

Relais Group

Seurannan aloitus

10/2019

Kasvuhakuisuutta defensiivisellä toimialalla

Aloitamme Relais Groupin seurannan osta-suosituksella ja 9,0 euron tavoitehinnalla. Relais on Pohjoismaissa ja Baltiassa toimiva ajoneuvojen varaosiin keskittyvä tukkuri. Relais on kasvanut vuosina 2011-2018 selvästi hitaasti kasvavaa ja rakenteeltaan fragmentoitunutta markkinaa nopeammin ja yhtiö tavoittelee markkinoita nopeampaa kasvua myös jatkossa. Relaisin markkinat ovat luonteeltaan defensiivisiä ja lisäksi yhtiön kulurakenne on joustava sekä investointitarpeet pieniä. Vankan tuloshistorian omaavan Relaisin kannattavuus on myös ollut selvästi kilpailijoita parempi. Sijoituskohteena yhtiö on defensiivinen. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssikehitys oli varovaista (-1 %) ja osakkeessa on arvonmäärityksemme ja muiden ajureiden perusteella selvästi nousuvaraa.

Keskittynyt toimintamalli on johtanut kilpailijoita parempaan kannattavuuteen

Relaisin ydinliiketoimintaa on tarjota laajaa valikoimaa ajoneuvojen varaosia, lisävarusteita ja niihin liittyviä asiantuntijapalveluita niinikään laajalle joukolle jälleenmyyjäasiakkaita kohdemarkkinoilla. Yhtiö kuuluu toimialansa suurimpiin Suomessa ja Ruotsissa. Relais on differoittunut monista kilpailijoistaan keskittymällä vain tukkumarkkinaan, profiloitumalla erityisesti sähköosien asiantuntijaksi ja tarjoamalla asiakkaiden käyttöön arviomme mukaan markkinoiden edistyksellisimpiin kuuluvan digitaalisen tuotehakemiston. Erottautuminen kilpailijoista näkyy selvästi niitä parempana kannattavuutena mm. bruttomarginaalissa ja EBITDA-marginaalissa.

Kasvua haetaan aktiivisesti, kannattavuus säilyy hyvällä tasolla

Relaisin strategiana on kasvaa selvästi markkinaa nopeammin ja kasvattaa liikevaihto vuoteen 2024 mennessä kaksinkertaiseksi vuoden 2018 tasosta. Tavoitteeseen aiotaan päästä viimeaikaisten akvisitiokohteiden kanssa lisääntyvän ristiinmyynnin, uusien tuotekategorioiden ja etenkin Pohjoismaissa tehtävien uusien akvisitioiden avulla. Relais on vuodesta 2014 tehnyt viisi akvisitiota Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa, joten yhtiöllä on kasvustrategian toteutuksesta jo kokemusta. Emme ole sisällyttäneet tulevia akvisitioita perusennusteeseemme, mutta fragmentoitunut markkina sekä yhtiön aiemmat näytöt yritysostoista luovat hyvän pohjan epäorgaaniselle kasvulle. Perusennusteessamme konsernin kannattavuus pysyy korkeana ja paranee edelleen hieman vuosina 2019-2022 (EBITA-marginaali 12,6 %:sta 14,1 %:iin) Ruotsista hankittujen yhtiöiden hyvän kannattavuuden sekä synergioiden päästessä vaikuttamaan numeroihin.

Arvostusdiskontto suhteessa verrokkeihin perusteeton, yritysostot selvä plusoptio

Relaisin osake on 15-18 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin vuoden 2020 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimilla, vaikka emme ole keskivertoverrokkia pienemmän koon lisäksi tunnistanee muita diskonttotekijöitä. DCF-arvoon on nousuvaraa 25 %. Osakekurssi ei myöskään huomioi arvonlisäpotentiaalia, joka liittyy Relaisin jälleen aktivoitumassa oleviin yritysostoihin. Toimialan defensiivisyys sekä Relaisin joustava kulurakenne pitävät merkittävien negatiivisten yllätysten riskin pienenä ja näytöt onnistuneista yritysostoista pienentävät myös niihin liittyvää riskiä. Lähiaikojen positiivisia kurssiajureita voivat olla tiedot yrityskaupoista sekä muutamien kuukausien kuluttua saatava näyttö H2'19:ää koskevan ohjeistuksen saavuttamisesta.

Analyytikot



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Osta



(-)

9,00 EUR

(-)

Osakekurssi: 7,35 EUR

Potentiaali: 22,4 %

Ohjeistus

(-)

EBITA:n arvioidaan olevan 8-10 MEUR H2'19:llä.

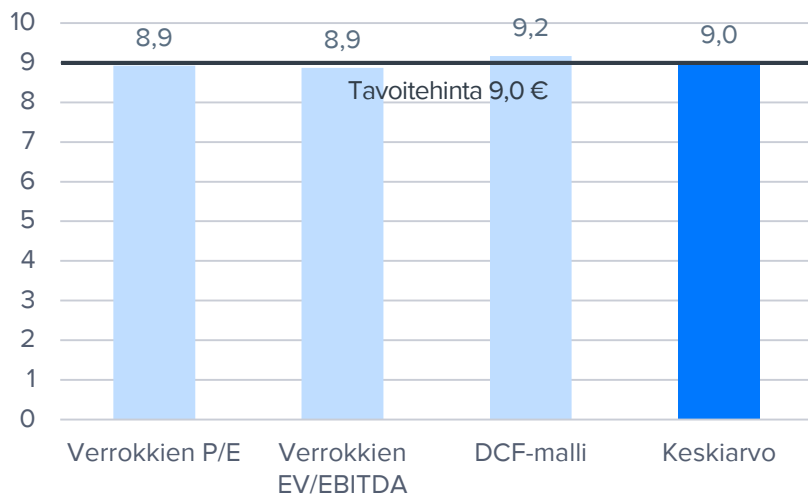
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	72,5	102,3	123,5	130,6
kasvu-%	20 %	41 %	21 %	6 %
EBIT oik.	8,4	12,9	16,7	18,4
EBIT-% oik.	11,6 %	12,6 %	13,6 %	14,1 %
Nettotulos	3,1	0,2	5,9	7,4
EPS (oik.)		0,56	0,73	0,83

P/E (oik.)	13,0	10,0	8,9
P/B	1,8	1,7	1,7
Osinkotuotto-%	1,8 %	4,0 %	4,4 %
EV/EBIT (oik.)	11,4	8,3	7,2
EV/EBITDA	11,1	8,2	7,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,0

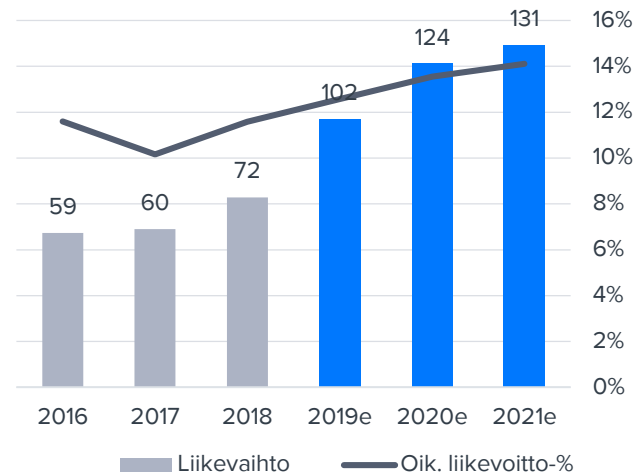
Lähde: Inderes

Arvonmäärityksen yhteenveto, EUR/osake



Lähde: Reuters Eikon, Inderes

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Lähde: yhtiö, Inderes

MCAP
119
MEUR

EV (yritysarvo)
147
MEUR

EV/EBITA
8,3
2020e

P/E (oik.)
10,0
2020e



Arvoajurit

- Defensiivinen markkina, joka ei ole riippuvainen uusien ajoneuvojen myynnistä
- Relaisin tukkumarkkinafokus ja erikoistuminen sähköosien kasvavalle markkinalle
- Toteutetut ja odotettavissa olevat akvisitiot
- Joustava kulurakenne



Riskitekijät

- Automaahantuojen ja merkiliikkeiden kasvava aktiivisuus jälkimarkkinalla
- Uudet digitaaliset markkinapaikat ja poikkeavat liiketoimintamallit
- Akvisitioiden seurauksena monimutkaistuva konsernirakenne



Arvostus

- Hiltaasti kasvavan toimialan arvostuskertoimet ovat maltilliset ja Relais on hinnoiteltu verrokkien alapuolelle
- Tulevat akvisitiot ovat selvä plusoptio, jota ei ole hinnoiteltu osakkeeseen
- Liiketoiminnan defensiivisyys ja matala riskiprofiili tukevat arvostusta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Liiketoimintamalli	7-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Markkinat	17-23
Kilpailutilanne	25-27
Historiallinen kehitys	28
Kulu- ja taserakenne	29-31
Ennusteet	32-36
Arvonmääritys	37-40
Taulukot	41-45
Vastuuvapauslauseke	46

Yhtiökuvaus

Fokusoitunut varaosatukkuri

Relais Group on vuonna 2010 perustettu ajoneuvojen varaosien ja lisävarusteiden tukkumyyjä, joka toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Baltiassa. Yhtiön ydinliiketoimintaa on tarjota laajaa valikoimaa varaosia, lisävarusteita ja niihin liittyviä asiantuntijapalveluita niinikään laajalle joukolle jälleenmyyjäasiakkaita kohdemarkkinoilla. Yhtiö on differoitunut monista kilpailijoistaan keskittymällä vain tukkumarkkiniaan, profiloitumalla erityisesti sähköosien asiantuntijaksi ja tarjoamalla asiakkaiden käyttöön arviomme mukaan markkinoiden edistysellisimpiin kuuluvan digitaalisen tuotehakemiston.

Yritysstot historiallisen kasvun tukena

Relais Groupin taustana on Tampereella vuonna 1996 perustettu henkilö- ja hyötyajoneuvojen autoelektroniikkaan erikoistunut Startax Auto-Electronics Oy. Vuonna 2010 yhtiö perusti Relais Investment Oy:n toimimaan Startax Auto-Electronics Oy:n emoyhtiönä ja tukemaan Startaxin kasvua ja kansainvälistymistä. Konsernin liikevaihto oli noussut 24 MEUR:oon ja logistiset toiminnot keskitettiin uusiin tiloihin Lempäälään. Liiketoiminta laajeni Suomesta Viroon vuonna 2011, kun Startax AS perustettiin. Vuonna 2014 konserniin hankittiin suomalainen JA Tools JA Elektro Oy ja norjalainen Maskin-Teknisk AS ja näiden myötävaikutuksella konsernin liikevaihto kohosi 42 MEUR:oon. Vuonna

2016 Startax Auto-Electronics Oy ja JA Tools JA Elektro Oy yhdistettiin Startax Finland Oy:ksi ja samana vuonna Relais Investment Oy muutti nimensä Relais Group Oy:ksi.

Vuosina 2017 ja 2018 Relaisin toiminta laajeni ja kansainvälistyi voimakkaasti, kun Ruotsissa hankittiin 70 %:n omistusosuus Awimex International AB:sta ja Startax Sweden AB aloitti operatiivisen toimintansa. Konsernin vuoden 2018 liikevaihto oli 72 MEUR. Tähänastisista merkittävistä yritysjärjestelyistä tapahtui toukokuussa 2019, jolloin Relais hankki omistukseensa suunnatun osakeannin ja käteiskaupan yhdistelmällä ruotsalaiset AB Reservdelarin ja Huzells i Karlstad AB:n. Tämän seurauksena Relais Groupista tuli Pohjoismaiden johtaviin kuuluva ajoneuvojen sähkövarusteiden ja varaosien tarjoaja, jonka vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 119 MEUR.

Liiketoiminnan riskiprofiili on matala

Relaisin liiketoimintaa voidaan luonnehtia matalariskiseksi. Yhtiön tuotteiden kysyntää ajaa uusien ajoneuvojen kysynnän sijasta käytössä olevien ajoneuvojen määrä ja niillä ajatut kilometrit. Yhtiöllä on satoja osatoimittajia ja tuhansia asiakkaita, joten riippuvuus yksittäisistä toimittajista tai asiakkaista on vähäinen. Lisäksi kulurakenne on joustava ja investointitarve (poislukien akvisitiot) on pieni.

Toimintatavassa korostuvat joustavuus ja differoituminen

Relaisin toimintatapaa leimaavat seuraavat seikat:

- 1. Kasvuhakuisuus.** Yhtiö on kasvanut ja aikoo jatkossakin kasvaa vahvasti sekä orgaanisesti että yritysostoilla. Vuosien 2011-2018 raportoitu kumulatiivinen liikevaihdon kasvu (CAGR) oli 15 % orgaanisen kasvun oltua 8 %.
- 2. Pitäytyminen tukkumarkkinalla.** Tällä tavoin yhtiö säilyttää toiminnan ohjattavuuden sekä pitää kiinteät kustannukset kurissa.
- 3. Laaja tuotevalikoima.** Relaisin tuotevalikoima on useimpia kilpailijoita selvästi laajempi kattaen sekä varaosat että lisävarusteet, mikä yhdistyneenä asiakaspalveluhenkilöstön korkeaan osaamistasoon ja ratkaisukeskeisyyteen kohottaa asiakasuskollisuutta.
- 4. Sähköosat erityisosaamisalueena.** Relais on profiloitunut vahvasti ajoneuvojen sähköosien osajaksi, mikä merkitsee muuta markkinaa nopeampaa kasvua ja mahdollisuutta erottautua kilpailijoista.
- 5. Yritysstokohteille annetaan paljon vapautta.** Relaisin ostokohteet säilyttävät omat tuotemerkinsä ja synergioita haetaan kasvun (ristiinmyynti) eikä kulukarsinnan kautta. Ostokohteiden omistajille voidaan tapauskohtaisesti tarjota mahdollisuutta Relaisin osakkuuteen, mikä kasvattaa heidän sitoutumistaan.

Relais lyhyesti

Relais on ajoneuvojen varaosien ja lisävarusteiden tukkumyyjä, joka toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Baltiassa. Yhtiö on kasvanut ja aikoo kasvaa jatkossakin vahvasti sekä organisaation että yritysostoilla. Ulkomaantoimintojen osuus liikevaihdosta on noin 55 %.

