa puoltaa hankittujen liiketoimintojen kassavirtaprofiili, minkä ansiosta Relais saa jo lähtötilanteessa positiivista kassavirtaa tekevän liiketoiminnan. Tämä taas parantaa konsernin edellytyksiä

tehdä uusia järjestelyjä ja hajauttaa sen tulovirtoja.

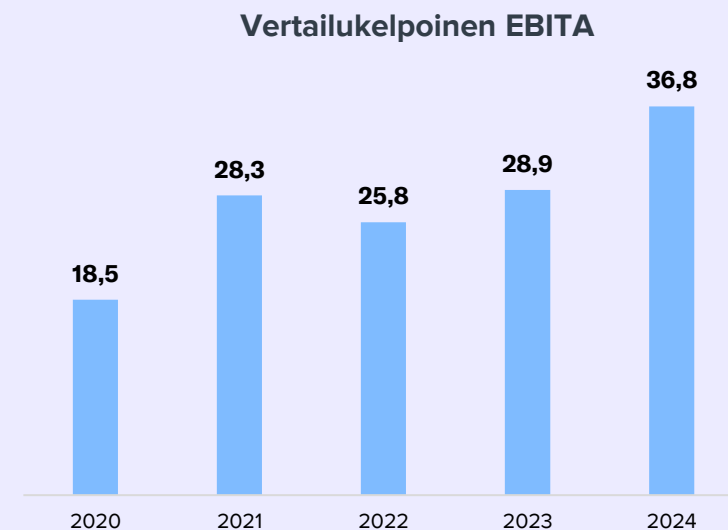
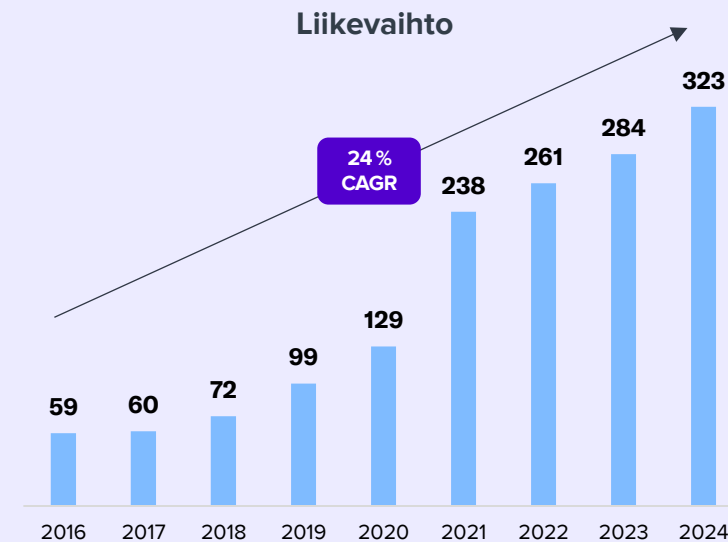
Pääoman tuotto strategian arvioinnin keskeinen mittari

Relaisin taloudellinen tavoite on 50 MEUR:n pro forma vertailukelpoisen EBITA:n saavuttaminen vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuonna 2024 yhtiö saavutti 36,8 MEUR:n vertailukelpoisen EBITAn, kun taas Q1'25:n lopussa edellisen 12 kuukauden summa oli 36,2 MEUR. Siten tavoitteen saavuttaminen edellyttää vielä vajaan 14 MEUR:n EBITAn ostamista. Tavoitteen saavuttamista edesauttaa jo kerrotut Matro Group- ja TVH-yritysostot, joiden yhtiö odottaa kasvattavan sen EBITAa yli 9 MEUR:lla. Näin ollen matka tavoitteeseen ei ole pitkä.

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

Riskinottohalukkuus määrittää vauhtia

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



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

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

Liiketoiminnan defensiivinen luonne ja yhtiön historialliset näytöt huomioiden emme usko yhtiön rahoitusaseman rajoittavan kasvustrategian toteutusta, etenkin kun huomioidaan myös oman osakkeen käyttömahdollisuudet osana yritysostoja. Riippuen yritysostojen arvostuksesta, nämä työkalut mielestämme riittäisivät taloudellisen tavoitteen saavuttamisen rahoittamiseen. Yhtiö on myös kertonut vahvistavansa rahoitusasemaansa oman pääoman ehtoista rahoitusta keräämällä, kun TVH-yritysostoa varten hankittu siltarahoitus erääntyy. Oman osakkeen käytön tai oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisen mielekkyydessä tulee kuitenkin huomioida osakkeen sen hetkinen arvostus, jolla on vaikutusta yhtiön pääoman allokoinnin arvonaluonnin kokonaiskuvaan.

Liiketoimintamallin skaalautuvuus korostuu kokoluokan kasvaessa

Sarjayhdistelijöiden pitkän tähtäimen arvonaluonti 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 arvonaluontitahti linkittyy olennaisesti pienempien järjestelyjen lukumäärään, mikä taas on riippuvainen järjestelyjä toteuttavasta henkilöstöstä.

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

Osinkopolitiikka on kasvuyhtiöprofiilin mukainen

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

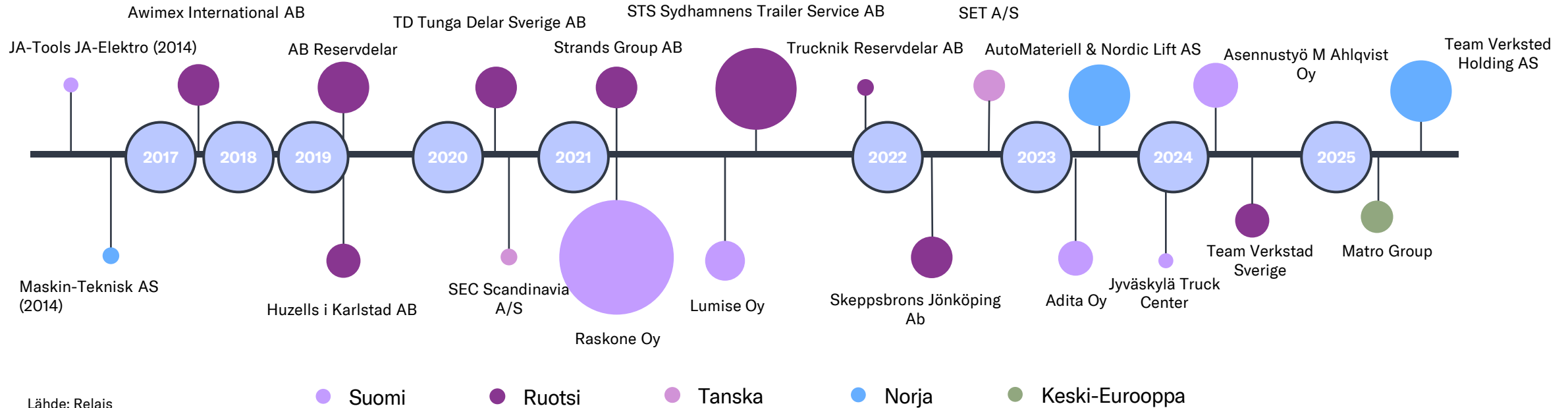
Politiikan maltillinen osingonjakosuhde mielestämme heijastelee yhtiön kasvuhakuisuutta ja kasvuyhtiöprofiilia. Vaikka osingonjakopolitiikka asettaa jakosuhteelle suuntaa antavan lattiataason tullaan pääoman allokoinnissa arviomme mukaan painottamaan kasvua voitonjaon sijaan. Nykyisessä kehitysvaiheessa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

Yritysjärjestelyt 2020–2025

Ostettu yritys	LV ¹	EBITDA ¹	Arvostus ²	Aika
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	8,9	1,2	7,4x	

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

Relaisin lähihistorian yrityskaupat ja yrityskauppastrategia



Relaisin yrityskauppastrategia

Relaisin yritysjärjestelyjen kriteerejä:

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

- Relais ei ole asettanut ostokohteille tarkkaa tavoitekokoluokkaa, ja se voi vaihdella järjestelyn logiikasta riippuen (add-on-järjestelyt vs. platform-hankinnat)
- Kohteen kannattavuuden tulisi olla kunnossa eli liikevoittomarginaalin mieluusti kaksinumeroinen
- Maantieteellinen fokus Pohjoismaat
- Toimivan johdon ja avainhenkilöiden jatkaminen ostokohteessa on Relaisille tärkeää
- Relaisin ostokohteiden integrointi on kevyt prosessi, sillä kohteet jatkavat omalla brändillään. Synergia potentiaalia haetaan liikevaihtotasolla, eikä tyypillisiä kovia synergioita tavoitella kustannuspuolella

Markkina ja kilpailukenttä 1/4

Relevantti kohdemarkkina laajentuu yritysostoilla

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

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

Kohdemarkkinalla noin 22 miljoonaa ajoneuvoa

Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2024 lopussa reilu 22 miljoonaa ajoneuvoa. Ajoneuvokannasta reilu 19 miljoonaa ajoneuvoa (86 %) olivat henkilöautoja ja reilu 3 miljoonaa olivat (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Tämän ajoneuvokannan ympärille rakennetut tuote- ja palveluliiketoimintojen markkinat muodostavat teoriassa koko Relaisin kasvustrategian kohdemarkkinan. Relais on arvioinut tämän markkinapotentiaalin arvoksi noin 20

miljardia, mikä vaikuttaa mielestämme uskottavalta arviolta ajoneuvokannan kokoluokka huomioiden. On kuitenkin huomioitava, että Relaisin strategia painottuu hyötyajoneuvomarkkinalle, eivätkä useat henkilöajoneuvojen markkinataskut ole sille houkuttelevia.

