

KAMUX

22.12.2025 19.30 EET



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kannattavan kasvun ajurit vielä epäselviä

Kamux pyrkii kääntämään suunnan takaisin kannattavaan kasvuun, mutta isompia muutoksia ei nähdäksemme ole luvassa. Uskomme tuloksen parantuvan lähikvartaaleina, joskin lähinnä heikkojen vertailulukujen myötä. Arvostus on ensi vuoden ennusteilla neutraalihko, eikä tuotto-riskisuhde houkuta meitä. Toistamme vähennä-suosituksen ja 2,0 euron tavoitehinnan.

Käytettyjen autojen vähittäiskauppaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa

Kamux on puhtaasti käytettyihin autoihin sekä niihin liittyviin palveluihin erikoistunut vähittäiskaupan ketju. Kamuxin toimintamalli perustuu monikanavaisuuteen, käytettyjen autojen ammattimaiseen hankintaan ja myyntiin, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palveluiden myyntiin. Integroitujen palveluiden myynti (kolmansien osapuolten rahoitus- ja vakuutustuotteet sekä oma lisävastuusitoumus Kamux Plus) on tärkeä osa liiketoimintamallia, sillä niiden myynnillä on selvä positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Kamux on historiallisesti todistanut mallinsa toimivuuden Suomessa, missä yhtiö on yksi suurimmista käytettyjen autojen myyjistä (markkinaosuus ~7 %). Ruotsissa ja Saksassa yhtiön markkinaosuus on pieni ja toiminta tappiollista.

Perustaja ja pääomistaja Kalliokoski takaisin ratissa

Yhtiön vuonna 2003 perustanut ja edelleen yli 15 % siitä omistava Juha Kalliokoski palasi lokakuussa 2025 yhtiön toimitusjohtajaksi, jäätyään roolista pois noin 2,5 vuotta aiemmin. Kalliokoski on todennut yhtiön keväällä 2024 julkistetun strategian olevan oikea. Lisäksi yhtiö totesi Q3-tuloksen yhteydessä, ettei se aio pienentää merkittävästi Ruotsin myymäläverkostoa, vaikka asiaa on harkittu pitkään. Kalliokoski totesi myös selvästi, että ulkomailla eli Ruotsissa ja Saksassa uskotaan liiketoiminnan kääntymiseen, eikä niistä

luopuminen näyttänyt olevan ajankohtaista. Näiden kommenttien valossa emme odota yhtiöön isoja muutoksia lähiaikoina, vaan fokus on päivittäisen toiminnan parantamisessa. Käytännössä yhtiö aikoo keskittyä nykyrakenteella volyymin kasvattamiseen. Tämä eroaa aiemmasta taktiikasta, joka tähtäsi kannattavuuden parantamiseen mutta johti volyymien ja liikevoiton laskuun. Isojen volyymien ja pienten marginaalien liiketoiminnassa voidaan periaatteessa tehdä pienillä muutoksilla oleellinen tulosvaikutus, mutta kovin konkreettisia toimia muutoksen tekemiseen yhtiö ei ole tarjonnut. Suhtaudumme siksi varauksella siihen, onnistuuko yhtiö luomaan kannattavaa kasvua, mikä on ollut sille viime vuosina erittäin haastavaa.

Koko vuoden tulos laskee, lähikvartaaleina ennusteissa parannusta

Kamux odottaa koko vuoden 2025 oik. liikevoiton laskevan. Yhtiöllä on Q4:llä ja Q1:llä vastassa erittäin heikot vertailuluvut, joten uskomme tuloksen kuitenkin paranevan kahden seuraavan kvartaalin aikana. Ennustamamme vuoden 2026 tulosparrannus nojaakin pitkälti Q1:n parantumiseen poikkeuksellisen heikolta vertailukaudelta. Tämän jälkeen odotamme vain maltillista tuloksen parantumista. Laskimme hieman ennusteitamme vuosille 2026-27 tässä raportissa.

Arvostus vuosille 2026-27 on neutraali

Kamuxin kertoimiin vaikuttavat vahvasti ulkomaiden tappiot. Emme kuitenkaan usko ulkomaiden kääntyvän voitolle lähivuosiinakaan, joten niiden potentiaali tuskin heijastuu tuloksessa tai kurssissa lähiaikoina. Vuodelle 2025 tulostulokset ovat korkeat. Vuoden 2026-27 kertoimet (P/E ja EV/EBIT 10-12x) ovat hyväksyviemme kertoimien tasoa ja siten mielestämme neutraaleja. Kamuxin negatiivinen trendi markkinaosuuksissa myös Suomessa luo huolia yhtiön kilpailukykyä.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,00 EUR

(aik. 2,00 EUR)

Osakekurssi:

2,10 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1005	887	876	917
kasvu-%	0 %	-12 %	-1 %	5 %
EBIT oik.	11,6	8,3	11,8	13,6
EBIT-% oik.	1,2 %	0,9 %	1,4 %	1,5 %
Nettotulos	4,7	0,0	6,9	8,7
EPS (oik.)	0,19	0,05	0,17	0,22

P/E (oik.)	13,9	41,7	12,3	9,7
P/B	1,0	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,4 %	3,3 %	4,8 %
EV/EBIT (oik.)	15,5	17,5	12,0	10,0
EV/EBITDA	8,0	6,7	5,3	4,8
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,1

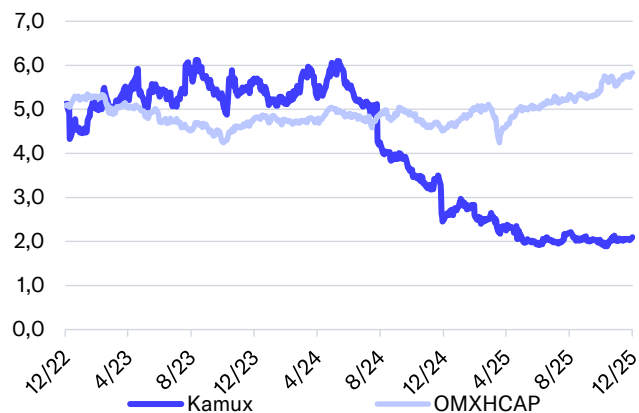
Lähde: Inderes

Ohjeistus

Ennallaan

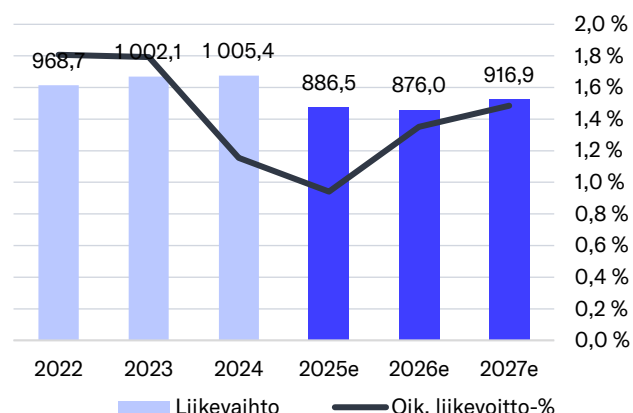
Kamux odottaa vuoden 2025 oikaistun liikevoiton laskevan edelliseen vuoteen verrattuna

Osakekurssi



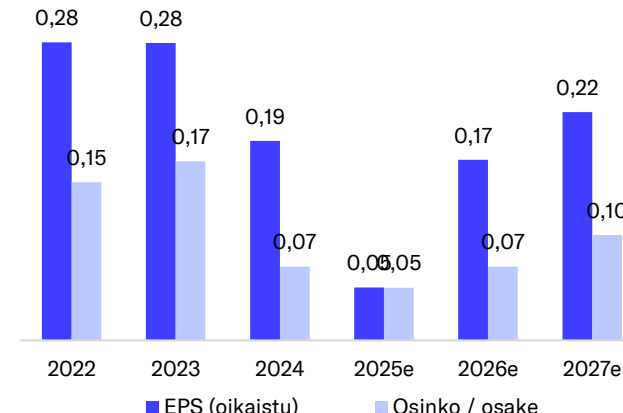
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus
- Varastonkierron nopeutuminen
- Integroitujen palvelujen (nykyisten tai uusien) kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut
- Hyvä pääoman tuotto Suomessa

Riskitekijät

- Ruotsin ja Saksan liiketoimintojen kannattavuuden jääminen heikoksi
- Alalle tulon kynns on matala
- Kilpailun kiristyminen / Kamuxin kilpailukyvyyn heikentyminen painaa kannattavuutta
- Autoverolainsäädännön mahdolliset muutokset
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	146	142	136
P/E (oik.)	41,7	12,3	9,7
P/E	>100	12,3	9,7
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	6,7	5,3	4,8
EV/EBIT (oik.)	17,5	12,0	10,0
Osinko/tulos (%)	15425 %	41 %	46 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,3 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitus- ja riskiprofiili	13-15
Toimiala ja kilpailijat	16-20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-24
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	25-26
Ennusteet	27-32
Arvonmäärittäminen	33-35
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	36-44
Taksonomia ja ilmastotavoitteet	44

Kamux lyhyesti

Kamux on käytettyihin autoihin sekä niihin liittyviin palveluihin erikoistunut vähittäiskaupan ketju, jolla on toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Yhtiön visio on olla Euroopan #1 käytettyjen autojen vähittäiskaupassa.

2003

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

1 010 MEUR (+1 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

11,6 MEUR (1,1 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2024

66 548

Myytyjen autojen lukumäärä 2024

904

Henkilöstö keskimäärin 2024 (FTE)

2003-2012

Kamux kasvaa Suomessa avaamalla uusia liikeitä

Kannattavuus 4-5 % liikevoittotasolla, Liikevaihto 150 MEUR vuonna 2013

2013-21

Orgaaninen kasvu ulkomaille, Ruotsi 2012 ja Saksa 2015

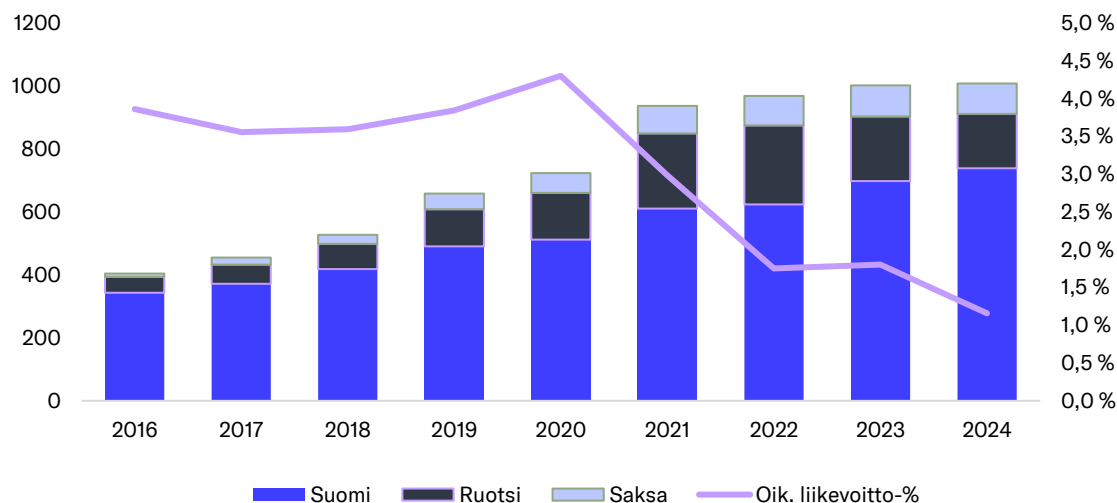
Liikevaihto kasvaa voimakkaasti ja on yli 900 MEUR 2021, mutta suhteellinen kannattavuus kääntyy laskuun

2022-24

Kasvu pysähtyy ja kannattavuus laskee heikolle tasolle

Yhtiön perustaja Juha Kalliokoski jättää toimitusjohtajan tehtävän kesäkuussa 2023

Kamuxin liikevaihto maittain ja liikevoitto-%



Lähde: Kamux

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Kamux lyhyesti

Kamux on Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa toimiva käytettyihin autoihin ja niihin liittyviin lisäpalveluihin keskittyvä vähittäiskauppaketju. Yhtiön liiketoiminta perustuu monikanavaisuuteen, alhaisiin kiinteisiin kuluihin, nopeaan varastonkiertoon ja integroitujen palvelujen myyntiin.

Integroituina palveluina Kamux myy kolmansien osapuolten rahoitustuotteita Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Lisäksi Kamux tarjoaa kolmansien osapuolten vakuutustuotteita ja sen omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, Suomessa ja Ruotsissa. Kamux ei harjoita uusien autojen myyntiä eikä korjaamotoimintaa, mikä mahdollistaa keskittymisen sen ydinliiketoimintaan. Autojen huollon ja kunnostuksen se on ulkoistanut kumppaneilleen.

Käytettyjen autojen hankinta on kriittinen osa toimintaa

Hyväkuntoisten käytettyjen autojen hankinta hintaan, joka mahdollistaa kilpailukykyisen jälleenmyyntihinnoittelun, on keskeisessä roolissa Kamuxin toiminnassa. Kamux hankkii osan myymistään autoista asiakkailtaan vaihdossa osana kauppa. Lähes mikä tahansa ajoneuvo otetaan vastaan vaihdossa osana kaupantekoa. Käytettyjä autoja hankitaan myös huutokaupoista, leasingyhtiöiltä, rahoitusyhtiöiltä, maahantuojailta, yksityishenkilöiltä, muilta autoliikkeiltä, ja muista lähteistä.

Ostokanavana nettihuutokauppa-alustat (esim. Autovex) ovat kasvaneet (joskaan ne eivät Kamuxille ole merkittävä kanava), ja Kamuxin historiallisesti vahva suoraan kuluttajilta ostaminen on asteittain vaikeutunut. Tämän myötä Kamux pyrkiiikin entistä enemmän hankkimaan autoja myös kumppanuuksilla, usein leasing-yhtiöiltä, josta sopimus

Secton kanssa on esimerkki. Yksityishenkilöiltä hankittujen autojen ikä on tyypillisesti vanhempi kuin muualta hankittujen autojen.

Suomessa autoliikkeiden myyjät toimivat myös itsenäisesti tehdessään autohankintoja käyttäen osto-organisaation tukea hinnoittelussa. Ruotsissa ja Saksassa autojen osto on keskitetympää, osittain markkinan rakenteesta johtuen (autoja saadaan vähemmän vaihdossa), mutta myyjät ostavat myös itse autoja. Kamux pyrkii entistä keskitetympään ostamiseen tai ainakin ostoprosessin hallintaan. Käytettyjen autojen hankinnassa onnistuminen nojaa vahvasti henkilöstön osaamiseen. Toimintamallin kannalta on äärimmäisen tärkeää, että hankintoja tehdään jatkuvasti ja hyvään hintaan.

Autovalikoima on laaja, paino edullisimmissa autoissa

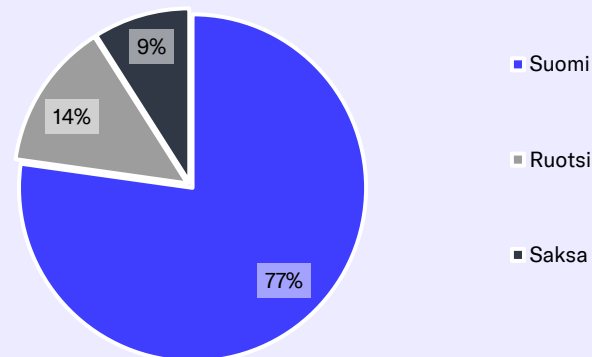
Kamux myy kaikilla markkinoilla käytettyjä autoja kaikissa hintaluokissa ja kaikilta saatavilla olevilta autovalmistajilta, joskin historiallisesti paino on ollut hieman edullisemmissa autoissa. Tarjonnan joustavuus on hyvä asia, sillä Kamux myy sitä mitä kuluttajat kulloinkin haluavat, eikä yhtiö ole sidottu tiettyyn merkkiin, käyttövoimaan tms.

Suurin osa Kamuxin myymistä käytetyistä autoista on henkilöautoja, mutta Kamux myy myös käytettyjä pakettiautoja ja muita hyötyajoneuvoja (erityisesti Suomessa). Kamuxin myytyjen autojen keski-ikä oli 2024 markkinasta riippuen 6-9 vuotta ja keskihinta 15 tuhatta euroa. Lisäksi Kamux myy omassa Outlet-kanavassaan, käytettyjen autojen verkkohuutokaupassa tai suoraan pienemmille autokauppiaille sellaisia autoja, jotka eivät esimerkiksi auton ikääntymisen, heikon kunnan tai ajetun kilometrimäärän johdosta enää täytä Kamuxin laatuvaatimuksia.

Kamuxin liiketoimintamallin kulmakivet

- Ammattimainen hankinta ja myynti
- Nopea varastonkierto
- Integroitujen palveluiden myynti
- Alhaiset kiinteät kulut

Bruttokate maittain



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Kamuxin monikanavainen liiketoimintamalli mahdollistaa asiakkaan palvelemisen digitaalisissa kanavissa ja myymälöiden välisen ristiinmyynnin. Kamuxin koko autovalikoima on kaikkien myyjien käytössä kaikissa autoliikkeissä. Kamux siirtää tarvittaessa auton liikkeestä tai maasta toiseen, kun kaupasta on sovittu alustavasti.

Autoja myydään omissa liikkeissä ja verkossa

Kamux myy käytettyjä autoja Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Autovalikoimaa markkinoidaan omilla verkkosivuilla ja kolmansien osapuolten verkkosivuilla (mm. Nettiauto, Blocket, Mobile).

Digitaaliset kanavat näyttelevät kasvavaa roolia asiakkaan ostoprosessissa, ja alle 1 % asiakkaista asioi yhtiön arvion mukaan alusta loppuun myymälässä. Toisaalta myös täysin puhtaasti verkossa tehty osto ilman kontaktia myyjään on vielä harvinaista. Vaikka asiakas aloittaa usein auton oston yleiseltä markkinapaikalta, Kamuxin verkkosivut ovat käsityksemme mukaan olennainen osa yhtiön asiakaskohtaamista ja liiketoimintamallia, ja sinne tulee myös suoraan liikennettä erityisesti Suomessa.

Suurin osa Kamuxin autoliikkeistä sijaitsee suurten tai keskikokoisten kaupunkien vaikutusalueilla. Tällä hetkellä trendi on kohti suurempia myymälöitä, jotka käsityksemme mukaan ovat tyypillisesti kannattavuudeltaan parempia. Tämä ei ole kuitenkaan heijastunut kovin selvästi yhtiön luvuissa tähän mennessä. Kamuxin konseptin mukaisesti myymälöillä on tunnistettava ulkonäkö, joskaan ei erityisesti kilpailijoista poikkeava.

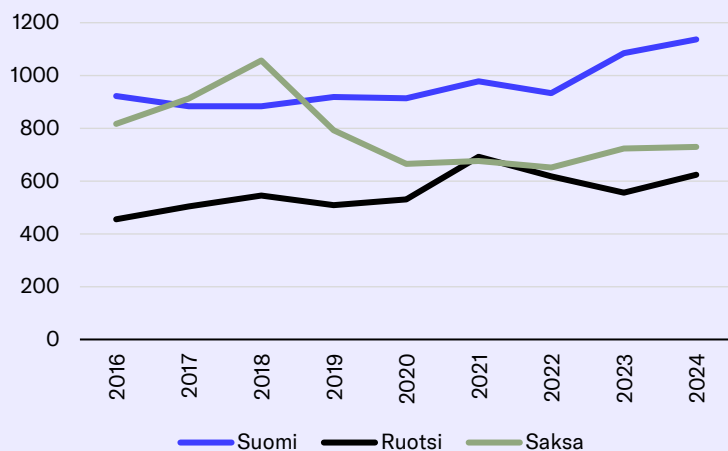
Kamuxin kussakin autoliikkeessä autovalikoiman suuruus vaihtelee noin 50-400 myynnissä olevan käytetyn auton välillä. Keskimäärin yhdessä myymälässä myydään 500-1100 autoa vuodessa maasta riippuen (ks. kuva). Myyjien

määrä per liike vaihtelee tyypillisesti 4-12 välillä. Kamuxin kokemuksen perusteella yksi automyyjä myy keskimäärin 150-200 autoa vuosittain maasta riippuen.

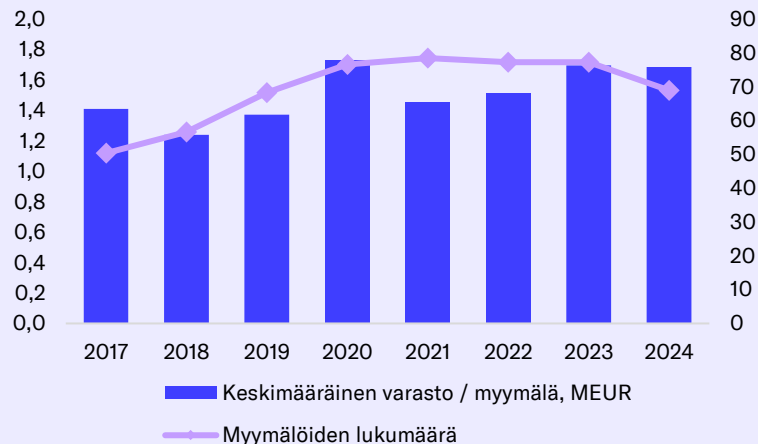
Kamuxilla oli elokuussa 2025 yhteensä 68 myymälää kolmessa maassa. Myymälöiden määrä oli korkeimmillaan vuonna 2021, minkä jälkeen yhtiö on sulkenut myymälöitä kaikissa maissa. Eniten myymälöiden määrä on vähentynyt Ruotsissa, mutta myös Suomen myymälämäärä on laskenut tasaisesti viime vuosina. Saksassa yhtiö on sulkenut yksittäisiä myymälöitä, mutta nettomääräisesti myymälöiden määrä ei ole laskenut, kun uusiakin on avattu. Myymälämäärän lasku ei kuitenkaan suoraan tarkoita liikevaihtopotentiaalin pienentymistä, kun trendi on kohti isompia myymälöitä. Ruotsissa myymälöitä on kuitenkin suhteessa niiden määrään suljettu niin merkittävästi, että se on mielestämme osaltaan vaikuttanut merkittävään volyymilaskuun.

Kamuxilla on myös niin sanottu prosessointikeskus Oulussa, joka palvelee autojen käsittelyssä ennen niiden siirtämistä myymälöihin myyntiä varten. Saksassa Kamux on ulkoistanut vastaavan tyyppisen autojen prosessointipalvelun. Myymälät toimivat pääosin vuokratiloissa eivätkä vaadi isoja investointeja. Kamuxin vuokrasopimukset ovat tyypillisesti enintään viiden vuoden pituisia, ja keskipituus on arviomme mukaan 2-3 vuotta. Kasvu vaatii kuitenkin pääomia, sillä uuden autoliikkeen avaamisen yhteydessä autovarastoon sitoutuu käyttöpääomaa noin 1-1,5 MEUR per uusi myymälä (riippuen siitä, kuinka laaja autovalikoima myymälään mahtuu). Keskimääräinen varasto myymälää kohden oli poikkeuksellisen korkea vuoden 2020 lopussa, mutta myymälöiden kasvava keskikoko on näkynyt keskimääräisen varaston trendinomaisena nousuna vuodesta 2018 alkaen.

Myyty auto / myymälä, kpl



Myymälöiden määrä kääntynyt laskuun



Lähde: Kamux

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Varastonkierto on tärkeä mittari

Kamux pyrkii hinnoittelemaan autonsa houkuttelevasti edistääkseen varastonkiertoa ja minimoidakseen autovaraston arvon alenemisen. Autojen hinnat laskevat tyypillisesti noin 1-2 % kuukaudessa, joten myyntiajan venyminen syö myynnin katetta. Tehokas varastonkierto on myös riskienhallinnan ja tietysti pääoman tuoton kannalta kriittinen asia vaihtautokaupassa. Varastonkierron nopeutta edesauttaa se, että Kamuxin koko autovarasto on kaikkien sen myyjien käytössä kaikissa Kamuxin liikkeissä.

Kamuxin varastonkierto näyttää hidastuneen trendinomaisesti vuosina 2016-25 ja on tuoreimpien lukujen osalta lähes historian heikoimmalla tasolla (55 päivää). Mielestämme yksi selittävä tekijä on, että yhtiön hankinta nojaa takavuosia enemmän autojen tuomiseen ulkomailta ja autojen liikuttamiseen, mikä logistiikan vuoksi hidastaa varaston kiertoa. Toinen selitys kehityksen taustalla on maakohtainen vaihdossa saatavien autojen määrä sekä niiden yleinen lasku. Kamuxilla on myös viime vuosina ollut useampaan kertaan varastossa autoja, jotka eivät olekaan vastanneet markkinakysyntää, mikä luonnollisesti hidastaa niiden myyntiä.