2010

Perustamisvuosi

2019

Huzellsin ja ABR:n hankinta, joka kasvatti liikevaihtoa 65 %

+14,7 % 2011-2018

Raportoidun liikevaihdon vuosikasvu

+7,9 % 2011-2018

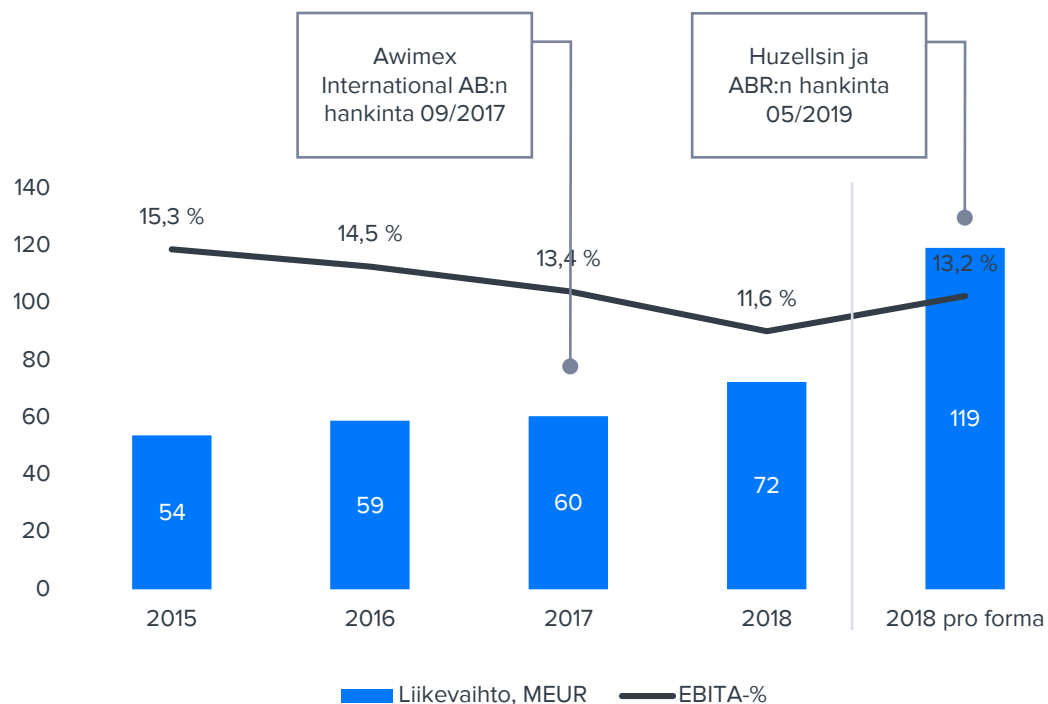
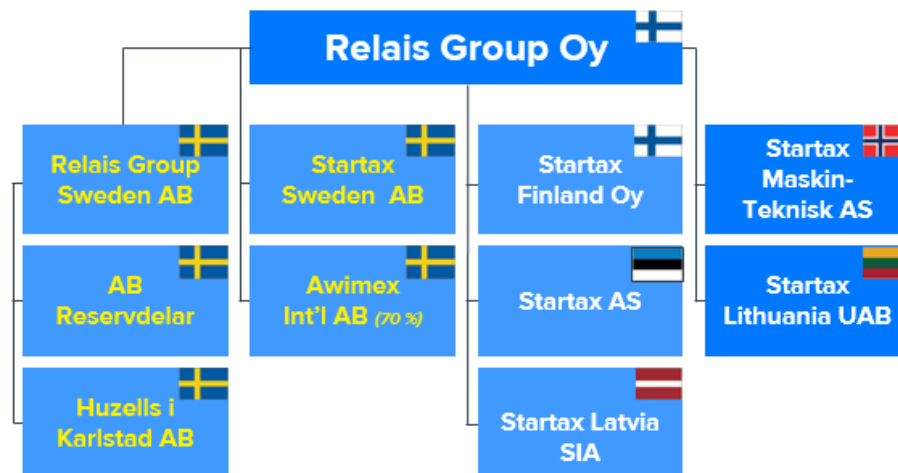
Liikevaihdon orgaaninen vuosikasvu

8,4 MEUR (11,6 % liikevaihdesta)

Liikevoitto ennen liikearvopoistoja 2018

266

Henkilöstö 6/2019



Lähde: Relais / Inderes

Liiketoimintamalli 1/3

Liiketoimintamallin yleispiirteet

Relais Groupin liiketoimintamallin keskeisimmät piirteet ovat seuraavat:

- **Keskittyminen tukkumarkkinaan.** Tiukalla fokuksella Relais uskoo säilyttävänsä toiminnan hyvän ohjattavuuden ja pitävänsä kiinteät kustannukset kurissa. Relaisin asema arvoketjussa antaa sille mahdollisuuden paitsi vähittäismyyjien palvelemiseen (alempana arvoketjussa) myös ajoneuvojen räätälöintiä ja varustamista harjoittavien yritysten palvelemiseen (ylempänä arvoketjussa).
- **Leveä tuotetarjonta.** Relais ylläpitää 150 000 varastonimikettä (stock keeping unit, SKU). Luku on selvästi enemmän kuin useimmilla kilpailijoilla ja se mahdollistaa melkein minkä tahansa asiakkaan tarvitseman tuotteen nopean toimituksen.
- **Erikoistuminen sähköosiin.** Sähköosien markkina kasvaa arviomme mukaan muuta varaosamarkkinaa nopeammin ja fokusoituminen sähköosiin differoi Relaisin monista kilpailijoista.
- **Ystävällismieliset ja ostokohteen sitouttavat akvisitiot.** Relaisin ostokohteet saavat laajan autonomian, synergioita haetaan kasvun eikä kulukarsinnan kautta ja ostokohteen johto voidaan sitouttaa Relaisiin omistuksen kautta.
- **Investointien ja kiinteiden kulujen**

pitäminen pieninä. Relais toimii kaikkialla vuokratiloissa ja sen tarvitsema kalusto (esim. trukit) on useimmiten leasattu. Kokonaisuutena kulurakenne on liikearvopoistoja lukuunottamatta keskipitkällä aikavälillä erittäin joustava.

Konserniyhtiöiden profiilien erot säilytetään

Relaisin Ruotsista tekemien akvisitioiden jälkeen konserniin tuli tytäryhtiöitä, joiden asiakas- ja tuoteprofiilit poikkeavat merkittävästi ”vanhan” Relaisin (Startax Finland) profiilista. Esimerkiksi Huzells i Karlstad on keskittynyt puhtaasti raskaan liikenteen palvelemiseen ja Awimex kevyisiin hyötyajoneuvoihin. Myös tuoteryhmien erikoistumisalueissa on eroja. Näiden erojen salliminen tai suorastaan vaaliminen ja samalla kohdeyhtiöiden perinteisten vahvuuksien hyödyntäminen on linjassa Relaisin strategian kanssa emmekä usko yhtiön pyrkivän muuttamaan hankittujen tytäryhtiöiden profiileja ellei jokin tulevaisuuden tapahtuma tee sitä perustelluksi.

Sivun 10 taulukko kuvaa Ruotsista hankittujen yhtiöiden eroja suhteessa Startax-yhtiöihin.

Hankinnat jakautuvat satojen osatoimittajien kesken

Relaisin periaatteena neuvotteluissa osatoimittajien kanssa on, että toimitussopimusten yleiset ehdot sovitaan keskitetysti ja Relaisin tytäryhtiöt päättävät omista ostoistaan em. yleisten ehtojen puitteissa.

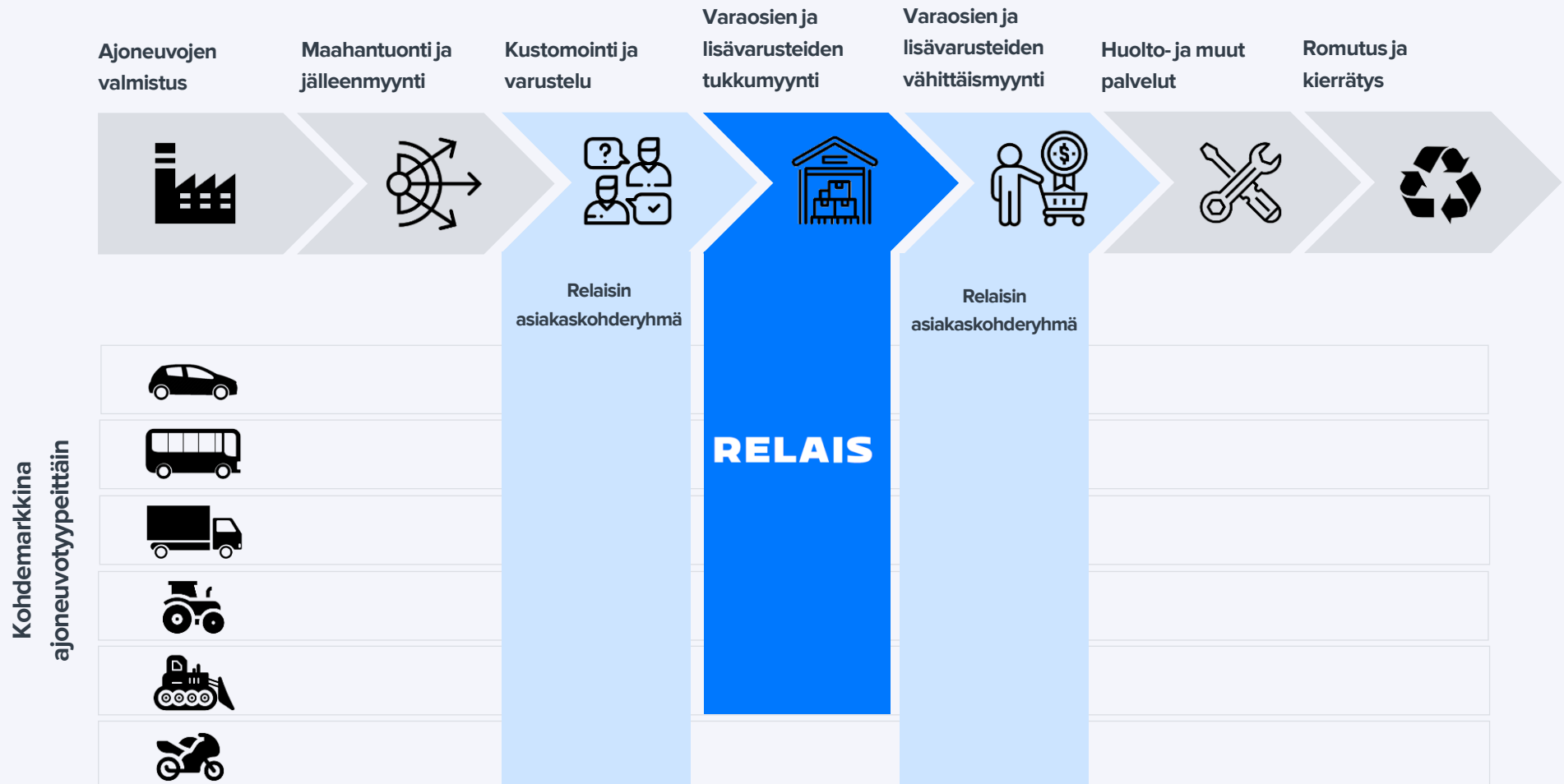
Osien toimitusajat vaihtelevat muutamista päivistä kuukausiin. Pidemmät toimitusajat koskevat tavallisesti valaistukseen liittyviä osia sekä valmistuskumppaneilta tulevia osia.

Relaisilla on satoja osatoimittajia. Yhdenkään toimittajan osuus Relaisin hankinnoista ei ylitä 10 %, joten toimittajariski on pieni. Relaisilla on muutamia erikoisosien toimittajia, jotka ovat ko. komponenttien ainoita toimittajia. Ehdoton pääsääntö kuitenkin on, että kullakin osalla on useampia vaihtoehtoisia toimittajia. Toisaalta Relais ei myy mitään osia yksinoikeudella. Yhtiön mukaan tämä ei kuitenkaan ole ongelma ja kilpailuedut luodaan toisaalla.

Relais on globaalin, 148 varaosatukkuria käsittävän Nexus-yhteenliittymän jäsen. Nexus tarjoaa jäsenilleen skaalaetuja ostoissa varaosavalmistajilta, apua suhteiden luomisessa valmistajiin sekä tukea laadunvarmistukseen, logistiikkajärjestelyihin, koulutukseen jne. Toimialalla volyymialennukset eivät ole yleensä kovin suuria, Relaisin mukaan muutamia prosenteja. Merkittävien ostajien ostoissa sovelletaan kuitenkin nettohinnoittelua, joka voi olla huomattavastikin pienen ostajan maksamaa hintaa alempi. Relaisin mukaan pienen varaosatukkurin voi olla hyvin vaikea ylipäänsä luoda asiakassuhdetta isoon valmistajaan. Relais ei anna osatoimittajille volyymitakuuta alennusten toivossa, vaan ostovolyymit kehittyvät täysin kysynnän ohjaamina.

Ajoneuvomarkkinan arvoketju ja Relaisin positio

Ajoneuvomarkkinan arvoketju



Relaisin tytäryhtiöiden ja tuotemerkkien profiilit

Relaisin yhtiö / tuotemerkki	STARTAX	 Reservdelar	Huzells	AWIMEX
Kohderyhmä	Henkilöautot, hyötyajoneuvot	Henkilöautot	Raskaat hyötyajoneuvot	Kevyet hyötyajoneuvot
Erikoistumisalue	Valaistus, sähkövaraosat, muut sähköosat	Jarrujärjestelmät	-	Valaistus, muut sähköosat
Maantieteellinen toimialue	Suomi, Ruotsi, Norja, Baltia	Ruotsi	Ruotsi	Ruotsi
Logistiikkakeskus	Lempäälä	Sundbyberg, Malmö	Karlstad	Simrishamn
Liikevaihto-osuus, 2018 pro forma	54 %	26 %	13 %	7 %

Liiketoimintamalli 2/3

Varastot ja logistiikkakeskukset lähellä asiakaskeskittymiä

Relaisin omista ostoista suurin osa tapahtuu Euroopassa ja pienempi osa Aasiassa. Kuljetukset toimittajilta ja valmistuskumppaneilta yhtiön logistiikkakeskuksiin (4 kpl) tapahtuvat rekka- ja merirahtina ja logistiikkakeskuksista edelleen muihin omiin varastoihin (6 kpl) logistiikka-partnereiden avulla. Toimitukset ovat vain harvoin aikakriittisiä ja esimerkiksi lentorahtina tapahtuvien kiiretoimitusten osuus on hyvin pieni. Logistiikkakulut ovat arviomme mukaan vain joitakin prosentteja tuotteiden ostohinnoista. Toimitusajat ovat Euroopassa 1-2 viikkoa, mutta esimerkiksi uuden Aasiasta hankittavan valomallin osalta se voi olla 6 kuukauttakin.

Relaisin logistiikkakeskukset ja varastot ovat seuraavat:

Paikkakunta	Maa	Tehtävä	m ²
Lempäälä	Suomi	Logistiikkakeskus	16 200
Vantaa	Suomi	Varasto	1 500
Turku	Suomi	Varasto	300
Tallinna	Viro	Varasto	1 000
Sundbyberg	Ruotsi	Logistiikkakeskus	7 100
Huddinge	Ruotsi	Varasto	1 300
Karlstad	Ruotsi	Logistiikkakeskus	6 100
Simrishamn	Ruotsi	Varasto	1 000
Malmö	Ruotsi	Logistiikkakeskus	3 800
Oslo	Norja	Varasto	800
Yhteensä			39 100

Lähde: Relais

Logistiikkakeskukset ja varastotilat ovat suurten asutuskeskusten läheisyydessä (poislukien Karlstad, joka palvelee raskasta liikennettä) eli lähellä vähittäismyyjäsiakkaiden toimipisteiden keskittymiä.

Relaisin ylläpitämästä suuresta varastonimikkeiden määrästä seuraa varaston koon kasvu kolmella ulottuvuudella: 1) eri varaosakategoriat; 2) eri ajoneuvomallit ja 3) yksittäisen ajoneuvomallin eri vuosimallit. Nimikkeiden määrä on kasvanut samalla kun autojen mallikirjo on kasvanut ja Relaisilla nimikkeiden määrä on kaksinkertaistunut 10 vuodessa. Käsityksemme mukaan perinteinen 80/20-peukalosääntö (20 % osista tuo 80 % liikevaihdosta) pätee aggregaatitasolla myös Relaisilla. Keskiarvoa hitaammin kiertävistä osista saadaan kuitenkin parempi suhteellinen kate.

Toimitukset asiakkaille tapahtuvat joko Relaisin tai asiakkaan omien logistiikkapartnereiden avulla. Asiakkailla on mahdollisuus noutaa tuotteita myös itse Relaisin toimipisteistä, mutta näiden noutojen osuus kaikista toimituksista on pieni.