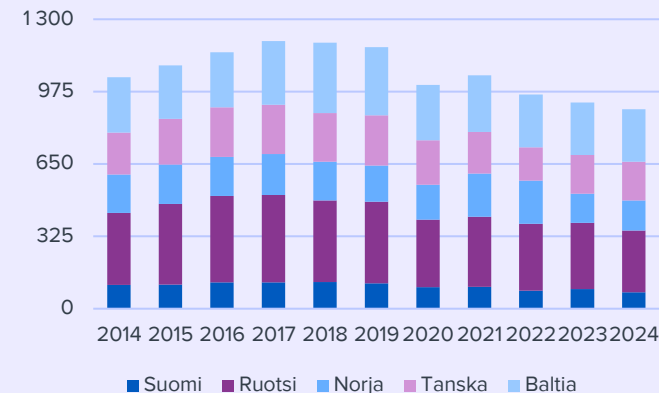
Käsityksemme mukaan Relais on kuitenkin tarkastellut kohdemarkkinan rajatumpia segmenttejä ja niissä toimivia yrityksiä niiden houkuttelevuuden näkökulmasta (markkinan kasvu, kannattavuuspotentiaali jne.), minkä ansiosta se on rajannut joitain osia pois epäorgaanisen kasvun kohdelistalta. Lisäksi yhtiön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

Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa vajaan 2 %:n vuositahtia

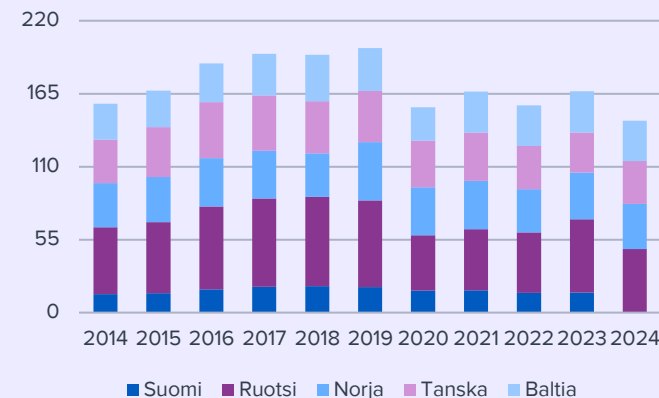
Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi jokseenkin suhdannealtista. Esimerkiksi henkilöautojen rekisteröintimäärä laski kohdemarkkinoiden maissa 2 % vuonna 2012, ja Covid-pandemian iskettyä vuonna 2020 rekisteröintimäärä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

Pandemian puhkeamisen jälkeen ajoneuvojen rekisteröintien määrät eivät ole nousseet vuosien 2016-2019 tasolle. Pitkän aikavälin kehitys vuodesta 2014 vuoteen 2024 on ollut jopa laskevaa henkilöautojen osalta, kun taas hyötyajoneuvojen osalta kehitys on ollut vakaata.

Henkilöautojen rekisteröinnit,
1 000 kpl, 2014-2024



Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit,
1 000 kpl, 2014-2024



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 2024 reilu 74 tuhatta henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 36 tuhatta käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi noin kolmasosaa kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi.

Myös käytettynä maahantuodut autot kasvattavat Relaisin kohdemarkkinaa. Tätä taustaa vasten käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa, vaikka uusien ajoneuvojen markkina supistuisikin ajoneuvojen käyttöiän pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian yhteenlaskettu henkilöautokanta on kasvanut keskimäärin 1,7 %:n tahtia vuosina 2014-2024. Hyötyajoneuvojen määrän kasvu on ollut samalla tasolla.

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 käänköpuoli on, että sähköajoneuvojen yleistymisen 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, jossa sähköistyminen ei ole arviomme mukaan yhtä nopeasti etenevä trendi kuin henkilöautoissa. Siten pidämme keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tapahtuvaa murrosta hallittavana.

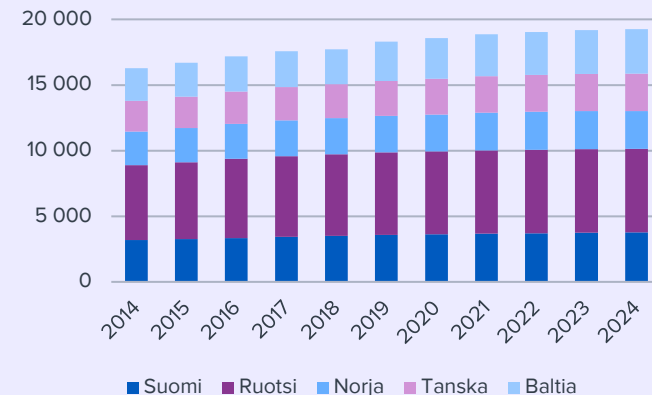
Autokauppioiden vastaus kilpailuun. Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa leasingin antaja hoitaa auton huollon.

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.

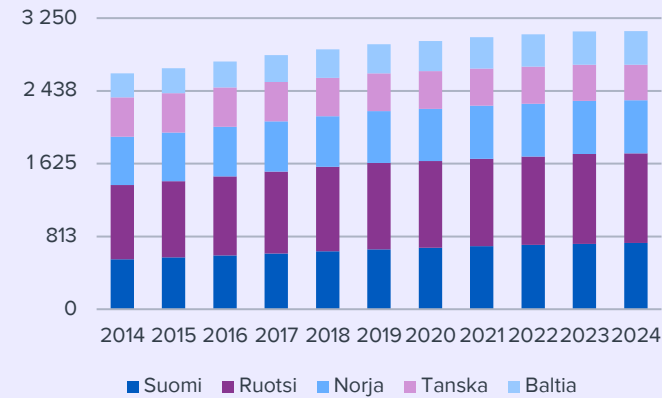
Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan laajentuminen. Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertailuun. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden tunkeutua perinteisten tukkureiden markkinalle.

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

Rekisterissä olevat henkilöautot,
1 000 kpl, 2014-2024



Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot,
1 000 kpl, 2014-2024



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 arviomme markkinakasvun asettuvan pidemmällä aikavälillä karkeasti 0-5 %:n haarukkaan. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä yhtiön orgaaninen kasvuvauhti voi kuitenkin olla hankittujen liiketoimintojen myyntisynergioiden myötä hieman markkinan arvioitua kasvua ripeämpi viime vuosien tapaan. Yritysostrategian seurauksena emme kuitenkaan näe kokonaismarkkinan kasvun muodostavan yhtiön orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmän kautta muodostuvalle kasvupotentiaalille missään realistisessa skenaariossa hidastetta. Mielestämme kokonaismarkkina tarjoaakin yhtiölle huomattavaa kasvupotentiaalia.

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

Verkkokauppiat mukana kilpailussa

Yksi merkittävimpiä muutoksia varaosien ja varusteiden tukkukaupan kilpailukentässä on puhtaasti verkkokauppaan nojaavien toimijoiden, kuten esimerkiksi autodoc.fi:n sekä puolalaisen pääasiassa itsenäisille korjaamoille osia toimittavan Inter Carsin mukaantulo kilpailuun. Autodoc.fi toimii 27 Euroopan maassa ja sen liikevaihto on noin 1,5 miljardia. Inter Carsin vuoden 2024 liikevaihto asettui 4,4 miljardiin euroon ja yhtiö toimii 26 Euroopan maassa.

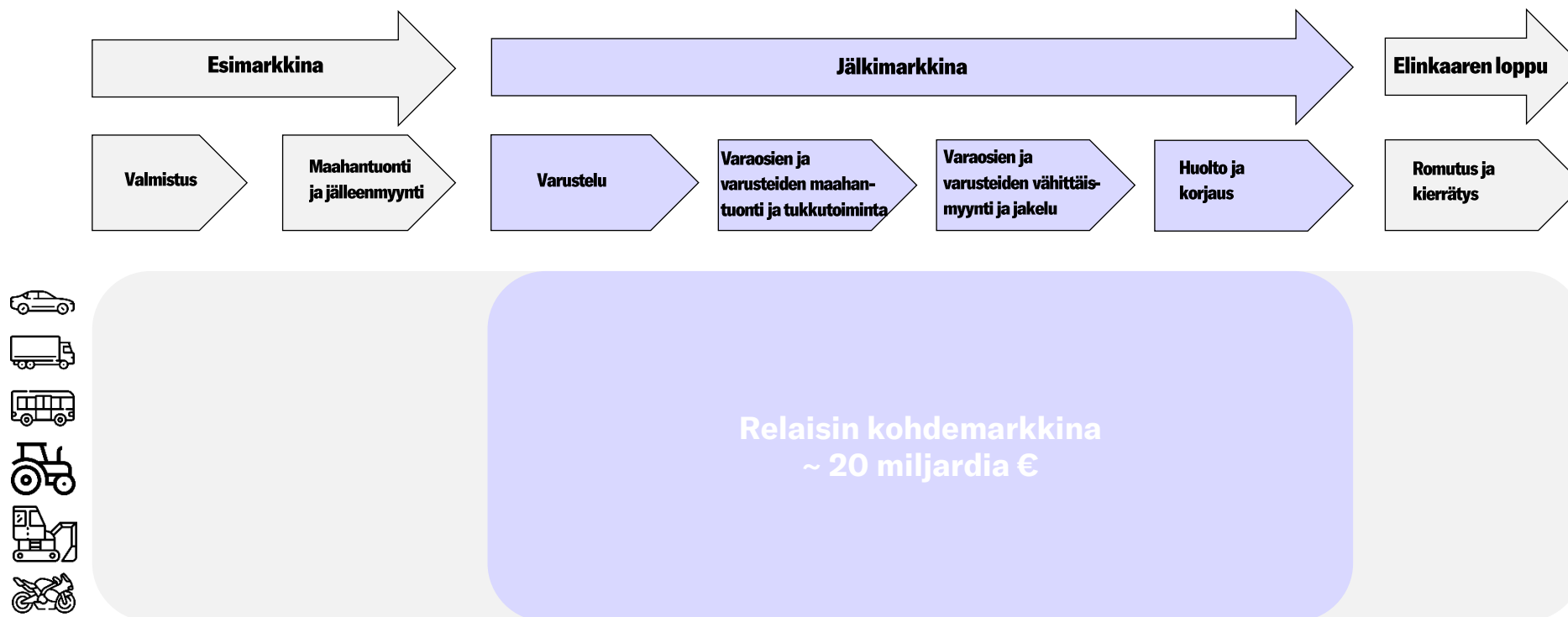
Arviomme mukaan verkkokaupan toimijoiden maltillinen kiinteä kulurakenne mahdollistaa niille hinnalla kilpailun, mikä ylläpitää tiukkaa hinnoitteluympäristöä.

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 kasvattaa henkilöajoneuvojen markkinalla toimivat yritykset sekä merkkikorjaamot. Siten puhtaasti merkkiriippumattomien hyötyajoneuvojen korjaamojen lukumäärä on arviomme mukaan selvästi pienempi. Hyötyajoneuvojen korjauspalveluita tarjoavat toimijat ovat useimmiten myös keskittyneet kevyempiin ajoneuvoihin, kuten Fixus ja Atoy.

Käsityksemme mukaan Suomessa ei ole merkkiriippumatonta valtakunnallista kilpailijaa Raskoneelle. Huolto- ja korjaamopalveluissa on kuitenkin huomioitava, että kilpailu on pääasiassa paikallista, vaikka kokoluokka tuokin toimijalle uskottavuutta. Näin ollen Raskone tavanomaisesti kilpailee pienten paikallisten toimijoiden kanssa. Arviomme mukaan kilpailudynamiikka on samantapainen Ruotsissa, jossa suurten pelureiden osalta STS kilpailee etenkin Malte Månsonin sekä Mekonomenin kanssa, joilla on laaja maantieteellinen peitto usean palvelupisteen ansiosta. Merkkiriippumattomassa huolto- ja korjaamoliiketoiminnassa kilpailutekijänä arviomme mukaan toimii 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 merkkitriippumattoman markkinan lisäksi melko samankokoinen OE-markkina karkeasti tuplaa potentiaalisen kohdemarkkinan
- Matro Group -hankinnan kaltaiset yritysostot Keski-Euroopassa kasvattavat markkinapotentiaalia entisestään

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 53-67 % vuosina 2018-2024, ja niiden laskutrendiä selittää liikevaihdon painopisteen muutos. Laajentuminen huolto- ja korjaamoliiketoimintaan on siis laskenut näiden kustannuksien 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 niinikään korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan kasvun myötä kohonnuttua henkilöstöintensiivisyyttä.