Käsityksemme mukaan Suomessa noin puolet asiakkaista myy Kamuxille vaihdossa oman autonsa, kun taas Ruotsissa taso on noin 30 % ja Saksassa vielä hieman matalampi. Ruotsissa suurin ostokanava on suoraan kuluttajilta ostaminen, Saksassa taas B2B-ostot eli kaupallisilta toimijoilta ostaminen. Muista kanavista kuin vaihtautona hankittujen autojen siirtely hidastaa varastonkiertoa, ja vaihdossa saadut autot mahdollistavat tyypillisesti myös paremman katteen. Saksassa on myös autojen prosessoinnin takia Suomea hitaampi varastonkierto. Ulkomailta laajentuminen hidastaa siis hieman

kiertoa.

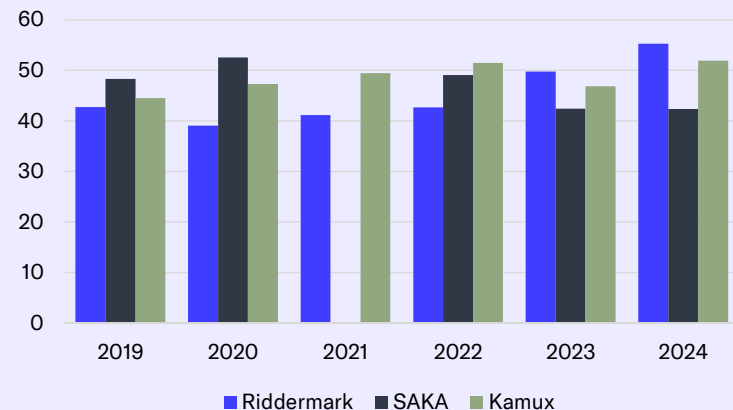
Kamux on panostanut oman toiminnanohjausjärjestelmän kehittämiseen ja tiedolla johtamiseen. Yhtiön mukaan järjestelmästä ei kuitenkaan edelleenkään saada täyttä hyötyä irti ja yleisestikin pidämme tätä normaalina kehitysprosessina.

Varastonkierto kilpailijoita hitaampi

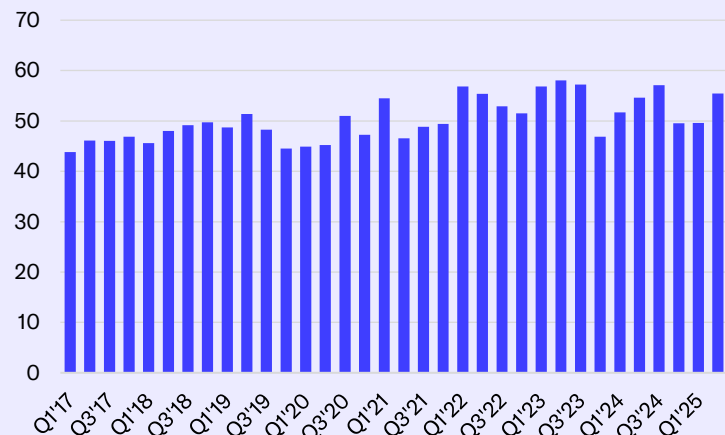
Kamuxin varastonkiertoa voi verrata sen kilpailijoista puhtaisiin käytettyjen autojen myyjiin eli suurimpina Suomessa Sakaan ja Ruotsissa Riddermarkiin. Saka pystyi vuosina 2023-24 42 päivän varastonkiertoon eli selvästi Kamuxia parempaan suoritukseen. Riddermarkin varastonkierto sen sijaan on hidastunut merkittävästi 2023-24 aiemmilta noin 40 päivän tasolta vuoden 2024 55 päivän tasoon. Käsityksemme mukaan Riddermark avasi vuonna 2024 uuden autojen prosessointikeskuksen, jonka käyttöönotto on voinut kasvattaa varaston määrää ja siten hidastaa varastonkiertoa. Saka ja Riddermark toimivat vain yhdessä maassa, jolloin niiden logistiikka on jossain määrin helpompaa (ja etäisyydet lyhyempiä) kuin kolmessa maassa ja niiden välillä autoja siirtelevälle Kamuxille. Saka ja Riddermark tosin hankkivat autoja useista Euroopan maista Kamuxin tapaan.

Näemme Kamuxilla olevan potentiaalia parantaa varastonkiertoaan. Tähän voi vaikuttaa esim. autovalikoiman kiinnostavuudella (ja siten lyhyemmällä myyntiajalla) sekä omien prosessien tehostamisella. Nykyisellä myymäläverkostolla varastoja on tuskin mahdollista merkittävästi pienentää, ja siten kierron parantaminen syntyisi nähdäksemme pikemminkin liikevaihdon kasvun kautta. Myös aiemmin mainittu myymälän keskikoon kasvattaminen voisi tukea varastonkierron nopeutumista.

Kamuxin ja pääkilpailijoiden varastonkierto



Varastonkierto, päivää



Lähde: Kamux, Sakan ja Riddermarkin tilinpäätökset

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Kiinteät kulut ovat matalat, mutta samoin marginaalit

Suurin osa Kamuxin kuluista voidaan luokitella muuttuviksi kuluiksi, mikä vähentää liikevaihdon muutosten vaikutusta suhteelliseen kannattavuuteen. Suhteellisen kannattavuuden lisäksi huomiota kannattaa kiinnittää autokohtaisiin lukuihin, sillä esim. autojen keskihinnan nousu ei välttämättä tarkoita korkeampaa tulosta Kamuxille. Tällöin absoluuttinen autokohtainen tulos pysyisi ennallaan, mutta keskihinnan nousu heikentäisi suhteellisia lukuja. Käytettyjen autojen hankintakulujen (jotka luonnollisesti ovat valtaosa kaikista kuluista) sekä autoihin liittyvien korjaus-, kunnostus- ja kuljetuskulujen jälkeen Kamuxin kulut muodostuvat pääasiassa henkilöstökuluista ja toimitiloihin liittyvistä kuluista. Tämän jälkeen merkittävimmät kuluerät ovat markkinointi ja IT-kulut. Kamuxin kustannusrakenteen kehityksessä näkyy ulkomaiden kasvaneen osuuden tuoma kulujen nousu (eli kannattavuuden heikentyminen).

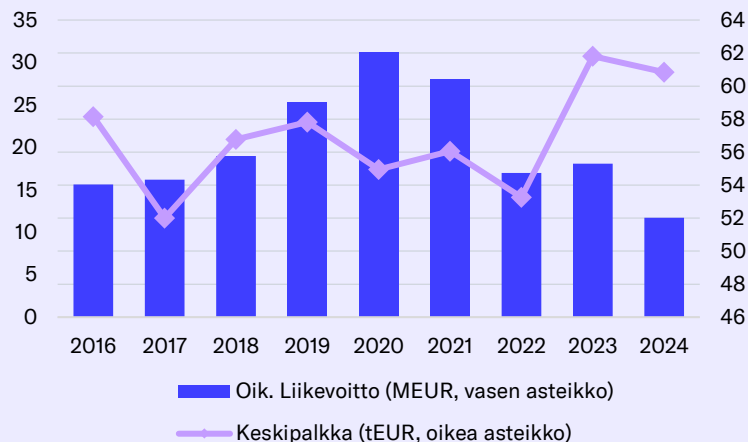
Kamuxin liikkeet toimivat paria poikkeusta lukuun ottamatta vuokratiloissa. Kamuxin kanssa kilpailevat merkkilliikkeet ovat tyypillisesti sitoutuneita autovalmistajien määrittämiin toimintamalleihin, jotka voivat vaatia esim. kalliimpia toimitiloja. Tämä voi antaa Kamuxille pientä etua kulurakenteen osalta merkkitoimijoihin nähden. Kamuxilla ei kuitenkaan tässä suhteessa etua muihin enemmän käytettyihin autoihin keskittyneisiin toimijoihin nähden. Toisaalta uusia autoja myyvät liikkeet saavat luontaisesti vaihtoautoja myytäväksi ihmisten vaihtaessa uuteen autoon.

Henkilöstöstä pääosa provisiopalkkaisia myyjiä

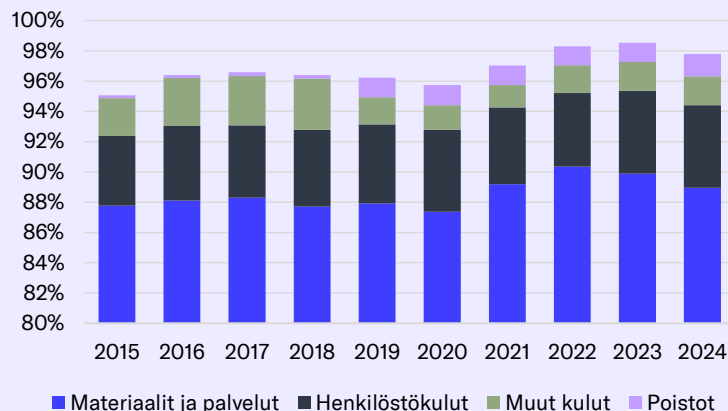
Kamuxin organisaatorakenne on kevyt. Henkilöstökulut ovat pysyneet 4,5-5,5 %:n haarukassa 2015-2024, toki yhdenkin %-yksikön muutoksella on jo oleellinen merkitys matalien katteiden liiketoiminnassa. Henkilöstömäärä oli keskimäärin reilut 900 vuoden 2024 aikana. Vakituista työntekijöistä suurin osa on myyntihenkilöstöä ja loput hallinto- ja henkilöstökulut ovat alhaiset, sillä muuttuva palkka muodostaa merkittävän osan henkilöstökuluista, etenkin myyjillä. Käsityksemme mukaan noin 30 % henkilöstökuluista on kiinteää ja 70 % muuttuvaa, joka maksetaan suhteessa myynti/hankintamääriin, katteeseen ja/tai muihin kannustinjärjestelmän mittareihin, joilla pyritään tukemaan yhtiön kannattavuutta.

Palkitsemismalli mahdollistaa henkilöstökulujen joustamisen alaspäin jaksoilla, joilla myynti jää heikoksi. Toisaalta henkilöstökulut liikkuvat myös ylöspäin tulospalkkioiden ansiosta, jos myyntiluvut ovat hyviä. Kovin selvää korrelaatiota myytyjen autojen määrän tai tuloksen suhteessa keskipalkkaan ei tosin ole historiassa havaittavissa (ks. kuvaaja). Tähän on viime vuosina vaikuttanut mm. volyymin kasvu (kaikista kaupoista maksetaan jonkinlainen provisio myyjälle), yleinen palkkainflaatio ja johdon vaihtuvuus. Palkkausmallin takia Kamuxin suhteellinen kannattavuus ei skaalaudu voimakkaasti ylöspäin liikevaihdon kasvaessa. Henkilöstökulujen lisäksi kiinteät kulut (suurimpana vuokrat) ovat olleet noin 3 % liikevaihdosta. Tämän osuuden pitäisi skaalautua jos myymäläkohtainen myynti laskee tai nousee, mutta vaikutus ei luonnollisesti ole %-yksiköissä suuri kulujen pienen osuuden takia.

Oik. liikevoitto ja keskipalkka



Kustannusrakenteen kehitys, % liikevaihdosta



Lähde: Kamux, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Integroitujen palvelujen myynti

Integroitujen palvelujen tarjoaminen osana autokauppaa on tärkeä osa Kamuxin liiketoimintamallia. Kamux tarjoaa seuraavia integroituja palveluja automyyntiin yhteydessä:

- Kolmansien osapuolten rahoitustuotteita
- Kolmansien osapuolten vakuutustuotteita
- Kamuxin omaa lisävastuusitoumustuotetta, Kamux Plussaa, joka kattaa tietyt kriteerit täyttävien autojen korjauskustannuksia

Integroitujen palvelujen myynnillä on merkittävä positiivinen vaikutus kannattavuuteen, sillä rahoituksen tai vakuutuksen myynnistä ei koidu suoria kuluja. Toisin sanoen näiden tuotteiden myyntikate on Kamuxille käytännössä 100 %. Välillisenä kuluna voidaan kuitenkin ottaa huomioon esim. myyjän integroitujen palvelujen myyntiin käyttämä aika. Integroitujen palvelujen tuottoa voidaan uskoaksemme myös hyödyntää pienentämään Kamuxin käytettyjen autojen myynnistä saatavan katteen vaatimusta, mikä mahdollistaa autojen kilpailukyysisemmän hinnoittelun. Pelkän autokaupankin tulee kuitenkin olla kannattavaa. On siis hyvä huomata, että palveluiden kasvu ei välttämättä näy suoraan parempana tuloksena. Kamux Plussan osalta yhtiölle aiheutuu myös jonkin verran kuluja palvelun menojen kattamisesta, mutta käsityksemme mukaan tämäkin tuote on katetasoltaan erittäin korkea.

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

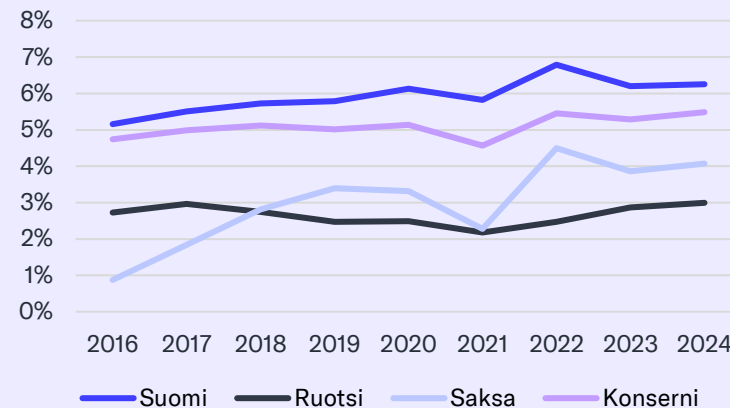
korkokatteeseen sidotun osan rahoitussopimuksista. Sopimusehdot vaihtelevat maittain. Suomessa Kamuxin palkkiot ovat ulkomaita paremmat.

Rahoitustuotteet ovat tärkein palvelu

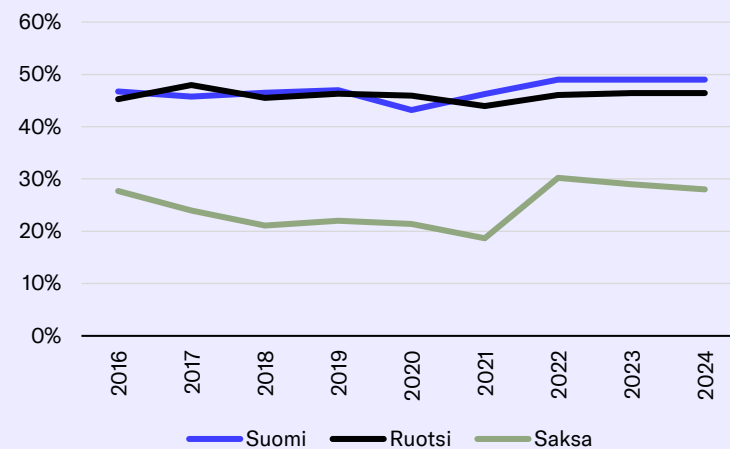
Kamux ei itse suoraan rahoita asiakkaidensa auton hankintaa, jolloin rahoituksen riski Kamuxille rajoittuu sen rahoitusyhtiöltä saamiin palkkioihin. Luottopäätöksen tekee aina rahoitusyhtiö, joka myös kantaa luottoriskin. Kamux on myymiensä rahoitustuotteiden osalta oikeutettu palkkioihin, jotka sisältävät kiinteitä nosto- ja laskutuspalkkioita sekä muuttuvia korko- ja vuosibonuspalkkioita. Lähtökohtaisesti Kamux siirtää muutokset yleisessä korkotasossa hintoihinsa, mutta 2022-23 voimakas korkojen nousu vaikutti negatiivisesti Kamuxin muuttuviin palkkioihin Suomessa, mikä näkyi 2023 luvuissa. Tilanne normalisoitui käsityksemme mukaan vuoden 2024 aikana. Rahoitustuotteiden tarjoajat kilpailutetaan vuosittain, ja niiden vaihtelut voivat vaikuttaa hieman myös palkkion muodostumiseen ja ajoittumiseen vuoden sisällä.

Kolmansien osapuolten rahoitustuotteet on integroiduista palveluista Kamuxille tärkein ryhmä tuloksentekomielessä. Kamux myy rahoitustuotteita noin puoleen Suomessa ja Ruotsissa myydyistä autoista sekä noin 30 %:iin Saksassa myydyistä autoista. Saksassa rahoituspalvelujen kasvuun pitäisi muihin maihin verrattuna olla potentiaalia, mutta emme usko 50 %:n tason olevan siellä realistinen. Kamuxin rahoituspalveluiden penetraatio on myös ollut Saksassa tasainen 2022-24, mikä ei herätä odotuksia noususta lähiaikoina. Toiminnan skaalan kasvu voisi mahdollistaa Kamuxille paremmat ehdot rahoitusyhtiöiltä (eli enemmän tuottoa), mutta volyymien ollessa laskusuunnassa tämäkin näyttää epätodennäköiseltä lähivuosina.

Integroidut palvelut, % liikevaihdosta



Rahoituspalveluiden penetraatio



Lähde: Kamux

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Kamux kirjaa pääsääntöisesti tulokseensa rahoitustuotteiden myyntipalkkioita juoksevasti kuukausittain, kun asiakkaat lyhentävät rahoitusyhtiölle auton kuukausimaksuja. Palkkiotuotot tulevat siten pääsääntöisesti hieman ”jälkijunassa” liikevaihdon kasvuun verrattuna. Jos Kamux tänään lopettaisi kolmansien osapuolten rahoitustuotteiden myynnin, yhtiölle tulisi vielä viimeisiä palkkiotuottojen häntiä 72 kuukauden päästä. Saksassa rahoitustuotteiden tulo kirjataan kerralla eli etupainotteisemmin, joskin sielläkin järjestelmä sisältää erikseen maksettavia vuosibonuksia. Rahoitustuotteiden tulon erilainen kirjaus kuitenkin vahvistaa Saksan kausiluonteisuutta, kun myös integroitujen palveluiden tulot kohdistuvat vilkkaammille autojen myyntikvartaaleille (yleensä Q2-Q3).

Vakuutustuotteet ovat pienemmässä roolissa

Kamux tarjoaa myymiinsä autoihin Suomessa ja Ruotsissa kolmannen osapuolen liikenne- ja kaskovakuutusta. Kaskovakuutus on tarjolla Kamuxin asiakkaille vain liikennevakuutuksen yhteydessä. Yhtiö toimii vakuutusasiamiehenä, ei vakuutuksenantajana, joka on siis vakuutusyhtiö. Kamux on oikeutettu kiinteään palkkioon per myyty vakuutustuote ja myytyjen vakuutusten määrään perustuvaan vuosipalkkioon. Kamux ei myy Saksassa autovakuutuksia emmekä näe siinä merkittävää potentiaalia jatkossakaan. Ruotsissa auton mukana tulee lähes aina vakuutus, jonka asiakas voi myöhemmin päättää ottaa tai perua. Tämä selittää Ruotsin korkeaa penetraatiota vakuutustuotteissa, mutta Kamuxille tuotto näistä jää käsityksemme mukaan pieneksi.

Kamux ei erittele, miten palkkiot jakautuvat rahoitus- ja vakuutustuotteiden kesken, mutta rahoitus on yhtiölle selkeästi tärkeämpi komponentti.

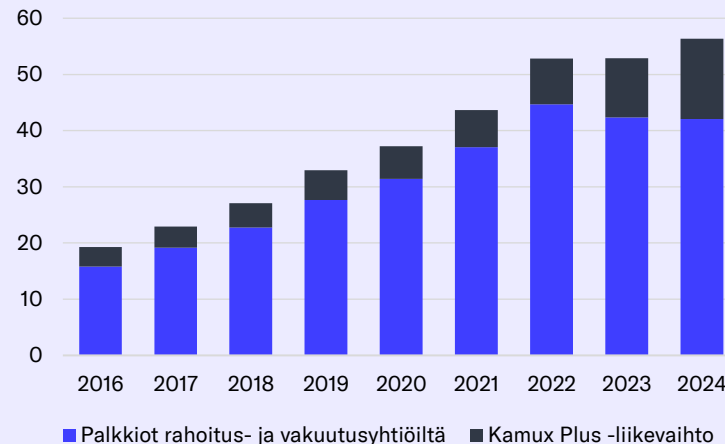
Kamux Plus lisävastuusitoumus korjausten varalle

Kamux tarjoaa Suomessa ja Ruotsissa autojen myynnin yhteydessä myyjän lakisääteistä virhevastuuta täydentävää lisävastuusitoumusta, Kamux Plussaa. Yksityishenkilöille on tarjolla kolmentasoisia Kamux Plus -sopimuksia, ja lisäksi sähköautoille on oma Kamux Plus -sopimus. Myös yrityksille on omat Kamux Plus -sopimukset. Kamux Plussan tarkoitus on antaa auton ostajalle turvaa korjauskustannusten varalle. Kamux korjaa ennalta sopimuksessa määritetyt viat, jotka havaitaan 12-24 kk kuluessa auton ostamisesta tai tiettyyn ajokilometriin mennessä. Kussakin sopimustyyppissä on erikseen määriteltä, mitä vikoja se kattaa. Saksassa yhtiö myy kolmannen osapuolen tarjoamaa vastaavaa palvelua, jonka myynnistä se saa palkkion.

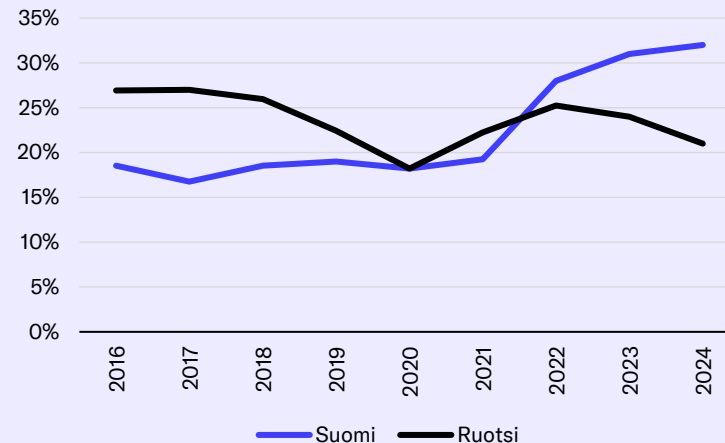
Kamux Plus -palvelun penetraatio oli Suomessa vuonna 2024 reilut 30 %, kun se oli vielä 2021 vajaat 20 %. Ruotsissa taso on ollut laskusuunnassa ja oli 21 % vuonna 2024, joskin vuoden 2025 alkupuolella luku on noussut. Yhtiö on selittänyt laskua myyjien vaihtuvuudella, jolloin lisäpalvelujen myyntiin ei ole osattu panostaa riittävästi. Liikevaihto keskimääräisestä Kamux Plus sopimuksesta on niin ikään kasvanut selvästi viime vuosina ja on noin kaksinkertainen vuoden 2021 tasoon nähden. Nämä tekijät ovat tukeneet Kamux Plus -palvelusta saadun liikevaihdon reipasta kasvua vuoden 2024 yli 14 MEUR:oon.

Suomessa Kilpailu- ja kuluttajavirasto kiinnitti vuonna 2025 huomiota lisävastuusitoumuksiin ja niiden suhteeseen lakisääteisen kuluttajasuojan korvausvelvoitteisiin. Näemme mahdollisena, että KKV vaatii autokaupoilta tarkennuksia ja/tai muutoksia lisävastuusitoumusten ehtoihin ja myyntiin. Kamux ei odota tästä merkittävää vaikutusta, mutta näemme sen silti negatiivisena riskinä.

Integroitujen palveluiden liikevaihto



Kamux-plus penetraatio



Lähde: Kamux

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Perustaja Kalliokoski yhä suurin omistaja

Kamuxin suurin omistaja on edelleen yhtiön perustaja ja lokakuussa toimitusjohtajaksi palannut Juha Kalliokoski. Hänellä on reilun 15 %:n omistus Kamuxista (Callardo Capital ja henkilökohtainen omistus yhteensä). Yhtiön toiseksi suurin omistaja on huhtikuussa 2025 yli 10 %:n omistuksen liputtanut Saray Value Fund. Saray on myös Kamuxin brittiläisen verrokin Motorpointin pääomistaja, mutta käsityksemme mukaan kuitenkin finanssisijoittaja. Muut suurimmat omistajat ovat lähinnä suomalaisia instituutiosijoittajia sekä joitakin henkilöomistajia. Hallintarekisterissä omistajia Kamuxilla on noin 19 %, joista yli puolet on Sarayn omistus, muiden ulkomaalaisten osuuden jäädessä pieneksi.