Paljon asiakkaita ja pieni asiakasriski

Relaisin asiakasmäärä on iso eli kaikkiaan yli 7000. Yhdenkään asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ylitä 10 % ja arvioimme suurimman asiakkaan osuudeksi 6-7 % liikevaihdosta. Kaikkiaan asiakasriski on siis hyvin pieni. Aktiivisten asiakkaiden määrä maittain jakautuu seuraavasti: Suomi n. 2200 kpl (31 %

kaikista), Ruotsi 2700 kpl (39 %), Norja 900 kpl (13 %) ja Baltia 1200 kpl (17 %).

Liikevaihto voidaan jakaa segmentteihin monilla perusteilla

Relaisin liikevaihdon jakautumista segmentteihin voidaan tarkastella useammasta näkökulmasta. Tarkkoja lukuja yhtiö ei julkista, joten arviot ovat pitkälti Inderesin omia.

- 1. Asiakasryhmittäin.** Relais toimittaa osia sekä integroiduille (tukku- ja vähittäismyynti) varaosaketjuille että riippumattomille varaosamyyjille. Arviomme mukaan liikevaihto jakautuu näiden ryhmien kesken suhteessa 40 % / 60 %.
- 2. Ajoneuvoluokittain.** Relais toimittaa osia sekä henkilöautoihin että hyötyajoneuvoihin. Ensin mainittu ryhmä on merkittävämpi ja arvioimme henkilöautojen osien osuudeksi liikevaihdosta noin 65 % ja hyötyajoneuvojen noin 35 %.
- 3. Tuoteryhmittäin.** Relais toimittaa ajoneuvoihin sekä varaosia että lisävarusteita. Arvioimme varaosien edustavan liikevaihdosta 60-70 % ja lisävarusteiden 30-40 %. Viime mainittu osuus on arviomme mukaan selvästi suurempi kuin markkinalla keskimäärin johtuen Relaisin erikoistumisesta valaistukseen liittyviin osiin.

Liiketoimintamalli 3/3

4. Sähkökomponenttien osuuden perusteella. Ajoneuvojen sähköisten komponenttien osuus kaikista ajoneuvonosista on rahassa mitattuna noussut vuoden 1990 noin 15 %:sta nykyiseen noin 35 %:iin (lähde: Statista Research Department). Päättellen Relaisin fokusoitumisesta sähköisiin komponentteihin arvioimme niiden osuuden yhtiön liikevaihdosta olevan ainakin 50-60 %.

5. Tuotemerkeittäin. Relais myy sekä johtavien globaalien tuotemerkkien (kuten Valeo, ZF ja Defa) että omien tuotemerkkien (kuten X-Vision, BullBoy, BullPro, Seeker ja W-Light) varaosia ja lisävarusteita. Relaisin mukaan sillä on omia tuotemerkkejä noin 30 kpl ja niiden osuus liikevaihdosta on ollut 20 %:n luokkaa.

Relaisilla on muutamien asiakkaiden kanssa vuosittavoitteita sisältäviä sopimuksia. Vuosisopimuksissa asiakkaiden maksamat hinnat vaihtelevat asiakkaan koon ja ostovolyymin mukaan. Vuosiostojen pohjalta maksettavien ostohyvitysten määrä on kuitenkin käsityksemme mukaan enimmilläänkin muutamia prosentteja.

Relaisin mukaan keskeistä asiakassuhteiden syntymisessä ja säilyttämisessä on yhtiön joustava toimintamalli sekä nopeiden vastauksien antaminen asiakkaiden tiedusteluihin. Asiakastytytyväisyys on korkeaa luokkaa siitä päätellen, että Startax Finlandin asiakkaista 72 % kasvatti ostojaan vuodesta 2016 vuoteen 2018. Yhtiön mukaan se ei ole myöskään kokenut viime

vuosina merkittäviä asiakasmenetyksiä.

Liiketoimintamallin arvio

Näemme Relaisin liiketoimintamallissa lukuisia positiivisia seikkoja:

- Keskittyminen tukkumarkkinaan tekee toiminnasta paljon helpommin hallittavaa verrattuna siihen, että yhtiö olisi mukana myös esimerkiksi vähittäismarkkinalla. Etuja ovat säästöt ja pienemmät riskit esimerkiksi markkinoinnissa, henkilöstössä ja rekrytoinneissa, toiminnan ohjausjärjestelmissä ja kiinteistöjen hallinnassa.
- Leveä tuotetarjonta merkitsee hyvää asiakaspalvelukykyä ja pientä riippuvuutta yksittäisistä toimittajista. Yhtiön keskittyminen sähköisiin taas merkitsee nopeampaa kasvua ja selvempää erottautumista kilpailijoista samalla kun se parantaa yhtiön valmiuksia palvella laajenevaa sähköautoasiakaskuntaa.
- Vähäriskinen akvisitiostrategia. Yritysosotot ovat Relaisin kasvustrategian keskeinen komponentti ja yhtiön ystävällismielinen, laajan autonomian tarjoava, kohdeyrityksen omistajat ja johdon sitouttava sekä säästöjen sijaan kasvulähtöisiä synergioita tavoitteleva toimintatapa pienentää integraatioon liittyviä riskejä.
- Toiminta vuokratiloissa tuo yritykselle joustavuutta sekä operatiivisesti että

kulurakenteessa.

Liiketoimintamallin heikkouksia tai ainakin riskejä ovat mielestämme seuraavat:

- Konsernirakenne monimutkaistuu akvisitioiden myötä ja toiminnan ohjaus, valvonta ja raportointi tarvitsevat koko ajan enemmän resursseja.
- Erittäin leveä tuotetarjonta kasvattaa varastoa selvästi, sitoen pääomaa ja heikentäen eräitä tunnuslukuja. Vuoden 2018 lopussa tuotevarasto vastasi 57 %:sta Relaisin saman vuoden varaosaostojen kun verrokkiryhmän mediaani oli 41 %. Leveä tuotetarjonta myös asettaa kovat vaatimukset nimikkeiden hallintajärjestelmälle (SKU management) hitaasti kiertävien, paljon tilaa vievien tai muista syistä huonosti kannattavien nimikkeiden tunnistamisen suhteen.

Relaisin varastot ja logistiikkakeskukset

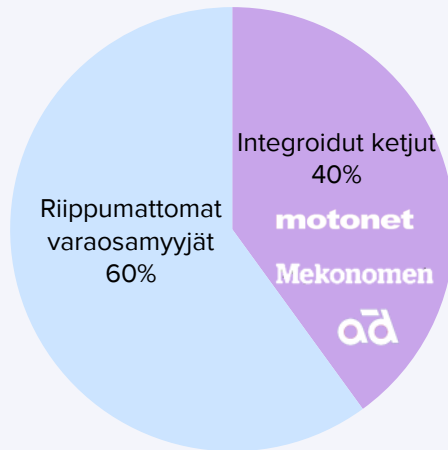
- ① Lempäälä 16 200 m²
- ② Vantaa 1 500 m²
- ③ Turku 300 m²
- ④ Tallinna 1 000 m²
- ⑤ Sundbyberg 7 100 m²
- ⑥ Huddinge 1 300 m²
- ⑦ Karlstad 6 100 m²
- ⑧ Simrishamn 1 000 m²
- ⑨ Malmö 3 800 m²
- ⑩ Oslo 800 m²



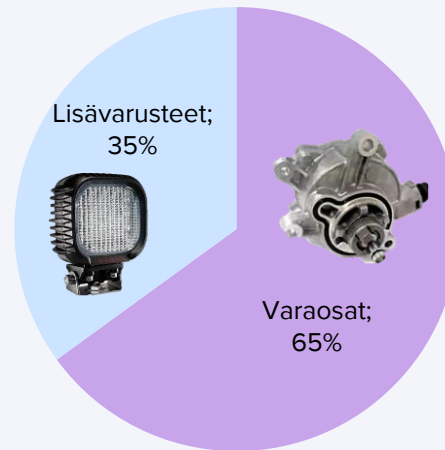
Liikevaihdon jakautuminen

Vuoden 2018 pro forma-liikevaihdon (119 MEUR) jakautuminen eri perusteilla, arvio

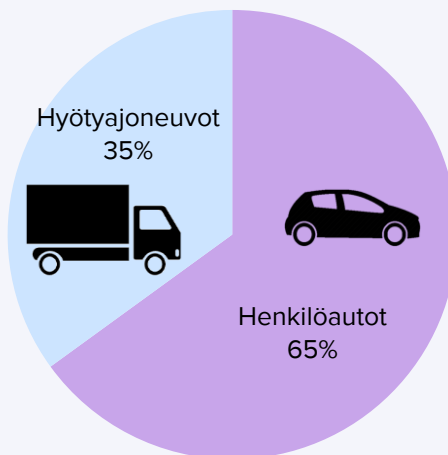
Asiakasryhmät



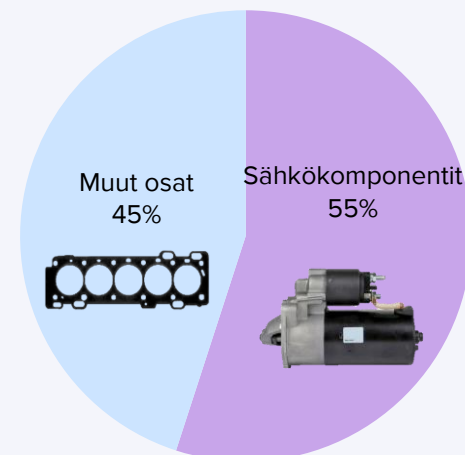
Tuoteryhmät



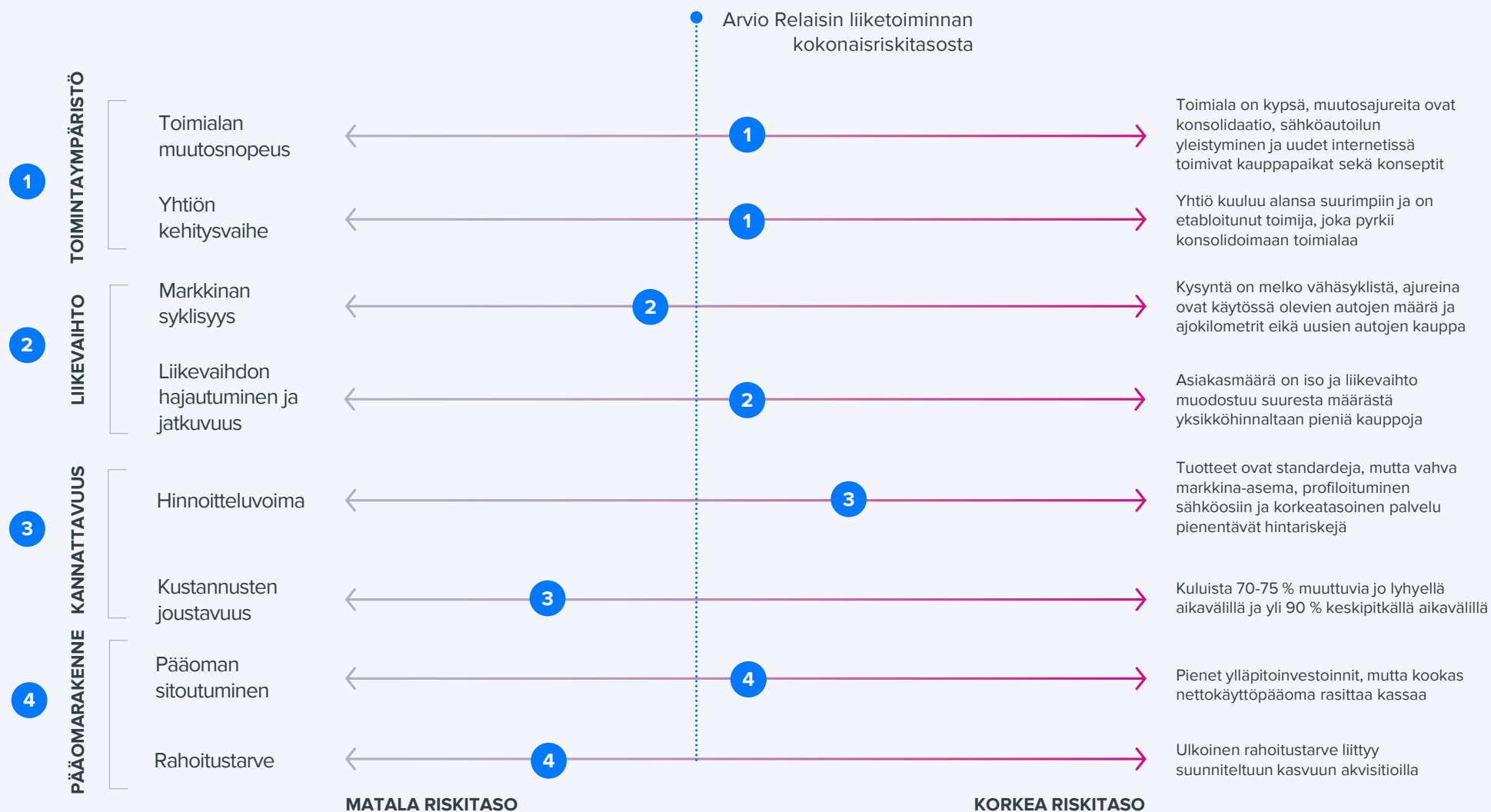
Ajoneuvoluokat



Sähkö- ja muut komponentit



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian kulmakivet

Relaisin strategisena tavoitteena on kasvu sekä orgaanisesti että akvisitioilla ja näihin tavoitteisiin liittyen parantaa suhteellista kannattavuutta. Strategian kulmakiviä ovat seuraavat:

- 1. Erikoistuminen.** Relais fokusoituu pelkästään tukkukauppaan eikä arviomme mukaan aio laajentua arvoketjussa taaksepäin (mm. ajoneuvojen kustomointiin ja varustelemiseen erikoistuneet yritykset) tai eteenpäin (vähittäismyyjät) vaan pitää em. ryhmät mieluummin asiakkaina. Tiukalla fokuksella Relais haluaa pitää toiminnan ohjattavuuden helppona ja samalla kiinteät kustannukset kurissa. Erikoistumisen toinen ulottuvuus on tuotevalikoima, jossa Relaisin fokusoituminen sähköosiin tuo sille selviä etuja: a) sähköosien markkina kasvaa muuta varaosa- ja tarvikemarkkinaa nopeammin; b) se tarjoaa selvän mahdollisuuden differoitua kilpailijoista, jotka ovat pääosin yleistukkureita ja c) Relaisin pitkä kokemus sähköosista ja kyky tarjota asiakkaille ratkaisuja kasvattaa asiakauskollisuutta.
- 2. Orgaaninen kasvu.** Tavoitteena on kasvaa orgaanisesti kohdemarkkinaa nopeammin ja kasvua tukevia toimia ovat uudet tuotekategoriat, uusasiakashankinta ja eri yksiköiden välisten ristiinmyynti-mahdollisuuksien hyödyntäminen.
- 3. Kasvu akvisitioilla.** Strategian toteuttamisesta yhtiöllä on jo vahvaa näyttöä ja Relais on aktiivinen toimija

konsolidoituvalla markkinalla. Vuodesta 2014 yhtiö on tehnyt viisi yritysostoa, joista kolme Ruotsissa, yksi Norjassa ja yksi Suomessa. Relais on kiinnostunein kohteista, joiden strateginen yhteensopivuus on hyvä (samantyyppinen toimintamalli ja/tai asiakassektorit eikä tarvetta isoihin uudelleenjärjestelyihin), jotka ovat vahvoja toimijoita alueillaan ja joissa on hyvää synergiapotentialia mm. ristiinmyynnin ja Relaisin digitaalisen hakemiston hyödyntämisen kautta. Keskeinen osa akvisitiota edeltävää selvitystyötä onkin kohteen tuotevalikoiman läpikäynti ja sen soveltuvuuden sekä synergia-mahdollisuuksien varmistaminen. Relaisin akvisitiostrategia on myös siinä mielessä vähäriskinen, että kohteiden annetaan säilyttää omat tuotemerkinsä ja tietojärjestelmien integrointitarve halutaan pitää minimissä (Relais ei esim. käynnistä raskaita ERP-projekteja). Kohteet ovat usein perheomisteisia ja vanhojen omistajien sitoutuminen akvisition jälkeen voidaan varmistaa omistusjärjestelyin Relaisissa. Näin meneteltiin mm. ABR:n ja Huzellsin hankinnoissa.