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

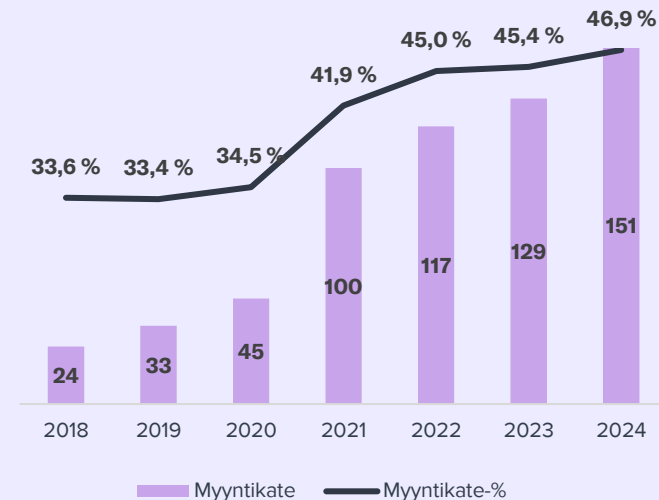
kustannukset ovat pääasiassa kiinteitä, vaikkakin sisältävät muuttuvia elementtejä esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin osalta. Logistiikan ja hallinnollisten kustannuksien tulisi kuitenkin arviomme mukaan omata lievää skaalautuvuutta ja siten niiden suhteellisen osuuden tulisi laskea tehokkuuden parantuessa.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

Kustannusrakenne on melko joustava

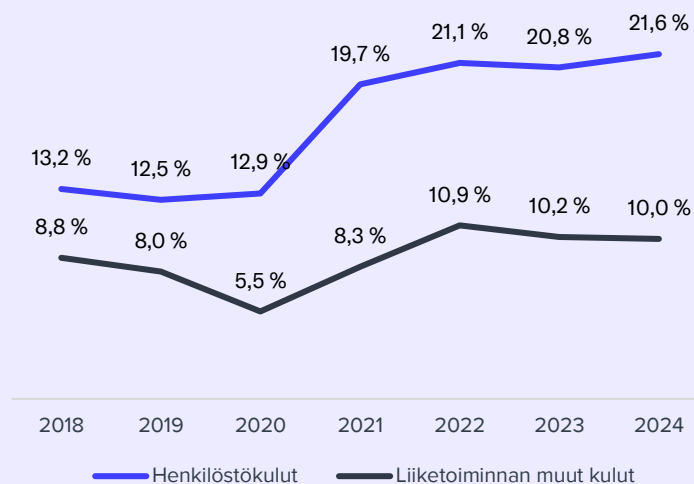
Relaisin kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvin joustava, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista karkeasti 2/3 on lyhyellä tähtäimellä muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannuksien osuus on 1/3. Kiinteiden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

Myyntikatteen kehitys



Kustannusrakenteen kehitys



Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Matala investointitarve ja kasvustrategia näkyvät taserakenteessa

Q1'25:n lopussa Relaisin taseen loppusumma oli 364 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 124,8 MEUR liikearvoa (97 % omasta pääomasta), joka on syntynyt useista Relaisin tekemistä yrityskaupoista viime vuosina. Kun huomioidaan yhtiön pääoman tuottotasot ja se, että liikearvo muodostuu useista onnistuneista yritysostoista, ei oman pääoman mittaluokassa suuri liikearvon määrä ole mielestämme huolen aihe. Käyttöoikeusomaisuuserät olivat Q1:n lopussa 59,3 MEUR, kun taas vähäistä investointitarvetta peilaten yhtiön itse omistaman aineellisen käyttöomaisuuden osuus oli vain 6,1 MEUR.

Lyhytaikaisten varojen rakenne on liiketoimintamallien mukainen

Taseen lyhytaikaisista varoista valtaosa muodostui 84,3 MEUR:n vaihto-omaisuudesta, joka on huomattava sekä suhteessa taseeseen (23 % taseesta) että toiminnan kokoluokkaan (26 % 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

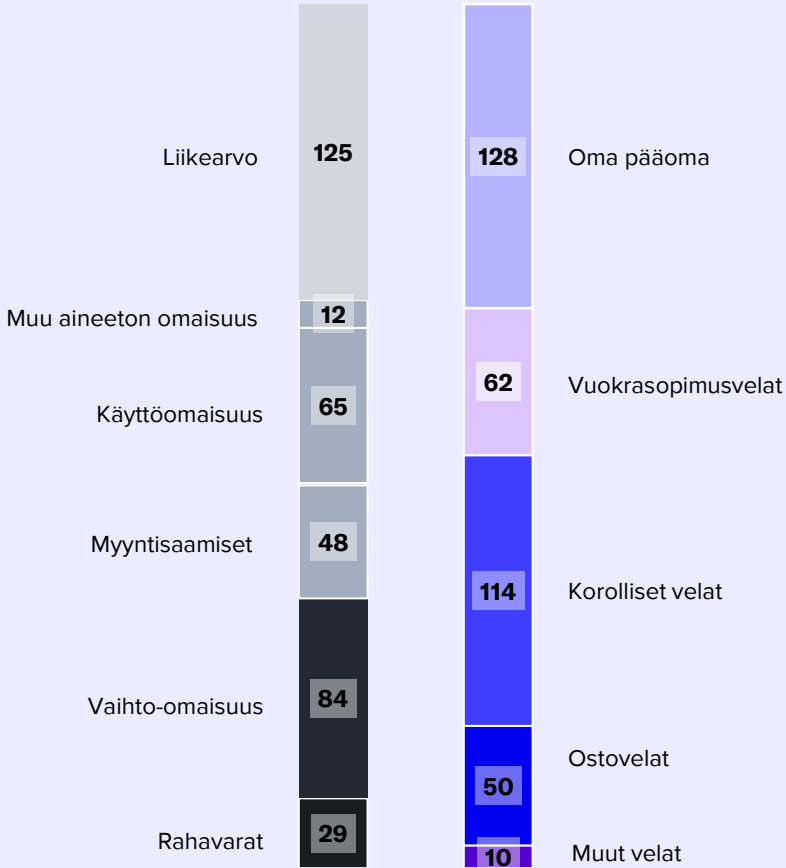
heijastellen. Toinen lyhytaikaisten varojen merkittävä erä on myyntisaamiset, jotka olivat tilikauden Q1'25:n lopussa 47,7 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli 29,4 MEUR Q1'25:n lopussa. Pidämme taseen varoja kokonaisuutena kurantteina, eikä niihin arviomme mukaan liity olennaisia alaskirjausriskejä konsernitason terveen kannattavuuden ja pääoman tuottotasojen myötä.

Taseessa on vipua

Q1'25:n lopussa konsernin nettovelkaantumisaste ilman vuokrasopimusvelkoja oli 66 % ja pankkilainaa yhtiöllä oli noin 113,2 MEUR. Siten yhtiöllä oli nettovelkaa 146,7 MEUR (ilman vuokrasopimusvelkoja 84,7 MEUR) ja näin ollen yhtiön nettovelan suhde edellisen neljän kvartaalin käyttökateeseen oli 2,9x. Tämä on mielestämme yhtiön liiketoiminnan riskitaso huomioiden kestävä taso. Huomioitavaa on kuitenkin, ettei Q1'25:n lopun tase huomioi tuoreita Matro Group- ja TVH-yritysostoja, mutta se sisältää edellisen 12 kuukauden aikana tehdyt muut yritysostot. Vastaavasti edellisen 12 kuukauden käyttökate ei täysimääräisesti huomioi niiden tulosvaikutusta. Kaiken kaikkiaan pidämme yhtiön rahoitusasemaa hyvänä, sillä em. yritysostojen täysimääräiset vaikutukset huomioiva vuoden 2026 lopun nettovelka/käyttökate ennusteemme on 3x ja rahoitus yritysostoille on turvattu. Yhtiön kommenttien perusteella se tulee myös keräämään oman pääoman ehtoista rahoitusta seuraavan vajaan 18 kk:n aikana, mikä laskee velkaantuneisuutta.

Lyhytaikaisissa veloissa merkittävimmät erät olivat ostovelat ja muut velat (50,4 MEUR). Vuotuisia vuokramenoja kuvaavat lyhyet vuokrasopimusvelat taas olivat 14,2 MEUR.

Taserakenne Q1'25
(364 MEUR)



Sijoitusprofiili

Relais on kasvuyhtiö

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

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

Ottaen huomioon yhtiön strategian ja epäorgaanisen kasvun arvonluontiedellytykset sekä näitä mukailevan maltillisen voitonjakopolitiikan, on osingon rooli mielestämme pääasiassa sijoittajan tuotto-odotusta tukeva. Vastaavasti tuotto-odotuksen kannalta merkittävin komponentti on mielestämme arvonluonti yritysostoilla 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 2020-2025 yhtiö on toteuttanut 15 yrityskauppaa (ml. vielä toteutumaton Matro Group -yritysosto). 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 vaatii 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 tunnistanee jo tehdyistä yritysostosta 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 Tekninen tukkukauppa ja tuotteet- sekä Korjaamo- ja huoltotoiminnot –liiketoiminta-alueen kehityksen kautta. Ennustamme segmenttien kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti arvioidun markkinakasvun, arvioitujen myyntisynergioiden ja jo toteutettujen yritysostojen pohjalta. Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen suhteellista ja absoluuttista kehitystä neljännes- ja vuositasolla ja keskipitkällä aikavälillä vuositasolla.

Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat kasvun osalta kohdemarkkinoiden 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.

Alkuvuosi sujui odotuksien mukaisesti

Relais ei tapansa mukaan ole antanut numeerista ohjeistusta vuodelle 2025, mutta yhtiön pidemmän tähtäimen taloudellinen tavoite on kuitenkin asetettu kuluvan vuoden loppuun, mikä viitoittaa epäorgaanisen kasvun lyhyen tähtäimen tavoitetasoa.