Yhtiön hallitus koostuu kuudesta jäsenestä, ja sitä johtaa Keskolla pitkän uran tehnyt Terho Kalliokoski. Yhtiöön tuli 2024 ensimmäinen ulkomaalaisjäsen, saksalainen Maren Kroll. Sarayn edustaja Aaron Heidari liittyi hallitukseen keväällä 2025. Ottaen huomioon yhtiön kansainvälisen liiketoiminnan laajuuden ja tavoitteen olla Euroopan johtava toimija, näemme kasvaneen ulkomaalaisten määrän hallituksessa hyvänä yhtiölle. Hallituksen puheenjohtaja Kalliokoskella on yli 100 tuhatta osaketta ja yhdellä hallituksen jäsenellä yli 50 tuhatta osaketta, jotka ovat mielestämme merkittäviä määriä. Neljällä muulla omistukset ovat vaatimattomampia, 5-10 tuhannen osakkeen suuruusluokassa.

Johdossa on ollut suuri vaihtuvuus viime vuosina, Kalliokoski palasi johtoon

Yhtiön perustaja Juha Kalliokoski palasi toimitusjohtajaksi

lokakuussa 2025 jätettyään paikan 20 vuoden uran jälkeen kesällä 2023. Kalliokoski palasi jo alkuvuonna 2025 operatiiviseksi johtajaksi. Toimitusjohtajaksi noustuaan hän jätti paikkansa hallituksessa. Kalliokosken kausien välissä Kamuxia johti Tapio Pajuharju. Kalliokoski tuntee luonnollisesti yhtiön erittäin hyvin ja pystyi siirtymään tehtävään saman tien Pajuharjun pestin päätyttyä. Toisaalta Kalliokoski on pitkälti itse rakentanut nykymuotoisen Kamuxin, mikä saattaa vaikeuttaa isompien muutosten tekemistä, joita yhtiössä olisi mahdollisesti tarpeen tehdä.

Kamuxin CFO on tämän vuoden elokuussa aloittanut Enel Sintonen, jolla on taustaa Elteliltä ja PwC:ltä. Johtoryhmässä on ollut runsaasti vaihtuvuutta, sillä sen yhdeksästä jäsenestä vain yksi oli johtoryhmässä kesällä 2023 Pajuharjun aloittaessa toimitusjohtajana. Nykyisestä johtoryhmästä Ruotsin vetäjä Johan Kempas on lähdössä yhtiöstä ensi vuoden alkupuolella. Ruotsin johtopaikka onkin ollut erityisen tuulinen viime vuosina.

Toimitusjohtaja Kalliokoskella on huomattava omistus yhtiöstä, kuten edellä todettu. Kamuxilla useamman vuoden ollut Jarkko Lehtismäki omistaa vajaat 20 tuhatta osaketta ja kolmella tuoreemmalla johtoryhmän jäsenellä on 5-15 tuhatta osaketta. Kolmella johtoryhmän jäsenellä ei ole yhtään osaketta. Vaikka he ovat pääosin uusia yhtiössä, pitäisimme jonkinlaista omistusta toivottavana.

Johtoryhmällä on suoriteperusteinen lisäosakejärjestelmä vuosille 2025-29, joka ohjaa avainhenkilöitä sijoittamaan Kamuxin osakkeeseen. Sen mittarit on sidottu osakekohtaiseen tulokseen, osakkeen kokonaistuottoon ja ESG-mittariin.

Suurimmat omistajat	30.11.25
Callardo Capital	10,4 %
Juha Kalliokoski	5,3 %
Danske Invest Suomi	4,0 %
eQ Pohjoismaat Pienyhtiö	3,5 %
Jyri Kalliola	3,4 %
Jussi Mäkinen	3,4 %
Aktia Capital	2,9 %
Ilmarinen	1,8 %
Elo	1,7 %
eQ Eurooppa Pienyhtiö	1,3 %
Lähde: Inderes	

Sijoitusprofiili 1/2

1

Kasvupotentiaalia hajanaisessa käytettyjen autojen markkinassa

2

Suomessa historiallisesti vahva pääoman tuotto

3

Ulkomailla on tehty viime vuodet tappiota, eikä suuntaa ole saatu käännettyä

4

Kilpailu on kiristynyt Suomessa viime vuosikymmeneen verrattuna

5

Lisäpalveluiden laajentuminen voi tukea kannattavuutta

Potentiaali

- Saksan ja Ruotsin kannattavuusparannus
- Tehokuuden parantaminen läpi konsernin
- Varastonkierron nopeutuminen, joka parantaisi kassavirtaa ja pääoman tuottoja
- Integroitujen palveluiden myynnin / kannattavuuden parantaminen, myös uusien palveluiden kautta

Riskit

- Ruotsin ja Saksan jääminen tappiolle / heikolle kannattavuudelle
- Alalle tulon kynnys on matala ja Kamuxin malli kopioitavissa
- Puhtaasti / vahvemmin digitaalisten toimijoiden ja palveluiden tulo alalle voi muuttaa kilpailukenttää / toimintatapoja
- Varastonkierron hidastuminen ja varaston arvonalentumisriski
- Autoverotuksen mahdolliset muutokset

Sijoitusprofiili 2/2

Suomen toimintojen suoriutuminen on hiipunut

Kamux on historiallisesti pystynyt kasvattamaan markkinaosuuttaan Suomessa vuosien ajan ja tekemään hyvää kannattavuutta ja pääoman tuottoa. Vuonna 2024 kehitys kuitenkin kääntyi kannattavuuden laskiessa, ja etenkin loppuvuodesta 2024 myös markkinaosuus painui selkeään laskuun. Tämä viittaa siihen, että kilpailijat ovat pystyneet kuroma umpeen etumatkan, joka Kamuxilla on takavuosina ollut, ja osittain ajamaan myös Kamuxin ohi. Emme siten usko Kamuxin Suomen toimintojen tarjoavan pidemmällä aikavälillä enää merkittävää arvonluontia, vaan pääoman tuotto tulee todennäköisemmin olemaan lähellä tuottovaatimusta.

Ulkomaiden tappiot saatava loppumaan

Käänteisesti katsoen ulkomaiden tulostaso on mielestämme nykytilanteessa keskeinen heikkous, ja sen pitää parantua jatkossa. Vaikka Kamux on onnistunut myyntimielessä laajentumaan hyvin Suomen ulkopuolelle, on liiketoimintamallin ansaintakyky siellä vielä todistamatta, vaikka ulkomailla on toimittu jo pitkään. Kamux on tehnyt historiansa aikana Saksassa lähes jatkuvasti tappiota (liikevoittotasolla) ja Ruotsissa viime vuosina varsin selviä tappioita, mikä on painanut myös kumulatiivisen liikevoiton tappiolle Ruotsissa koko historian ajalta. Ulkomaiden toimintojen tappioiden lopettaminen on yksi tärkeimmistä keinoista parantaa koko yhtiön kannattavuutta ja sijoitusprofiilia. Keinoja siihen näyttää kuitenkin olevan rajallisesti, sillä viime vuosina ulkomailla volyymit ovat laskeneet, eikä kannattavuutta ole saatu oikaistua.

Luonnollisesti jossain vaiheessa vaihtoehtona on

jommastakummasta tai molemmista maista (Ruotsi & Saksa) luopuminen, mikäli tulostakäänteessä ei onnistuta. Kalliokosken palattua yhtiön johtoon sen fokus näyttää kuitenkin olevan vahvasti ulkomaiden suorituksen kääntämisessä, eikä niistä luopumisesta. Mielestämme pelkkä positiivinen liiketulos ei ole riittävä taso, sillä autovarastot syövät pääomaa ja tuloksen tulisi olla riittävästi plussalla, jotta pääoman tuotto ylittäisi tuottovaatimuksen tasolle. Nykyiseen kurssitasoon peilattuna uskomme Ruotsin tai Saksan liiketoimintojen myymisen olevan positiivinen riski.

Uusilla palveluilla mahdollisuus tukea kannattavuutta

Kamuxilla on mielestämme mahdollisuus tuoda uusia palveluita valikoimaansa, vaikka käytetyt autot pysyisivätkin sen ydintuotteena. Näitä voisivat olla esim. renkaat & vanteet (joita on jo osin tuotukin), huoltotoiminta ja katsastus. Näitä Kamux voisi myydä joko itse tai alihankkijan avulla. Käsittääksemme myös yritysosaston kautta uusiin palveluihin laajentuminen voisi olla mahdollista. Tätä tosin rajoittaa mielestämme jossain määrin nykyinen heikohko tasetilanne nettovelka/käyttökate -mittarilla.

Kamux on puhunut uusien palveluiden tuomisesta jo pari vuotta, mutta kovin merkittävästi ne eivät ole näkyneet yhtiön toiminnassa tai etenäkään luvuissa tähän asti. Tämä kertoo, ettei täältäkään ole saatavissa helppoa tai nopeaa parannusta tulostasoon. Yhtiöllä on edelleen paljon tekemistä perustoimintansa parantamisessa, mikä on osaltaan selittänyt uusien palvelujen etenemisen hitautta.

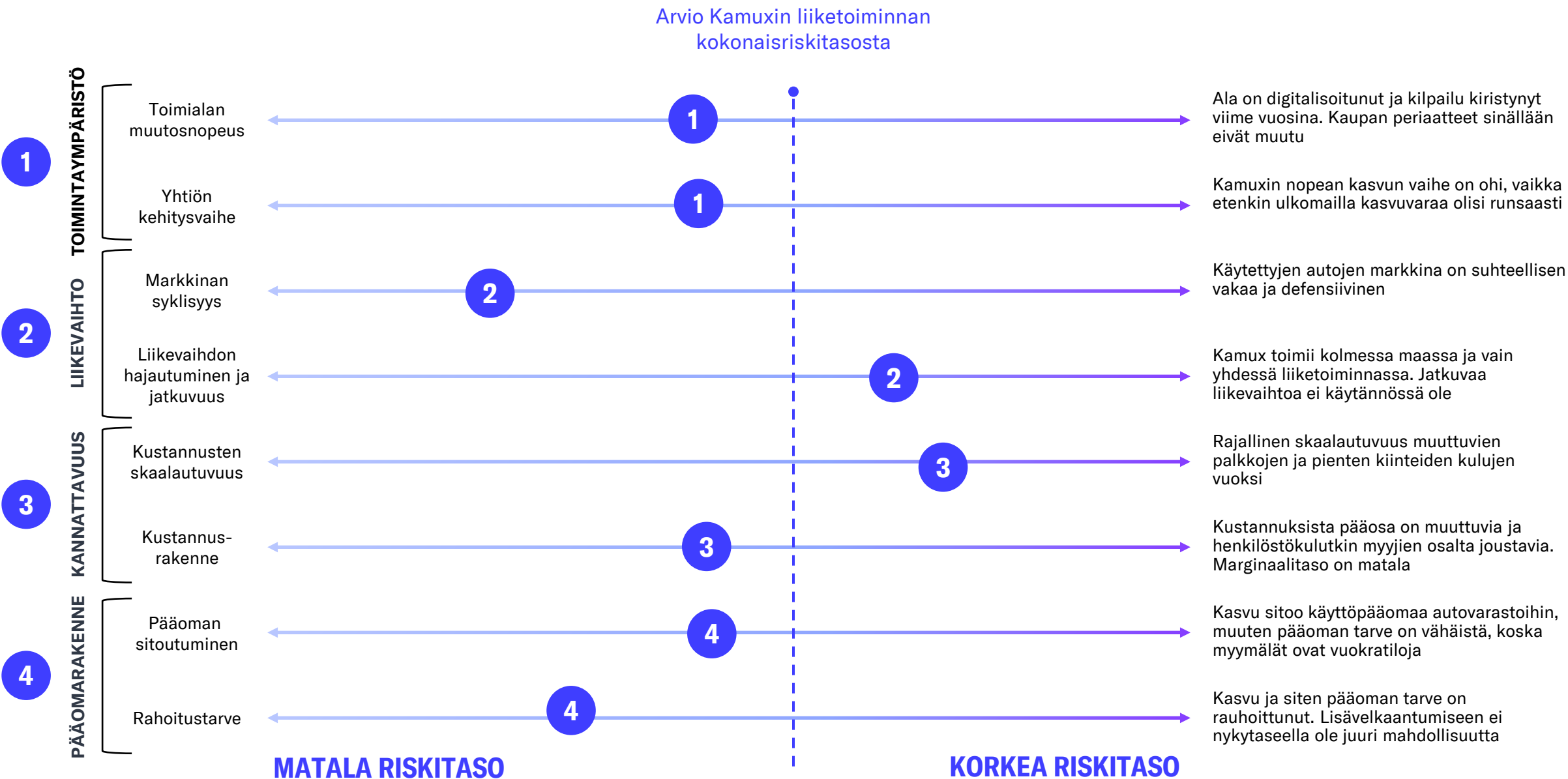
Pääkilpailijat Suomessa ja Ruotsissa pärjänneet paremmin

Kamuxin suorat kilpailijat eli käytettyjen autojen myyntiin keskittyneet Saka Suomessa ja Riddermark Ruotsissa ovat pystyneet viime vuosina kasvamaan ja tekemään tulosta Kamuxia paremmin. Uskomme tämän näyttävän, että alalle on kohtuullisen helppo tulla ja että uudemmalla ja tehokkaalla konseptilla pystyy varsin hyvin tuloksiin. Saka ja Riddermark toimivat isommilla myymälöillä ja vain yhdellä markkinalla, mikä tuonee tehokkuutta kiinteisiin kuluihin, jotka ovat suhteessa liikevaihtoon Kamuxia alemmat. Uskomme näiden toimijoiden olevan myös selkeämmin konseptoituja ja johdonmukaisesti ohjattuja, kun Kamuxilla on perinteisesti myymälätasolla ollut enemmän valtaa, mikä on johtanut vaihtelevaan toimintaan ja laatuun. Etenkin Riddermarkilla ostotoiminta on käsityksemme mukaan erittäin aktiivista ja tehokasta, ja myös lisäpalveluiden myynti on onnistunut Kamuxia paremmin. Myös erot myytyjen autojen iässä/laadussa voivat tukea kilpailijoita Kamuxin ollessa perinteisesti keskittynyt suhteellisen edullisiin autoihin, joissa kate voi jäädä pienemmäksi.

Kuluttajakysynnän ja autojen hintatason muutokset pysyviä riskejä

Keskeinen riski yhtiön kannalta on luonnollisesti ulkomaiden heikon kannattavuuden jatkuminen tai jopa heikentyminen. Tämä rasittaisi myös pääoman tuottoa ja yhtiö mahdollisesti sitoisi vielä lisää pääomaa heikosti tuottavaan toimintaan. Pysyviä riskejä ovat verotuksen muutokset tai muut äkilliset muutokset autojen hintatasossa, jotka aiheuttavat Kamuxin varaston arvonalentumista. Samoin kuluttajakysynnän vaihtelu on luonnollisesti säännöllinen riski.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailijakenttä 1/5

Markkina on hajanainen

Käytettyjen autojen markkinat ovat kaikissa Kamuxin toimintamaissa hajanaiset ja toimijat vaihtelevat suurista valtakunnallisista merkkiautoliikkeistä yksityishenkilöihin. Käytettyjen autojen myyntikanavat voidaan jakaa seuraaviin kategorioihin:

- 1. Uusia autoja myyvät merkkiautoliikkeet** keskittyvät pääosin uusien autojen sekä huolto- ja varaosapalvelujen myyntiin, eikä käytettyjen autojen myynti ole niiden ydinliiketoimintaa. Liikkeet saavat käytetyt autot suurimmaksi osaksi vaihdossa uuden auton kaupassa, joten niiden valikoima voi olla rajallinen. Useat merkkiautoliikkeet ovat tosin panostaneet enemmän käytettyihin viime vuosina uusien autojen myynnin ollessa heikkoa.
- 2. Isommat käytettyihin autoihin keskittyvät ketjut** kuten Saka ja Kamux Suomessa ja Riddermark Ruotsissa. Näiden fokus on käytetyissä autoissa, valikoimat ovat laajat ja toiminta on hyvin toisiinsa vertautuvaa. Tällä ryhmällä on lähtökohtaisesti skaalaetu verrattuna muihin
- 3. Pienemmät käytettyjen autojen liikkeet** ovat usein paikallisia toimijoita, joilla on yksi tai muutama toimipiste. Autovalikoimat ovat yleensä rajallisia eivätkä ne hyödy suuren volyymin tuomista skaalaeduista
- 4. Kuluttajien välinen autokauppa** sisältää monia piirteitä, jotka kuluttaja voi kokea rajoittaviksi autoliikkeisiin verrattuna. Kaupan yhteydessä on harvoin mahdollista antaa oma auto vaihdossa, eikä kuluttajansuojalaki ulotu näihin kauppoihin

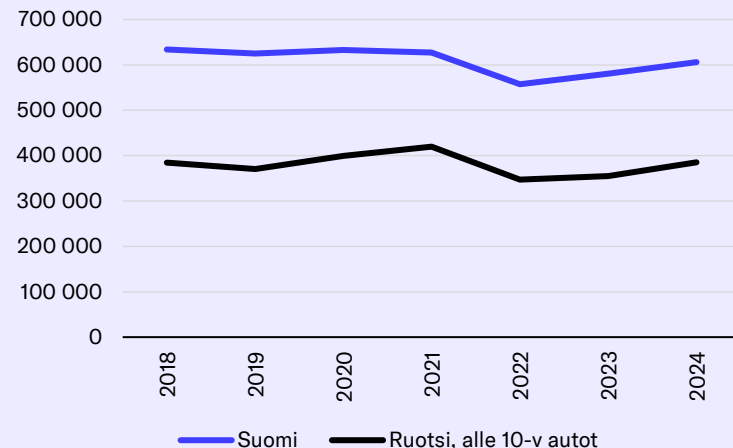
- 5. Autohuutokaupat** toimivat sekä digitaalisissa kanavissa että perinteisinä fyysisinä huutokauppoina. Huutokaupoissa voi olla myynnissä sekä huutokaupan järjestäjän omia kohteita että yritysten tai yksityishenkilöiden myyntiin asettamia autoja

Käytettyjen autojen kauppa on suhteellisen defensiivistä, ja alan kysyntä on huomattavasti vakaampaa kuin esimerkiksi uusien autojen kaupassa. Markkina kasvaa pitkällä aikavälillä maltillisesti, jos lainkaan, minkä takia yksittäisten toimijoiden mahdollinen voimakkaampi kasvu tulee pääasiassa markkinaosuuksien voittamisesta. Näemme edelleen alalla painetta konsolidoitua ja suurilla toimijoilla edellytykset kasvaa pienempien toimijoiden kustannuksella. Kuluttajien välisen kaupan on odotettu vähenevän trendinomaisesti, mutta 2024-25 se on hieman kasvattanut osuutta kokonaismarkkinasta. Tämä johtuu lähinnä kaupan suuntautumisesta halpoihin autoihin, joita autoliikkeillä on vähemmän valikoimissaan.

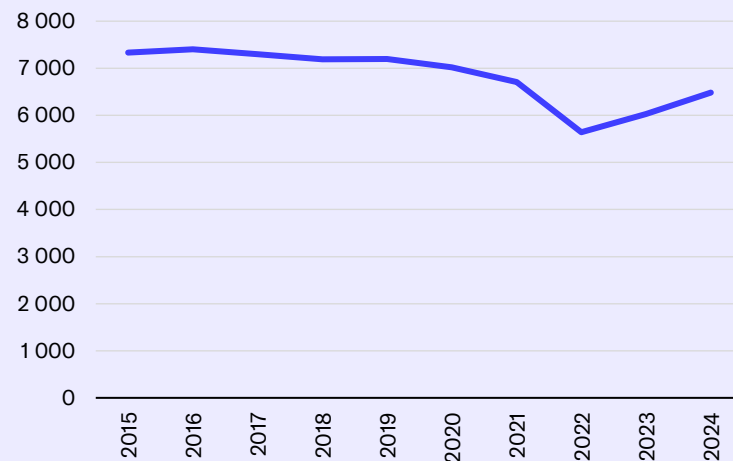
Kamuxin kohdemarkkinat

Kamux toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa ja Saksassa. Näiden kolmen maan yhteenlaskettu käytettyjen autojen markkinakoko on yhtiön mukaan yli 100 mrd. euroa (~8,4 miljoonaa käytettyä autoa vuonna 2024). Markkina on siis valtava, joskin suuri osa kokonaismarkkinasta on Saksassa, jossa Kamuxin markkinaosuus on marginaalinen. Kamuxin visio on tulla johtavaksi käytettyjen autojen kauppaan erikoistuneeksi vähittäiskaupan ketjuksi Euroopassa.

Käytettyjen autojen markkina, kpl



Saksan käytettyjen autojen markkina, t kpl



Lähde: Autoalan tiedotuskeskus, Vroom, KBA

Toimiala ja kilpailijakenttä 2/5

Käytettyjen autojen markkina Suomessa

Autoalan keskusliiton mukaan Suomessa tehdään vuosittain 550 000-650 000 käytetyn auton kauppaa. Näistä arviolta 40 % on kuluttajien välistä kauppaa ja siten reilu puolet autoliikkeissä tehtyä. Markkina tippui 2022 merkittävästi, lähelle 550 tuhannen, mutta on viimeisen 12 kuukauden osalta jo selvästi yli 600 tuhannen, mikä on historiaan nähden normaali taso. Markkinaan vaikuttavat välillisesti uusien autojen myynti, sillä se vaikuttaa käytettyjen autojen saatavuuteen, sekä yleinen kuluttajakysyntä ja -luottamus, jota ajaa kuluttajien ostovoima. Myös korkotaso ja sen muutokset vaikuttavat. Toisaalta vähän käytetty auto voi olla uuden auton vaihtoehto.

Suomen käytettyjen autojen markkina on Kamuxin mukaan maailman keskittynein. Viidellä suurimmalla toimijalla on yhtiön mukaan yhteensä noin 25 %:n markkinaosuus (eli liikkeissä tehdystä kaupasta lähes puolet). Tästä Kamuxilla on noin 8 % (myydyistä autoista) ja Sakalla suunnilleen yhtä paljon, seuraavien toimijoiden tullessa noin 5 %:n osuuksilla. Näemme markkinaosuuksien keskittyvän edelleen keskipitkällä aikavälillä, kun pienemmät toimijat ja kuluttajien välinen kauppa hiljalleen pienenevät. On tosin syytä huomata, että liikkeissä myydään tyypillisesti uudempia käytettyjä autoja ja vanhemmilla autoilla tyypillinen myyntitapa on kuluttajien välinen kauppa, joten läheskään kaikki kauppa tuskin koskaan siirtyy liikkeille.

Suomen markkinoilla autokaupan suurimpia toimijoita ovat mm. Veho, Hedin Automotive, Kamux, K-Auto (Kesko), Saka, Wetteri ja Rinta-Joupin Autoliike. Kamux on keskittynyt käytettyihin autoihin, kun monet kilpailijat myyvät myös uusia autoja sekä huolto- ja varaosapalveluita, joten tarkkoja lukuja käytettyjen autojen osalta ei ole tyypillisesti saatavilla. Samat nimet ovat kuitenkin myös käytettyjen

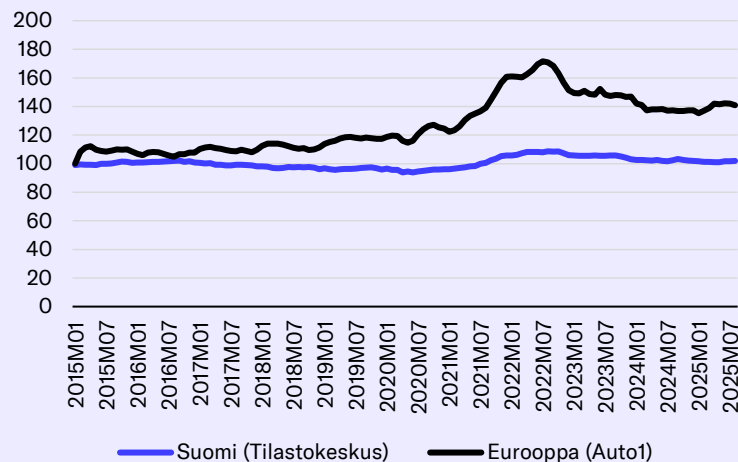
autojen myynnissä suurimpia toimijoita. Keskon K-Auton käytettyjen autojen myynti oli yhtiön mukaan vuonna 2024 noin 32 % koko Keskon autokaupan liikevaihdosta eli noin 330 MEUR. Vuonna 2022 luku oli 230 MEUR eli kahdessa vuodessa K-Auton käytettyjen autojen liiketoiminta on kasvanut yli 40 %, kun kappalemääräinen markkinakasvu on ollut alle 10 %. Kesko on siis selvästi voittanut markkinaosuutta viime vuodet.