- 4. Suhteellisen kannattavuuden parantaminen.** Tavoiteltu orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu parantaa kannattavuutta sekä suoraan (isompien volyymien myötä saavutettavat skaalaedut ostoissa) että epäsuorasti (esim. akvisitiokohteen kanssa toteutettava

ristiinmyynti kasvattaa liikevaihtoa ja operatiivisen vivun kautta hieman myös liikevoittomarginaalia). Relaisin digitaalisen hakemiston vielä laajempi hyödyntäminen koko konsernissa tarjoaa skaalautuvuutensa vuoksi lisäpotentialia marginaaliparannukseen.

Taloudelliset tavoitteet

Relaisin julkistama lista taloudellisista tavoitteista ei sisällä numeerisia tavoitteita suhteelliselle kannattavuudelle. Yhtiö on kuitenkin julkistanut kasvu- ja synergiatavoitteensa, maksimitason tavoitellulle velkaantumiselle sekä osinkopolitiikkansa:

- **Liikevaihdon kaksinkertaistaminen viidessä vuodessa** (eli noin 240 miljoonaan euroon). Kasvun komponentteja ovat a) kohdemarkkinan keskimäärin 1-3 %:n vuosikasvu (CAGR); b) Relaisin orgaaninen kasvu markkinaa nopeammin uusien tuotekategorioiden, uusasiakashankinnan ja olemassa olevien yksiköiden ristiinmyyntimahdollisuuksien kautta ja c) kasvu akvisitioilla, joita aiotaan tehdä 1-2 kappaletta vuosittain.
- **6-8 MEUR:n ristiinmyyntisynergiat (liikevaihto)** ABR:n ja Huzellsin hankinnoista. Tavoite aiotaan saavuttaa annualisoituna vuoteen 2021 mennessä. Suoraan tulosvaikutteisia lisäsynergioita haetaan lisävolyymin myötä alenevista hankintahinnoista.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

- **Osinkosuhde vähintään 30 % liikearvopoistoilla oikaistusta nettotuloksesta.** Tavoite tarkoittaa suhdanteen yli laskettua keskiarvotasoa ja hallituksen osinkoehdotuksessa tullaan huomioimaan oman pääoman määrä sekä tulevat rahoitus- ja investointitarpeet.

Strategian ja taloudellisten tavoitteiden arvio

Relaisin toimiala on fragmentoitunut, mikä ajoneuvojen varaosien ja varusteiden tukkumarkkinalla tarkoittaa kohtuullisen alhaista alalletulon kynnystä, vain maltillisia skaalaetuja, kohtuullisen isoja logistiikka- ja varastointikustannuksia, melko pieniä kiinteitä (yleis-)kustannuksia, laajaa tuoteportfoliota ja tähän liittyen korostunutta tarvetta korkeatasoiseen, yksilölliseen asiakaspalveluun. Fragmentoituneella ja asiakaspalvelukeskeisellä toimialalla Relaisin valitsema strategia laajentua akvisitioilla on melkein ainoa tapa kasvaa merkittävästi ja saavuttaa nopeasti jalansijaa uusilla markkinoilla. Relaisin tapa tarjota ostokohteille merkittävästi autonomiaa ja samalla valvoa sekä ohjata niiden toimintaa ja työntekijöiden palkitsemista tietyillä avainmittareilla on mielestämme johdonmukainen. Relaisin strategia keskittyy vain arvoketjun yhteen kohtaan sekä toisaalta erikoistua sähköosiin taas tarjoaa mielestämme yhtiölle hyvät edellytykset keskivertoa parempaan suoritukseen toimialalla. Kasvun tavoittelu yksiköiden ristiinmyynnin kautta on klassinen ja ”helppo” keino, jonka toimivuudesta

Relaisin tapauksessa jääme vielä odottamaan näyttöjä ja sama koskee ostoissa saavutettavia volyymisäästöjä. Viime mainituista on kuitenkin muistettava, että vain 0,5 %-yksikön alennus Relaisin materiaalikuluissa merkitsisi 4-5 %:n parannusta konsernin liikevoittoon. Kokonaisuutena Relaisin strategia on mielestämme yhtiölle ja toimialalle hyvin soveltuva emmekä näe siinä erityisiä puutteita.

Relaisin tavoittelema liikevaihdon kaksinkertaistaminen viidessä vuodessa kuulostaa vaativalta. Jos oletamme vuosien 2020-2024 keskimääräiseksi markkinakasvuksi 1,5 % v/v ja ristiinmyynti- ja muiden synergioiden tuomaksi lisäkasvuksi 2,0 % v/v, tulisi Relaisin tehdä ennustekaudella joka vuosi kaksi akvisitiota, joissa kohteiden liikevaihto olisi keskimäärin 9,5 MEUR ja kasvuvauhti sama kuin edellä mainittu eli yhteensä 3,5 % v/v saavuttaakseen 240 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2024. Relais on kuitenkin todennut, että yhtiöllä on jo nyt tiedossaan laaja potentiaalinen akvisitiokanta, joista useamman kanssa käydään keskusteluja. Potentiaalisten kohdeyhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan yli 400 MEUR ja uskomme niiden keskiliikevaihdon ylittävän selvästi sen, mitä edellä esitetyssä skenaariossa asetettiin kokovaatimukseksi. Tässä suhteessa esitetty tavoite vaikuttaa realistiselta. Käsittelemme Relaisin mahdollisten tulevien akvisitioiden vaikutuksia ennusteosiossa (s. 36-37).

Relais ei ole valitettavasti julkistanut taserakenteeseen liittyvää tavoitetta. Yhtiön toteutunut nettovelat/käyttökate oli 30.6.2019 taseen ja vuoden 2018 pro forma -tuloslaskelman perusteella 3,5x eli suhteellisen korkealla. Luku ei ole täysin vertailukelpoinen, sillä 30.6.2019 tilanteen mukaista liukuvaa 12 kuukauden pro forma -käyttökate ei ole julkistettu. Käsittelemme nettovelat/käyttökate –suhdelukua raportin ennusteosiossa (s. 33-37).

Esitetty tavoite vähintään 30 %:n oikaistuksi osinkosuhteeksi on mielestämme realistinen. Ennusteissamme vuosien 2020-2022 oikaistu

Markkinat 1/4

Kohdemarkkinalla noin 21 miljoonaa ajoneuvoa

Laajasti ymmärrettynä Relaisin kohdemarkkina on koko Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian maiden yhteenlaskettu henkilöauto- ja hyötyajoneuvokanta, joka oli vuoden 2018 lopussa noin 20,9 miljoonaa ajoneuvoa. Lukumäärästä 18,0 miljoonaa kappaletta (86 %) oli henkilöautoja ja 2,9 miljoonaa kappaletta (14 %) hyötyajoneuvoja eli pakettiautoja, kuorma-autoja ja busseja.

Käytössä olevien ajoneuvojen määrä kasvaa noin 2 %:n vuositahtia

Uusien ajoneuvojen markkina on joko kestokulutushyödykkeiden kauppaa (henkilöautot) tai investointeja (hyötyajoneuvot) ja sen vuoksi melko suhdannealtista. Esimerkiksi uusien henkilöautojen yhteenlaskettu markkina laski em. maissa 7 % vuonna 2012 ja 4 % vuonna 2018. Pitkän aikavälin trendi on kuitenkin positiivinen: vuosien 2011-2018 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli uusien henkilöautojen markkinalla 3 % ja hyötyajoneuvojen markkinalla 5 %. On huomattava, että edellä olevista (ensi)rekisteröintiluvuista puuttuvat käytettynä maahantuotujen autojen lukumäärät. Esimerkiksi Suomessa ensirekisteröitiin vuonna 2018 noin 120 000 henkilöautoa, joiden lisäksi maahan tuotiin noin 40 000 käytettyä henkilöautoa eli jälkimmäinen ryhmä vastasi 25 %:sta kaikista rekisteröinneistä. Osuus Baltian maissa on vielä tätä selvästi korkeampi. Käytettynä maahantuodut autot tietenkin kasvattavat Relaisin

kohdemarkkinaa. On myös muistettava, että käytössä olevien ajoneuvojen määrä voi kasvaa vaikka uusien ajoneuvojen markkina supistuisikin ajoneuvojen käyttöiän pidentyessä. Kaikkiaan Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Baltian henkilöautokanta samoin kuin hyötyajoneuvokanta on kasvanut reilun 2 %:n vuositahtia (CAGR) vuosina 2011-2018.

Ajoneuvokanta on iäkästä, mikä kasvattaa varaosatarvetta

Relaisin kohdemarkkinalla käytössä oleva ajoneuvokanta on varsin iäkästä. Käytössä olevat henkilöautot ovat Suomessa keskimäärin 12,1 vuoden, Ruotsissa 10,1 vuoden, Norjassa 10,6 vuoden, Tanskassa 9,4 vuoden ja Baltian maissa 15-17 vuoden ikäisiä. Autokannan keski-ikä on lisäksi esimerkiksi Suomessa pikemminkin noussut kuin laskenut. Autokannan korkea keski-ikä kasvattaa vikaantumisalttiutta ja varaosien tarvetta.

Relais on omassa tarjonnassaan keskittynyt 4-10 vuoden ikäisiin ajoneuvoihin, jotka vastaavat Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa 30-40 %:sta koko autokantaa ja potentiaali tässä segmentissä on siksi merkittävä. 0-3 vuoden ikäisten autojen osalta maahantuojat ja merkkiliikkeet useimmiten kattavat varaosatarpeet ja toisaalta yli 10 vuoden ikäisten autojen osalta omistajien kunnossapitomotivaatio ja usein myös taloudelliset edellytykset ovat vähäisempiä kuin uudemmissa ajoneuvoissa. Viime mainitunkin ryhmän tarvetta investoida

ajoneuvojensa kunnossapitoon pitää kuitenkin yllä Relaisin toimialueella vallitsevat varsin tiukat katsastusmääräykset.

Sähköosien osuus autoissa koko ajan merkittävämpi

Henkilöauton sähköosien osuus auton kaikista valmistuskustannuksista on noussut vuoden 1990 noin 15 %:sta nykyiseen noin 35 %:iin (lähde: PwC). Tärkeimmät sähköiset osakokonaisuudet poltto-moottoriautossa ovat kaikille järjestelmille virtaa tarjoavan akun lisäksi 1) voimalinjan osat (käynnistysmoottori, polttoaineen ruiskutus, moottorinohjausyksikkö. Jäähdytys); 2) koriin ja turvallisuuteen liittyvät osat (valot, ohjaustehostin, lukkiutumattomat jarrut, turvatyyny), 3) mukavuus-varusteet (ilmastointilaite, istuinten / peilien / lukituksen säädöt, peruutustutka) ja 4) näytöt ja audio (radio/TV/DVD, puhelin, navigointisysteemi).

Monet auton sähköosat olivat aluksi kalliimpien automallien lisävarusteita, mutta ovat muuttuneet pikku hiljaa standardivarusteiksi ja osin jopa pakollisiksi (kuten lukkiutumattomat jarrut EU:ssa vuoden 2005 alusta). Koska sekä sähköosien määrä autoissa on kasvanut että niiden yksikköhinta kasvaneen monimutkaisuuden vuoksi noussut, on koko markkinan euromääräinen kasvu ollut huomattavaa. Tämän vuoksi sen valitseminen Relaisin fokusalueeksi on ollut perusteltua.

Markkinat 2/4

Eri sähköosissa selvästi kasvanut ohjelmistosisältö myös edellyttää asentajilta ja käyttäjiltä aiempaa enemmän osaamista ja Relaisin henkilöstön pitkäaikainen kokemus tältä alueelta tarjoaa hyvät edellytykset asiakkaiden kouluttamiseen ja muuhun korkealaatuiseen asiakaspalveluun.

Varaosamarkkinan kilpailu vapautui 2003

Autojen varaosa- ja huoltomarkkina EU:ssa avautui aidolle kilpailulle pääosin vuonna 2003, jolloin EU:n aihetta koskeva asetus (13/1318) astui voimaan. Asetuksen keskeisimmät kohdat ovat seuraavat:

1. Autojen jälleenmyyjät voivat valita, tarjoavatko ne itse korjauspalveluja vai teetetäänkö ne alihankintana jossain toisessa valmistajan valtuuttamassa yrityksessä. Autonvalmistaja ei myöskään voi rajoittaa valtuutettujen korjaamojen lukumäärää eikä niiden oikeutta korjata myös muunmerkkisiä ajoneuvoja.
2. Autonvalmistajien on tarjottava riippumattomille korjaamoille kaikki tarvittavat tekniset tiedot, työkalut, vianmääritys- ja muut laitteet sekä koulutus Lisäksi asetuksessa kielletään sopimusehdot, jotka estävät valtuutettuja korjaamoja toimittamasta alkuperäisiä tai laadultaan vastaavia varaosia riippumattomille korjaamoille. Näillä säännöksillä pyritään varmistamaan, että riippumattomat korjaamot voivat kilpailla

autonvalmistajan valtuuttamien korjaamojen kanssa. Tärkeä käytännön seuraus on ollut, että auton takuun voimassaolon ehdoksi ei enää ole voitu asettaa auton huoltamista merkkikorjaamossa.

3. Kuluttajalle on annettu mahdollisuus valita, mitä varaosia auton korjauksessa käytetään. Autonvalmistajat eivät enää saa estää korjaamoja hankkimasta varaosia muista lähteistä tai käyttämästä laadultaan alkuperäisiä vastaavia varaosia.

Relaisin kannalta kaikki em. muutokset ovat olleet merkittäviä, mutta keskeisintä oli, että osavalmistajat saivat alkaa myydä enemmän osia riippumattomille jakelijoille ja korjaamoille.

Jälkimarkkinan arvoketjut ovat pirstaleisia

Henkilöautoissa jälkimarkkinan arvoketju voidaan jakaa kahteen ryhmään: 1) automerkkisidonnaisten toimijoiden (original equipment manufacturer, OEM) arvoketju ja 2) automerkeistä riippumattomien toimijoiden (independent aftermarket, IAM) arvoketju. Rakennetta selvittävä kuva on sivulla 22. Mainituissa arvoketjuissa segmentoituminen tapahtuu lähinnä tukku- ja vähittäismyynti- sekä korjaamoportaissa. Arvoketjun eri vaiheiden toimijat ovat seuraavat:

1. **Osavalmistajat.** Autonvalmistajille myytäviä

osia kutsutaan alkuperäisosiksi.

Riippumattomille jakelijoille myytävät osat taas ovat joko alkuperäisosia, alkuperäisosien kanssa samoilla spesifikaatioilla valmistettuja osia tai laadultaan alkuperäisosia vastaavia osia.

2. **Jakelijat.** Näitä ovat sekä tukkurit että vähittäismyyjät. Tukkurit voivat olla a) automerkkisidonnaisia (OE) toimien joko automaahantuoja / merkkiliikkeiden yhteydessä tai valtuutettuna tukkurina hoitaen tiettyjen alkuperäisosien myynnin yhdelle tai useammalle automerkille tai b) riippumattomia (IAM) tukkureita, jotka myyvät alkuperäis- tai niitä vastaavia osia useisiin automerkeihin ja –malleihin.
3. **Korjaamot.** Ryhmiä ovat a) merkkikorjaamot tai valtuutetut korjaamot (OE), jotka ovat automerkkien valtuuttamia huoltamaan yhden tai useamman merkkisiä autoja sekä b) riippumattomat korjaamot (IAM), jotka voivat olla joko ketjusidonnaisia tai itsenäisiä.
4. **Välittäjät.** Nämä toimivat korjaamon ja loppuasiakkaan välissä, esimerkiksi leasingoperaattorit tai hintavertailuja tarjoavat internet-sivustot.
5. **Loppuasiakkaat.** Nämä ovat joko yksityishenkilöitä tai yrityksiä.