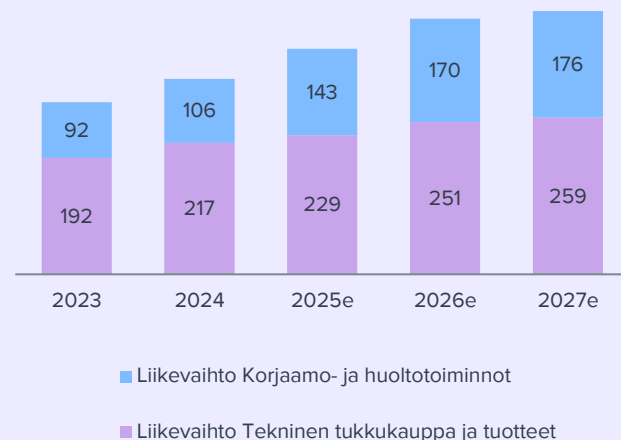
Q1'25:llä Relaisin liikevaihto laski molemmissa liiketoiminta-alueissa orgaanisesti, mikä oli pitkälti odotettua, sillä vertailukauden luvut olivat vahvat. Tämä näkyi erityisesti ankaran talven 2024 siivittämässä tuoteliiiketoiminnassa. Myös Q2:lla tässä liiketoiminnassa on vastassa hyvä vertailukausi, sillä vahva vertailukauden alkuvuosi heijastui kysyntään vielä Q2:lla. Ymmärtääksemme huoltopuolella

toimintaympäristö on säilynyt melko vakaana, mutta yleisellä tasolla käynnistyvän talouskasvun ympäristö voi lievästi hidastaa palveluiden kysyntää, kun kuljettajat siirtävät vähäisellä kysynnällä tai jopa seisonnassa ollutta kalustoa käyttöön. Myös erityisesti Ruotsin taloudessa näkynyt heikkous on ymmärryksemme mukaan näkynyt jälkimarkkinoiden tahmeutena. Tätä taustaa vasten ennustamme Relaisin alkuvuoden 2025 orgaanisen liikevaihdon laskevan, mutta odotamme sen piristyvän tuoteliiiketoimintojen vetämänä vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Eritoten hiljaisempaa alkuvuotta peilaten ennustamme kuitenkin koko vuoden orgaanisen liikevaihdon laskevan reilun 1 %:n.

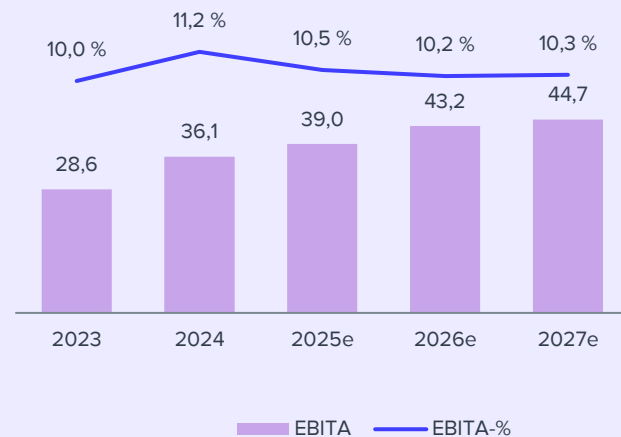
Alkuvuonna kasvua ovat vahvistaneet M. Ahlqvist- ja Team Verkstad Sverige –yritysostot, kun taas kesäkuussa oletettavasti toteutunut Matro Group- ja Team Verksted Holding –yritysostot vahvistavat loppuvuoden kasvua ennusteissamme. Tätä taustaa vasten ennustamme konsernin liikevaihdon kohoavan vuonna 2025 15 % 372 MEUR:oon.

Liikevaihdon kasvua heijastellen ennustamme Relaisin EBITA:n kohoavan 39,0 MEUR:oon. Tämä vastaa kuitenkin edellisvuotta matalampaa 10,5 %:n kannattavuutta (2024 11,2 % EBITA-%), sillä erinomainen H1'24 vahvistaa vertailukauden lukuja ja myös yritysostot ovat arviomme mukaan muokanneet konsernin kannattavuustasoa hieman matalammaksi. Kaiken kaikkiaan arvioimme kuitenkin Relaisin operatiivisen tehokkuuden olevan mallikkaalla tasolla ja huolto- ja korjaamotoimintojen ”käyttöasteiden” olevan hyvällä tasolla. Raportoituja rahoituskuluja laskee alkuvuoden valuuttahyödyt, mutta kuluvan vuoden veroasteen arvioimme olevan tavanomaisella tasollaan.

Liikevaihdon kehitys



Tuloskehitys



Ennusteet 2/4

Siten ennustamme vuoden 2025 nettotulokseksi 22,5 MEUR, mikä vastaa 1,43 euron PPA-poistoilla oikaistua osakekohtaista tulosta. Osingonjakopolitiikkaa ja tuloskasvua mukaillen odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan 0,52 euroon osakkeelta (2024: 0,50 eur).

Epäorgaaninen kasvu tulee täysimääräisesti läpi vuonna 2026

Odotamme talouskasvun piristyvän kuluvin vuoden loppua kohti ja talouskasvun käyvän hyvällä teholla vuonna 2026. Tämä arviomme mukaan tukee molempien liiketoiminta-alueiden orgaanista kasvua, mitä heijastellen ne kasvavatkin vuoden 2026 ennusteissamme tavanomaista markkinakasvua heijastellen 2-3 %. Tätä ripeämpi orgaaninen kasvu ei ole poissuljettua, sillä kommenttien perusteella yhtiöllä on myös tuntevia myyntisynergiaavoitteita tehtyihin yritysostoihin liittyen. Emme kuitenkaan ole nojanneet näiden realisoitumisen varaan ennusteissamme, joten ensi vuoden ja myös eritoten vuoden 2027 kasvuennusteen liittyy positiivisen yllätyksen varaa tältä osin.

Kesken vuoden 2025 mukaan tulevia Matro Group ja TVH-yritysostoja heijastellen vuoden 2026 liikevaihdon ennustamme kasvavan edelleen reippaasti 13 % 422 MEUR:oon. Arviomme mukaan tehokkuutta nostamalla konsernin on vaikea merkittävästi parantaa nykyiseltä hyvältä tasolta, mutta liikevaihdon kasvun ja toisaalta hieman muuttuvan liikevaihtorakenteen summana arvioimme vuoden 2026 kannattavuuden säilyvän jokseenkin vakaana. Tämä arviomme mukaan edellyttää operatiivisen suorittamisen säilymistä korkealla tasolla, sillä on muistettava että korjaamo- ja huoltoliiketoiminnassa on tuoteliiketoimintoja rakenteellisesti matalampi kannattavuus

ja niiden suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa ensi vuonna. Vuoden 2026 EBITAn ennusteemme asettuu tätä taustaa vasten 43,2 MEUR:oon ja velkatasoa (sis. vuokravastuut) peilaavia nettora hoituskuluja ja tavanomaista veroastetta mukaillen oikaistun EPS:n ennusteemme on 1,52 euroa osakkeelta. Odotamme Relaisin edelleen kohottavan osinkoaan 0,55 euroon osakkeelta vuodelta 2026.

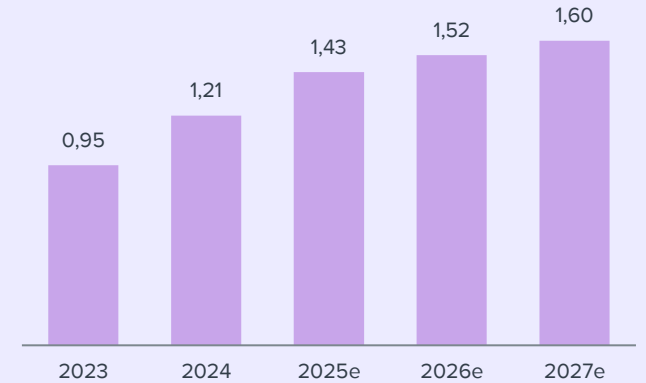
Kassavirran ja taseaseaman kehitys

Relaisin suhteellinen nettokäyttöpääoma on laskenut viime vuosina, mikä on seurausta kasvusta vähemmän käyttöpääomaa sitovassa Korjaamo- ja huoltoliiketoiminnoissa ja oletettavasti jossain määrin myös parantuneesta käyttöpääoman hallinnasta. Odotamme nettokäyttöpääoman asettuvan nykyisellä liiketoimintarakenteella noin 20 %:iin suhteessa liikevaihtoon, eli toisin sanoen viidesosa liikevaihdon kasvusta sitoutuu sen nettokäyttöpääomaan. Tätä heijastellen ennustamme yhtiön kassakonversion (operatiivinen rahavirta/EBITDA) asettuvan keskimäärin noin 80 %:n tasolle vuosien 2025-2028 ennusteissamme. Maltillisia noin 4-5 MEUR:n vuotuisia investointitarpeita, mutta merkittäviä IFRS-16 velan lyhennyksiä (vuokramaksut) heijasteleva operatiivinen vapaa rahavirta jää selvästi käyttökatetta matalammalle ja keskimäärin 50 %:iin käyttökatteesta, kun ei huomioida yritysostojen vaikutusta vuoden 2025 vapaaseen kassavirtaan.

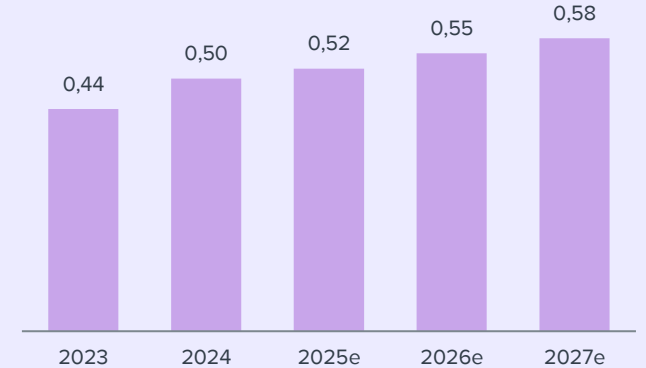
Ennusteriskit ovat varsin kohtuulliset

Huomioitavaa on, että ennusteemme eivät huomioi tulevia yritysostoja, joiden todennäköisyys on korkea jo vuoden tähtäimellä. Toisaalta ennusteemme ei myöskään sisällä

Oikaistu osakekohtainen tulos



Osakekohtainen osinko



Ennusteet 3/4

TVH-yritysostoon otetun siltarahoituksen uudelleen rahoitusta oman pääoman ehtoisella rahoituksella. Siten lyhyttä tähtäintä pidemmälle katsovien ennusteiden rooli Relaisin arvonmuodostuksen kannalta on mielestämme selvästi keskimääräistä rajallisempi. Uskomme kuitenkin yhtiöllä olevan hyvät edellytykset oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, ja arvioimme yhtiön myös vaalivan tässäkin järjestelyssä omistaja-arvoa (ts. välttävän kallista rahoitusratkaisua).