Pääkilpailija Saka suoriutuu Kamuxia paremmin

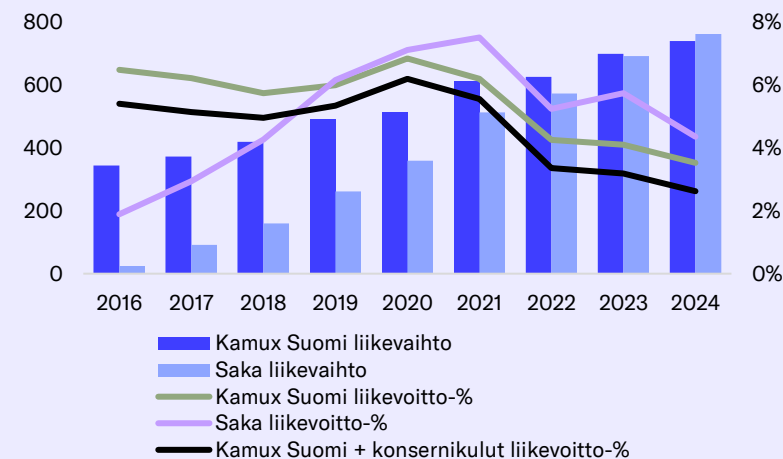
Kamuxin mallia eniten muistuttava kilpailija käytettyjen autojen kaupassa on 2015 perustettu Suomen Autokauppa (Saka), joka on Kamuxin ohella isommista ketjuista ainoa puhtaasti käytettyihin autoihin keskittyvä toimija. Sen liikevaihto ohitti vuonna 2024 Kamuxin (Suomi), joskin myytyjen autojen määrässä Kamux oli yhä suurin. Sakalla on Suomessa noin 30 autoliikettä eli selvästi Kamuxia vähemmän, mutta lukujen perusteella isommat myymälät ovat kulujen mielessä tehokkaampia.

Saka on vuosina 2021-24 pystynyt Kamuxia parempaan kannattavuuteen (ks. kuva), vaikka senkin marginaali on laskenut huippuvuosista. Sakan parempaa marginaalia tukevat sekä korkeampi bruttokate että matalammat henkilöstökulut. Käsityksemme mukaan Saka myy keskihinnaltaan korkeampia autoja kuin Kamux ja on ollut Kamuxia vahvempi etenkin pääkaupunkiseudulla. Koska Sakan luvut ovat konsernilukuja, Kamuxiin verrattaessa tulee huomioida myös konsernikulut, jotka Kamux raportoi erikseen. Oheisessa kuvaajassa on Kamuxin osalta esitetty sekä Suomen toimintojen raportoitu liikevoittomarginaali että liikevaihdon suhteessa konsernikulut huomioiva Suomen liikevoittomarginaali. Pidämme jälkimmäistä parempana vertailukohtana Sakan lukuihin.

Käytettyjen autojen hintakehitys, indeksi



Kamux Suomi vs. Saka



Lähde: Saka

Toimiala ja kilpailijakenttä Suomessa 3/5

	2024 liikevaihto (~MEUR)	2024 liikevoitto-%	Uusien autojen myynti	Käytettyjen autojen myynti	Raskaan kaluston myynti	Huoltopalvelut ja varaosamyynti
KAMUX 	740	3,5 %		✓		
VEHO	826	2,3 %	✓	✓	✓	✓
K Auto	1209	5,7 %	✓	✓		✓
Saka	761	4,4 %		✓		
HEDIN AUTOMOTIVE	900	-2,0 %	✓	✓		✓
Rinta-Joupin Autoliike	530	2,1 %	✓	✓		✓
KÄYTTÖAUTO	360	-0,3 %	✓	✓	✓	✓
J. RINTA-JOUPPI oy	411	3,3 %	✓	✓		✓
WETTERI OHITTAMATON.	515	1,0 %	✓	✓	✓	✓
AUTOKESKUS	387	-0,3%	✓	✓		✓
LänsiAuto	122	-1,1%	✓	✓		✓
 BILIA	267	2,9 %	✓	✓		✓

Huom: Sisältää Kamuxin osalta vain Suomen liiketoimintojen luvut, Kamux, Kesko ja Wetteri oikaistu liikevoitto. Osalla yhtiöistä on myös autojen maahantuontia (esim. Kesko ja Veho)

Lähde: Asiakastieto, Wetteri, Kamux, Kesko, Saka, Hedin Mobility Group

Toimiala ja kilpailijakenttä 4/5

Käytettyjen autojen markkina Ruotsissa

Ruotsissa tilastoidaan alle 10-vuotiaiden käytettyjen autojen kauppaa, joka on mielestämme Kamuxin kannalta relevantimpi otos kuin koko käytettyjen autojen markkina. Näiden kauppajien vuosittainen määrä on 2018-2024 vaihdellut 350 000 - 420 000 välillä. Viimeisen 12 kuukauden ajalta kauppajien määrä on reilut 380 tuhatta eli markkina on melko keskimääräisellä tasolla viime vuosiin nähden. Käytettyjen autojen kokonaismarkkina Ruotsissa oli Kamuxin mukaan vuonna 2024 1,25 miljoonaa autoa. Maan suurin käytettyjen autojen myyntikanava autojen lukumäärällä mitattuna (kaikki autot mukaan lukien) on yksityishenkilöiden välinen suora myynti. Ruotsissa kuluttajien välinen suora kauppa on ollut yleisempää kuin Suomessa.

Kamuxin markkinaosuus Ruotsin käytettyjen autojen markkinasta on laskenut sen liiketoiminnan pienentyessä. Yhtiö arvioi itse markkinaosuudekseen 0,7 % (koko markkinasta) ja sijoitukseksi kahdeksanneksi suurimmaksi. Suurimmat toimijat Ruotsissa ovat käsityksemme mukaan Din Bil, Bilia, Hedin Automotive ja puhtaasti vaihtoautoihin keskittyvät KVD Kvarndammen sekä Riddermark. Markkinalla toimii myös Auto1:n käytettyjen autojen verkkokauppa Autohero. Riddermark on Ruotsin suurin käytettyihin autoihin keskittynyt ketju ja teki liikevaihtoa vuonna 2024 yli 900 MEUR. Yhtiö on kasvanut lähes nollasta 15 vuodessa ja pystynyt noin 3,5 %:n keskimääräiseen liikevoittomarginaaliin eli samoihin aikoihin Ruotsissa aloittanutta Kamuxia huomattavasti parempaan sekä kasvun että kannattavuuden suhteen. Vuonna 2024 Riddermarkin kasvu kuitenkin hidastui selvästi ja liikevoittomarginaali yli puolittui 2,4 %:iin. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin mukaan yhteensä noin 10

% markkinasta.

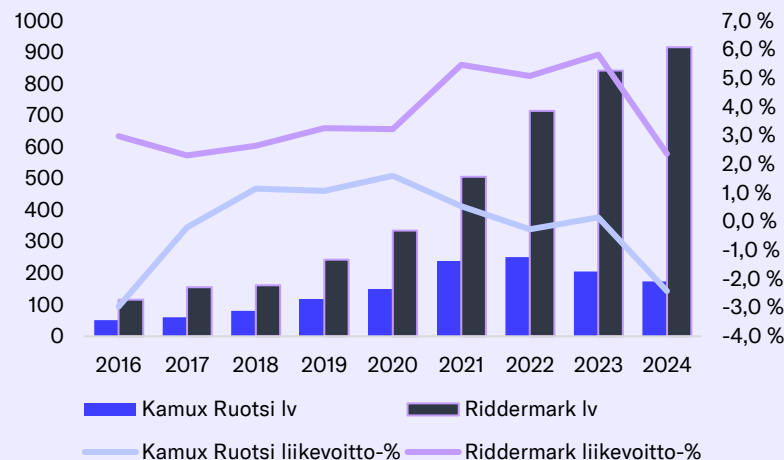
Käytettyjen autojen markkina Saksassa

Saksan käytettyjen autojen markkina on ollut vuosina 2015-24 keskimäärin 6,8 miljoonaa autoa vaihdellen 5,6-7,4m välillä. Vuonna 2024 markkinan koko oli 6,5m autoa. Kamuxilla on Saksassa vain marginaalinen markkinaosuus käytettyjen autojen myynnistä koko maan tasolla. Kamuxin myymälät ovat lähinnä suur-Hampurin alueella, joskin myymälöitä on hiljalleen avattu myös muille alueille (kuten Niedersachseniin ja Nordrhein-Westfaleniin).

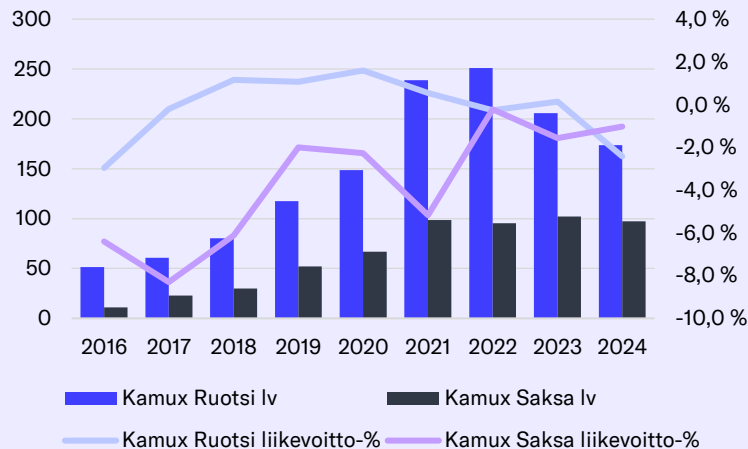
Kamuxin näkemyksen mukaan autonostajat ovat Saksassa hyvin merkki- ja laatutietoisia ja vaativia asiakaspalvelun suhteen. Saksassa käytettyjen autojen markkinoilla on tyypillistä merkkiautoliikkeiden ja autovalmistajien keskeinen rooli sekä markkinoiden suuri hajanaisuus, jonka lisäksi Saksassa toimii myös alueellisia tai paikallisia käytettyjen autojen kauppiaan keskittyviä toimijoita.

Suurimmat käytettyjen autojen myyjät Saksassa ovat käsityksemme mukaan AVAG Holding, Gottfried Schultz ja Feser-Graf Gruppe, jotka kaikki myyvät myös uusia autoja. Maassa on myös yksinomaan käytettyihin autoihin keskittynyt Autoland, jolla on vajaan 30 myymälän verkosto, sekä verkossa toimiva Auto1:n omistama Autohero. Autolandin myymälät ovat painottuneet Saksan itäosiin eli ne eivät kilpaile suoraan Kamuxin kanssa tällä hetkellä. Saksan markkina on Kamuxin muihin toimintamaihin verrattuna teknologiselta kehitykseltään jäljessä ja kilpailutilanteeltaan hajanaisin. Viidellä suurimmalla toimijalla on Kamuxin mukaan yhteensä vain 2 %:n markkinaosuus myytyjen käytettyjen autojen määrällä mitattuna.

Kamux Ruotsi vs. Riddermark



Kamux Saksa vs. Kamux Ruotsi



Lähde: Allabolag.se, Kamux, Inderes

Toimiala ja kilpailijakenttä 5/5

Käytettyjen automarkkinoiden keskeiset trendit

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

Digitaalisten kanavien merkitys vähittäiskaupassa on 2000-luvulla kasvanut merkittävästi, ja näin on myös käytettyjen autojen kaupassa. Lähes kaikki Kamuxin asiakaskontaktit alkavat verkossa ja käytettyjen autojen ostajat käyttävät yhä enemmän digitaalisia kanavia autojen etsimiseen. Hinnat muuttuvat yhä läpinäkyvämmiksi ja informaation epäsymmetria ostajan ja myyjän välillä pienenee.

Tämä kehitys tehostaa mielestämme markkinoiden hinnoittelua sekä osto- että myyntipuolella, ja sen voi siten nähdä laittavan painetta marginaaleihin. Toisaalta kehitys todennäköisesti keskittää kauppaa niille (isommille) toimijoille, joilla on ammattimainen osto-organisaatio, laaja valikoima ja varaa panostaa digitaalisiin kanaviin.

Euroopan johtavat toimijat

Kamuxin mukaan Euroopassa on kolme sitä suurempaa puhtaasti käytettyjen autojen myyjää. Näistä suurin on tsekkiläinen Aures, joka on lähinnä Tsekin, Slovakian ja Puolan alueella toimiva yhtiö, jolla on yhteensä noin 45 myymälää viidessä maassa. Seuraavat sijat menevät selkeästi online-toimijoiksi profiloituneille ranskalaiselle Aramikselle sekä saksalaisen Auto1:n omistamalle

Autohero-ketjulle, joka ohitti Kamuxin vuonna 2024. Nämä kaksi yhtiötä ovat kasvuvaiheessa, mutta ovat kääntäneet vuonna 2024 liiketuloksensa positiiviseksi ja bruttokate/auto on niillä jo selvästi Kamuxia korkeammalla tasolla. Niiden erilainen liiketoimintamalli ja kasvun myötä kasvava tehokkuus luo mielestämme uhkaa perinteisille myymälävetoisille ketjuille, kuten Kamuxille. Näiden lisäksi merkittävä toimija on brittiläinen Constellation Group, joka on verkossa toimiva autokauppias/huutokauppa. Kamuxin arvion mukaan se on kuluttajakaupassa kuitenkin Kamuxia pienempi.

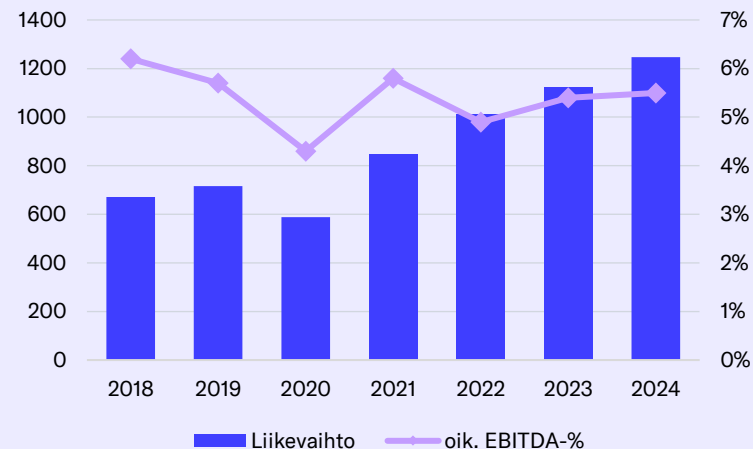
Liiketoimintamallin sekä toimintamaiden määrän suhteen Aures on mielestämme eurooppalaisista kilpailijoista parhaiten Kamuxiin verrattavissa oleva toimija. Myös pelkästään Britanniassa toimiva Motorpoint on malliltaan Kamuxia vastaava. Aures on onnistunut kasvamaan johdonmukaisesti vuodesta 2020, ja sen oik. käyttökate-% on tyypillisesti liikkunut 5-6 %:n välillä.

Liikevoittoprosenttina tämä tarkoittaa noin 3-4 %, joka on suunnilleen Kamuxin tavoitetaso (4 %) mukainen. Motorpointin luvut ovat olleet heikommät, viime vuosien liikevoittomarginaalin jäädessä keskimäärin alle 2 %:iin ja vuonna 2024 nollatasoon. Kilpailijoiden luvut tukevat mielestämme sitä, että Kamuxin tavoitetaso liikevoittomarginaalin suhteen on mahdollista saavuttaa myös Euroopan markkinoita laajemmin ajatellen. Tämä kuitenkin vaatii mielestämme Ruotsissa ja Saksassa selvästi nykyistä suurempaa volyymia sekä myymäläkohtaisesti että koko maan mittakaavassa. Ala on myös hyvin kilpailtu, eikä kaikkien toimijoiden ole mielestämme mahdollista saavuttaa kestävästi hyvää kannattavuustasoa.

Euroopan suurimmat käytettyjen autojen myyjät

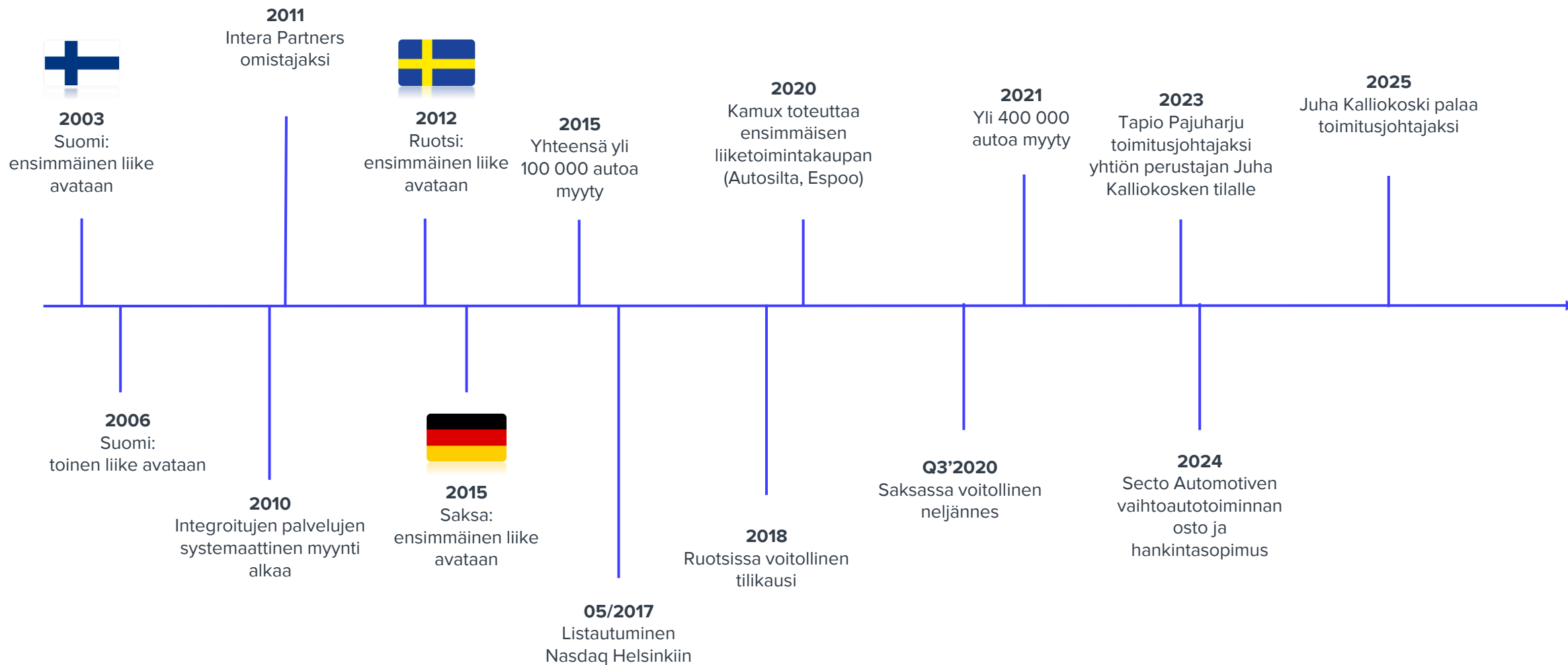


Aures Holdings - taloudellinen kehitys



Lähde: Aures Holdings

Historiallinen kehitys 1/3



Historiallinen kehitys 2/3

Historiassa vahva kasvu ja tasainen kannattavuus, viime vuosina heikompaa

Kamuxin historiallinen liikevaihdon kasvu on ollut erittäin vahvaa. Vuosien 2007-2012 aikana liikevaihdon kasvu oli 43 % vuodessa, mikä koostui täysin kasvusta Suomen markkinoilla. Tällä aikavälillä liikevaihto kasvoi 19 MEUR:sta 112 MEUR:oon. Vuoden 2012 jälkeen yhtiö aloitti laajentumisen ulkomaille. Vuosien 2012-2023 välillä liikevaihto kasvoi 112 MEUR:sta 937 MEUR:oon, mikä tarkoittaa keskimäärin yli 20%:n kasvua vuodessa (CAGR) kahden viime vuoden vaisusta kehityksestä huolimatta. Liikevaihtoa kasvatti pääosin myytyjen autojen lukumäärän kasvu, joskin vuosina 2021-22 myös keskihinta nousi selvästi.

Kannattavuuden osalta yhtiöllä oli varsin tasainen liikevoittomarginaali, noin 5 %, aina vuoteen 2019 asti. Suomessa kasvu oli alusta asti kannattavaa ja kannattavuus myös skaalautui kasvun mukana. Vuoden 2019 jälkeen

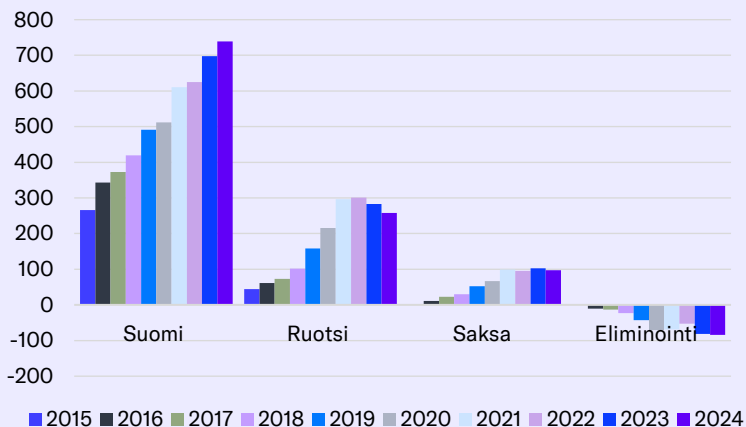
ensin ulkomaiden heikompi marginaalitaso painoi kannattavuutta, ja sitten myös Suomen kannattavuus heikkeni markkinan muutosten myötä vahvojen 2020-21 vuosien tasosta noin 4 %:iin vuosina 2022-23 ja edelleen 3,5 %:iin vuonna 2024.

Tuloslaskelmaa katsoessa marginaalin heikentyminen näkyy etenkin bruttokatemarginaalissa, kun taas kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat pysytelleet varsin hyvin historiallisen tason (noin 8 %) tuntumassa. Bruttokatteen heikentymiseen vaikutti vuosina 2021-22 ulkomaiden heikompi katetaso ja vuosina 2022-24 myös Suomessa selvästi laskenut bruttokatemarginaali. Integroitujen palveluiden osuus liikevaihdosta on pysynyt yli 5 %:n tasolla Suomen hyvän kehityksen vuoksi, vaikka ulkomailla osuus onkin pienempi.

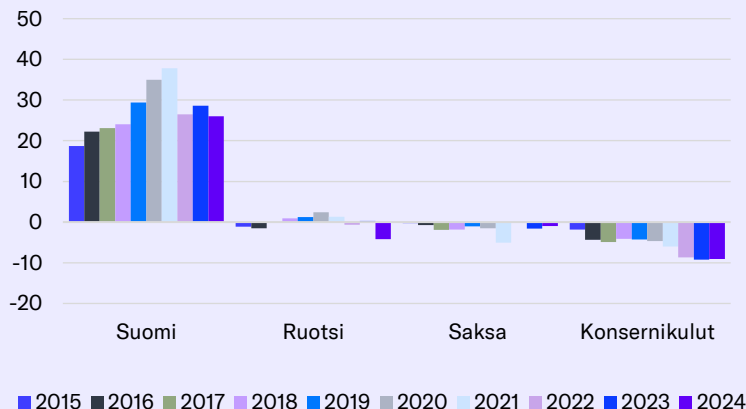
Luvuista ja alla olevasta kuvasta huomaa, että konsernikulut kasvoivat selvästi vuosina 2021-22. Tämä johtuu pääosin siitä, että Kamux tekee nykyisin enemmän

esim. digitaalista kehitystä itse, kun aiemmin tämä oli ulkoistettu ja näkyi investoinneissa. Kassavirtamielessä eron ei siis pitäisi olla merkittävä. Toki konsernitoiminnot kasvavat tyypillisesti hiljalleen muutenkin yhtiön kasvaessa.