Markkinat 3/4

IAM-segmentin markkinarakenne ei ole yksiselitteinen. Markkinoilla toimivat yritykset edustavat monia vaihtoehtoisia kombinaatioita kuten a) vähittäismyyjä, joka maahantuo itse (kuten Biltema); b) täysin integroitu tukkuri + vähittäismyyjä + korjaamo (kuten Broman Group) ja c) tukkuri + korjaamo (kuten Atoy, Koivunen / Fixus ja Örum / Autoasi). Relaisin tiukka fokus tukkumarkkina on IAM-segmentissä enemmänkin poikkeus.

Uudet markkina-ajurit kasvattavat rooliaan

Vaikka tärkeimmät ajurit ajoneuvojen varaosamarkkinoilla ovat käytössä olevien ajoneuvojen määrä, niiden ikä sekä ajatut kilometrit, on markkinoilla myös muita ajureita joiden merkitys on kasvussa. Tärkeimmät näistä ovat:

- **Tukkumarkkinoiden konsolidaatio.** Konsolidointia ajaa markkinan pirstaloituneisuus sekä toimijoiden tarve saavuttaa kriittinen massa suhteessa osavalmistajiin. Merkittävimpiä viime vuosien transaktioita on taulukossa sivulla 23.
- **Autokauppioiden vastaisku.** Monet maahantuojat ja autokauppiat tarjoavat entistä kattavampia ja pidempiaikaisia kiinteähintaisia yksityisleasingeja, joissa auton huolto luonnollisesti tapahtuu leasingin antajan toimesta. Myös Volkswagenin Direct Express – huolto alkuperäisvaraosineen, jota tarjotaan yli 5

vuoden ikäisille autoille on esimerkki autokauppioiden kasvaneesta tarjonnasta jälkimarkkinalla.

- **Digitaaliset markkinapaikat.** Internetpohjaiset tuotehakemistot ja niihin kytketty chat-tyyppinen asiakaspalvelu ovat nopeutensa, helppokäyttöisyytensä ja saavutettavuutensa vuoksi nousseet jo merkittävään suosioon ja jatkavat nopeaa kasvuaan. Tulevaisuudessa monipuolisimman ja helppokäyttöisimmän digitaalisen palvelutarjonnan esittävä tukkuri saa merkittävän kilpailuedun.
- **Hintojen läpinäkyvyys ja tuote- ja palvelutarjonnan diversifikaatio.** Digitaaliset markkinapaikat tarjoavat asiakkaille helpon väylän hintojen ja palvelutarjonnan vertaamiseen. Nähty kehitys tarjoaa uusille yrityksille ja liiketoimintamalleille mahdollisuuden penetroitua perinteisten tukkureiden markkinalle.

Relaisin kohdemarkkina kasvaa hitaasti, mutta on iso ja vähäsyklinen

Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2017 (viimeisin julkistettu luku) Suomen ajoneuvojen osien tukku- ja vähittäiskaupan koko oli 3,3 miljardia euroa. Toimialan kasvu on hidasta, sillä vuosien 2007-2017 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) oli vain 1,4 %. Toisaalta ala on huomattavan stabiili, sillä

liikevaihdon variaatiokerroin vuosina 2007-2017 oli vain 8 %, kun se esimerkiksi autokaupassa oli 21 %.

Relaisin mukaan varaosamarkkinan rakenteen vuoksi tukku- ja vähittäismarkkinoiden tarkka arviointi ja erottelu on vaikeaa ja varmasti osin tästä syystä myös Tilastokeskus lopetti erillisten lukujen julkistamisen näille markkinoille jo vuonna 2011. Arviointia vaikeuttaa se, että merkkiliikkeet ja niiden korjaamot hankkivat varaosansa (autojen) maahantuojiin kautta, jolloin tämä osuus varaosamarkkinasta jää tukkumarkkinan ulkopuolelle ja kätkeytyy myös osaksi merkkikorjaamon asiakkaan maksamaa laskua. Suomen suurimpiin kuuluvan varaosien tukkukauppiaan Bromanin (mm. AD Varaosamaailman ja Motonetin omistaja) arvio vuodelta 2015 on, että Suomen tukkumarkkinan koko on noin 1,3 miljardia euroa. Luku on linjassa Tilastokeskuksen vuoden 2010 lukujen kanssa.

Toimialueen koko tukkumarkkina noin 7,6 miljardia euroa

Mainittuihin lukuihin perustuva arviomme Suomen koko varaosien tukkumarkkinan koosta vuonna 2018 oli 1,4-1,5 miljardia euroa. Relaisin käsitys Ruotsin vastaavan markkinan koosta on noin 3,5 miljardia euroa eli markkina on yli kaksi kertaa Suomen markkinan kokoinen. Vaikka Relaisin ruotsalaisen verrokkiyhtiön Mekonomenin arvioissa markkinan koosta eri maissa puhutaan vain

Markkinat 4/4

suoraan korjaamoille tapahtuvasta myynnistä, on siitä karkeasti pääteltävissä Norjan markkinan koko, joksi olemme arvioineet 1,9 miljardia euroa. Baltian markkinan kokoa arvioitaessa on huomioitava alueen alhaisempi ostovoima ja ikääntyneempi autokanta.

Oheisessa taulukossa on karkea arvio varaosien tukkumarkkinoiden koosta Relaisin kohdemarkkinoilla vuonna 2018:

Varaosien tukkumarkkina 2018, arvio

	MEUR	Kasvu
Suomi	1 450	1-2 %
Ruotsi	3 500	1-2 %
Norja	1 900	1-2 %
Baltia	750	3-5 %
Yhteensä	7 600	~2 %

Lähde: Relais, Mekonomen, Inderes

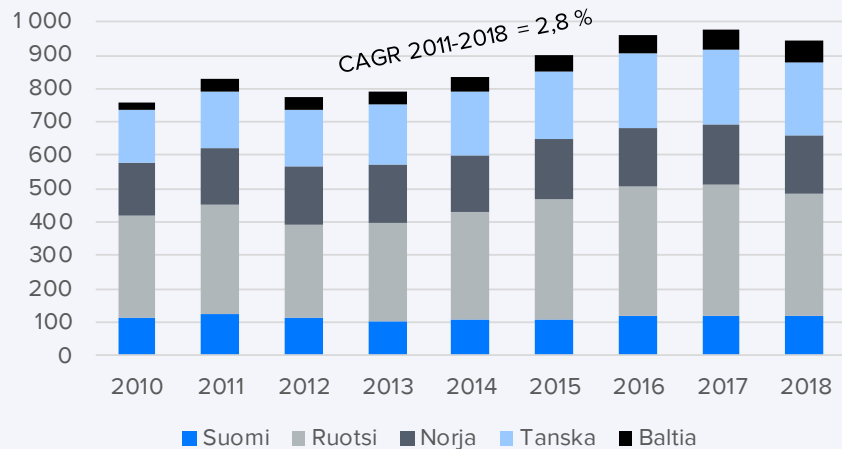
Relaisin saavutettavissa oleva markkina noin 3,9 miljardia euroa

Taulukon esittämää markkinan kokoa arvioitaessa on muistettava, että automerkkisidonnaiset tukkurit (OE) vastaavat sekä Suomessa että Ruotsissa noin 50 %:sta koko markkinaa ja IAM-tukkurit toisesta 50 %:sta. Oletamme, että tilanne Norjassa on samankaltainen, kun taas Baltiassa IAM-markkinan osuus lienee suurempi ajoneuvokannan korkeammasta iästä johtuen.

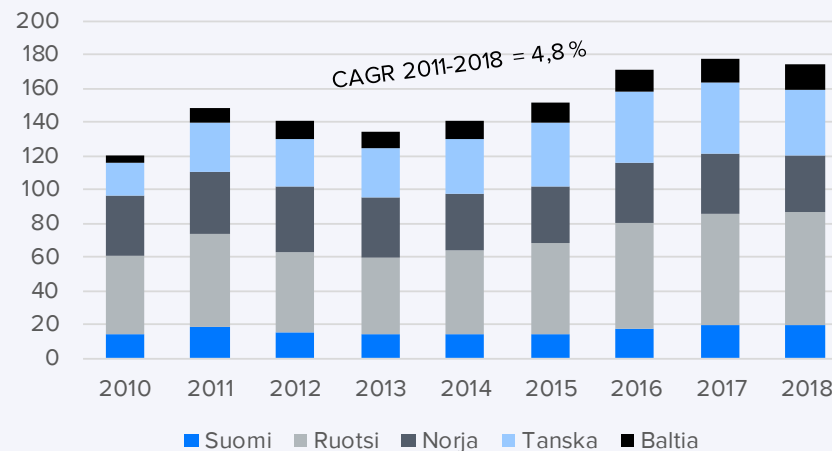
Edellä mainitusta seikasta seuraa, että Relaisin saavutettavissa oleva markkina (addressable market) on Suomessa karkeasti arvioituna reilun 700 MEUR:n, Ruotsissa 1700-1800 MEUR:n ja koko toimialueella noin 3900 MEUR:n kokoinen.

Ajoneuvojen rekisteröintimäärät ja kannan kehitys

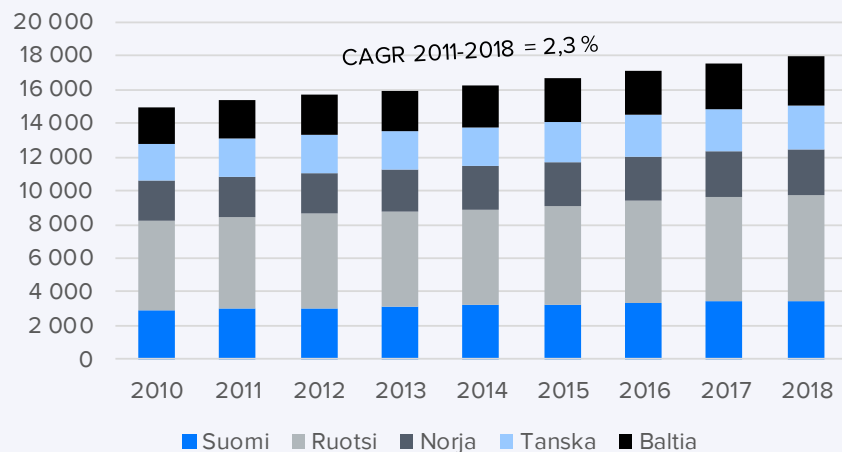
Henkilöautojen rekisteröinnit, 1.000 kpl



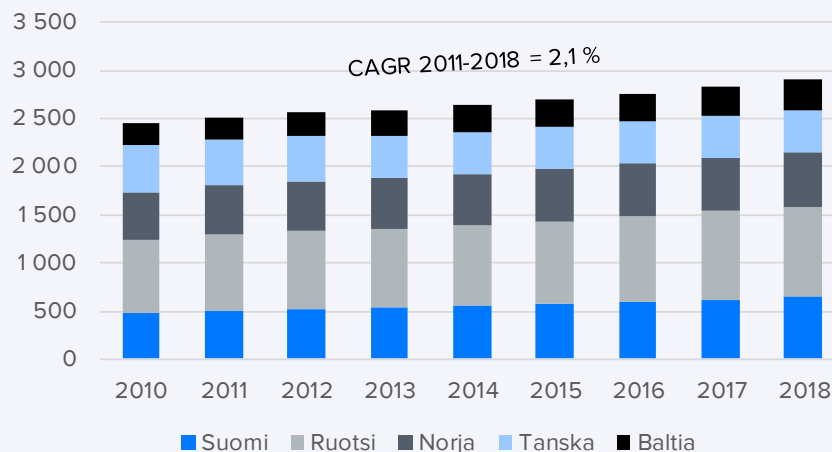
Hyötyajoneuvojen rekisteröinnit, 1.000 kpl



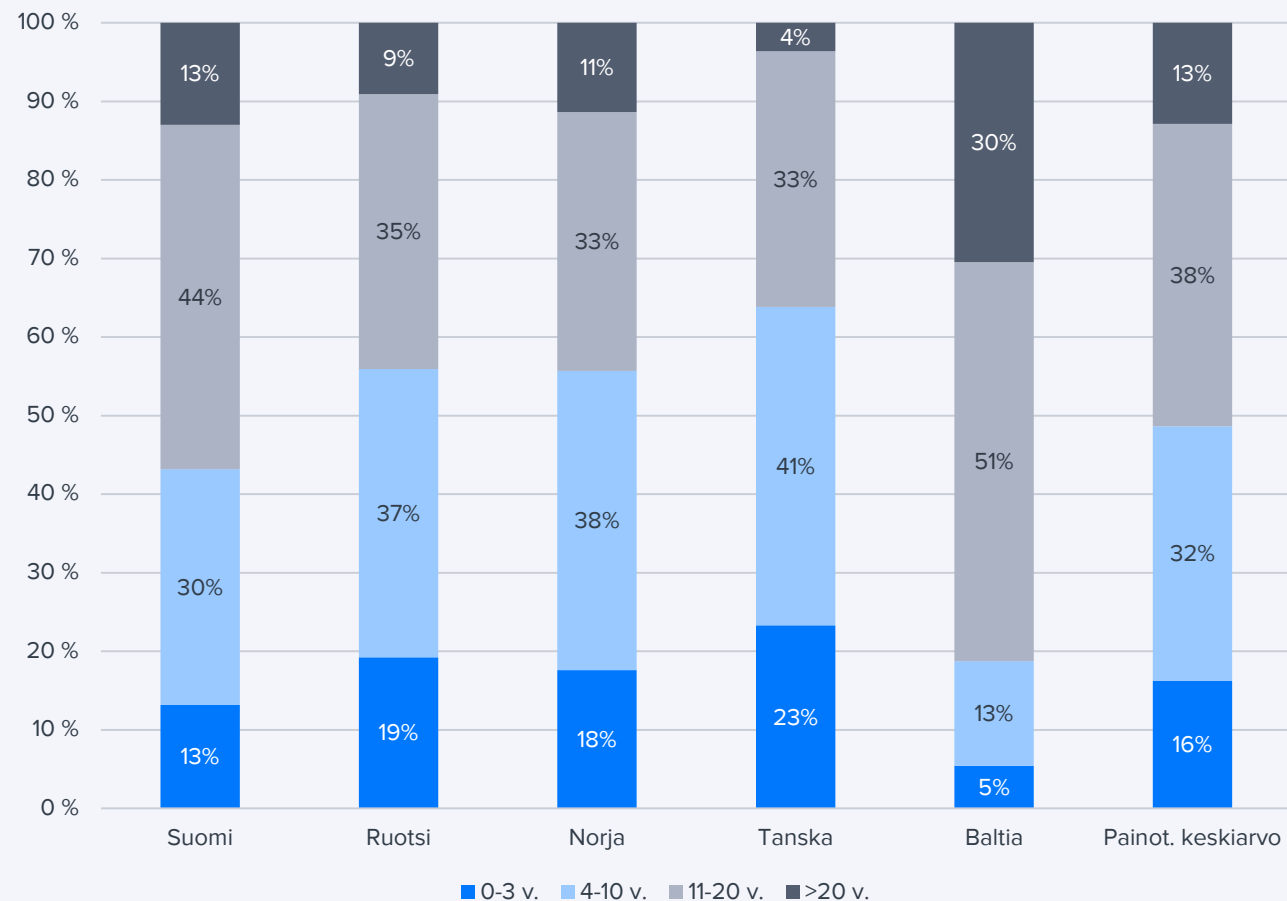
Rekisterissä olevat henkilöautot, 1.000 kpl