Palveluliiketoiminnan kysynnän jatkuva luonne ja matala harkinnanvaraisen kysynnän osuus huomioiden Relaisin kysyntäriskien tulisi arviomme mukaan olla rajallisia toimintaympäristöön ja kasvun käynnistymiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä huolimatta. Toisaalta joidenkin yhtiöiden tuotteiden kysyntään vaikuttaa talven sääolosuhteet, mikä muodostaa molempiin suuntiin kääntyvän kysyntäriskin. Huomioitavaa on mielestämme myös, että Palveluliiketoiminnan kannattavuus on herkkä kysynnän muutoksille henkilöstökustannusten muodostaessa merkittävän osan sen kustannuksista. Tämä kohottaa kannattavuustasoon liittyviä riskejä jossain määrin. Kuten aiemmin mainittu, yritysostojen potentiaaliset myyntisynergiat muodostavat keskeisimmän positiivisen ennusteriskin.

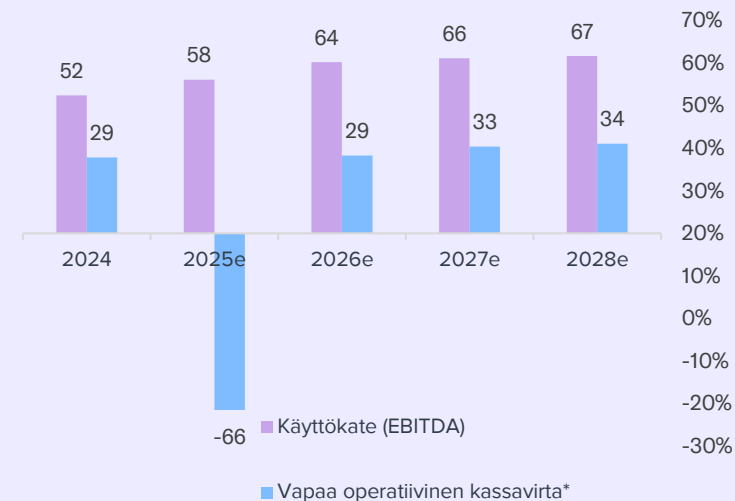
Pidemmän tähtäimen ennusteet

Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteemme pohjautuvat arvioimaamme markkinakasvuun, minkä seurauksena ne ovat 2-3 %:ssa. Odotamme Relaisin EBITA-marginaalin liikkuvan samalla aikavälillä 10,5-11 %:n maastossa. Tämän taustalla on arviomme liiketoimintamallin maltillisesta skaalautumispotentiaalista ja nykymuotoisen

liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista. Konsernitason kannattavuuspotentiaali riippuu kuitenkin eri liiketoiminta-alueiden suhteellisesta osuudesta ja esimerkiksi tuoteliiketoiminnan odotettua voimakkaampi kasvu ja siten korkeampi suhteellinen osuus voisi nostaa konsernitason kannattavuuspotentiaalia. Toisaalta esimerkiksi korjaamo- ja huoltoliiketoiminnan tehokkuuden heikentyminen voisi taas laskea tätä potentiaalia.

Vuoden 2025 loppuun asetettuun 50 MEUR:n EBITAn tavoitteeseen (pro forma) yhtiö ei ennusteissamme yllä. Arviomme mukaan yhtiö tulee kuitenkin jatkamaan yritysostoja jo lyhyellä tähtäimellä. Viime aikaiset yritysjärjestelyt ja niiden rahoitusratkaisut, mahdolliset rahoituskeinot sekä nykyisen rahoitussopimuksen puitteissa olevat varat huomioiden arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset taloudellisen tavoitteen saavuttamiseen yritysostojen avulla. Kuten aiemmin todettua, pidämme pääoman allokoinnin ja siten yritysjärjestelyiden arvonluontia (ROIC-% > WACC-%) selvästi taloudellisen tavoitteen saavuttamista tärkeämpänä mittarina. Siten mahdollista tavoitteen saavuttamista suurempi merkitys on sillä, miten se saavutetaan.

Kassavirran kehitys



Lähde: Inderes

* Huom. Vuoden 2025 vapaa rahavirta huomioi tiedotetut yritysostot investointeina

Ennusteet 4/4

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet raportin yhteydessä ennusteisiimme marginaalisia muutoksia
- Ennustemuutokset heijastelevat ennakoimaamme aiemmin toteutunutta TVH-yritysostoa, jonka myötä olemme sisällyttäneet sen ennusteisiimme jo kesäkuusta 2025 lähtien (aik. heinäkuusta 2025 lähtien)
- Olemme myös tarkastelleen Q2’25:n orgaanisen kasvun ennusteitamme alaspäin, tämä heijastelee uutisvirtaa erityisesti Ruotsin toimintaympäristön heikkoudesta
- Vuoden 2025 kasvupohjan lasku heijastui myös negatiivisesti lähivuosien ennusteisiin, joiden osalta suhteellisen kasvuvauhdin ennusteet säilyivät kuitenkin ennallaan

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	373	372	0 %	426	422	-1 %	439	434	-1 %
Käyttökate	58,0	57,8	0 %	65,6	64,4	-2 %	67,6	65,9	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,2	39,0	-1 %	44,4	43,2	-3 %	46,4	44,7	-4 %
Liikevoitto	35,6	35,4	-1 %	40,5	39,3	-3 %	42,7	41,0	-4 %
Tulos ennen veroja	29,6	29,4	-1 %	32,9	31,6	-4 %	35,5	33,8	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,44	1,43	-1 %	1,58	1,52	-3 %	1,67	1,60	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,55	0,55	0 %	0,58	0,58	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	284	82,8	74,3	74,9	90,7	323	82,8	74,9	97,9	117	372	422	434	443
Tekninen tukkukauppa ja tuotteet	192	56,9	48,7	49,5	62,0	217	53,7	47,5	56,6	71,6	229	251	259	264
Korjaamo- ja huoltotoiminnot	91,9	25,9	25,6	25,4	28,7	106	29,1	27,4	41,3	45,0	143	170	176	179
Käyttökate	43,5	13,5	11,1	13,0	14,3	51,9	13,0	10,2	16,6	17,9	57,8	64,4	65,9	66,7
Poistot ja arvonalennukset	-18,4	-4,5	-4,5	-4,6	-5,3	-18,9	-4,9	-4,9	-6,3	-6,4	-22,4	-25,1	-24,9	-24,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,6	9,7	7,3	9,1	10,0	36,1	9,0	6,2	11,3	12,6	39,0	43,2	44,7	45,3
Liikevoitto	25,1	9,0	6,6	8,4	9,0	33,0	8,1	5,3	10,4	11,6	35,4	39,3	41,0	42,0
Relais Group	25,1	9,0	6,6	8,4	9,0	33,0	8,1	5,3	10,4	11,6	35,4	39,3	41,0	42,0
Nettorahoituskulut	-7,4	-3,1	-1,7	-1,9	-2,5	-9,2	-0,6	-1,7	-1,8	-1,8	-6,0	-7,7	-7,2	-6,7
Tulos ennen veroja	17,7	5,8	4,9	6,5	6,5	23,8	7,5	3,6	8,5	9,8	29,4	31,6	33,8	35,3
Verot	-4,0	-2,0	-1,6	-1,9	0,2	-5,2	-1,6	-0,8	-1,9	-2,1	-6,5	-6,8	-7,3	-7,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,9	-0,9	-0,9
Nettotulos	13,7	3,9	3,3	4,6	6,7	18,5	5,9	2,8	6,5	7,4	22,5	23,9	25,6	26,8
EPS (oikaistu)	0,95	0,25	0,22	0,30	0,44	1,21	0,37	0,20	0,41	0,46	1,43	1,52	1,60	1,63
EPS (raportoitu)	0,76	0,21	0,18	0,26	0,37	1,02	0,32	0,15	0,35	0,41	1,24	1,31	1,40	1,45

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	20,0 %	15,8 %	6,6 %	12,0 %	13,5 %	0,1 %	0,8 %	30,6 %	28,6 %	15,4 %	13,3 %	3,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	24,1 %	28,4 %	52,2 %	8,9 %	27,8 %	26,5 %	-7,4 %	-15,6 %	24,1 %	25,4 %	8,0 %	10,7 %	3,5 %	1,3 %
Käyttökate-%	15,3 %	16,3 %	14,9 %	17,4 %	15,8 %	16,1 %	15,7 %	13,6 %	17,0 %	15,4 %	15,5 %	15,3 %	15,2 %	15,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,0 %	11,7 %	9,8 %	12,2 %	11,0 %	11,2 %	10,8 %	8,2 %	11,6 %	10,8 %	10,5 %	10,2 %	10,3 %	10,2 %
Nettotulos-%	4,8 %	4,7 %	4,4 %	6,2 %	7,4 %	5,7 %	7,1 %	3,7 %	6,6 %	6,4 %	6,1 %	5,7 %	5,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

Arvostus 1/3

Lähestymme arvostusta tulospohjaisesti

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

Tukeudumme näkemyksessämme myös lähivuosien arvioituun kokonaistuotto-odotukseen sekä kassavirtamalliin. Näiden heikkous on kuitenkin se, etteivät ne huomioi epäorganisen kasvun arvonnäilytipotentiaalia, 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 arvonnäilytiin. Yksinkertaistettuna, mikäli osaketta hinnoitellaan nykyisen liiketoiminnan tuloksenteon kautta, saa sijoittaja ns. ilmaiseksi epäorganisen kasvun arvonnäilytipotentiaalin. Toisaalta, mitä enemmän hinnoittelu nousee yli nykyisen liiketoiminnan tulospotentiaalin, sitä enemmän sijoittaja kantaa riskiä siitä, että kuinka onnistunutta pääoman allokointi yritysostoihin on jatkossa.

Arvioimme epäorganisen kasvun tavoittelun olevan ensisijainen tavoite pääoman allokoinnissa ja näin ollen osinkoa onkin mielestämme perusteltua pitää pääasiassa

tuotto-odotusta maltillisesti tukevana komponenttina.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme keskeisimmät Relaisin arvostusta tukevat ja painavat tekijät ovat:

- Kasvu ja pääoman allokointi: Relaisin keskeisin arvonnäily 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 arvonnäilytystä ja näkemystämme.
- Defensiivinen ja maltillisesti kasvava markkina laskee kysyntään liittyvää riskitasoa, mutta toisaalta tarkoittaa sitä, että yhtiön tulee kyetä ylläpitämään epäorganista kasvua, mikäli yhtiö haluaa jatkaa talouskasvuvauhtia nopeampaa kasvua keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.
- Yhtiön kassavirtaprofiili ja pääoma intensiteetti: Relaisin kassavirta on historiallisesti ollut melko hyvällä tasolla. Vapaata kassavirtaa ja siten strategian toteutusta rajoittavat tukkutoimintojen käyttöpääomaasidonnaisuus ja korjaamo- ja huoltotoimintojen toimitilojen kustannukset (suurelta osin vuokravastuita, jotka näkyvät rahoituksen rahavirrassa). Arvioimme, että yhtiön vapaa kassavirta jää operatiivista tulosta matalammaksi rajoittaen pääoman uudelleen allokointia.
- Vahvojen kilpailuetujen puute voi arviomme mukaan vaikuttaa toimialan kilpailudynamiikkaan pitkässä juoksussa. Tämä myös rajaa alan toimijoiden ja Relaisin hinnoitteluvoimaa ja siten kannattavuuspotentiaalia.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,40	14,40	14,40
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	262	263	264
Yritysarvo (EV)	493	479	463
P/E (oik.)	10,0	9,5	9,0
P/E	11,6	11,0	10,3
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,5	7,4	7,0
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,1	10,4
Osinko/tulos (%)	42,0 %	42,0 %	41,5 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/3

Edellisen 12 kuukauden tuloksella arvostus on maltillisen puoleinen

Edellisen 12 kuukauden tuloksella Relais arvostetaan oik. P/E-kertoimella 11x ja vastaavasti oik. EV/EBITA-kertoimella 10x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena maltilliset ja niissä on mielestämme lievää nousuvaraa.