Liikevaihto segmenteittäin, MEUR

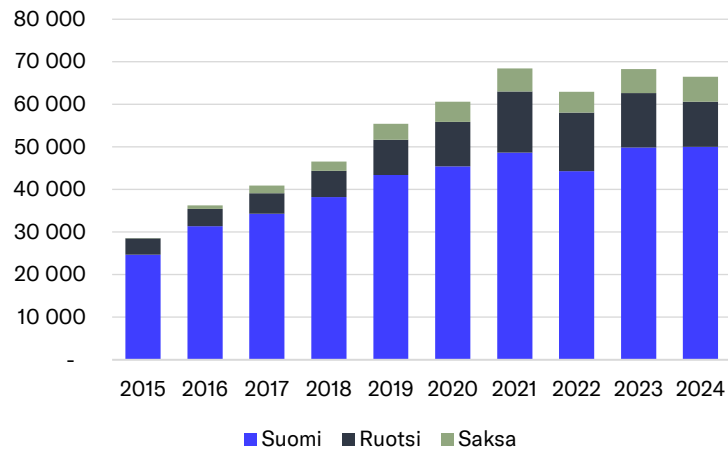


Liikevoitto segmenteittäin, MEUR

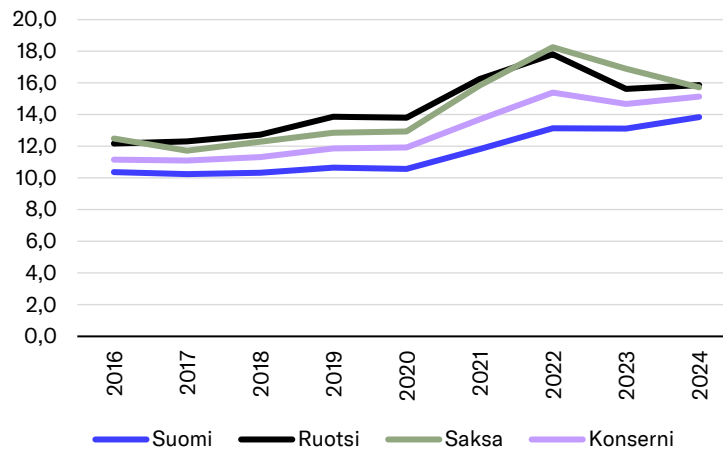


Historiallinen kehitys 3/3

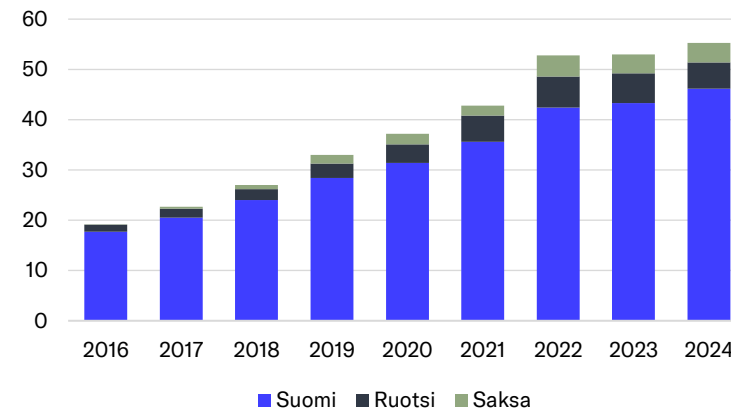
Myydyt autot (ei sisäistä myyntiä, kpl)



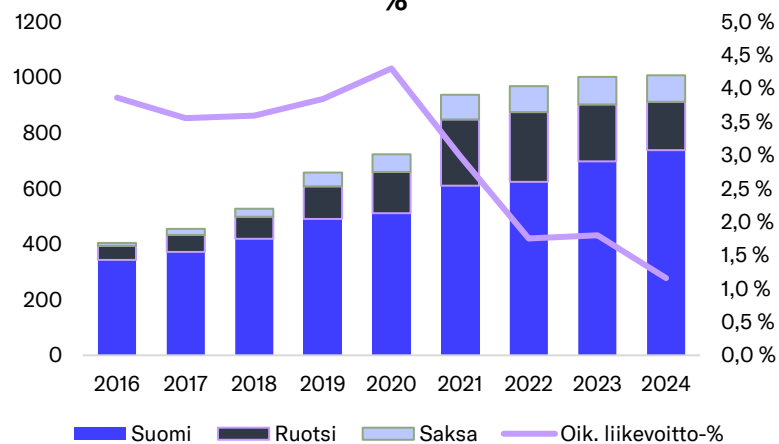
Myytyjen autojen keskihinta (tEUR)



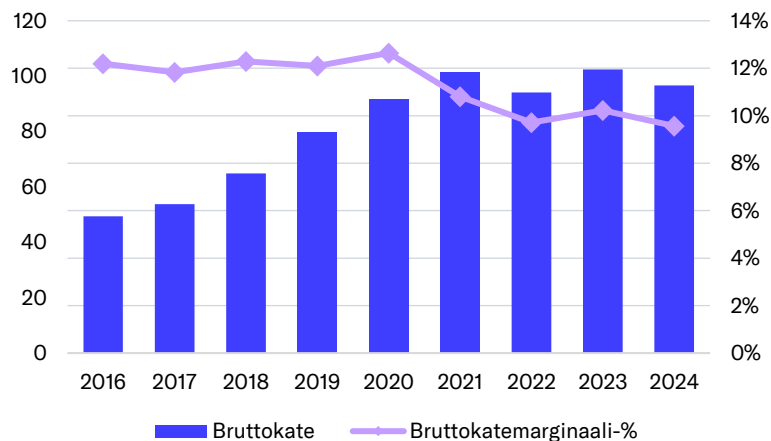
Integroitujen palveluiden liikevaihto, MEUR



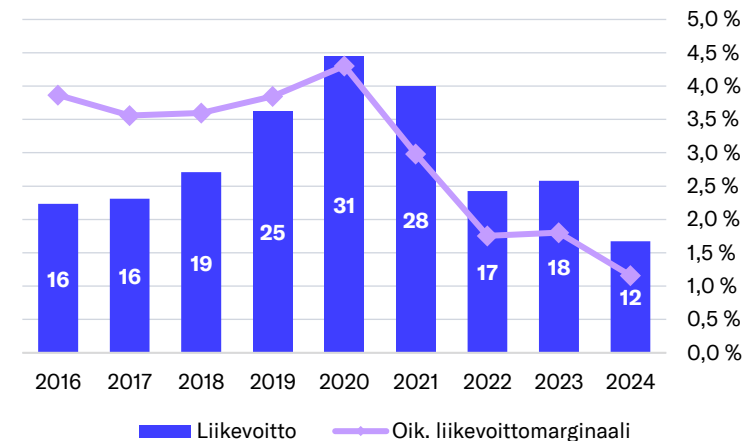
Kamuxin liikevaihto maittain ja liikevoitto-%



Bruttokate ja bruttokate-%



Liikevoitto ja liikevoitto-%



Taloudellinen tilanne

Varasto vie valtaosan taseesta

Kamuxin taseen varoista yli puolet on vaihto-omaisuutta eli käytännössä yhtiön myymälöissä tai muualla käsittelyssä/kuljetuksessa olevia autoja. Autovalikoima on luonnollisesti Kamuxille tärkeä sen liiketoiminnan kannalta, eikä varaston kokoa tulekaan optimoida koon suhteen, vaan lähinnä laadun. Varaston kiertonopeus on kuitenkin tärkeä mittari Kamuxille, ja kuten jo edellä kävimme läpi, se on vuosien varrella noussut jonkin verran. Kamuxilla pitäisi sen suhteen olla mahdollisuuksia tehostaa pääoman käyttöä.

Varaston lisäksi Kamuxin taseesta vie 20 %:n siivun aineellinen omaisuus, josta pääosa on kuitenkin vuokravastuita eikä varsinaista kiinteää omaisuutta. Vajaan 10 %:n osuus on sekä aineettomalla omaisuudella (sisältäen liikearvon) että myyntisaamisilla. Liikearvon osuus on vähäinen (14 MEUR), eikä sen mahdollinen alaskirjaus aiheuttaisi nähdäksemme ongelmia Kamuxille. Rahavaroja Kamuxilla on tyypillisesti ollut toimintansa kokoon nähden vähän, mutta Q3'25 lopussa kassaa oli peräti 20 MEUR. Uskomme tämän olevan tilapäistä, sillä tyypillisesti kassaa on ollut vain muutamia miljoonia. Varaston nopea kierto ja lyhyen aikavälin rahoituksen käyttö mahdollistavat nähdäksemme pienen kassan, mikä pääoman käytön tehokkuuden puolesta on hyvä asia.

Velkapuolella yhtiöllä on omaa pääomaa puolet taseesta eli omavaraisuusaste on hyvä (50 %). Korolliset velat, vuokravelat ja ostovelat ovat kukin 15-20 % taseesta. Yhtiö näkee mahdollisuuden parantaa maksuehtojaan autojen hankinnassa, mikä kasvattaisi ostovelkojen määrää eli tehostaisi käyttöpääoman käyttöä. Kamux ei rahoita

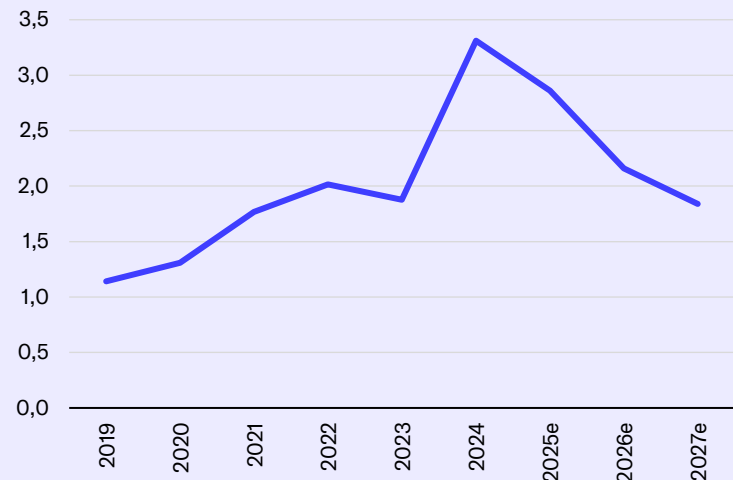
käyttöpääomatarpeitaan varastoa vakuutena hyödyntävällä velalla kuten monet muut alan toimijat.

Tavoitteena vahva tase, mitä se ei tulokseen suhteutettuna mielestämme ole

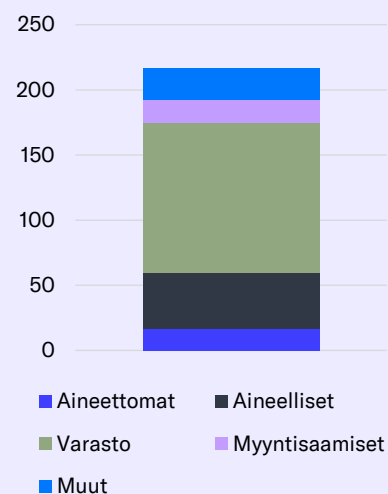
Kamux toistaa usein haluavansa pitää taseen vahvana ja näkevänsä sen hyvänä kasvun mahdollistajana niin vahvassa kuin heikossakin markkinassa. Mitään numeerista tavoitetasoa yhtiö ei ole kuitenkaan taseen suhteen antanut. Käsityksemme mukaan yhtiö haluaa kuitenkin pitää jonkinlaista velkavipua, eli nettovelaton tasekaan ei ole tavoitteena.

Taseessa onkin ollut historiallisesti varsin maltillisesti velkaa, etenkin jos katsotaan varsinaisia rahoitusvelkoja eli ilman vuokravelkoja. Q3'25 lopussa rahoitusvelkojen määrä oli yhteensä noin 35 MEUR, joka vain 6 MEUR:n käyttökatteeseen (viimeiset 12 kk ilman IFRS 16 vaikutusta) suhteutettuna on jo erittäin korkea, lähes 6x. Raportoiduilla luvuilla nettovelka/EBITDA oli Q2'25 noin 2,5x, joka on kohtuullinen taso. Tulokseen suhteutettuna tasetta ei voi siis kuvailla vahvaksi, joskin esim. omaan pääomaan nähden tase on hyvässä kunnossa. Uskomme kuitenkin myös nettovelka/käyttökate -tunnusluvun paranevan Q4'25 alkaen, kun tulos kääntyy kasvuun. Velkamäärän kehitys on tosin riippuvainen siitä, kuinka paljon Kamux panostaa kasvuun varastoja kasvattamalla. Uskomme yhtiön kuitenkin tekevän tämän maltilla, jolloin sitoutunut pääoma ja velka eivät lähde merkittävään kasvuun ainakaan ilman tulokasvuja. Kamuxin mukaan velkataso ei ole tällä hetkellä ongelma yhtiön toimintaa ajatellen, eikä se ole vielä lähellä lainojen kovenanttitasoja.

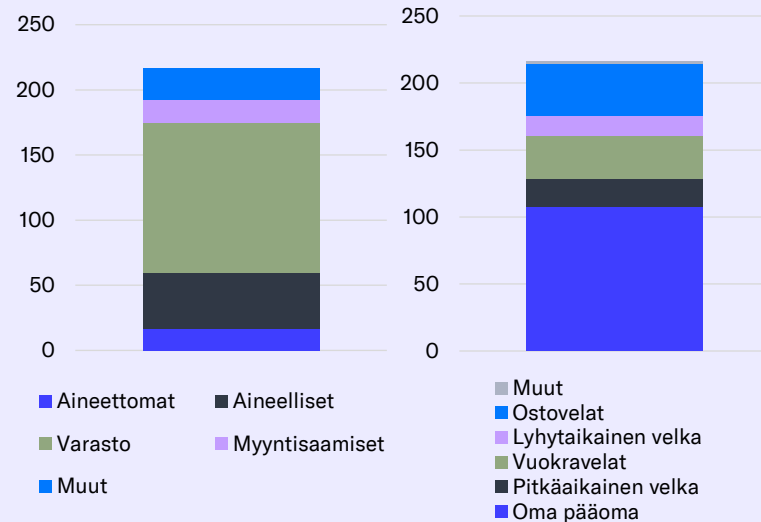
Nettovelka/käyttökate



Taseen varat Q3'25 (MEUR)



Taseen velat Q3'25 (MEUR)



Lähde: Kamux, Inderes

Strategia (julkaistu maaliskuussa 2024)

Kamuxin visio on olla Euroopan ykkönen käytettyjen autojen vähittäiskaupassa

Asiakaskokemuksen kehittäminen – ystävällisin, helpoin ja luotettavin käytettyjen autojen kauppa

- Asiakaslähtöinen valikoima kuluttajille ja ammattilaisille
- Keskitetysti ohjatut reilut hinnat kaikissa kanavissa
- Läpinäkyvä laatu 3. osapuolen todentamilla tarkastuksilla
- Saumaton asiakaskokemus kaikissa kanavissa
- Innovatiiviset ja helpot liikkumisen palvelut

Toiminnallinen tehokkuus – Toimintojen standardointi ja teollistaminen läpi arvoketjun

- Konsernin hyödyntäminen ostotoiminnassa, globaalit ja paikalliset ostotiimit
- Keskitetympi autojen tarkastus-, kunnostus- ja myyntiinlaittoprosessi, keskitetty verkkokauppa
- Keskitetyt dataa hyödyntävät hinnoittelu- ja ostoprosessit sekä työkalut
- Motivoituneet työntekijät, joilla on selkeät roolit ja kannustimet, jotka on linjassa Kamuxin arvojen kanssa

Inderesin kommentit Kamuxin tavoitteista

- Valikoiman osalta Kamuxilla on pyrkimys muuttaa valikoimaa enemmän paikallisiin tarpeisiin sopivaksi (myymäläkohtaisesti) ja kokonaisuutena pidemmällä aikavälillä hieman arvokkaampien autojen suuntaan. Näemme tämän hyvänä suuntana, jolla yhtiö voi houkutella paremmin eri asiakasryhmiä. Käytännössä yhtiö joutuu kuitenkin sopeuttamaan valikoimaansa vallitsevaan markkinatilanteeseen, mikä esim. Suomessa tällä hetkellä tarkoittaa edullisempia autoja
- Hintojen osalta Kamux pyrkii yhtenäistämään hinnoitteluaan ohjaamalla sitä vahvemmin yhtiötasolla. Tämä tekee yhtiöstä helpommin ohjattavan, mutta toisaalta vähentää paikallisen päätöksenteon joustavuutta
- Asiakkaan luottamusta pyritään jatkossa saamaan selkeämmillä ja samanlaisilla tiedoilla auton kunnosta. Verkkokaupan lisääntyessä, mahdollisimman selkeä ja laajan tiedon jakaminen on mielestämme ehdoton vaatimus
- Asiakaskokemuksen parantaminen ja liikkumiseen palveluihin liittyvät ratkaisut ovat mielestämme varsin ilmiselviä asioita ja perusvaatimuksia
- Pääosin tämän kohdan pointit ovat varsin perusasioita Kamuxin tapaiselle yhtiölle. Yhtiö on kuitenkin käsityksemme mukaan toiminut ja toimii osittain edelleen varsin hajanaisesti/paikallisesti, ja toimintaa halutaan selvemmin yhtenäistää läpi eri maiden ja myymälöiden sekä konsernijohtoiseksi. Näemme tämän pääosin positiivisena, joskaan se ei saa liikaa jäykistää organisaation toimintaa. Muutosten tekeminen on myös osoittautunut odotuksia vaikeammaksi tai ainakin hitaammaksi

- Näissäkin tavoitteissa keskeisenä teemana on toimintojen vahvempi yhdenmukaistaminen ja keskittäminen kautta linjan. Esim. autojen ostoihin ja käsittelyprosesseihin liittyen näemme tämän positiivisena, sillä suuremmalla skaalalla ja selkeillä prosesseilla on uskoaksemme saavutettavissa sekä tasaisen laadukasta toimintaa että kustannussäästöjä. Autojen ostaminen on edelleen organisoitu pitkälti maakohtaisiin tiimeihin
- Data-avusteisesta hinnoittelusta yhtiö on puhunut jo vuosia, mutta käsityksemme mukaan yhtiö ei edelleenkään hyödynnä esim. sen tietojärjestelmän potentiaalia läheskään täysimääräisesti liiketoiminnan tukena
- Ostotoiminnan osalta yhtiö pyrkii myös jatkossa vahvemmin ostamaan autoja kumppanuuksien kautta (kuten tuore yhteistyö Secto-leasingyhtiön kanssa) sekä suoraan Keski-Euroopan isoilta automarkkinoilta. Tämä on muuttunut asteittain osittain pakon sanelemana, kun matala uusien autojen myynti (etenkin Suomessa) ja vähentynyt vaihtoautojen määrä ovat ajaneet etsimään uusia ostokanavia
- Tämänkin osa-alueen tavoitteet ovat pääosin varsin perustekemistä, mutta matalan katteen liiketoiminnassa ne pitää tehdä hyvin, jotta yhtiö pystyisi hyvään tulokseen. Tässä yhtiöllä on viime vuosiin verrattuna selvästi parantamisen varaa/tarvetta

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet (julkistettu maaliskuussa 2024, tavoitteiden aikahorisonttia ei ole määritelty)

Liikevaihto 1,5 mrd. EUR
Myydyt autot 100 000

- Molemmat tavoitteet tarkoittavat noin 50 % kasvua 2024 tasolta eli keskimäärin noin 8 % kasvua, jos tavoitteet saavutettaisiin 5 vuodessa, kun viime vuodet on oltu lähes paikallaan tai laskussa
- Tavoite vaatisi markkinaosuuden nousua kaikilla markkinoilla, sillä markkinan kasvu on arviomme mukaan pientä
- Tavoitteista ei heijastu strategiasta välittyvä keskihintojen nousu, joka selittyy lähinnä tavoitteiden pyöristämisestä pyöreisiin lukuihin
- Emme usko yhtiön yltävän tavoitteisiin, sillä tavoitellut tasot ei toteudu meillä koko kymmenen vuoden ennusteperiodilla

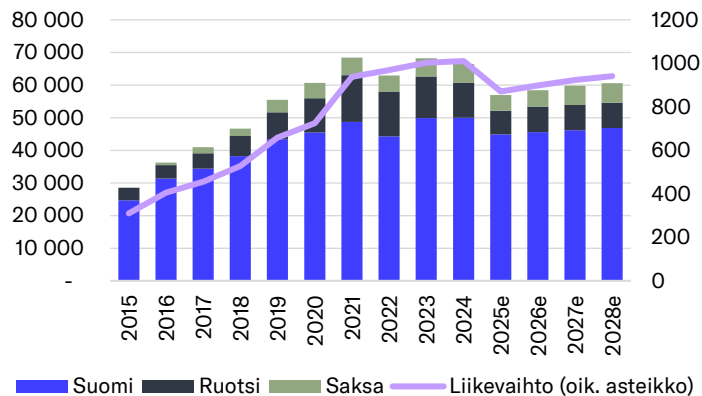
Oikaistu liikevoittomarginaali 4 %

- Kamux on historiassa päässyt tavoitteeseen Suomessa, mutta ulkomailla tulos on ollut heikko. Konsernina yhtiö on yltänyt tavoitetasolle kerran ulkomaille laajentumisen jälkeen, vuonna 2020 (4,3 %). 2022-24 marginaali on ollut alle 2 %
- Ennustamme marginaalin ja tuloksen nousevan 2026-28, mutta pysyvän alle 2 %:n koko ennustejaksomme
- Pidemmälläkin aikavälillä uskomme marginaalin jäävän 2 %:n tuntumaan, eli lähellekin tavoitetta yltäminen olisi selvästi positiivista
- Liikevaihto ja marginaali yhdessä tarkoittavat 60 MEUR:n liikevoittotasoa, nykyisen noin 10 MEUR:n tasoon nähden

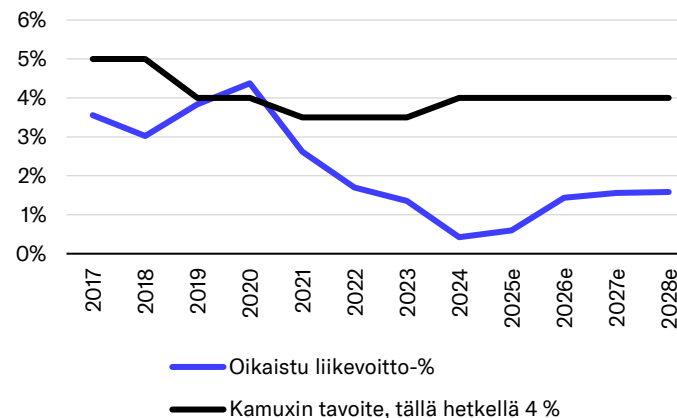
Osingonjakosuhte vähintään 25 %

- Tavoitteiden päivityksen yhteydessä Kamux pudotti pois aiemman oman pääoman tuottotavoitteen
- Varsinaisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi sillä on kuitenkin osingonjakotavoite, joka on varsin matala, ja jonka yhtiö onkin ylittänyt yleensä selvästi
- Kun yhtiön kasvuvauhti on selvästi laskenut takavuosista, osingonjako tulee hyvin todennäköisesti myös pysymään tavoitetta korkeampana, ennustamme noin 40 % vuosina 2024-26

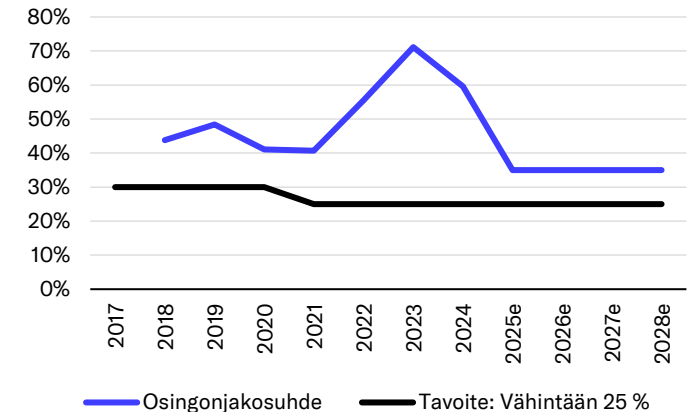
Myydyt autot (kpl) ja liikevaihto (MEUR)



Oikaistu liikevoittomarginaali



Osingonjakosuhte



Ennusteet (1/6)

Ennustemalli ja pääpiirteet

Kamuxin varsin yksityiskohtainen raportointi yhdessä alan markkinatietojen kanssa mahdollistavat yhtiön mallintamisen suhteellisen tarkasti. Mallinnamme Kamuxin autojen myynnistä syntyvän liikevaihdon kehitystä maakohtaisesti arvioidun markkinakehityksen ja markkinaosuuden sekä keskihinnan kehityksen avulla. Integroiduista palveluista syntyvä liikevaihto nojaa ennustamaamme autojen myyntimäärään sekä arvioon integroiduista palveluista saaduista tuloista. Mallinnamme kannattavuuden kehitystä maakohtaisesti erikseen katteen ilman palveluita ("rautakate"), integroitujen palveluiden ja kiinteiden kulujen kautta.