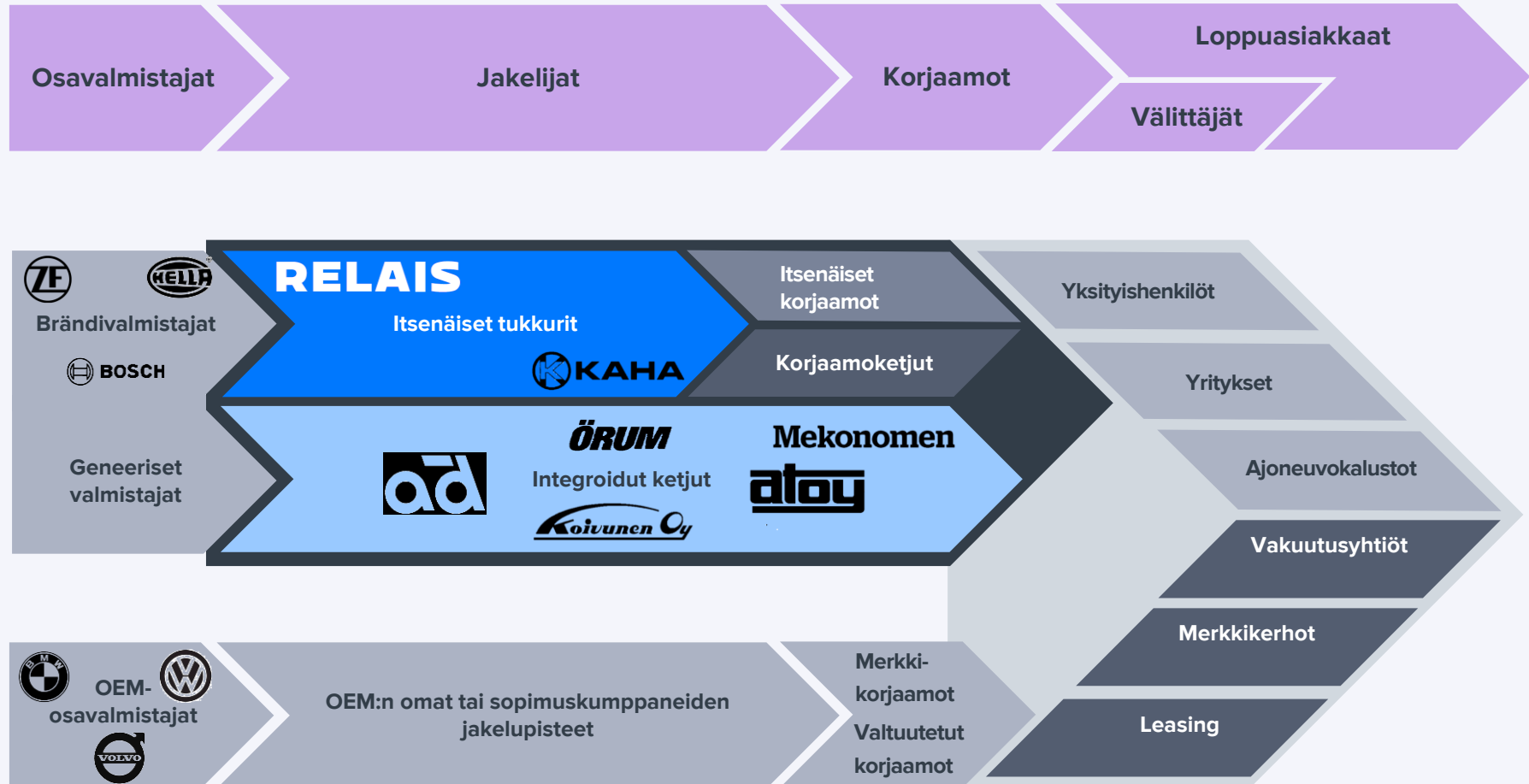
Rekisterissä olevat hyötyajoneuvot, 1.000 kpl



Henkilöautokannan ikärakenne eri maissa



Varaosa- ja tarvikemarkkinan rakenne ja Relaisin positio



Kilpailutilanne 1/2

Markkina on fragmentoitunut

Autonvaraosien tukku- ja vähittäismarkkina on fragmentoitunut. Kaikkiaan autonvaraosia joko tukku- tai vähittäismarkkinoilla myyvien yritysten lukumäärä on Suomessa noin 1 200 ja Ruotsissa noin 2 000. Näihin lukumääriin mahtuu kuitenkin paljon yrityksiä, joille varaosien myynti on vain pieni osa kokonaisliikevaihdosta ja jotka eivät suinkaan ilmoita päätoimialakseen autojen varaosamyntiä (kuten Puuilo ja Hong Kong).

Toimialakseen moottoriajoneuvojen osien ja varusteiden tukkukaupan ilmoittaneita yrityksiä, joiden liikevaihto ylittää 100 000 euroa on Suomessa noin 200. Vuoden 2018 liikevaihtotietojen perusteella alan kymmenen suurinta toimijaa hallitsevat noin 2/3:a markkinoista. Näidenkään yritysten liikevaihtotiedot eivät ole keskenään vertailukelpoisia, sillä merkittävä osa liikevaihdosta voi syntyä varaosien vähittäiskaupasta ja etenkin korjaamotoiminnasta.

Markkinaosuusien määrittely vaikeaa

Autonvaraosien tukkumarkkinalla toimivien yhtiöiden toisistaan poikkeavien liiketoimintamallien (josta puhuimme aiemmin) sekä tilastointiin liittyvien ongelmien (päätoimiala ei kerro koko totuutta liikevaihdon lähteistä) vuoksi alan yritysten markkinaosuusien määrittäminen on erittäin vaikeaa. Suomessa toimialaluokituksen

”moottoriajoneuvojen osien ja varusteiden tukkukauppa” valinneiden yritysten joukossa Relaisin tytäryhtiö Startax Finland Oy oli vuoden 2018 60 MEUR:n liikevaihdollaan markkinoiden 6. suurin yhtiö. Laskennallinen markkinaosuus koko tukkumarkkinasta oli reilut 4 % (60 MEUR / 1450 MEUR) ja saavutettavissa olevasta (IAM) markkinasta noin 8 %. Suomen-liikevaihdoltaan Startax Finlandia suurempien yhtiöiden (Broman Logistics Oy, Koivunen Oy, Oy Kaha Ab, Biltema Suomi Oy ja Robert Bosch Oy) markkinaosuuksia ei kuitenkaan voida suoraan päätellä Startax Finland Oy:tä isommaksi juuri liikevaihdon rakenteeseen liittyvän tiedonpuutteen vuoksi.

Tilanne Ruotsin markkinoilla on pitkälti samansuuntainen. Relaisin Ruotsissa liiketoimintaa harjoittavien tytäryhtiöiden (Huzells i Karlstad AB, AB Reservdelar ja Awimex International AB) yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2018 oli 56 MEUR (570 MSEK), jolla arvioimamme 3,5 miljardin euron kokonaismarkkinalla saisi noin 1,6 %:n ja saavutettavissa olevalla (IAM) markkinalla reilun 3 %:n markkinaosuuden. Kuitenkin em. yhtiöt yhdessä olisivat olleet Ruotsin toimialajärjestön (Sveriges Bildelsgrossisters Förening, SBF) jäsenistössä neljänneksi suurin toimija. Liikevaihdoltaan suuremmista jäsenistä (Mekonomen AB, K.G. Knutsson AB ja Robert Bosch AB) Mekonomenin (Ruotsiin liikevaihto 270 MEUR) liiketoimintaan liittyy huomattavan paljon

sekä varaosien vähittäismyyntiä että korjaamotoimintaa ja Robert Bosch AB on puolestaan monialayhtiö.

Monimuotoinen ja muutoksille altis kilpailukenttä

Varaosamarkkinan kilpailu on laajamittaista ja varsin kireää. Riippumattoman IAM-markkinan isoimpien toimijoiden – Relais mukaan luettuna – varaosatarjonta kattaa useimmat automerkit ja -mallit. Lisäksi markkinoilla on paljon pienempiä toimijoita, joiden joukossa on monia pelkästään internetissä toimivia varaosatukkureita. Lisävarusteiden markkinalla tilanne on samankaltainen, mutta toimijoiden määrä vielä suurempi. Koska pelkästään internetissä toimivan ja fokusoidulla tuotetarjonnalla toimivan varaosa- tai lisävarustetukun perustamiskustannukset ovat alhaiset, on toimialalle tulon kynnys sinällään matala. Toisaalta leveän ja uskottavan tuotetarjonnan, asiakkaille riittävän nopean toimitusajan sekä hyvän asiakastuen tarjoaminen on jo merkittävästi haastavampaa ja mittavien panostusten takana.

Markkinaosuuden kasvattaminen ei Relaisin tavoitteena

Edellä esitetyt markkinaosuusarviot ovat Relaisin mukaan melko epärelevantteja, sillä yhtiö ei pidä tietynkokoista tai jonkin rajan ylittävää markkina-

Kilpailutilanne 2/2

osuutta tavoitteena. Kuten todettua, jo markkinaosuuksien arviointi on hankalaa. Relais korostaa, että yrityksen tulee olla riittävän kokoinen tarjotakseen uskottavan tuotevalikoiman, toimituskyvyn sekä asiantuntemuksen asiakkaiden käyttöön ja saavuttaen samalla skaalaetuja etenkin hankinnoissa. Relaisin intressissä on kokonaismarkkinaosuutta enemmän menestyminen sähköosien myynnissä.

Relaisin kilpailuedut

Relaisin keskeisimmät kilpailuedut ovat seuraavat:

- **Leveä tuotetarjonta.** Relais ylläpitää 150 000:a varastonimikettä (stock keeping unit, SKU). Luku on selvästi enemmän kuin isoimmilla kilpailijoilla, joilla se tyypillisesti on 80 000-100 000. Leveä tarjonta mahdollistaa melkein minkä tahansa asiakkaan tarvitseman tuotteen nopean toimituksen.
- **Erikoistuminen sähköosiin.** Relais on erikoistunut sähköosiin ja –tarvikkeisiin, kun taas kilpailijat ovat enemmän yleistukkureita. Maine sähköosien osajana vahvistaa Relaisin asemaa toimivien ratkaisujen tarjoajana ja parantaa asiakasuskollisuutta tässä kasvavassa segmentissä. Relaisin sähköosaamisen taustalla on yli 20 vuoden toiminta tällä fokuksella, pitkään jatkuneet työsuhteet sekä henkilöstön aktiivinen

kouluttaminen talon sisällä.

- **Asiakaspalveluun fokusoitunut organisaatio ja toimintatapa.** Relais on toimintatavassaan tähdännyt asiakkaan asioimisen helppouteen ja ratkaisulähtöisyyteen. Yhtiö on panostanut suorassa asiakaskontaktissa olevien myyjien korkeaan osaamistasoon ja näiden kykyyn huolehtia koko asiakastapahtumasta, jolloin esim. tuotepäällikköä ei tarvita ottamaan kantaa detaljoidumpiin kysymyksiin. Asiakaskontaktissa korostuu proaktiivinen ratkaisujen tarjoaminen. Relais ei ainakaan toistaiseksi mittaa NPS-lukua (net promoter scorea), mutta pitää Startax Finlandin asiakkaiden valtaosan kasvaneita ostoja vuodesta 2016 vuoteen 2018 merkinä korkeasta asiakastytyväisyydestä. Myös keskivertokilpailijoita pidemmät aukioloajat toimipisteissä ovat osa kilpailuetua.
- **Moderni digitaalinen hakemisto.** Relaisin oma digitaalinen tuotehakemisto on vuosien kehitystyön tulos ja sen ominaisuuksia ovat ajoneuvon rekisterinumeron pohjautuva tuotehaku, reaaliaikaisuus hinnan, saatavuuden ja toimitusajan osalta sekä asiakkaan asiointihistoriatietojen hallinta. Em. seikat ovat kuitenkin alan toimijoiden hakemistoissa varsin tavanomaisia ja Relaisin mukaan sen etuna ovatkin huomattavasti kilpailijoita kehittyneemmät hakukriteerit, jolloin asiakkaalle

voidaan heti tarjota oikea vaihtoehto eikä monien kilpailijoiden tapaan 4-5 vaihtoehtoa listaa, joka voi perustua väljempiin geneerisiin hakukriteereihin.

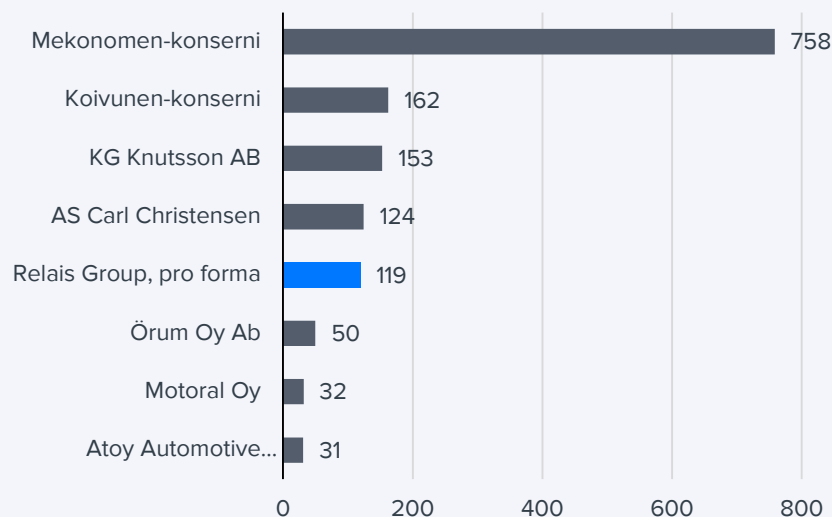
- **Kilpailijoita parempi kannattavuus suojaa hintasodalta.** Relaisin peruskannattavuus on selvästi keskivertokilpailijaa parempi. Vuosien 2015-2018 EBITDA-marginaali oli 13,5-15,0 %, kun vertailuyhtiöiden mediaani eri vuosina oli 4,7-7,5 %. Tämä merkitsee, että kilpailijoiden on vaikea lähteä hintasotaan Relaisia vastaan, sillä niiden kannattavuuden nollaraja on selvästi lähempänä.

Seuraavalla sivulla on esitetty Relaisin ja tärkeimpien verrokkiyhtiöiden liikevaihtoluvut vuodelta 2018 ja kannattavuusluvut vuosilta 2015-2018. Huomattavasti Relaisista poikkeavien liiketoimintaportfolioiden (ja sen vuoksi vertailukelvottomien kulurakenteiden) vuoksi joitakin yhtiöitä on jätetty pois bruttomarginaalia ja henkilöstökulujen liikevaihto-osuutta kuvaavista graafeista.