Tuloskasvu painaa arvostuskertoimia

Ennustamme Relaisin Relaisin osakekohtaisen tuloksen kasvun yltävän noin 7 %:iin Q1'25-2027e jaksolla (CAGR-%) orgaanisen ja jo kerrotun epäorgaanisen kasvun (Matro Group- ja TVH-yrityssostot) ansiosta. Tämä painaakin lähivuosien arvostuskertoimia edellisen 12 kuukauden tasoa matalammaksi ja näin tuloskasvu tukee lähivuosien tuotto-odotusta.

Tuloskasvun huomioivat vuosien 2025 ja 2026 oikaistut P/E-luvut ovat 10x ja 9x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBITA-kertoimet ovat ja 11x ja 9x. Arvostuskertoimien osalta on huomioitava, että vasta ensi vuoden kertoimet huomioivat täysimääräisesti tuoreimpien yritysostojen vaikutuksen, 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 2025-2027 osinkotuotto on 3,5-4 %:n tasolla lähivuosina. Näin ollen

tuloskasvusta ja osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus nouseekin kaksinumeroiselle tasolle, minkä lisäksi arvostuksessa on mielestämme lievää nousuvaraa. Tämä mielestämme tarkoittaa, että hyvä tuotto-odotus lähivuosina ei edellytä pääoman allokointia yritysostoihin. Nämä tekijät huomioiden pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta houkuttelevana, sillä odotamme pääoman uudelleen allokoinnin vahvistavan tuotto-odotusta.

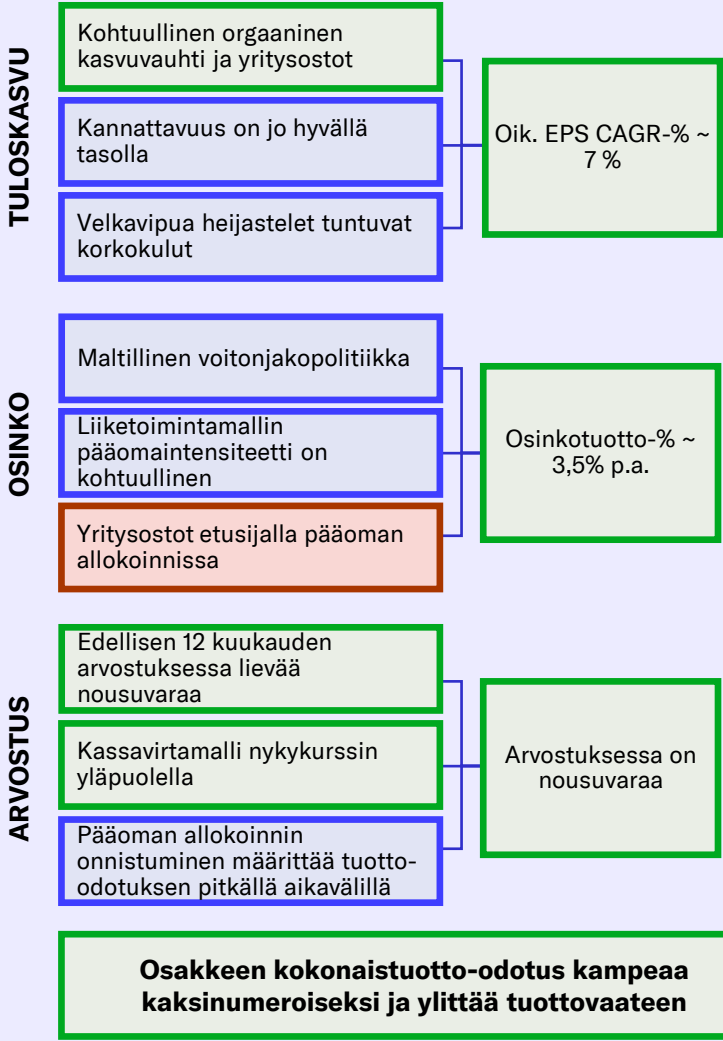
Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

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

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

Osaketuoton ajurit Q1'25-2027e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostus 3/3

arvostustasoa karkeana lattiatasona Relaisin arvostukselle ja mielestämme se kuvaa Relaisin omistamille liiketoiminnoille perusteltavaa arvostusta.

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

Lähivuosien keskeisillä tulospohjaisilla kertoimilla Relaisin arvostus on käytännössä linjassa vastaavanlaisten liiketoimintojen verrokkeihin, joiden arvostus on mielestämme mediaanitasolla järkevä. Sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden Relais arvostetaan huomattavalla ja jopa 55 %:n alennuksella. Tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeat, vaikkakin korkeista pääoman tuotoista pitkältä ajalta näytöt omaavat toimijat ansaitsevat selvästi osakemarkkinoiden keskimääristä arvostustasoa korkeammat arvostuskertoimet. Tästä huolimatta suhteellinen arvostusero voi myös kaventua tämän verrokkiryhmän mediaaniarvostuksen laskun kautta.

Historialliset näytöt huomioiden Relaisin perusteltu arvostustaso mielestämme löytyy näiden kahden verrokkiryhmän välimaastosta. Samalla suhteellinen arvostus suhteessa molempiin verrokkiryhmiin mielestämme toimii ikään kuin puntarina siitä, minkä verran osakkeen arvostustaso sisältää oletuksia epäorgaanisen kasvun arvonluonnista. Nykyinen Relaisin osakkeen arvostus ei mielestämme sisällä odotuksia uusien yritysostojen arvonluonnista, minkä myötä pidämme sitä

houkuttelevana.

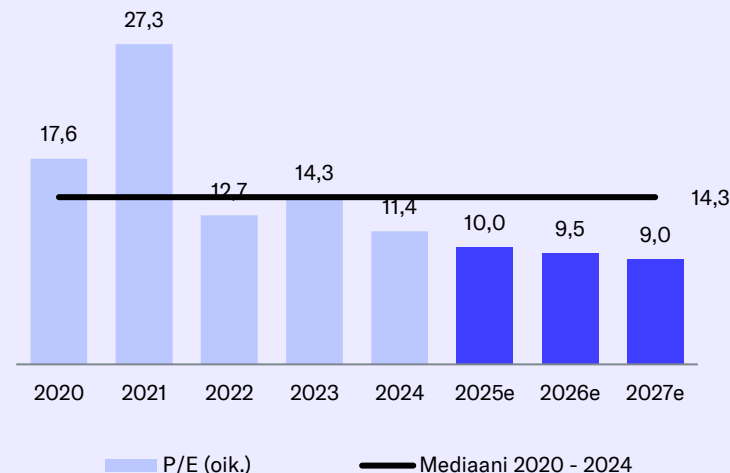
DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme Relaisin osakkeelle indikoima arvo on 16,7 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 9,3 %, kun taas pääoman keskimääräinen kustannus (WACC-%) on 8,1 %.

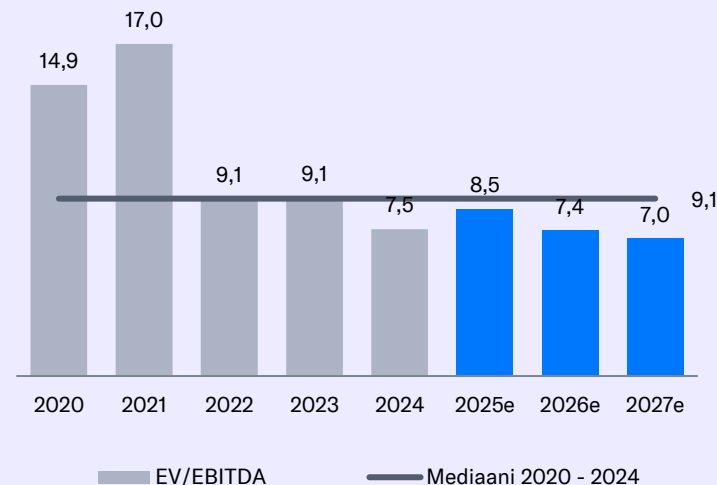
Tavoitehintaja sijoitusnäkemys

Toistamme Relaisin 17,0 euron tavoitehintamme ja Lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus on useilla mittareilla varsin kohtuullinen ja siten lähivuosien tuotto-odotus nousee houkuttelevalle kaksinumeroiselle tasolle jo ilman yritysjärjestelyiden arvonluontia. Arvioimme kuitenkin yhtiön jatkavan pääoman allokoimista epäorgaaniseen kasvuun, mistä näytöt viime vuosilta ovat mielestämme hyvät. Näkemyksemme mukaan osakkeen käypä arvo on 15,5-18,5 euroa/osake, mutta huomautamme, että osakkeen käyvän arvon kehitys on varsin riippuvainen yhtiön pääoman allokoinnin tuottotasosta. Mitä korkeampaa tuottoa yhtiö saa yritysostoihin allokoitulle pääomalle, sitä enemmän osakkeen käypä arvo kohoaa. Toisaalta, mikäli tulevien yritysostojen pääoman tuotto alittaisi soveltamamme tuottovaateen, käypä arvo laskisi. Koska on varsin odotettua, että yhtiö jatkaa aktiivista pääoman uudelleenallokoimista, tulee yhtiön käypä arvo kehittymään tämän mukana.

P/E (oik.)