Isossa kuvassa käytettyjen autojen markkinavolyymit ovat tällä hetkellä varsin hyvällä tasolla historiaan nähden, emmekä odota oleellista kasvua lähivuosina Suomessa ja Ruotsissa, mutta Saksan markkinan odotamme kasvavan hieman. Odotamme Kamuxin häviävän edelleen markkinaosuutta vuoden Q4'25 ja Q1'26 vertailukauteen nähden, mutta markkinaosuuskehityksen tasaantuvan tai jopa paranevan hieman aiempiin kvartaaleihin nähden. Tuloksen odotamme heikkenevän tänä vuonna yhtiön ohjeistuksen mukaisesti, mutta parantuvan Q4'25 ja Q1'26 erittäin heikkojen vertailulukujen myötä. Alkuvuoden tulokasvu tukee ennusteissamme koko vuoden 2026 tuloksen nousua. Kannattavuuden odotamme paranevan kaikissa maissa 2026. Ennustamme kuitenkin sekä Ruotsin että Saksan oik. liikevoiton pysyvän tappiollisena vuosina 2026-27.

Tulos jatkaa laskutrendillä vuonna 2025

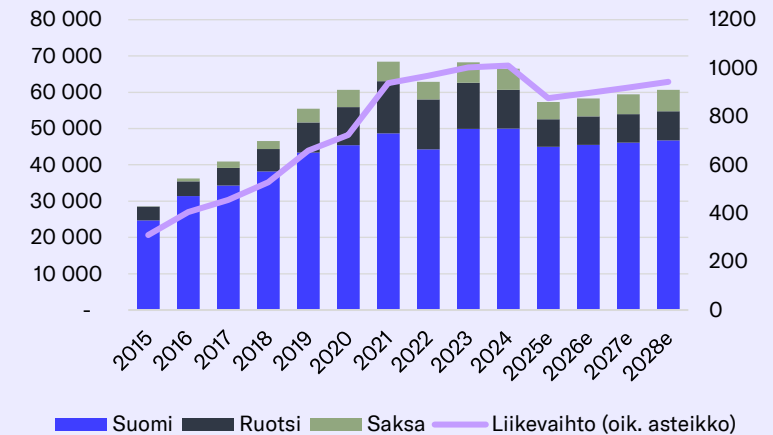
Kamuxin 2024 oik. liikevoitto oli 11,6 MEUR, joka oli heikoin taso kymmeneen vuoteen. Tästä huolimatta yhtiö joutui

laskemaan ohjeistustaan lokakuussa 2025 ja odottaa nyt oik. liikevoiton laskevan. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden osalta Kamux olikin tehnyt vain 5 MEUR oik. liikevoittoa, kun vertailukaudella se teki 11 MEUR. Kamuxin volyymit ovat myös laskeneet selvästi kahtena viime kvartaalina. Vaikka Q4:n vertailuluvut ovat heikot ja siten yhtiön pitäisi pystyä parantamaan Q4-tulostaan selvästi vertailukaudesta, Kamuxin tulos jää ennusteidemme mukaan reiluun 8 MEUR:oon tänä vuonna.

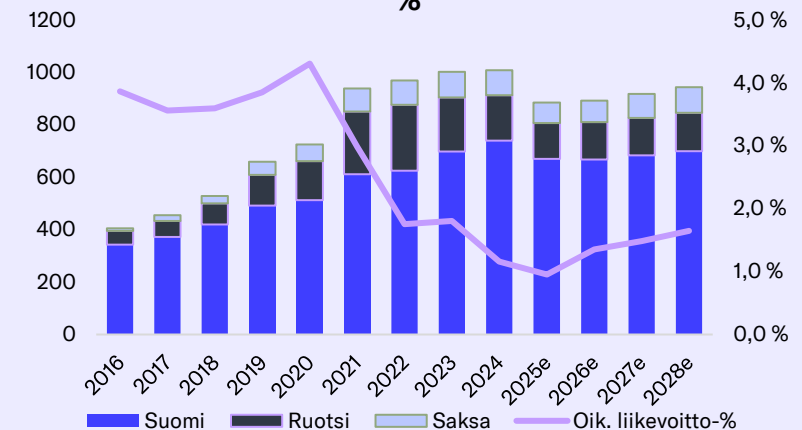
Maakohtaisesti odotamme Suomen pystyvän loppuvuonna kohtuullisen hyvään tulostasoon, mutta koko vuoden 2025 tuloksen jäävän vertailukaudesta heikon Q1:n takia. Ruotsin ja Saksan osalta odotamme sekä Q4:ltä että koko vuoden 2025 osalta tappioita. Ruotsissa koko vuoden tappion ennustetaan pienevän nollatulokseen päätyneen Q3:n ansiosta, mutta Saksassa tappio syvenee. Näin molemmat tekevät ennusteissamme noin 3 MEUR oik. liiketappion vuodelta 2025. Kaikissa maissa tulosta painavat matalammat volyymit, minkä myötä kiinteät kulut per myyty auto ovat kasvaneet. Keskittyminen kannattavuuteen on ollut yhtiöltä tietoinen valinta, mutta volyymit laskivat enemmän kuin se oli odottanut. Siten bruttokatemarginaalin lievä parannus ei riitä kompensoimaan volyymien negatiivista vaikutusta.

Oik. osakekohtaista tulosta ennustamme tälle vuodelle 0,05 euroa, selvästi vertailukauden 0,19 euroa vähemmän. Kamux ei ole vielä päättänyt osingonjaosta viime vuodelta. Kamux päätti viime vuoden 0,07 euron osingonjaosta vasta lokakuussa 2025. Vuonna 2026 voidaan nähdä vastaava myöhäinen osinkopäätös ja heikon tuloksen myötä uskomme osingon laskevan. Ennusteissamme on kuitenkin tältä vuodelta 0,05 euron osinko.

Myydyt autot (kpl) ja liikevaihto (MEUR)



Kamuxin liikevaihto maittain ja liikevoitto-%



Lähde: Kamux, Inderes

Ennusteet (2/6)

Tuloskäänte ennusteissa 2026

Odotamme käytettyjen autojen markkinoiden kasvavan vain hieman Kamuxin toimintamaissa vuonna 2026, sillä ne ovat jo historiaan nähden varsin hyvillä tasoilla. Edellisvuoteen verrattuna pieni markkinakasvu ja Kamuxin pieni markkinaosuuksien parantuminen vetävät ennusteissamme autojen kappalemääräisen myynnin 2 %:n kasvuun. Odotamme autojen keskihinnan laskevan hieman ja integroitujen palveluiden kasvavan 2 %. Integroitujen palveluiden kasvua jarruttavat vuoden 2025 selvästi laskeneet volyymit, jotka vähentävät aiempien vuosien kaupoista syntyviä rahoitustuottoja. Kokonaisuutena liikevaihto nousee ennusteissamme 1 %.

Tuloksen osalta uskomme sekä bruttokate/auto – tunnusluvun nousevan Ruotsissa ja Saksassa jonkin verran ja Suomessakin hieman. Suomen taso on kuitenkin edelleen Ruotsia ja Saksaa parempi (jotka ovat keskenään samaa tasoa). Odotamme laskevien kiinteiden kulujen/auto - suhdelukujen ajavan liikevoittomarginaalin paranemista Ruotsissa ja Saksassa. Tätä tukee mm. toimintojen tehostaminen ja myymälöiden sulkeminen tai uudelleensijoittelu sekä volyymikasvu. Yhtiöllä on kuitenkin tarkoitus jatkaa suunnilleen nykyisellä myymäläverkostolla Ruotsissa, joten merkittävää vähennystä myymälämäärään ei ole odotettavissa. Suomessa odotamme oik. liikevoittoon 2 MEUR:n parannusta 25 MEUR:oon. Ruotsin ja Saksan osalta odotamme myös parannusta, mutta edelleen tappiollista oik. liikevoittoa (noin 2 MEUR).

Konsernin absoluuttinen oik. liikevoitto paranee ennusteissamme 12 MEUR:oon vuonna 2026, mikä tarkoittaa 1,4 % marginaalia. Taso on edelleen yhtiön historiaan ja tavoitteisiin nähden heikko. Osakekohtaisen tuloksen osalta 2026 ennusteemme on 0,17. Selkeä

tulosparannus tukee myös osingon nostoa. Ennustamme 0,07 euron osinkoa vuodelta 2026.

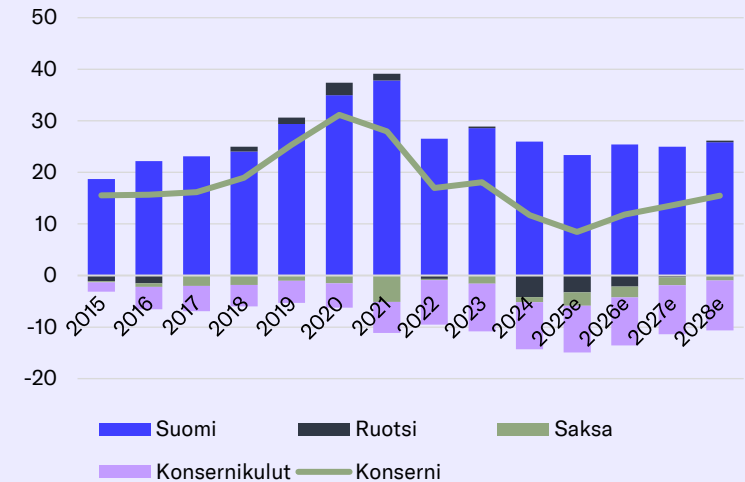
Maltillista parannusta odotuksissa 2027

Vuodelle 2027 ennustamme varsin tasaista markkinakehitystä ja Suomen ja Ruotsin toimintojen volyymien olevan melko tasaisia. Saksassa odotamme Kamuxin laajentavan myymäläverkkoaan ja ottavan markkinaosuuksia, mikä tukee kasvua. Konsernitasolla odotamme 2 %:n volyymikasvua ja 3 %:n liikevaihdon kasvua. Uskomme bruttokatteen pysyvän lähes ennallaan, mutta kasvavan volyymin ja tiukan kuluhallinnan tukevan edelleen kiinteät kulut /auto –suhteen laskua Ruotsissa ja Saksassa. Tämän myötä tappiot näissä maissa pienenevät edelleen, mutta tulos on negatiivinen myös vuoden 2027 ennusteissamme.

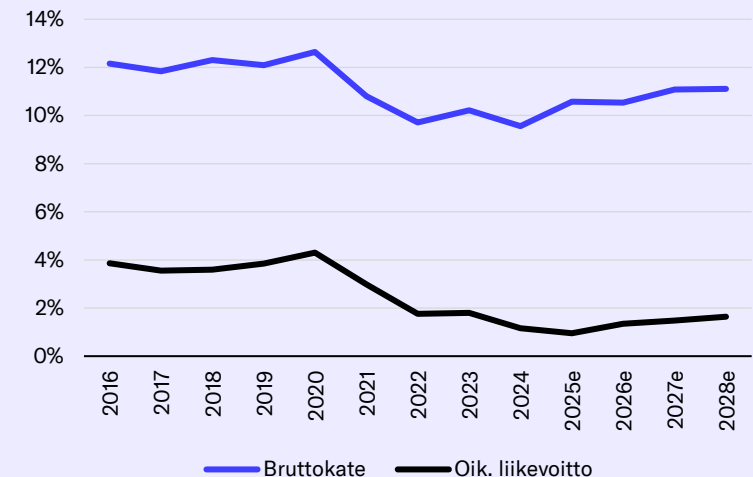
Oik. liikevoittoennusteemme on 14 MEUR ja marginaali 1,5 %. Tämä on edelleen merkittävästi yhtiön pitkällä aikavälillä tavoittelemaa 4 %:a matalampi. Marginaalia painaa sekä tappiollisten ulkomaiden merkittävä osuus (~25 % liikevaihdosta) että Suomen historiallista tasoa heikompi marginaali. Emme odota ennusteissamme merkittäviä muutoksia integroitujen palveluiden sopimusehtoihin Kamuxin ja esim. rahoitusyhtiön välillä. Näissä olisi käsityksemme mukaan parantamisen varaa etenkin Ruotsissa, mutta Ruotsin liiketoiminnan koon ollessa selvästi aiempaa pienempi tulevina vuosina, näemme mahdollisuuden tähän hyvin pienenä.

Osakekohtainen tulosennusteemme vuodelle 2027 on 0,22 ja osinkoennuste 0,10 euroa. Osingonjakosuhte on ennusteissamme 35-45 % tasolla vuodesta 2026 eteenpäin, selvästi yli yhtiön minimitaloituksen eli 25 %. Kasvun ollessa hidasta yhtiöllä on mielestämme varaa tämän suuruiseen voitonjakoon.

Oik. liikevoitto maittain



Konsernin marginaalikehitys



Lähde: Kamux, Inderes

Ennusteet (3/6)

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2027 jälkeen odotamme käytettyjen autojen markkinan olevan karkeasti samoilla tasoilla ja Kamuxin pystyvän vuodesta 2028 alkaen noin 2 % kasvuun voittamalla hienoisesti markkinaosuutta ja pienen inflaation myötä. Markkinat ovat jo 2025-26 historiaan nähden keskimääräisen tason yläpuolella, minkä vuoksi emme odota niiden kasvavan. Historiallisesti markkinat ovat varsin tasaisia, mutta jossain määrin syklisiä. Pidemmällä aikavälillä uskomme kaupan siirtyvän enemmän autoliikkeisiin etenkin Suomessa, mikä tukee Kamuxin pientä kasvua. Tähän ennusteeseen ei sisälly mahdollisia uusia markkinoita. Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin nousevan hitaasti, mutta pysyvän alle 2 %:n.

Rahavirta ja investoinnit

Kuten olemme aiemmin kertoneet, Kamuxin liiketoimintamalli vaatii varsin vähän kiinteää omaisuutta ja siten sen investointitaso on pieni. Mallinnuksessamme investoinneissa näkyy myös vuokrasopimusten maksut, jotka ovatkin pääosa investoinneista. Yhtiön liiketoimintamalli vaatii kuitenkin merkittävää autovarastoa eli käyttöpääomaa. Lähtökohtaisesti yhtiön kasvaessa käyttöpääoma kasvaa, mikä vaikuttaa negatiivisesti kassavirtaan. Ennusteissamme liikevoitto kääntyy kuitenkin suhteellisen hyvin vapaaksi kassavirraksi.

Tase vahvistuu ennusteissamme asteittain

Hyvän kassavirran ja kasvavan tuloksen tukemana yhtiön velkaisuus laskee asteittain ja on vuoden 2026 lopussa nettovelka/käyttökate suhteeltaan 2,2x. Tämä on mielestämme kohtuullisen hyvä taso, ja se mahdollistaa myös

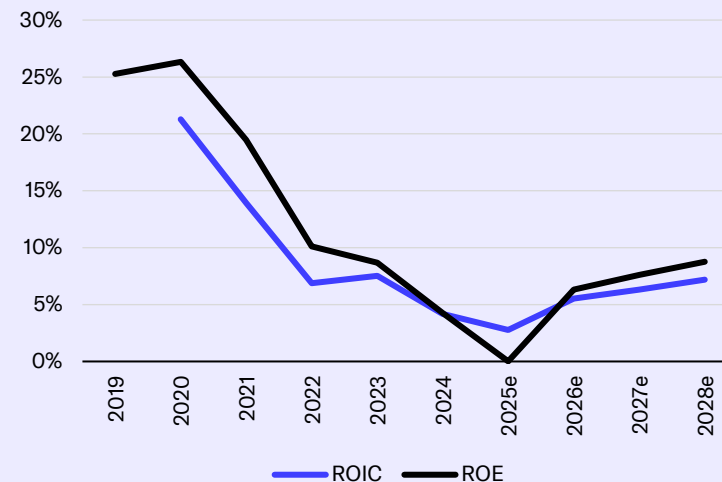
esim. pienet yritysostot. Emme kuitenkaan odota yhtiöltä ensi vuonna isompia investointeja tai yritysostoja taseen ollessa vielä heikohko ennen tuloksen kääntymistä parempaan.

Pääoman tuotto ei yllä arvonluonnin tasolle

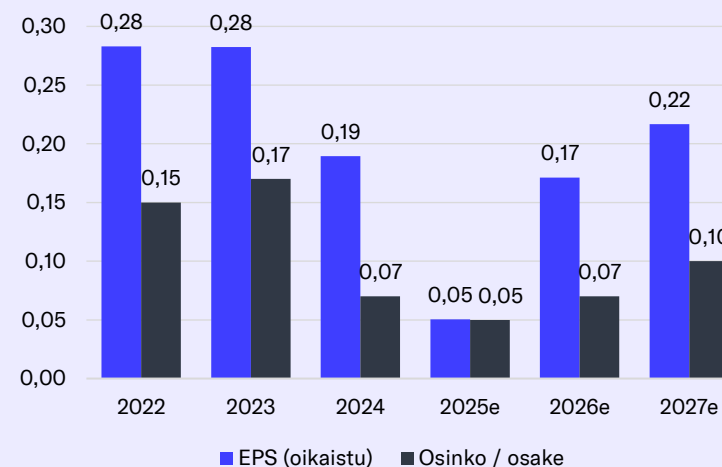
Heikon tulostason myötä Kamuxin pääoman tuotto (ROIC) ja oman pääoman tuotto ovat olleet alle 10 % jo pari vuotta, ja ennustamme sen edelleen heikkenevän vuonna 2025 tuloksen laskiessa. Odotamme tuloskasvun sekä hieman paranevan pääoman kierron myötä sijoitetun pääoman tuottolukujen nousevan vuodesta 2026 alkaen yli 5 %:iin, mutta pysyvän kuitenkin lähivuodet alle 10 %:ssa. Pidemmällä aikavälillä näemme Kamuxin pääoman tuottojen yltävän suunnilleen sen tuottovaatimuksen tasolle.

Kuten aiemmin todettu, Suomessa arvonluonti on historiallisesti ollut hyvää, ja nykyisellä historiallista matalammallakin marginaalitasolla liiketoiminta on arvoa tuottavaa. Ulkomailla sen sijaan yhtiö on koko toimintahistoriansa ajan tuhonnut arvoa, ja tilanne säilyy samana ennusteissamme myös jatkossa, vaikka liike-tulos keskipitkällä aikavälillä nousisikin nollaan tai lievästi plussalle. Kun liiketoiminnot eivät pysty arvonluontiin, voisi niistä luopuminen olla varteenotettava vaihtoehto pääoman allokoinnin ja osakkeenomistajien arvonluonnin kannalta. Myös yhtiö on itse todennut tämän olevan vaihtoehto, jos tavoitteita ei ulkomailla saavuteta. Uskomme kuitenkin yhtiön keskittyvän ainakin lähitulevaisuudessa tulostulokseen tekemiseen ulkomailla, emmekä usko, että Ruotsista tai Saksasta luopuminen on ajankohtaista esim. seuraavan 12 kuukauden aikana.

Sijoitetun ja oman pääoman tuotto



Osakekohtainen tulos ja osinko (euroa)



Lähde: Kamux, Inderes

Ennusteet (4/6): Ennusteita hieman alemmas

Ennustemuutokset

- Tarkistimme oletuksemme tulevien vuosien tulokasvun osalta laajan raportin yhteydessä
- Laskimme hieman liikevaihtoennustetta ensi vuodelle etenkin Ruotsin osalta
- Laskimme tulosennusteita vuosille 2026-27 lievästi matalamman liikevaihdon takia
- Tulosennusteet laskivat Ruotsin ja Saksan osalta, joissa emme odota kasvun kiihtyvän merkittävästi, eikä yhtiö ole käsityksemme mukaan lähiaikoina tekemässä merkittäviä kulusäästöjä

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	887	887	0 %	898	876	-2 %	920	917	0 %
Käyttökate	21,6	21,6	0 %	27,4	26,8	-2 %	28,9	28,4	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,3	8,3	0 %	12,4	11,8	-5 %	14,4	13,6	-6 %
Liikevoitto	6,3	6,3	0 %	12,4	11,8	-5 %	14,4	13,6	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	0 %	0,18	0,17	-6 %	0,23	0,22	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,07	0,07	0 %	0,10	0,10	0 %

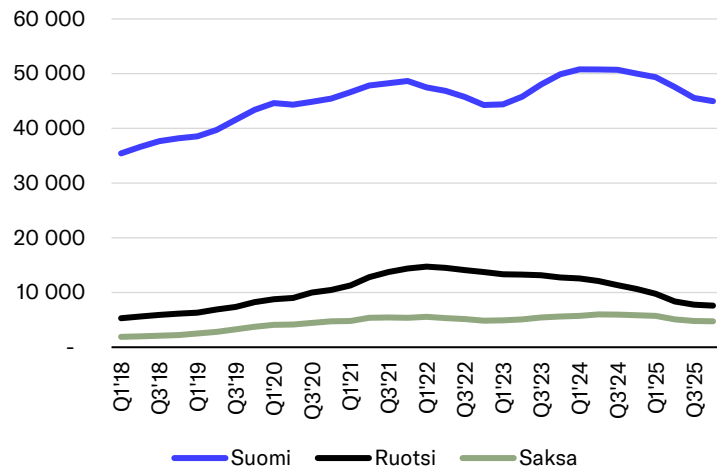
Lähde: Inderes

Ennusteet (5/6)

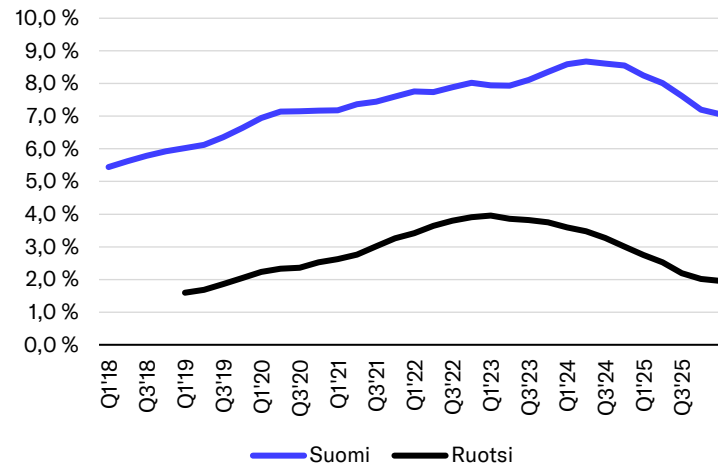
Liikevaihto (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Suomi	265,9	343,1	372,4	419,2	490,8	512,1	611,0	624,5	697,9	738,7	669,5	666,9	683,0	699,4
Ruotsi	43,9	60,8	73,3	102,0	158,5	215,5	296,7	301,3	283,4	258,1	163,8	167,4	192,2	196,1
Saksa	0,1	10,9	22,8	30,0	52,2	66,9	98,6	95,5	102,2	97,3	79,8	81,6	91,6	97,9
Eliminointi	0,0	-10,1	-13,5	-23,4	-43,0	-70,5	-68,7	-52,6	-81,4	-84,5	-26,5	-40,0	-50,0	-50,0
Yhteensä (MEUR)	309,9	404,7	455,1	527,8	658,5	724,1	937,5	968,7	1002,1	1009,6	886,6	876,0	916,9	943,3
Bruttokate (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Suomi (MEUR)	35,5	44,2	46,4	54,3	63,6	70,9	79,7	67,6	75,0	74,6	72,9	74,7	75,0	76,5
Ruotsi (MEUR)	2,6	4,3	6,0	8,3	11,6	15,2	19,0	18,0	19,1	13,3	10,4	11,6	11,8	12,3
Saksa (MEUR)	0,0	0,9	1,5	2,2	4,4	5,5	2,7	8,5	8,3	8,7	6,7	7,3	8,3	9,0
Eliminointi (MEUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Yhteensä (MEUR)	38,1	49,3	53,8	64,8	79,6	91,5	101,3	94,1	102,4	96,6	90,0	93,7	96,1	99,8
<i>Bruttokate-%</i>	<i>12,3 %</i>	<i>12,2 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>12,3 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,6 %</i>
Liikevoitto (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Suomi	18,7	22,2	23,1	24,0	29,4	35,0	37,8	26,5	28,6	26,0	23,4	25,4	25,0	25,8
Ruotsi	-1,1	-1,5	-0,1	0,9	1,3	2,4	1,3	-0,7	0,3	-4,2	-3,3	-2,2	-0,3	0,3
Saksa	-0,3	-0,7	-1,9	-1,8	-1,0	-1,5	-5,1	-0,2	-1,6	-1,0	-2,6	-2,1	-1,6	-1,0
Konsernikulut	-1,8	-4,3	-4,9	-4,1	-4,3	-4,7	-6,0	-8,6	-9,2	-9,1	-9,1	-9,3	-9,5	-9,7
Yhteensä (MEUR)	15,5	15,6	16,2	19,0	25,3	31,2	28,0	17,0	18,1	11,7	8,4	11,8	13,6	15,5
Liikevoittomarginaali														
Suomi	7 %	6 %	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	4,2 %	4,1 %	3,5 %	3,5 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %
Ruotsi	-3 %	-2 %	0 %	1 %	1 %	1 %	0 %	-0,2 %	0,1 %	-1,6 %	-2,0 %	-1,3 %	-0,2 %	0,2 %
Saksa	-178 %	-6 %	-8 %	-6 %	-2 %	-2 %	-5 %	-0,2 %	-1,6 %	-1,0 %	-3,2 %	-2,6 %	-1,7 %	-1,0 %
Yhteensä	5,0 %	3,9 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %	4,3 %	3,0 %	1,8 %	1,8 %	1,2 %	1,0 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %

Ennusteet (6/6): Tunnuslukuja graafeina

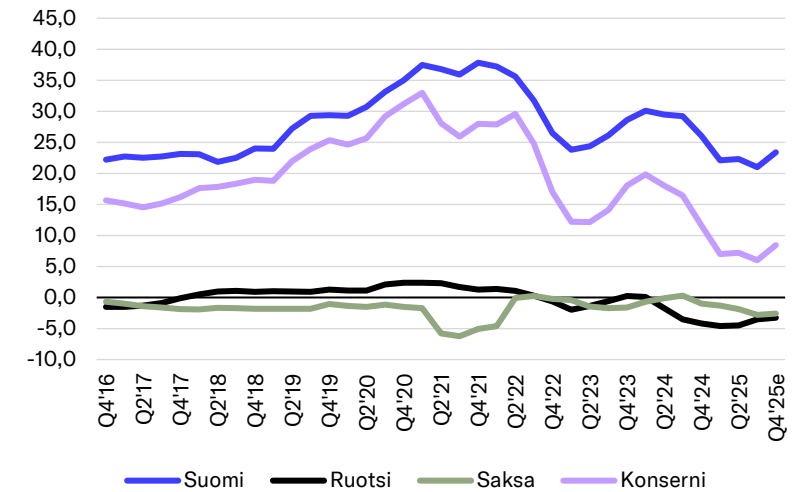
Myydyt autot, 12kk rullaava



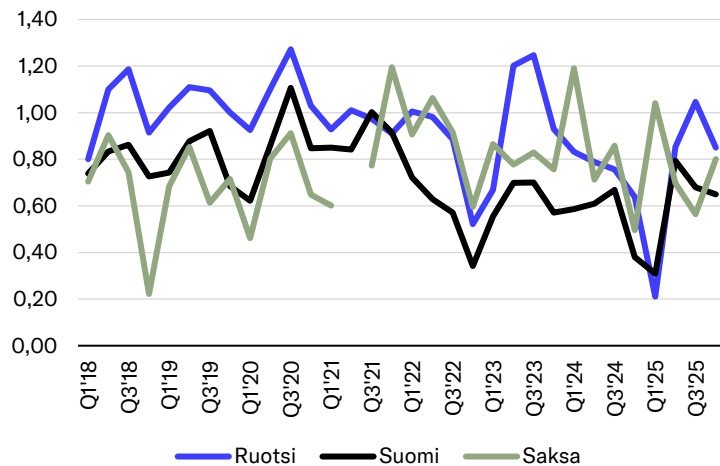
Markkinaosuus, 12kk rullaava



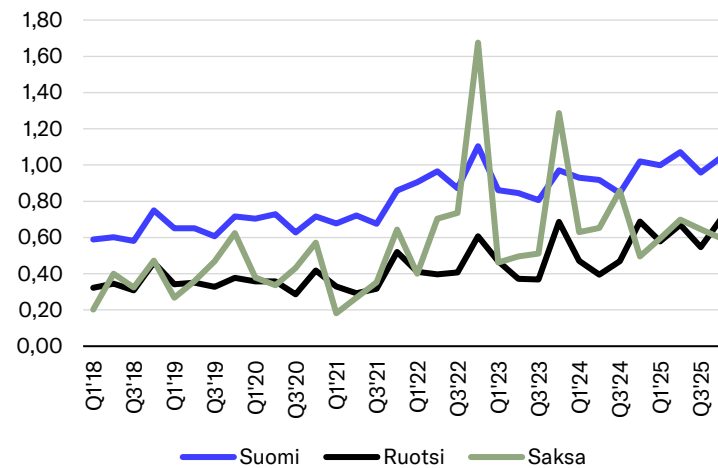
Liikevoitto, 12kk rullaava (MEUR)



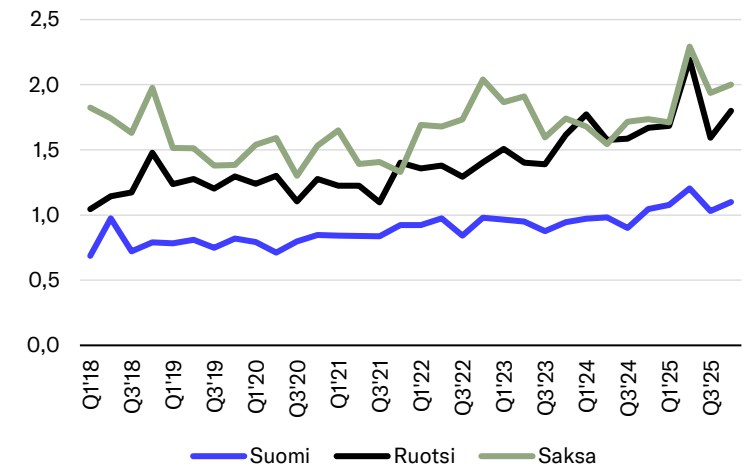
Rautakate / auto



Integroidut palvelut / auto



Kiinteät kulut / auto



Arvostus (1/3) – Nykyarvostus korkeahko

Arvostuksen yhteenveto - Vähennä

Kamuxin ulkomaiden kokiessa edelleen haasteita sekä kasvun että kannattavuuden osalta emme näe niiden mahdollisen potentiaalin realisoituvan lähiaikoina. Toisaalta myös Suomen liiketoiminnassa on viime aikoina ollut selvästi negatiivista kehitystä, mikä lisää riskiä, sillä odotamme edelleen Suomelta kohtuullista tulosta lähivuosina. Tulokertoimien puolesta Kamux on mielestämme neutraalisti arvostettu vuoden 2026 luvuilla, eikä tuotto-odotus ole siten houkutteleva suhteessa riskeihin.

Ulkomaiden heikko tulostaso arvonmäärityksen haasteena

Kamux on historiallisesti ollut nopeasti kasvava ja hyvää pääoman tuottoa tekevä yhtiö. Viime vuosina kasvu on kuitenkin hiipunut, ja kilpailun kiristymisen sekä ulkomaille laajentumisen myötä myös pääoman tuottotaso on laskenut selvästi. Tämä heikentää historiallisten kertoimien käyttökelpoisuutta arvostuksen tukena. Samoin yhtiön heikkoa tai negatiivista tulosta tekevät ulkomaantoiminnot heikentävät tulokertoimien käyttökelpoisuutta, sillä suoraan konsernin tuloksen kerrointa soveltamalla Ruotsin ja Saksan toiminnoille ei tule juurikaan arvoa, mikä ei pidemmällä aikavälillä ole mielestämme perusteltua. Yhtiön kuitenkin ollessa selvästi sitoutunut jatkamaan ulkomaiden toimintoja toistaiseksi, myös konsernitason kertoimet ovat mielestämme relevantti tapa katsoa arvostusta lähivuosille.

Toinen tapa tarkastella yhtiötä on arvioida maakohtaisesti sen liiketoimintojen arvo ja tekemällä osien summalaskelma. Kamuxin kasvun tasoittuminen ja ennustamamme rauhallisempi kasvu tulevaisuudessa helpottavat DCF:n käyttöä arvostusmenetelmänä, jota pidämme myös

kelvollisena arvostustapana. Katsomme Kamuxin arvostusta myös verrokkeihin nähden, mutta suorien verrokkien puutteen vuoksi pidämme verrokkiarvostusta vain suuntaa antavana.

Arvostus neutraaliho 2026 kertoimilla

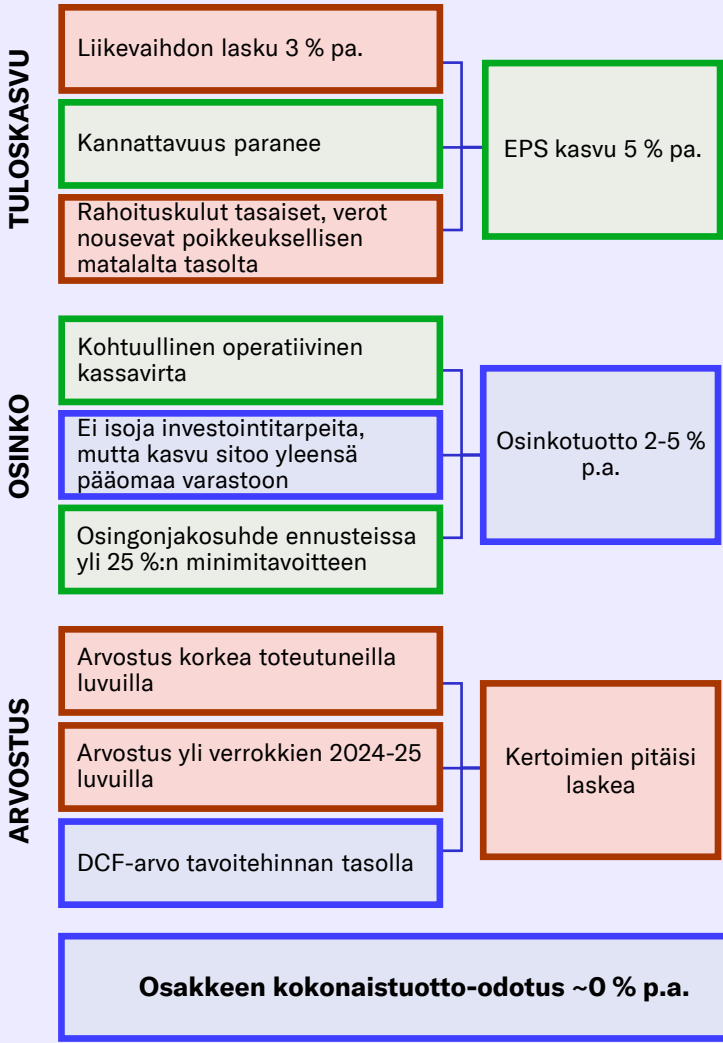
Kamuxin kertoimiin vaikuttavat vahvasti ulkomaiden tappiot. Emme kuitenkaan usko ulkomaiden kääntyvän voitolle lähivuosiinakaan, joten niiden potentiaali tuskin tulee heijastumaan kurssissa lähiaikoina. Tulokertoimien kannalta tämän vuoden luvut ovat korkeat, ja ensi vuoden luvut (P/E: 12x, EV/EBIT: 12x) ovat mielestämme tämänhetkiset kasvunäkymät ja riskit huomioiden lähellä neutraaleja tasoja, mutta pikemminkin hieman korkeita. Tulokertoimien suhteen on hyvä huomioida, että marginaaliennusteemme ovat yhtiön historiaan ja tavoitteisiin nähden matalalla tasolla. Volyymikasvun toteutuessa potentiaalia parempaan pitäisi löytyä. Toisaalta yhtiön hiipunut kasvunäkymä ja kilpailukyky heikentävät uskoamme merkittävään käänteeseen ja painavat myös hyväksyttäviä tulokertoimia alemmas. Hyväksyttävät tulokertoimet olisivat mielestämme nykyisillä kasvuoletuksilla noin EV/EBIT 10-12x ja P/E 10-12x.

Alle kirja-arvon hinta tällä hetkellä perusteltu

Kamux on nyt hinnoiteltu P/B-luvulla 0,7-0,8x. Taso on suhteellisen perusteltu huomioiden lähivuosien ROE-ennusteemme, jotka ovat jonkin verran alle 10 %:n tuottovaatimuksemme. Pidemmällä aikavälillä emme näe liiketoiminnassa merkittävää kilpailuetua, mikä rajoittaa sen pääoman tuottopotentiaalia. Uskomme keskipitkällä aikavälillä pääoman tuoton kuitenkin paranevan, jolloin nykyinen P/B-luku näyttäisi edulliselta.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

DCF-malli kertoo osakkeen olevan oikein hinnoiteltu

DCF-mallissamme odotamme konsernin kasvun hiipuvan 2 %:iin vuodesta 2029 eteenpäin. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan hieman vuosina 2029-2034 1,9 %:iin, mikä on myös terminaalijakson ennusteeemme.

Pääoman keskimääräinen kustannus ja siten tuottovaatimuksemme Kamuxille on 9,6 %. Terminaalijakson arvo mallissa on noin 50 %, mikä on maltillinen huomioiden lievästi nouseva kannattavuusennusteeemme. Mallimme antaa yhtiön velattomaksi arvoksi noin 160 MEUR, joka osakepääomalle tarkoittaa noin 80 MEUR tai noin 2,0 euroa/osake.

Osien summassa yhä potentiaalia

Olemme mallintaneet Kamuxin arvoa myös osien summa -menetelmällä. Näemme edelleen tällä metodilla katsottuna Kamuxissa potentiaalia. Kamuxin Suomen liiketoiminnoille olemme käyttäneet 10x EV/EBIT-kerrointa vuoden 2025 tulokselle, joka johtaa noin 230 MEUR:n arvoon. Arvostuksessa on syytä huomioida noin 10 MEUR:n konsernikulut suunnilleen vastaavalla arvostuksella, joiden negatiivinen vaikutus arvoon on noin 100 MEUR. Näin laskettuna pelkkä Suomen liiketoiminta yltää reiluun 130 MEUR:n arvoon, mikä tarkoittaa noin 2,2 euroa/osake. Mikäli lisäämme tähän Ruotsin ja Saksan toimintojen arvioidun varastoarvon, osien summa nousee noin 3 euroon/osake. Varastoarvo kuvaa toisaalta kohtuullisen helposti vapautettavissa olevan pääoman määrää ja toisaalta Ruotsin ja Saksan toimintojen karkeaa arvoa, mikäli niiden pääoman tuotto yltäisi pääoman kustannuksen tasolle. Tästä ollaan kuitenkin tällä hetkellä kaukana, eikä varaston myyntikään ole käytännössä lyhyellä aikavälillä mahdollista, kun yhtiö on sitoutunut esim. myymälöiden vuokriin ja henkilöstön

palkkojen maksuun.

Osien summa -menetelmällä katsottuna Kamuxissa on siis edelleen arvoa. Ongelmaksi muodostuu kuitenkin, että ulkomaiden jatkuvien tappioiden myötä tämä potentiaali ei nähdäksemme ole realisoitumassa ainakaan tulevan 12 kuukauden aikana. Yhtiö ei myöskään näytä tällä hetkellä harkitsevan Ruotsista tai Saksasta luopumista. Mikäli toimintoja ajettaisiin alas, niistä syntyisi todennäköisesti myös lisäkuluja. Lisäksi Suomen liiketoimintojen kilpailukyky on heikentynyt viime vuosina, mikä voi jatkua myös tulevaisuudessa. Tämän myötä painotamme osien summan potentiaalia vähemmän arvostuksessamme.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Verrokkiryhmästä löytyy paljon perinteisiä autokaupan toimijoita, jotka myyvät ensisijaisesti uusia autoja ja/tai huoltopalveluita, vaikka valikoimaan kuuluu myös käytetyt autot. Kamux erottuu tästä ryhmästä käytettyihin autoihin keskittyneellä liiketoimintamallillaan, joskin ennustamamme kasvu- ja kannattavuusluvut eivät radikaalisti poikkea perinteisen autokaupan tasoista.

Verrokkiryhmä sisältää myös tuoreempia toimijoita, joiden liiketoimintamalli nojaa uusien teknologisten ratkaisujen hyödyntämiseen pääosin digitaalisissa kanavissa. Näitä ovat mm. Auto1 Group (Saksa), Aramis (Ranska), Carmax (USA), MotorPoint (UK) ja Carvana (USA). Kamuxin kasvuvauhdin hiipuesssa emme näe tätä ryhmää kovin hyvänä vertailukohtana Kamuxille. Näiden toimijoiden tulos on tyypillisesti tappiollinen tai varsin matala, mikä vaikeuttaa tulostektoimien vertailua. Nämä toimijat myös haastavat Kamuxin perinteisemmän myymälöihin tukeutuvan monikanavamallin.

Osien summa	Arvo	Metodologia
Suomi	229	2025 EV/EBIT 10x
Ruotsi	21	Varaston arvo
Saksa	10	Varaston arvo
Konsernikulut	-100	2025 EV/EBIT 10x
EV yhteensä	160	
Nettovelat ilman IFRS 16	-42	
Osakepääoma	118	
Per osake	2,9	
Lähde: Inderes		

Arvostus (3/3)

Koko verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT on 2025-26 noin 13x ja P/E noin 12x, jotka ovat hieman korkeampia kuin Kamuxille hyväksymämme kertoimet. Mielestämme verrokkiryhmän arvostusta ei kannata sellaisenaan soveltaa suoraan Kamuxiin. Kamux on tämän vuoden kertoimilla arvostettu selvällä preemiolla verrokkeihin heikon tulostason takia, mutta vuoden 2026 arvostus on P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla suunnilleen verrokkiryhmän tasoa.

Kassavirta ja osinko kohtuullista tasoa

Odotamme Kamuxin kassavirran olevan vahva tänä vuonna, kun yhtiön varastot ovat laskeneet matalampien volyymien myötä. Jatkossa yhtiö joutuu mielestämme kuitenkin taas kasvattamaan lievästi varastojaan, kun se pyrkii kasvamaan. Vapaa kassavirta on noin 7 MEUR vuodessa lähivuosina. Nykyisellä kurssitasolla tämä vastaa kohtuullista 8-9 %:n vapaan kassavirran tuottoa.

Ennustamme Kamuxin osingonjakosuhteen pysyvän viime vuosien tapaan 35-45 %:n tasolla (eli yli sen 25 %:n tavoitteen). Absoluuttisen osingon noustessa tuloksen mukana, tämä tarkoittaa 2-5 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Yllämainittuun lähivuosien kassavirtatasoon verrattuna osinkojen taso on järkevä, absoluuttisesti 2-4 MEUR. Kamuxilla on edelleen myös kasvuhaluja ainakin keskipitkällä aikavälillä, joten emme odota yhtiön nostavan osinkojakosuhdettaan enempää lähivuosina.

Tavoitetaso ei näytä relevantilta tällä hetkellä

Kamuxin pitkän aikavälin tavoitteet indikoivat noin 60 MEUR:n liikevoittotasoa. Mikäli tämän arvostaisi esim. EV/EBIT 10x-kertoimella, olisi EV luonnollisesti 600 MEUR. Kasvu vaatisi myös varastojen kasvua, joten voitaisiin ajatella velkatason olevan esim. 100 MEUR, jolloin

markkina-arvoksi tässä skenaariossa tulisi 500 MEUR eli 12,5 euroa osakkeelta karkeasti arvioituna. Tämän toteutuminen on toki joka tapauksessa vuosien päässä, joten tätä lukua tulisi diskontata nykypäivään. Luvut antavat suuntaa siitä, mihin yhtiö voisi vuosikymmenen loppuun mennessä kehittyä, jos se saavuttaisi tavoitteensa. Ennustamme ovat kuitenkin reilusti etenkin marginaalitavoitteen alapuolella eli emme odota yhtiön yltävän niihin missään vaiheessa. Yhtiö ei ole myöskään tarjonnut mitään konkreettisia toimia, joilla kannattavuus paranisi niin merkittävästi, että tavoitetaso olisi realistinen lähivuosina.

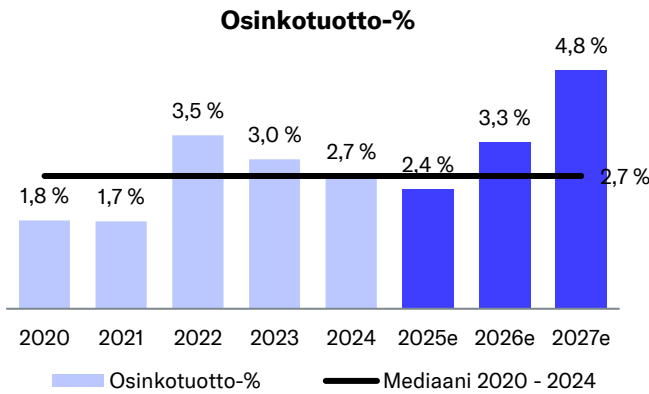
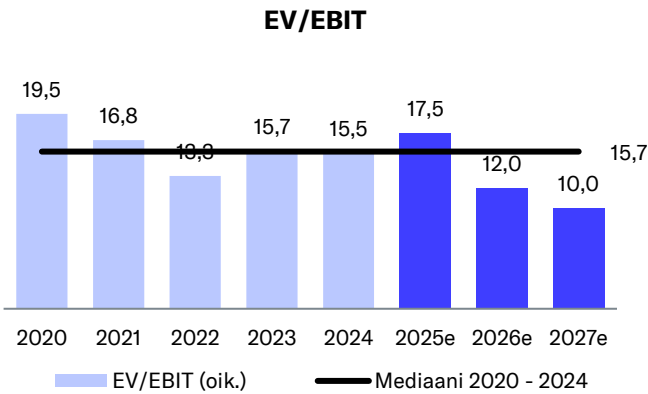
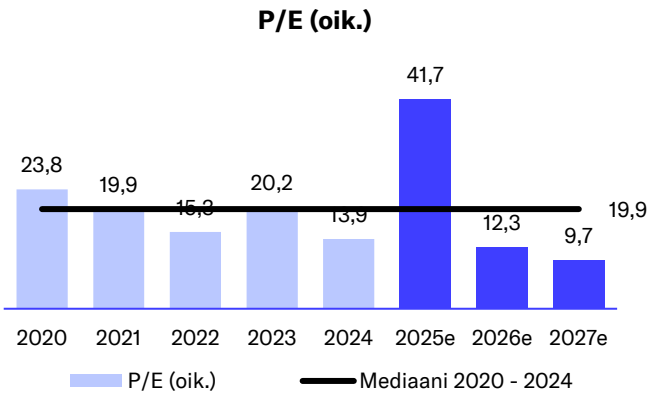
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	146	142	136
P/E (oik.)	41,7	12,3	9,7
P/E	>100	12,3	9,7
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	6,7	5,3	4,8
EV/EBIT (oik.)	17,5	12,0	10,0
Osinko/tulos (%)	15425 %	41 %	46 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,3 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,6	11,5	4,33	5,70	2,64	2,10	2,10	2,10	2,10
Osakemäärä, milj. kpl	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Markkina-arvo	544	458	173	228	106	84	84	84	84
Yritysarvo (EV)	597	529	232	282	180	146	142	136	133
P/E (oik.)	23,8	19,9	15,3	20,2	13,9	41,7	12,3	9,7	8,0
P/E	23,3	23,4	16,0	23,9	22,5	>100	12,3	9,7	8,0
P/B	5,7	4,3	1,6	2,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	0,8	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	14,6	13,3	7,9	9,8	8,0	6,7	5,3	4,8	4,4
EV/EBIT (oik.)	19,5	16,8	13,3	15,7	15,5	17,5	12,0	10,0	8,6
Osinko/tulos (%)	41,1 %	40,7 %	55,5 %	71,1 %	59,6 %	15424,9 %	40,9 %	46,1 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,7 %	3,5 %	3,0 %	2,7 %	2,4 %	3,3 %	4,8 %	4,4 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Bilia AB	1157	1962	16,0	13,5	8,3	7,6	0,5	0,5	15,0	12,1	4,7	5,3	2,4
Inchcape PLC	3207	4040	6,4	6,1	5,2	5,0	0,4	0,4	10,0	8,9	4,0	4,6	2,2
Asbury Automotive Group Inc	3933	8796	10,3	10,0	10,0	9,8	0,6	0,5	8,4	8,4			1,1
Group 1 Automotive Inc	4371	8940	11,2	10,7	10,2	9,8	0,5	0,5	9,6	9,1	0,5	0,5	1,7
Sonic Automotive Inc	1856	5072	12,1	11,6	9,6	9,4	0,4	0,4	9,5	9,0	2,3	2,3	2,4
Eagers Automotive Ltd	3823	5588	16,6	10,7	14,3	9,7	0,8	0,5	24,6	19,1	3,0	3,6	3,8
AutoNation Inc	6513	14410	12,1	12,1	10,5	10,2	0,6	0,6	10,4	9,9			3,1
Lithia Motors Inc	7122	18860	13,6	13,0	12,4	11,9	0,6	0,6	9,7	9,0	0,6	0,6	1,3
Penske Automotive Group Inc	9350	14029	13,0	12,9	11,1	11,0	0,5	0,5	12,2	11,9	3,1	3,3	1,9
Carmax Inc	4700	18836	27,9	33,6	20,5	20,7	0,8	0,9	11,8	14,4			1,1
Motorpoint Group PLC	129	186	12,3	9,3	6,9	5,7	0,1	0,1	38,0	19,9		1,8	4,7
Auto 1	5759	6525	50,0	32,3	34,7	24,5	0,8	0,7	66,6	40,5			8,2
Carvana	83639	86297	52,7	40,0	45,1	34,5	5,1	4,0	87,8	63,9			29,7
Aramis	379	477	15,9	13,7	7,6	7,3	0,2	0,2	21,8	14,3			1,9
Kamux (Inderes)	84	146	17,5	12,0	6,7	5,3	0,2	0,2	41,7	12,3	2,4	3,3	0,8
Keskiarvo			19,3	16,4	14,7	12,6	0,8	0,7	24,0	17,9	2,6	2,8	4,7
Mediaani			13,3	12,5	10,4	9,8	0,6	0,5	12,0	12,0	3,0	2,8	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			32 %	-4 %	-35 %	-46 %	-70 %	-69 %	247 %	2 %	-21 %	19 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1002	241	253	280	232	1005	233	206	233	216	887	876	917	943
Suomi	698	172	177	210	180	739	176	157	173	163	669	667	683	699
Ruotsi	283	69	73	65	46	253	42	39	43	40	164	167	192	196
Saksa	102	25	29	29	20	103	22	18	21	19	79,9	81,6	91,6	97,9
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-81	-25	-26	-24	-14	-89	-7	-7	-5	-7	-27	-40	-50	-50
Käyttökate	28,7	5,8	5,7	7,9	3,1	22,5	1,2	5,6	7,9	6,9	21,6	26,8	28,4	30,3
Poistot ja arvonalennukset	-12,9	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-14,5	-3,8	-3,9	-3,8	-3,8	-15,3	-15,0	-14,8	-14,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,0	2,7	2,6	5,6	0,7	11,6	-1,9	2,9	4,3	3,1	8,3	11,8	13,6	15,5
Liikevoitto	15,8	2,3	2,1	4,2	-0,6	8,0	-2,6	1,7	4,1	3,1	6,3	11,8	13,6	15,5
Suomi	28,6	6,5	6,7	8,7	4,1	26,0	2,6	6,9	7,3	6,5	23,3	25,4	25,0	25,8
Ruotsi	0,3	-1,3	-1,3	-1,0	-0,7	-4,2	-1,7	-1,1	-0,1	-0,5	-3,4	-2,2	-0,3	0,3
Saksa	-1,6	0,2	-0,3	0,0	-0,9	-1,1	-0,1	-1,0	-0,9	-0,7	-2,7	-2,1	-1,6	-1,0
Konsernitoiminnot ja eliminoinnit	-9,3	-2,7	-2,5	-2,1	-1,8	-9,1	-2,7	-2,0	-2,1	-2,2	-9,0	-9,3	-9,5	-9,7
Nettorahoituskulut	-1,9	0,0	-1,1	-0,8	-0,6	-2,6	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-3,8	-3,1	-2,6	-2,1
Tulos ennen veroja	13,9	2,3	1,0	3,4	-1,3	5,4	-4,0	0,9	3,3	2,3	2,5	8,7	11,0	13,4
Verot	-4,3	-1,1	-0,8	-1,4	2,6	-0,7	0,0	-0,9	-1,1	-0,5	-2,5	-1,9	-2,4	-2,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,6	1,2	0,2	2,0	1,3	4,7	-4,0	0,0	2,2	1,9	0,1	6,9	8,7	10,5
EPS (oikaistu)	0,28	0,04	0,01	0,08	0,06	0,19	-0,08	0,03	0,06	0,05	0,05	0,17	0,22	0,26
EPS (raportoitu)	0,24	0,03	0,00	0,05	0,03	0,12	-0,10	0,00	0,05	0,05	0,00	0,17	0,22	0,26