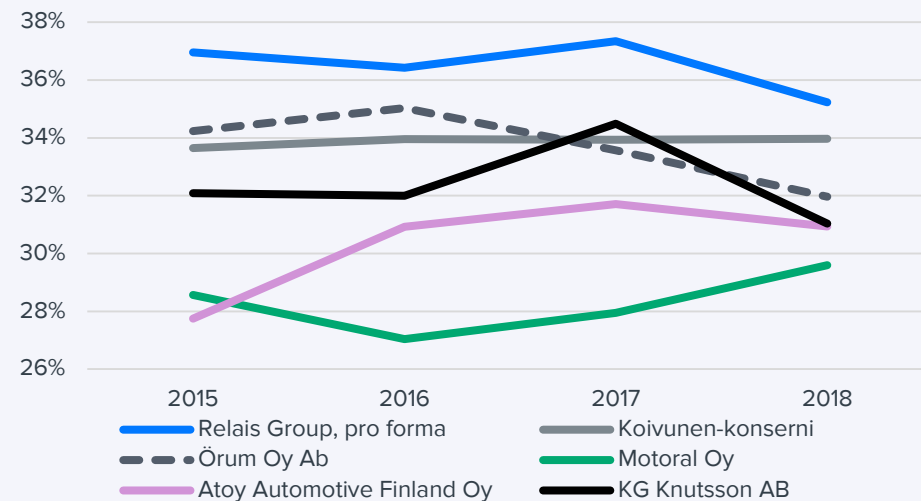
Yleiskuva Relaisin kannattavuudesta suhteessa tärkeimpiin verrokkiyhtiöihin on yksiselitteinen: Suhteellinen kannattavuus on säilynyt johdonmukaisesti verrokkeja parempana.

Relaisin ja pohjoismaisten verrokkien liikevaihto ja kannattavuus

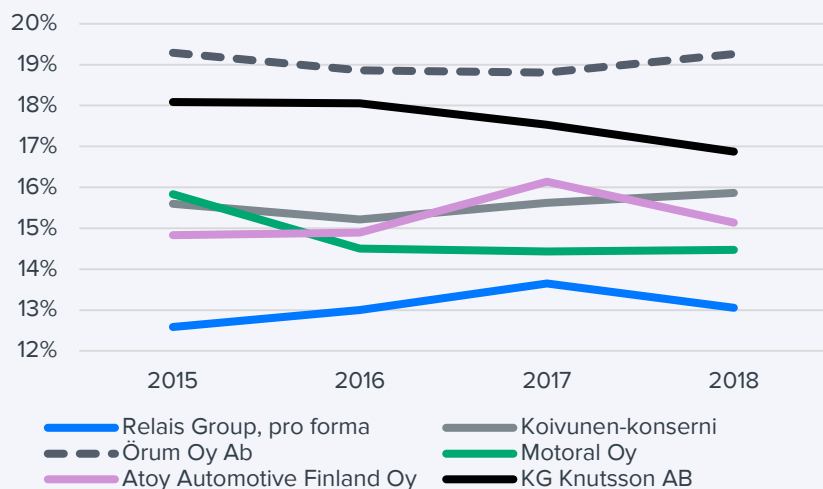
Liikevaihto 2018, MEUR



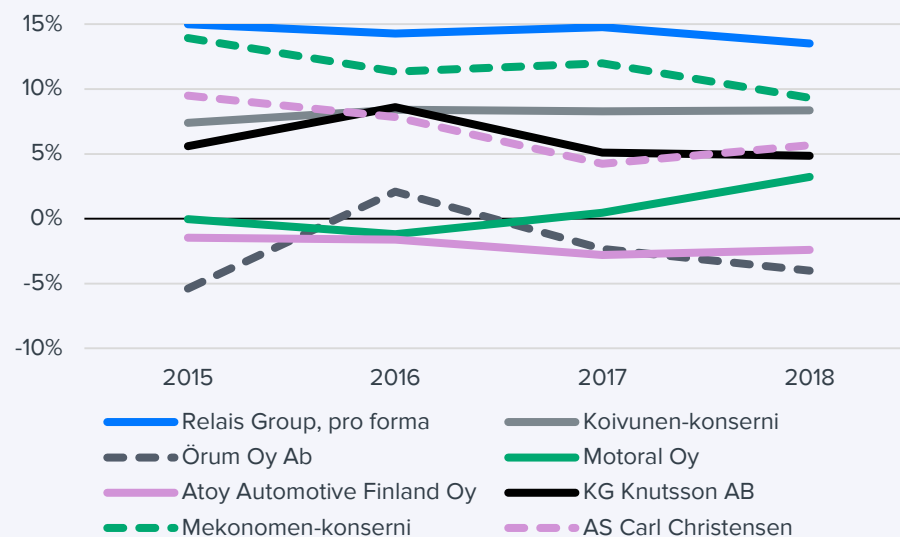
Bruttomarginaali, %



Henkilöstökulut / liikevaihto, %



Käyttökate (EBITDA), %:a liikevaihdosta



Varaosien tukkumarkkinan konsolidaatio

Alla olevaan taulukkoon on listattu ajoneuvonosien tukkumarkkinan merkittävimpiä yrityskauppoja Euroopassa viime vuosina. Yrityskauppojen julkistetut perustelut ovat olleet valtaosin hyvin yhteneväisiä:

- **Maantieteellinen laajentuminen.** Esimerkki on yhdysvaltalaisen Genuine Partsin hankkima brittiläinen Alliance Automotive, jolla hankinnalla saavutettiin markkinoiden kolmanneksi suurimman ajoneuvonosien jakelijan asema Euroopan suurimmilla markkinoilla Iso-Britanniassa, Ranskassa ja Saksassa.
- **Kohteen näytöt kasvusta sekä halu ja kyky kasvaa tulevaisuudessakin.** Tätä korostivat hankinnoissaan sekä Genuine Parts että Uni-Select.
- **Kohteen samantyyppinen liiketoimintamalli ja muutoin hyvä strateginen yhteensopivuus**

- **Kohdeyrityksen vahva ja kokenut johto**
- **Saavutettavat synergiat etenkin hankinnoissa**

Konsolidaatio tulee jatkumaan

Edellä esitetyt perustelut yritysostoille ovat toimialalle hyvin tyypillisiä ja pätevät myös Relaisin hankintoihin Ruotsissa (Huzells ja ABR). Koska ala on edelleen hyvin fragmentoitunut, on todennäköistä että konsolidaatio jatkuu ja koskee myös selvästi pienempiä yhtiöitä kuin taulukossa esitetyt.

Niissä transaktioissa, joissa kauppahinta on julkistettu, on hinnoittelu ollut hyvin yhdenmukaista EV/EBITDA-kertoimen oltua 10x. Kauppahinnat eivät kuitenkaan kerro ostajan määräysvalta-asemasta maksaman kontrollipreemion osuutta.

Varaosien tukkumarkkinan yrityskauppoja viime vuosilta

Ostaja	Kotimaa	Ostokohde	Kotimaa	Kohteen liikevaihto MEUR	Kohteen arvostus EV/EBITDA	Vuosi
Stahlgruber Hldg	GER	PV Automotive	GER	350	- -	2013
Wessels & Müller	GER	Trost Auto Serv. Techn.	GER	825	- -	2015
LKQ	USA	Stahlgruber Hldg	GER	1 600	10x	2017
Genuine Parts	USA	Alliance Automotive Gr.	UK	1 500	10x	2017
Uni-Select	CAN	The Parts Alliance	UK	320	10x	2017
Alliance Automotive	UK	PartsPoint	NED	290	- -	2019

Lähde: yhtiöt

Historiallinen kehitys

Nopeaa kasvua yritysostoilla

Nykymuotoinen Relais on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Relaisiin nykyisin kuuluvien osien konsolidoimisen käynnisti Relais Investment Oy (emoyhtiönään Ajanta Oy omistajanaan Ari Salmivuori), joka kesäkuussa 2010 hankki osake-enemmistön tamperelaisesta Startax Auto-Electronics Oy:stä. Startax Auto-Electronicsin liikevaihto ostovuonna oli 24,1 MEUR. Tämän jälkeen tapahtuneet keskeiset yritysostot ovat olleet seuraavat:

- Helmikuu 2014: Norjalainen Maskin-Teknisk AS (liikevaihto ostovuonna noin 1,8 MEUR)
- Syyskuu 2014: JA Tools JA Elektro (liikevaihto ostovuonna 14,3 MEUR)
- Syyskuu 2017: 70 %:n osuus ruotsalaisesta Awimex International AB:stä (liikevaihto ostovuonna 7,8 MEUR)

- Toukokuu 2019: Ruotsalaiset Huzells i Karlstad AB (liikevaihto vuonna 2018 15,7 MEUR) sekä AB Reservdelar (liikevaihto vuonna 2018 31,4 MEUR).

Myös orgaanista kasvua on tuettu voimakkaasti

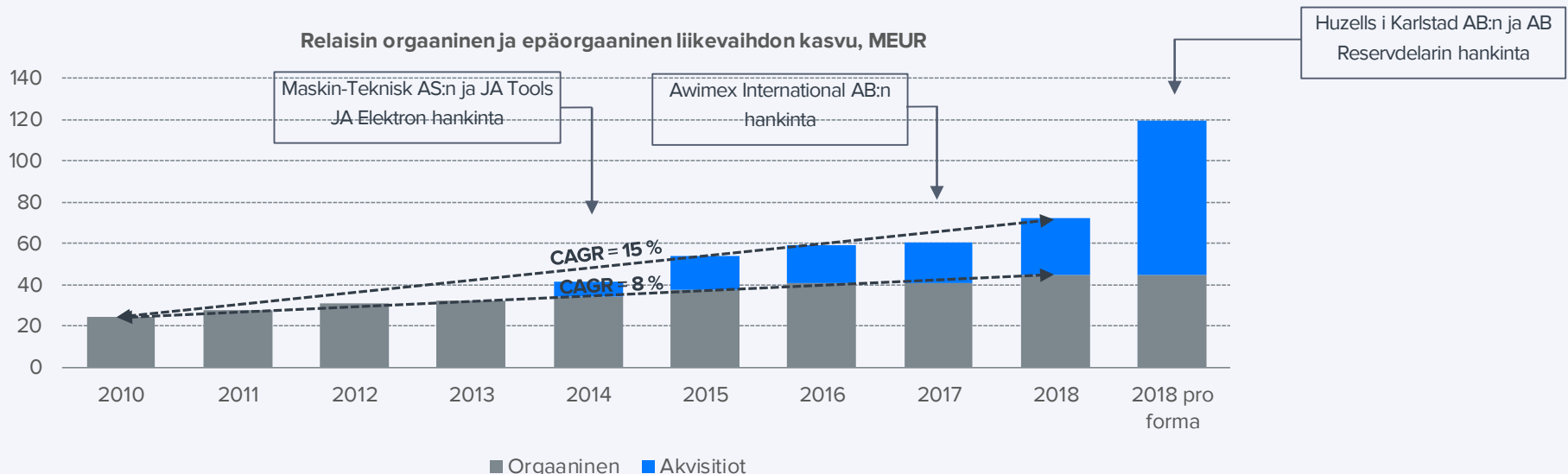
Merkittävimpiä orgaanista kasvua tukeneita toimia ovat olleet seuraavat:

- 2010: Muutto uuteen Lempäälän logistiikkakeskukseen, jossa tilaa 6 300 m²
- 2011: Startax AS:n perustaminen Viroon. Ensimmäisen tilikauden liikevaihto oli n. 1,4 MEUR
- 2013: Lempäälän logistiikkakeskuksen laajentaminen 3 300 m²:lla (+50 %)
- 2017: Startax Latvia SIA:n ja Startax Lithuania UAB:n perustaminen
- 2017: Lempäälän logistiikkakeskuksen laajentaminen 6 600 m²:lla (+70 %)

Vahva kasvutarina kaikilla mittareilla

Kaikkiaan Relaisin liikevaihto on kasvanut vuosina 2011-2018 keskimäärin 15 % vuodessa (CAGR). Samaan aikaan myös orgaaninen kasvu on ollut hyvin nopeaa, keskimäärin 8 % vuodessa. Orgaaninen kasvu on seisahtunut kerran (-1% v. 2017) yhtiön suoritettua asiakasryhmien strategista uudelleenkanavointia JA Tools JA Elektron ja Startax Auto-Electronicsin toimintoja integroitaessa. Pidemmän aikavälin orgaanista kasvua arvioitaessa on muistettava, että varaosamarkkinan vuosikasvu Relaisin kohdealueella on keskimäärin 2 %:n luokkaa.

Vuoden 2019 toukokuussa hankitut Huzells ja AB Reservdelar kasvattavat konsernin liikevaihtoa noin 65 %:lla (pro forma). Mikäli nämä yhtiöt olisivat olleet osa Relaisia koko vuoden 2018, olisi konsernin raportoitu vuosikasvu 2011-2018 ollut noin 22 % (CAGR).



Kulu- ja taserakenne 1/2

Ostetuilla yrityksillä hyvä kannattavuus

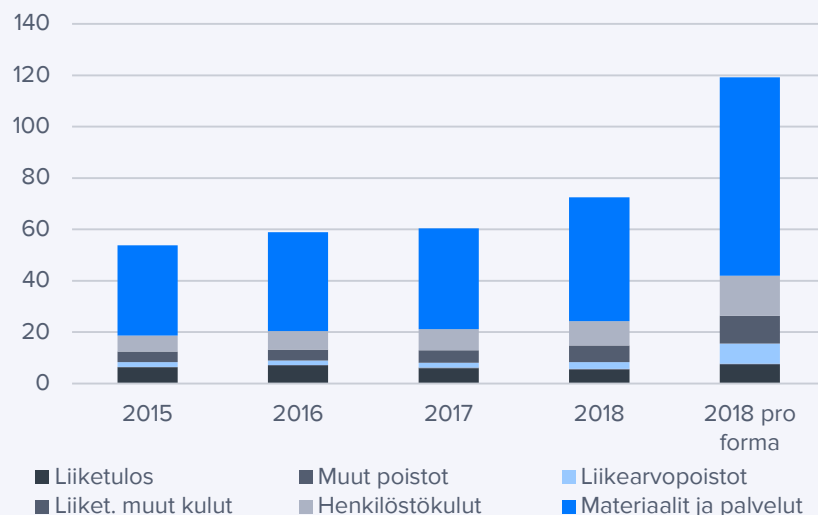
Relaisin vuosina 2014-2019 hankkimien yritysten kannattavuus on ollut ostettaessa ja sen jälkeenkin hyvää luokkaa. Vuonna 2014 Maskin-Teknisk AS:n liikevoittomarginaali oli 16,5 % ja JA Tools JA Elektron liikevoittomarginaali 17,7 %. Awimex Internationalin marginaali oli vuonna 2017 kelvollinen 6,5 %. Kuluvana vuonna hankittujen Huzells i Karlstad AB:n ja AB Reservdelarin vuoden 2018 liikevoittomarginaalit olivat vastaavasti 8,8 % ja 18,9 %. Kaikkiaan Relaisin ei ole ollut tarpeen ryhtyä merkittävään saneeraus- ja säästötoimiin ostokohteissa, mikä on helpottanut integraatiota merkittävästi.