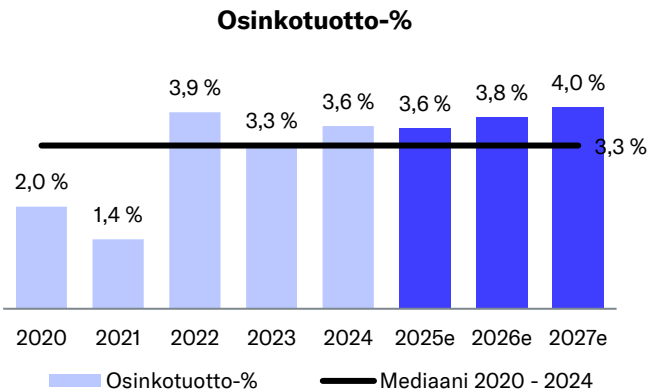
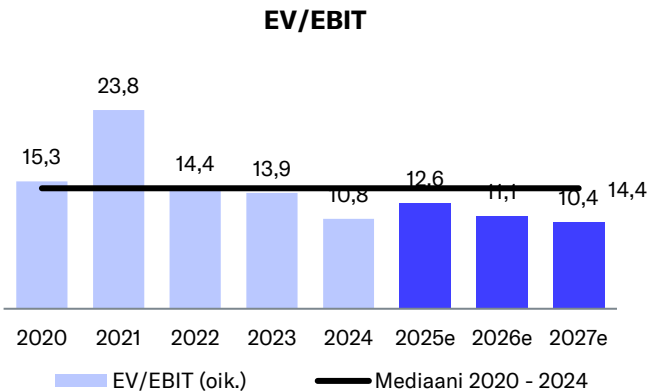
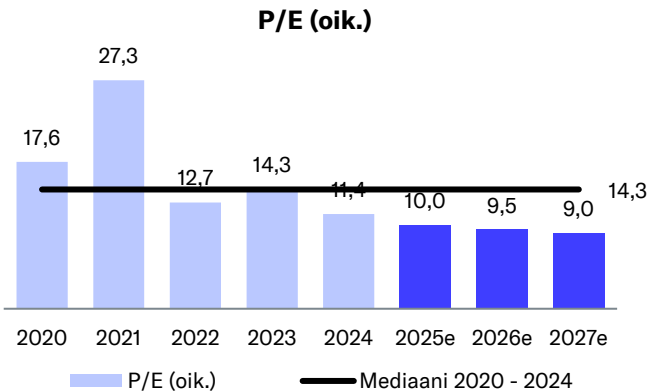
EV/EBITDA



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,7	26,0	10,2	13,5	13,7	14,40	14,40	14,40	14,40
Osakemäärä, milj. kpl	17,4	17,9	18,1	18,1	18,1	18,2	18,3	18,4	18,4
Markkina-arvo	256	466	185	245	248	262	263	264	265
Yritysarvo (EV)	285	613	332	396	390	493	479	463	446
P/E (oik.)	17,6	27,3	12,7	14,3	11,4	10,0	9,5	9,0	8,8
P/E	36,9	32,5	18,4	17,8	13,4	11,6	11,0	10,3	9,9
P/B	3,6	4,5	1,8	2,2	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5
P/S	2,0	2,0	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	2,2	2,6	1,3	1,4	1,2	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	14,9	17,0	9,1	9,1	7,5	8,5	7,4	7,0	6,7
EV/EBIT (oik.)	15,3	23,8	14,4	13,9	10,8	12,6	11,1	10,4	9,8
Osinko/tulos (%)	75,3 %	44,9 %	72,3 %	58,1 %	48,9 %	42,0 %	42,0 %	41,5 %	41,3 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,2 %

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	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Inter Cars SA	1823	2576	8,8	8,0	7,4	6,7	0,5	0,5	8,6	7,7	0,3	0,4	1,3
Advance Auto Parts Inc	2507	2610	18,0	10,3	6,7	5,4	0,4	0,4	25,5	15,1	2,1	2,1	1,4
Duell	34	63	14,9	11,5	7,8	6,8	0,5	0,5	24,5	12,0	1,8	3,7	0,6
Auto Partner SA	599	705	9,2	7,5	7,9	6,4	0,6	0,5	9,8	7,8	1,0	1,0	
Genuine Parts Co	14368	17999	12,1	11,7	10,2	9,5	0,9	0,8	15,5	14,0	3,4	3,6	3,5
LKQ Corp	8320	11953	10,0	9,4	8,1	7,7	1,0	0,9	10,6	9,9	3,5	3,8	1,4
O'Reilly Automotive Inc	66182	70919	23,7	21,8	20,9	19,4	4,6	4,4	30,3	27,0			
Autozone Inc	52314	59761	18,8	17,2	16,1	14,9	3,6	3,4	24,5	21,5			
Bapcor Ltd	928	1231	12,5	11,2	8,0	7,3	1,1	1,0	17,2	14,8	3,4	3,8	1,8
Mekonomen AB	568	1152	12,1	10,5	6,3	5,9	0,7	0,6	9,0	7,9	3,7	4,0	0,9
Relais Group (Inderes)	262	493	12,6	11,1	8,5	7,4	1,3	1,1	10,0	9,5	3,6	3,8	2,0
Keskiarvo			14,0	11,9	9,9	9,0	1,4	1,3	17,5	13,8	2,4	2,8	1,6
Mediaani			12,3	10,9	7,9	7,1	0,8	0,7	16,3	13,0	2,7	3,6	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	2 %	8 %	5 %	75 %	56 %	-38 %	-27 %	33 %	5 %	46 %

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	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Relais Group OYJ	255	401	12,0	11,6	8,4	8,9	1,3	1,2	12,9	11,2	3,3	3,5	2,1
Indutrade AB	8636	9341	25,0	22,6	17,9	16,4	3,1	2,9	33,1	29,1	1,2	1,3	5,3
Bergman & Beving AB	752	918	23,0	23,7	13,9	13,4	2,0	2,0	32,9	27,7	1,4	1,4	3,6
Momentum Group AB	729	783	27,6	24,8	18,6	16,9	2,6	2,4	34,2	31,2	0,9	1,1	9,2
Bufab AB	1550	1834	20,3	18,0	16,3	14,7	2,4	2,3	25,7	21,9	1,3	1,5	4,0
Addtech AB	7975	8432	33,8	31,5	25,3	23,9	4,2	4,0	45,8	41,3	1,0	1,1	11,3
Beijer Ref AB	6902	7810	22,3	20,6	17,7	16,3	2,3	2,1	30,1	26,5	1,0	1,1	3,0
Beijer Alma AB	1221	1492	16,1	14,2	11,9	11,0	2,1	2,0	20,1	17,0	1,8	1,9	2,8
Lifco AB (publ)	15020	15799	32,7	30,5	25,0	23,6	6,2	5,9	44,8	42,0	0,7	0,8	8,5
Lagercrantz Group AB	4200	4899	37,4	33,2	26,4	24,4	5,7	5,2	45,2	39,8	1,0	1,1	10,7
Volati AB	979	1256	18,6	15,7	12,3	10,4	1,5	1,5	22,2	17,4	1,1	1,5	4,9
Boreo	44	103	13,7	11,4	8,9	7,9	0,7	0,6	15,3	9,7	0,3	0,3	1,2
AddLife AB	2219	2622	34,4	29,9	17,4	16,2	2,7	2,5	55,7	41,5	0,6	0,8	4,3
Addnode Group AB (publ)	1264	1350	26,0	21,5	15,5	13,8	2,6	2,5	37,9	28,8	1,1	1,3	5,2
Instalco AB	594	988	15,0	11,1	8,6	7,1	0,8	0,7	12,7	9,2	2,7	3,2	1,8
Seafire AB (publ)	21	42	13,6	9,3	5,4	4,8	0,5	0,5	8,7	6,4			0,4
Sdiptech AB (publ)	741	741	9,1	8,3	6,4	6,0	1,5	1,4	19,1	15,1			1,7
Fasadgruppen Group AB (publ)	157	366	10,9	8,1	6,8	5,8	0,7	0,7	5,6	4,2	2,8	3,8	0,7
Berner Industrier	88	98	13,6	12,2	9,3	8,7	1,1	1,0	18,3	16,3	2,7	3,1	3,6
Relais Group (Inderes)	262	493	12,6	11,1	8,5	7,4	1,3	1,1	10,0	9,5	3,6	3,8	2,0
Keskiarvo			22,3	19,7	15,0	13,7	2,5	2,3	28,9	24,4	1,4	1,7	4,7
Mediaani			22,3	20,6	15,5	13,8	2,3	2,1	30,1	26,5	1,1	1,3	4,0
Erotus-% vrt. mediaani			-43 %	-46 %	-45 %	-46 %	-42 %	-47 %	-67 %	-64 %	222 %	192 %	-49 %

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

DCF-laskelma

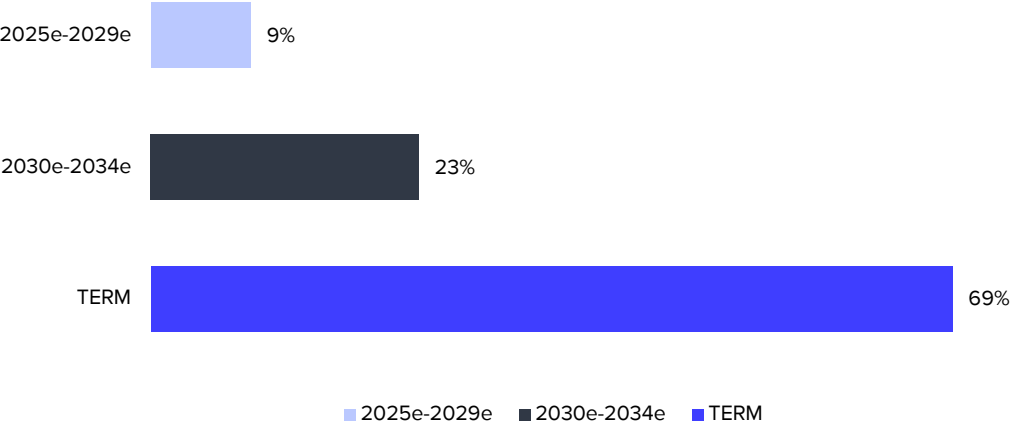
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %	15,4 %	13,3 %	3,0 %	2,0 %	3,0 %	3,0 %	2,8 %	2,7 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	10,2 %	9,5 %	9,3 %	9,4 %	9,5 %	10,5 %	10,5 %	10,6 %	10,7 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %
Liikevoitto	33,0	35,4	39,3	41,0	42,0	47,9	49,4	51,2	53,1	52,9	54,0	
+ Kokonaispoistot	18,9	22,4	25,1	24,9	24,7	23,7	23,4	22,8	22,8	22,9	22,9	
- Maksetut verot	-4,0	-6,5	-6,8	-7,3	-7,6	-9,0	-9,4	-10,0	-10,5	-10,4	-10,7	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-1,3	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,5	-11,3	-5,0	-2,6	-1,8	-2,7	-2,8	-2,7	-2,7	-2,6	-2,1	
Operatiivinen kassavirta	42,3	38,7	50,9	54,5	55,9	58,6	59,4	60,3	61,8	61,8	63,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,7	-105,2	-21,7	-21,9	-22,1	-22,4	-22,5	-22,9	-23,0	-23,2	-22,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	28,5	-66,5	29,2	32,6	33,7	36,2	36,9	37,5	38,8	38,6	40,3	
+/- 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	28,5	-66,5	29,2	32,6	33,7	36,2	36,9	37,5	38,8	38,6	40,3	673
Diskontattu vapaa kassavirta		-63,8	25,9	26,7	25,6	25,4	24,0	22,5	21,6	19,9	19,1	320
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		467	531	505	478	452	427	403	381	359	339	320
Velaton arvo DCF		467										
- Korolliset velat		-151										
+ Rahavarat		9,6										
-Vähemmistöosuus		-17,0										
-Osinko/pääomapalautus		-9,1										
Oman pääoman arvo DCF		300										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,7										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,2 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