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,4 %	7,9 %	-0,9 %	-0,8 %	-4,0 %	0,3 %	-3,4 %	-18,7 %	-16,9 %	-7,0 %	-11,8 %	-1,2 %	4,7 %	2,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,6 %	218,6 %	-41,6 %	-21,9 %	-87,4 %	-35,4 %	-171,5 %	10,4 %	-24,2 %	355,9 %	-28,1 %	41,8 %	15,1 %	13,9 %
Käyttökate-%	2,9 %	2,4 %	2,3 %	2,8 %	1,3 %	2,2 %	0,5 %	2,7 %	3,4 %	3,2 %	2,4 %	3,1 %	3,1 %	3,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,8 %	1,1 %	1,0 %	2,0 %	0,3 %	1,2 %	-0,8 %	1,4 %	1,8 %	1,5 %	0,9 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %
Nettotulos-%	1,0 %	0,5 %	0,1 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	-1,7 %	0,0 %	0,9 %	0,9 %	0,0 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	68	69	71	71	71
Liikearvo	14,0	14,2	14,2	14,2	14,2
Aineettomat hyödykkeet	4,6	3,7	3,2	3,1	3,1
Käyttöomaisuus	48,1	50,4	52,6	53,0	53,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	147	159	136	134	136
Vaihto-omaisuus	117	131	111	109	110
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Myyntisaamiset	20,8	20,6	17,7	17,5	18,3
Likvidit varat	8,9	3,0	2,6	2,6	2,7
Taseen loppusumma	216	228	207	205	207

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	112	109	106	111	117
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	87,4	85,5	82,7	87,6	93,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Muu oma pääoma	24,7	23,9	23,9	23,9	23,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	46	45	41	45	41
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	45,1	44,2	40,2	44,4	40,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	58	75	60	49	49
Korolliset velat	17,6	33,2	24,4	16,2	14,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	37,1	38,9	32,8	30,7	32,1
Muut lyhytaikaiset velat	3,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Taseen loppusumma	216	228	207	205	207

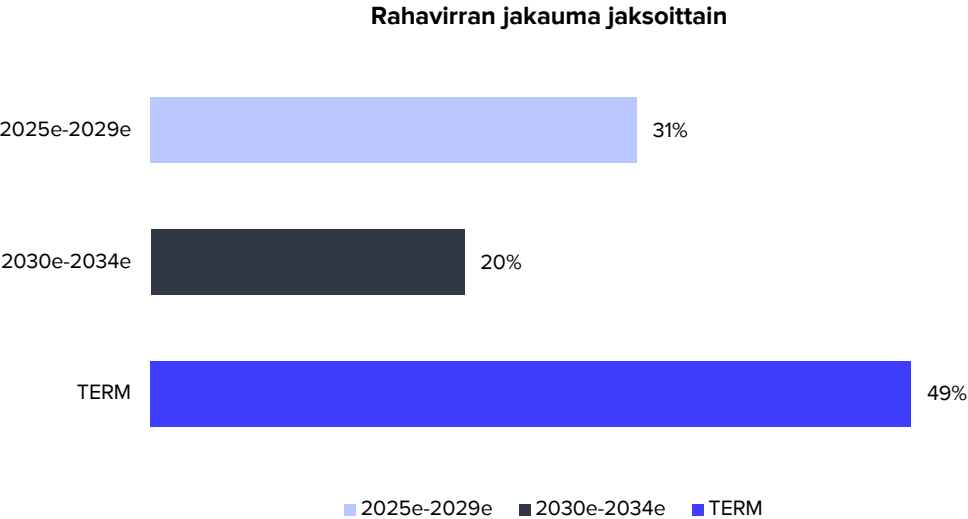
DCF-laskelma

Vuosi	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,3 %	-11,8 %	-1,2 %	4,7 %	2,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,8 %	0,7 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Liikevoitto	8,0	6,3	11,8	13,6	15,5	16,4	16,7	17,0	18,4	19,8	20,2	
+ Kokonaispoistot	14,5	15,3	15,0	14,8	14,8	15,1	15,4	15,7	16,0	16,3	16,4	
- Maksetut verot	0,0	-2,5	-1,9	-2,4	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3	-3,6	-3,9	-4,0	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	-17,0	17,0	-0,6	0,1	-2,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	
Operatiivinen kassavirta	5,1	35,3	23,7	25,6	24,2	25,9	26,4	27,0	28,3	29,7	30,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,1	-17,0	-15,3	-15,0	-14,9	-15,2	-15,6	-15,9	-16,2	-16,5	-16,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,8	18,3	8,4	10,6	9,2	10,7	10,9	11,1	12,1	13,2	13,1	
+/- 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	-10,8	18,3	8,4	10,6	9,2	10,7	10,9	11,1	12,1	13,2	13,1	176
Diskontattu vapaa kassavirta		18,3	7,6	8,8	7,0	7,4	6,9	6,4	6,4	6,3	5,7	76,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		157	139	132	123	116	108	102	95,2	88,8	82,5	76,8
Velaton arvo DCF		157										
- Korolliset velat		-77,4										
+ Rahavarat		3,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,8										
Oman pääoman arvo DCF		80										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,0										

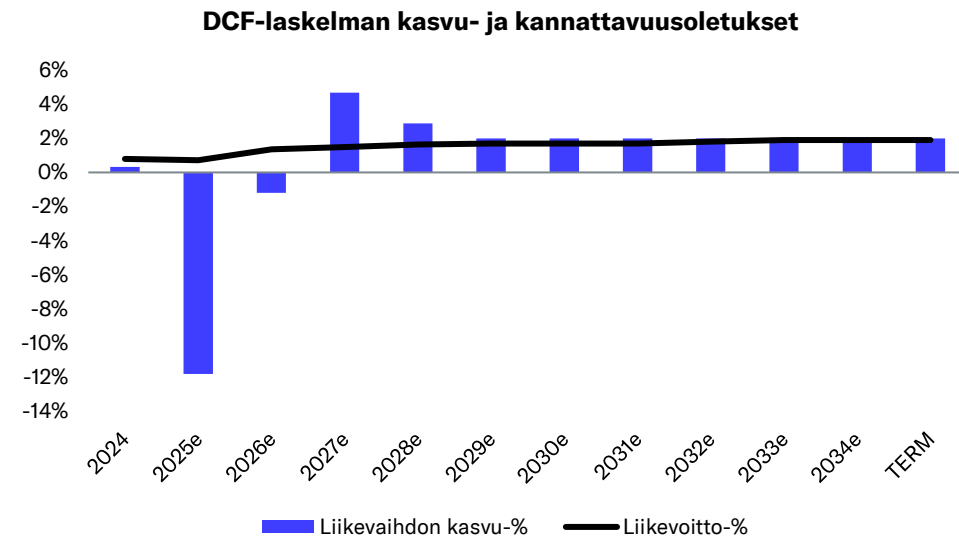
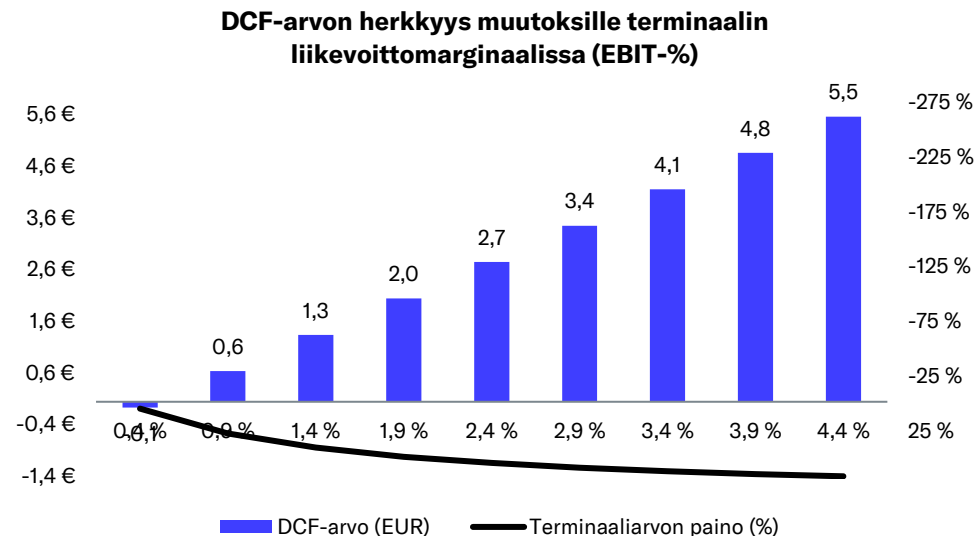
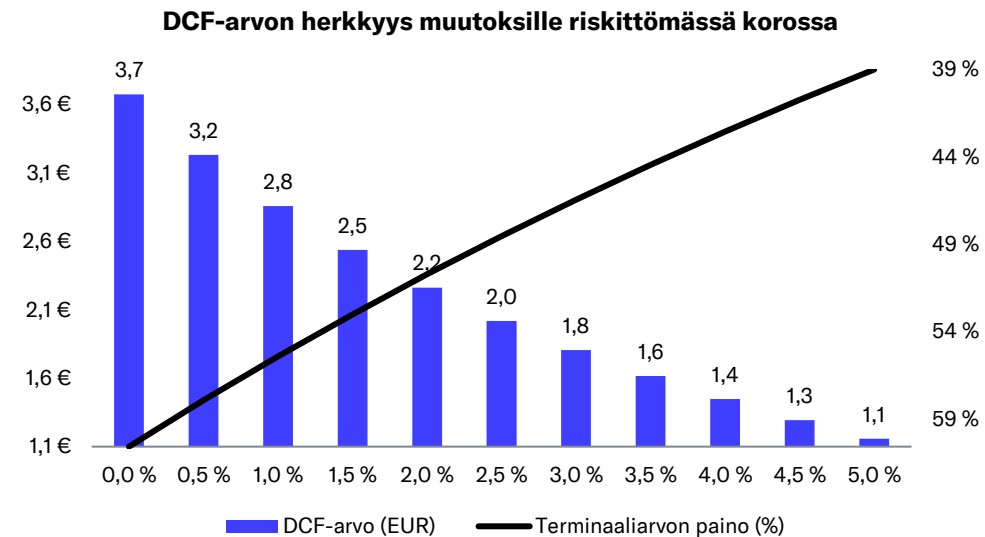
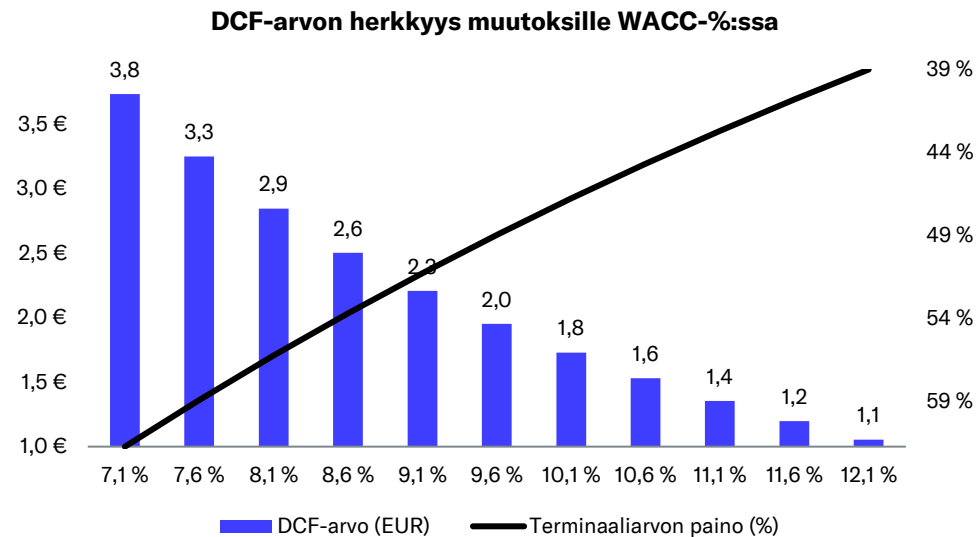
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	968,7	1002,1	1005,4	886,5	876,0	EPS (raportoitu)	0,27	0,24	0,12	0,00	0,17
Käyttökate	29,3	28,7	22,5	21,6	26,8	EPS (oikaistu)	0,28	0,28	0,19	0,05	0,17
Liikevoitto	17,0	15,8	8,0	6,3	11,8	Operat. Kassavirta / osake	0,71	0,74	0,13	0,88	0,59
Voitto ennen veroja	15,2	13,9	5,4	2,5	8,7	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,52	0,32	-0,27	0,46	0,21
Nettovoitto	10,8	9,6	4,7	0,0	6,9	Omapääoma / osake	2,71	2,80	2,72	2,65	2,78
Kertaluontoiset erät	-0,5	-2,2	-3,6	-2,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,17	0,07	0,05	0,07
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	204,6	215,7	228,4	206,7	205,4	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	3 %	0 %	-12 %	-1 %
Oma pääoma	108,3	111,8	109,0	106,2	111,1	Käyttökatteen kasvu-%	-26 %	-2 %	-22 %	-4 %	24 %
Liikearvo	14,0	14,0	14,2	14,2	14,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-44 %	3 %	-35 %	-28 %	42 %
Nettovelat	59,1	53,8	74,4	61,9	58,0	EPS oik. kasvu-%	-51 %	0 %	-33 %	-73 %	240 %
						Käyttökate-%	3,0 %	2,9 %	2,2 %	2,4 %	3,1 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	1,8 %	1,8 %	1,2 %	0,9 %	1,4 %
Käyttökate	29,3	28,7	22,5	21,6	26,8	Liikevoitto-%	1,8 %	1,6 %	0,8 %	0,7 %	1,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,4	5,7	-17,0	17,0	-0,6	ROE-%	10,1 %	8,7 %	4,3 %	0,0 %	6,3 %
Operatiivinen kassavirta	28,4	29,5	5,1	35,3	23,7	ROI-%	9,8 %	9,1 %	4,4 %	3,6 %	6,9 %
Investoinnit	-7,3	-13,6	-16,1	-17,0	-15,3	Omavaraisuusaste	53,2 %	51,8 %	47,7 %	51,4 %	54,1 %
Vapaa kassavirta	20,9	12,8	-10,8	18,3	8,4	Nettovelkaantumisaste	54,5 %	48,1 %	68,3 %	58,3 %	52,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2						
EV/EBITDA	7,9	9,8	8,0	6,7	5,3						
EV/EBIT (oik.)	13,3	15,7	15,5	17,5	12,0						
P/E (oik.)	15,3	20,2	13,9	41,7	12,3						
P/B	1,6	2,0	1,0	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,0 %	2,7 %	2,4 %	3,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 tulevista. 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla 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 latineen analyttikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/05/2021	Lisää	17,00 €	15,60 €
21/07/2021	Lisää	18,50 €	17,36 €
16/08/2021	Osta	17,00 €	14,66 €
14/11/2021	Lisää	14,00 €	12,43 €
20/11/2021	Osta	14,00 €	11,76 €
Analyttikko vaihtuu			
23/01/2022	Osta	14,00 €	10,74 €
06/03/2022	Osta	13,00 €	10,26 €
16/05/2022	Osta	12,00 €	8,86 €
15/08/2022	Osta	8,00 €	6,48 €
21/11/2022	Osta	7,50 €	5,08 €
10/01/2023	Lisää	5,40 €	4,78 €
06/03/2023	Osta	6,00 €	5,09 €
15/05/2023	Lisää	6,00 €	5,50 €
Analyttikko vaihtuu			
25/07/2023	Lisää	5,60 €	5,08 €
14/08/2023	Lisää	6,40 €	6,00 €
27/09/2023	Lisää	6,40 €	5,48 €
07/11/2023	Lisää	6,40 €	5,70 €
13/11/2023	Lisää	6,40 €	5,57 €
27/12/2023	Lisää	6,40 €	5,70 €
04/03/2024	Osta	6,40 €	5,20 €
20/05/2024	Lisää	6,50 €	5,75 €
19/08/2024	Lisää	4,70 €	4,27 €
25/09/2024	Lisää	4,50 €	3,90 €
15/10/2024	Lisää	4,20 €	3,68 €
11/11/2024	Osta	4,00 €	3,37 €
19/12/2024	Vähennä	2,80 €	2,63 €
21/02/2025	Vähennä	2,70 €	2,60 €
09/05/2025	Vähennä	2,30 €	2,24 €
14/05/2025	Vähennä	2,00 €	2,07 €
13/08/2025	Vähennä	2,00 €	2,16 €
17/10/2025	Vähennä	2,00 €	1,98 €
12/11/2025	Vähennä	2,00 €	2,06 €
23/12/2025	Vähennä	2,00 €	2,10 €

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Käytettyjen autojen kauppa on taksonomiakelpoista, mutta ei sen mukaista

Kamuxin toimiala on käytettyjen autojen kauppa. Vuonna 2023 Kamux arvioi, ettei mikään sen toiminnoista ole taksonomiakelpoista. Määritelmien tarkennettua Kamux on arvioinut tilannetta uudelleen, ja nyt sen mukaan käytettyjen autojen myynti, eli lähes koko sen liikevaihto, on taksonomiakelpoista. Se sisältyy luokkaan ”käytettyjen tavaroiden myynti”. Kulujen ja pääomamenojen suhteen Kamuxilla on vain marginaalisesti taksonomiakelpoista toimintaa. Kamux arvioi, että mikään sen toiminta ei täytä teknisiä arviointikriteereitä ja siten mikään sen toiminnoista ei ole taksonomian mukaista.

Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

Vaikka Kamux arvioikin nyt ydinliiketoimintansa olevan taksonomiakelpoista, sillä ei ole lainkaan taksonomian mukaista liikevaihtoa. Emme siten näe nykyisen kaltaisesta taksonomiasta vaikutuksia Kamuxin liiketoimintaan, emmekä siten myöskään esim. rahoitustilanteeseen tai rahoituskuluihin.

Ei selviä tavoitteita päästöjen tai ilmastomuutoksen suhteen

Kamuxin oma toiminta luo vain rajallisesti päästöjä ja ilmastovaikutuksia. Sen toiminnan suurin vaikutus syntyy epäsuorasti, kun sen myymät ajoneuvot ovat liikenteessä. Kamuxin vaikutusmahdollisuudet liittyvätkin lähinnä sen myynnissä olevan autovalikoiman kehittämiseen vähäpäästöisempään suuntaan. Käytännössä yhtiö kuitenkin seuraa mielestämme tämän suhteen pitkälti markkinakysyntää, eikä siten pysty itse oleellisesti vaikuttamaan autokannan kehittämiseen, vaan muutos lähtee auton ostajista/käyttäjistä.

Kamux julkisti vuodelta 2024 päästötietoja, jotka odotetusti painottuvat merkittävilta osin Scope 3-päästöihin. Yhtiö ei

kuitenkaan ole julkistanut tietoja aiemmilta vuosilta, eikä tavoitteita päästöjensä suhteen, joten niiden arviointi on varsin hankalaa. Epäsuorasti tähän liittyen Kamuxin seuraamiin vastuullisuusmittareihin kuuluvat mm. tuontiautojen ikä ja vaihtoehtoisten käyttövoimien osuus sekä polttoaineen kulutus per myyty auto. Näidenkään osalta yhtiö ei ole kuitenkaan julkistanut tavoitetasoja, joihin yhtiön suoriutumista voisi verrata. Kaiken kaikkiaan tietoja yhtiön arvioimiseksi ilmastotavoitteiden osalta on hyvin niukasti.

Ei-taloudelliset tavoitteet

Taloudellisten tavoitteiden ohella Kamuxilla on kaksi ei-taloudellista tavoitetta. Nämä ovat NPS (Net Promoter Score) eli asiakkaiden suosittelemisindeksi, jossa Kamuxin tavoite on 60, tuoreimman arvon ollessa 60 eli juuri tavoitteessa. Yhtiöllä on lisäksi eNPS eli työntekijöiden NPS-tavoite, joka on 40. Tuorein arvo oli vain 4, joskin vuonna 2023 arvo oli 33. Tavoitteet näyttävät saavutettavilta ja järkeviltä tavoitteilta.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	0 %	94 %
OPEX	0 %	1 %
CAPEX	0 %	0 %

Taksonomian mukaisuus	2023	2024
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

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

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyttikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkemyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**