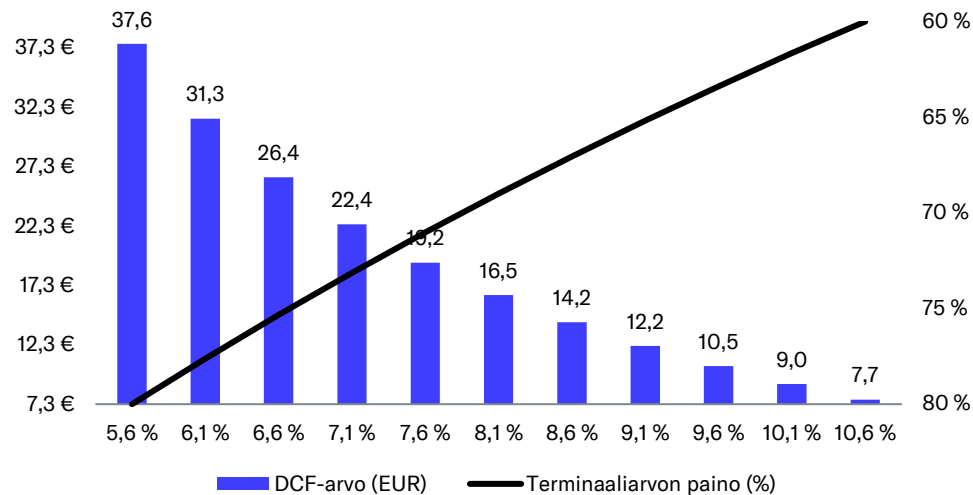
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

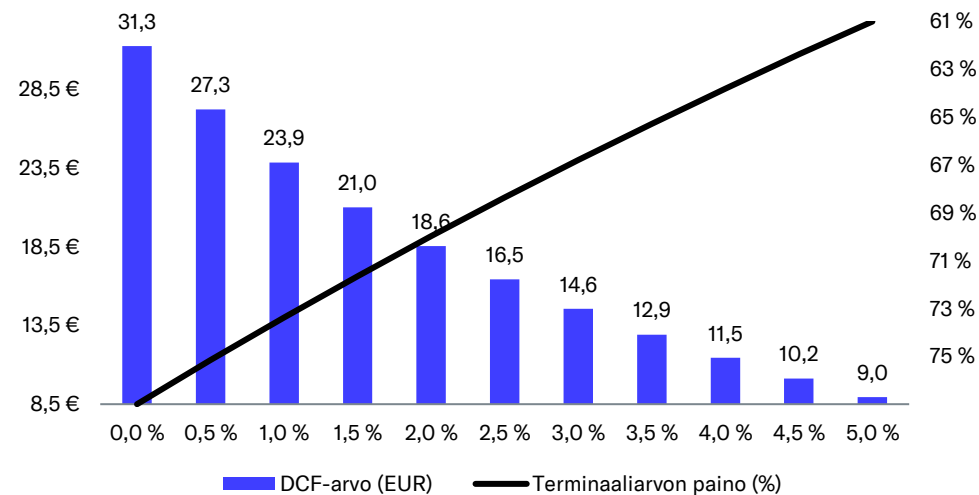


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

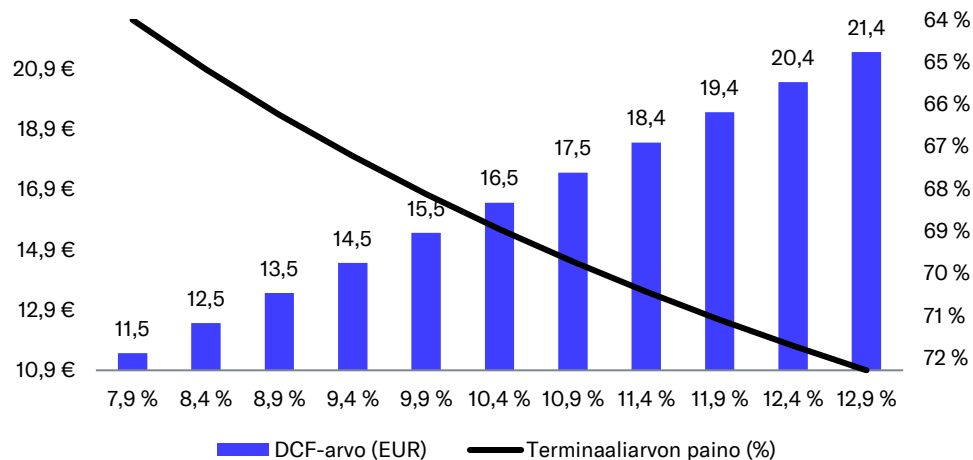
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



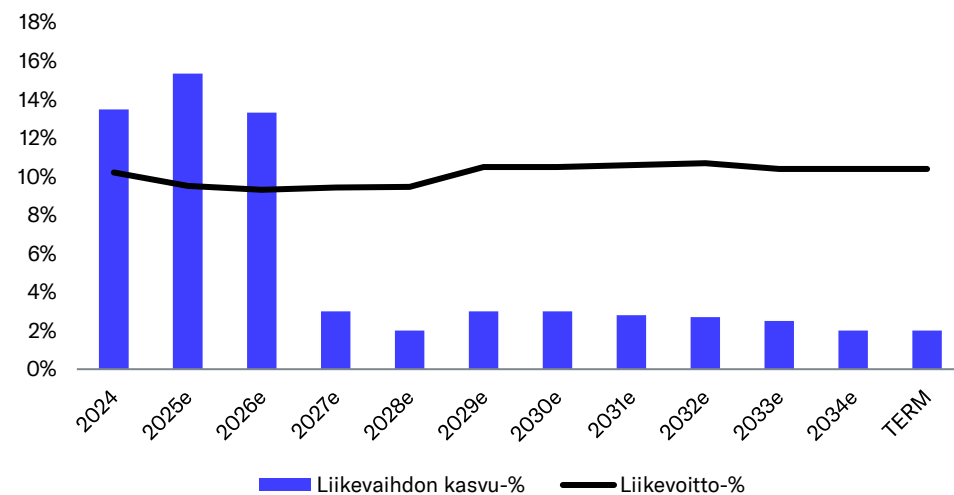
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	204	196	279	276	273
Liikearvo	120	120	151	151	151
Aineettomat hyödykkeet	13,1	12,0	21,6	19,9	18,5
Käyttöomaisuus	65,8	61,7	105	104	102
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	0,9	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	4,0	1,6	1,6	1,6	1,6
Vaihtuvat vastaavat	125	134	160	175	180
Vaihto-omaisuus	74,1	83,7	96,8	103	106
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	41,4	40,6	52,1	59,0	60,4
Likvidit varat	9,7	9,6	11,2	12,7	13,0
Taseen loppusumma	329	330	439	451	453

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	111	118	140	154	170
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	42,0	52,3	65,8	80,2	95,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	68,5	65,2	65,2	65,2	65,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	8,5	8,5	8,5
Pitkäaikaiset velat	144	135	194	189	174
Laskennalliset verovelat	5,2	4,0	4,0	4,0	4,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	139	131	190	185	170
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	74,3	77,3	106	108	109
Korolliset velat	21,8	19,6	34,6	28,3	27,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	46,8	53,7	67,0	75,5	77,3
Muut lyhytaikaiset velat	5,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Taseen loppusumma	329	330	439	451	453

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	260,7	284,3	322,6	372,2	421,7
Käyttökate	36,6	43,5	51,9	57,8	64,4
Liikevoitto	19,7	25,1	33,0	35,4	39,3
Voitto ennen veroja	13,1	17,7	23,8	29,4	31,6
Nettovoitto	10,0	13,7	18,5	22,5	23,9
Kertaluontoiset erät	-3,3	-3,4	-3,1	-3,6	-3,9

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	312,8	329,1	330,2	439,2	450,8
Oma pääoma	103,9	110,7	117,6	139,5	154,0
Liikearvo	118,2	120,1	120,1	150,7	150,7
Nettovelat	147,2	151,0	141,3	213,5	200,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	36,6	43,5	51,9	57,8	64,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	-0,3	-3,5	-11,3	-5,0
Operatiivinen kassavirta	29,8	33,0	42,3	38,7	50,9
Investoinnit	-16,1	-24,1	-13,7	-105,2	-21,7
Vapaa kassavirta	13,1	9,0	28,5	-66,5	29,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	1,2	1,3	1,1
EV/EBITDA	9,1	9,1	7,5	8,5	7,4
EV/EBIT (oik.)	14,4	13,9	10,8	12,6	11,1
P/E (oik.)	12,7	14,3	11,4	10,0	9,5
P/B	1,8	2,2	2,1	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	3,9 %	3,3 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,55	0,76	1,02	1,24	1,31
EPS (oikaistu)	0,80	0,95	1,21	1,43	1,52
Operat. Kassavirta / osake	1,64	1,82	2,33	2,13	2,79
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,72	0,50	1,57	-3,65	1,60
Omapäääoma / osake	5,73	6,10	6,49	7,20	7,96
Osinko / osake	0,40	0,44	0,50	0,52	0,55

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	9 %	13 %	15 %	13 %
Käyttökateen kasvu-%	2 %	19 %	19 %	11 %	11 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-11 %	24 %	27 %	8 %	11 %
EPS oik. kasvu-%	-16 %	18 %	28 %	19 %	6 %
Käyttökate-%	14,0 %	15,3 %	16,1 %	15,5 %	15,3 %
Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	10,0 %	11,2 %	10,5 %	10,2 %
Liikevoitto-%	7,5 %	8,8 %	10,2 %	9,5 %	9,3 %
ROE-%	9,6 %	12,8 %	16,2 %	18,1 %	17,3 %
ROI-%	7,5 %	9,4 %	12,2 %	11,2 %	10,7 %
Omavaraisuusaste	33,2 %	33,6 %	35,6 %	31,8 %	34,2 %
Nettovelkaantumisaste	141,7 %	136,5 %	120,1 %	153,0 %	130,3 %

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 tulevast. 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 laatuinen 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.

Suositus historia (>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 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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

**inde
res.**