Relaisin kulurakenteessa korostuu joustavuus

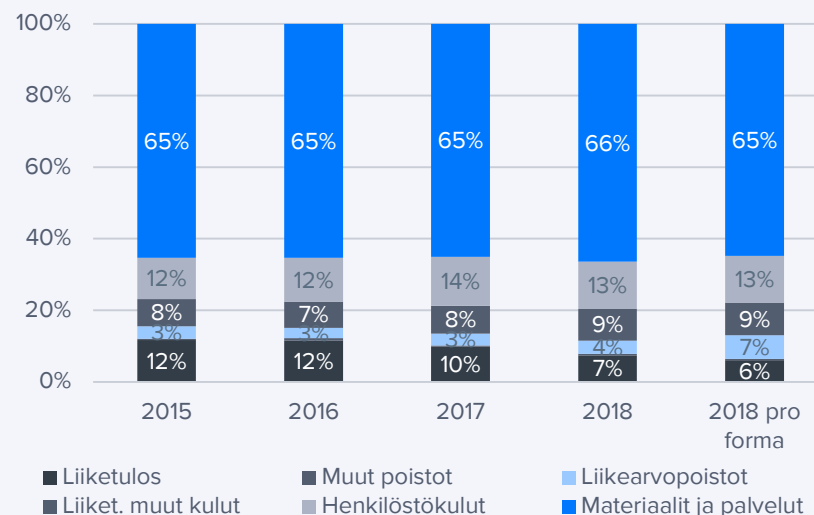
Relaisin tärkeimmät kulukomponentit ovat seuraavat:

- **Materiaali- ja palvelukulut** (65-66 % liikevaihdosta). Osuus on pysynyt viime vuosina hyvin tasaisena mikä kuvastaa Relaisin kykyä siirtää hankintakulujen nousu täysimääräisesti omiin myyntihintoihin. Vuoden 2018 pro forma – laskelmassa osuus oli 65 %.
- **Henkilöstökulut** (12-13 % liikevaihdosta). Osuus on ollut viime vuosina hienoisessa nousussa eli henkilöstökulut / henkilö ovat kasvaneet hieman liikevaihto / henkilö –lukua nopeammin. Uskomme muutoksen johtuvan enemmän rakenteiden muuttumisesta (tehdyt yritysostot, laajentuminen Baltiassa) kuin vertailukelpoisten yksiköiden kulurakenteen muutoksesta. Esimerkiksi tärkeimmässä tytäryhtiössä Startax Finlandissa (2018 liikevaihto 60 MEUR) liikevaihto / henkilö kasvoi vuonna 2018 samalla kun henkilöstökulut / henkilö pysyivät ennallaan.
- **Liiketoiminnan muut kulut** (7-9 % liikevaihdosta). Ryhmä sisältää mm. myynti- ja markkinointikulut, IT- ja hallintokulut, vakuutukset ja vuokrat. Arvioimme vuokrien olevan näistä suurin kuluerä ja niiden osuudeksi liikevaihdosta noin 5 %.
- **Muut poistot** (0,4-0,7 % liikevaihdosta). Luku on pieni koostuen pääasiassa kalustopoistoista.
- **Liikearvopoistot** (2015-2018 toteuma 3-4 % liikevaihdosta; 2018 pro forma vajaa 7 % liikevaihdosta). Relaisin soveltaessa FAS-kirjanpitoa se on aiemmin käyttänyt liikearvoon 5 vuoden poistoaikaa, mutta keväisen Huzells/ABR-kaupan synnyttämän ison liikearvon (54 MEUR) poisto aika on 10 vuotta.

Liikevaihdon jako komponentteihin, MEUR



Liikevaihdon jako komponentteihin, %



Kulu- ja taserakenne 2/2

Relaisin kulurakenne on kaikkiaan joustava. Lyhyellä tähtäimellä joustavia ovat materiaali- ja palvelukulut ja osa liiketoiminnan muista kuluista (mm. myynti- ja markkinointikulut). Keskipitkällä aikavälillä myös henkilöstökulut ja vuokrat joustavat. Joustavan kulurakenteen kääntöpuoli on, että operatiivinen vipu ei ole kovin vahva eli marginaalit eivät merkittävästi parane liiketoiminnan kasvaessa.

Rahoituskulut ja verot

Relais ei ole julkistanut erittelyä rahoituskulujen jakautumisesta korkokuluihin ja muihin rahoituskuluihin, joten luottokannan kesikoron arvioiminen on vaikeaa. Arvioimme kevään 2019 jälleenrahoituksen (kaikkiaan noin 66 MEUR) laskennalliseksi korkokustannukseksi noin 2,8 % p.a. Yritysveroaste (2019) on Relaisin kaikissa toimintamaissa 20,0-22,0 %, pois lukien toistaiseksi vähämerkityksinen Liettua, jossa se on 15,0 %. Relais-konsernin laskennallista veroastetta nostaa (vähennyskelvoton) liikearvopoistokirjaus, joka vuoden 2018 pro forma -tuloslaskelmassa oli -7,9 MEUR. Tämän vuoksi konsernin laskennallinen veroaste oli 61,4 %, mutta liikearvopoistoilla oikaistuna 21,1 %. Relaisin isot konserniliikearvon poistot tulevat nostamaan laskennallista veroastetta merkittävästi myös tulevaisuudessa.

H1'19 tase ei kovin vahva

Relaisin taseasema muuttui perinpohjaisesti yhtiön

ostettua Huzells i Karlstad AB:n ja AB Reservdelarin toukokuussa 2019. Yritysarvoltaan arvioimme mukaan 66 MEUR:n kaupassa syntyi 54 MEUR liikearvoa, joka poistetaan kymmenessä vuodessa. Kauppa rahoitettiin H1'19:n aikana toteutetulla 23,5 MEUR:n osakeannilla sekä kaikkiaan vajaan 50 MEUR:n lisälainanotolla.

Liikearvon lisäksi toinen Relaisin taseen vastaavaa-puolella oleva huomattava erä on kaikkiaan 43 MEUR:n vaihto-omaisuus, josta 95 % on varastoa. Relaisin varasto kiertää toimialalle tyypillisesti hitaasti: viime vuosina kiertoaika on ollut noin 220-250 päivää. Syynä on hyvin laaja tuotevalikoima, jossa hitaasti kiertävien artikkeleiden aiheuttama taserasite kompensoidaan korkeammilla katteilla. Tilanne on Huzellsin ja ABR:n hankintojen myötä hieman helpottamassa, sillä ko. yhtiöiden varaston kiertoaika on ollut noin 150 päivää, mikä merkitsee nykymuotoisen Relaisin varaston laskennallisen kiertoajan putoamista noin 200 päivään. Koska korottomien saamisten ja velkojen kiertoajat ovat normaalit (25-30 päivää) ja niiden määrät suunnilleen kumoavat toisensa, jää Relaisin vaihto-omaisuus kokonaan rahoitettavaksi oman pääoman ja korollisen vieraan pääoman turvin.

Relaisin viimeisin julkistettu tase (30.6.19) oli velkainen: omavaraisuusaste oli 34 % ja nettovelkaantumisaste (gearing) 124 %. Lainojen hoitokykyä mittaava nettovelat/käyttökate-tunnusluku oli sekin korkea, vuoden 2018 pro

forma -käyttökateella laskettuna 3,5x. Esimerkiksi Standard & Poor'sin asteikolla tämä merkitsee ”huomattavaa” (significant eli taso 4 asteikolla 1-6) velkaantumista.

Operatiivinen kassavirta hyvällä tasolla

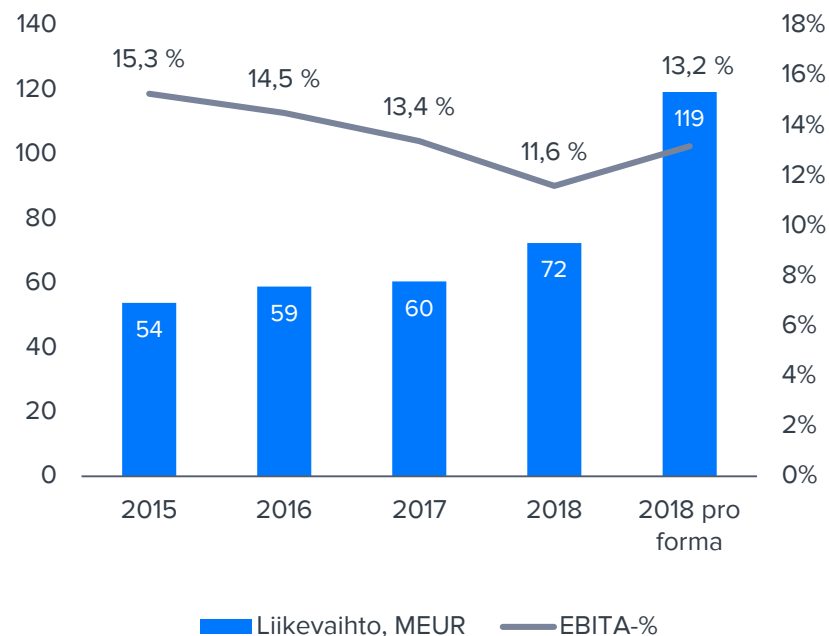
Relaisin historiallisen kassavirran arvioimista vaikeuttavat lukuisat rakennemuutokset sekä konsernitilinpäätöksen puuttuminen eräiltä vuosilta. Aiemmin konsernista on lisäksi maksettu konserniavustusta pääomistaja Ajanta Oy:lle, vuosina 2014-2016 yhteensä 4,3 MEUR. Kokonaisarvioimme on, että Relaisin kassavirta on vahva ja operatiivisella kassavirralla (nettotulos + poistot /. nettokäyttöpääoman muutos) on voitu helposti kattaa ylläpitoinvestoinnit vuosina 2014-2018. Ko. vuosina rahavirta on ylläpitoinvestointien jälkeen ollut +0,6...+4,9 MEUR vuodessa, yhteensä +12,9 MEUR.

Akvisitioihin tarvitaan ulkoistakin rahoitusta

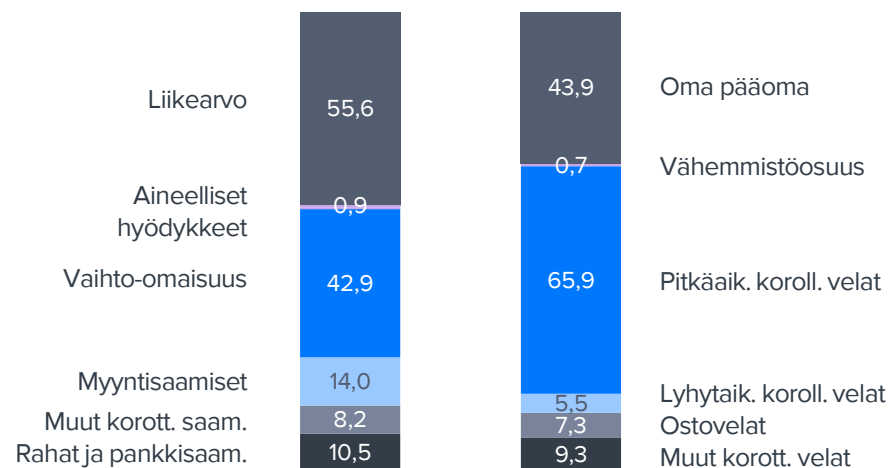
Relaisin kassavirtaa analysoitaessa on muistettava, että yhtiön ylläpitoinvestoinnit ovat pieniä (em. vuosina keskimäärin 0,3-0,4 MEUR vuodessa) ja varsinaiset kasvuinvestoinnit ovat olleet akvisitioita, joihin Relais on käyttänyt nettona 88 MEUR ajalla 2014-H1/2019. Relaisin akvisitiolähtöinen kasvu tulee jatkossakin edellyttämään ulkopuolista lisärahoitusta, vaikka operatiivinen kassavirta jatkaisikin paranemistaan.

Historiallinen kehitys sekä taserakenne, yhteenveto

Liikevaihto ja kannattavuus



Tase H1'19 (MEUR)



Ennusteet 1/5

Toimintaympäristön näkymät

Relaisin vuoden 2018 sekä H1'19:n pro forma – liikevaihdosta 92 % kertyi Suomesta ja Ruotsista. Ruotsin liikevaihto oli vuonna 2018 noin 1 % ja H1'19:llä noin 9 % Suomen liikevaihtoa isompi. Keskitymme markkinoiden näkymiä arvioidessamme näihin kahteen maahan.

Olemme käsitelleet Relaisin tuotteiden kysynnän perusajuria eli ajoneuvokannan keskimääräistä kasvuvauhtia jo aiemmin. Suomessa rekisteröityjen henkilöautojen määrä on tällä vuosikymmenellä kasvanut noin +2 % v/v ja hyötyajoneuvojen noin +4 % v/v. Vastaavat kasvuluvut Ruotsissa ovat +2 % v/v ja +3 % v/v. Muista kysynnän ajureista ajoneuvokannan ikääntyminen sekä ajoneuvoilla ajetut kilometrimäärät riippuvat talouden kasvuvauhdista ja kulutuskysynnän kehityksestä.

Sekä Suomessa että Ruotsissa talousennusteet povaavat kuluvalle vuodelle selvää kasvun hidastumista (-0,6...-0,7 %-yk) koko kansantalouden tasolla, mutta yksityisen kulutuksen kasvun osalta muutokset ovat pieniä. Vuosien 2020-2021 ennusteissa sekä yksityisen kulutuksen että koko kansantalouden kasvuennusteet konvergoituvat Suomessa 1,3-1,5 %:n ja Ruotsissa 1,4-1,9 %:n luokkaan. Arvioimme kansantalouden mittareiden kuvastavan paremmin hyötyajoneuvojen varaosien kysyntää ja yksityisen kulutuksen taas heijastavan henkilöautojen varaosien kysyntää. Yhteenvetomme on, että Relaisin päämarkkinoilla kysynnän kasvunäkymä on hidastuva, mutta kasvu jatkuu. Tulkintamme ennusteista on, että Relaisin markkinoille tyypillinen 1-3 %:n vuosikasvu tulee asettumaan 1-2 %:iin 2019-2020.

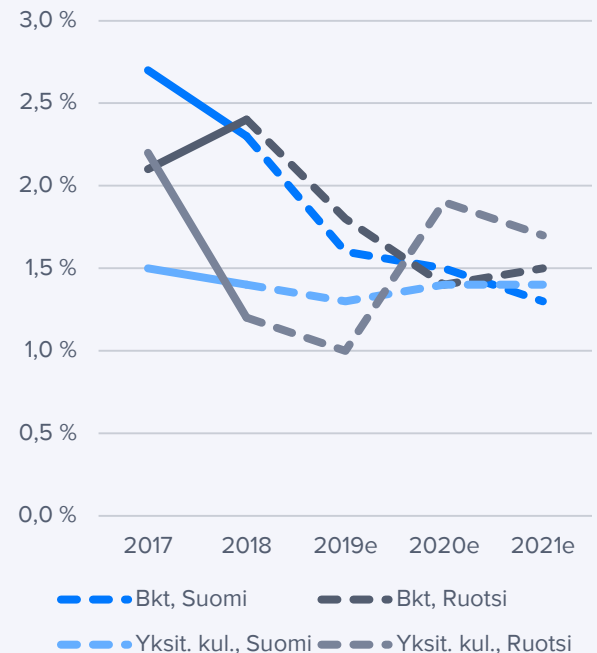
Ennusteiden taustaoletukset

Olemme laatineet eksplisiittiset ennusteet Relaisille vuosille 2019-2022 sekä väljemmän pitkän aikavälin ennusteen. Lähtökohtamme on perusennuste, joka huomioi vain orgaanisen kasvun. Koska akvisitiot ovat kuitenkin hyvin keskeisessä asemassa Relaisin strategiassa, olemme laatineet myös näitä koskevan erillisen skenaarion.

Perusennusteen taustaoletukset ovat seuraavat:

- Markkinakasvu on 0,9-1,0 % vuosina 2019-2020, 2,5 % v. 2021 ja 3,0 % v. 2022;
- Relaisin markkina-asema (markkinaosuus) ei muutu ennustejaksolla;
- Relais saavuttaa Huzellsin ja ABR:n akvisition seurauksena liikevaihtosynergioita seuraavasti: 2 MEUR v. 2020 ja 6 MEUR v. 2021-2022;
- Materiaali- ja palvelukulujen osuus liikevaihdosta säilyy ennustejaksolla 63,1-63,7 %:ssa, sillä yhtiöllä on vahvat näytöt tämän osuuden stabiiliudesta;
- Henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta nousee maltillisesti vuoden 2019 13,2 %:sta vuoden 2022 13,5 %:iin palkkainflaation olessa hieman liikevaihto/henkilö –suhteen kasvua nopeampaa;
- Liiketoiminnan muiden kulujen (suurimpana vuokrat) osuus liikevaihdosta palautuu vuoden 2019 epänormaalin korkealta 9,7 %:n tasolta (huom. tehdyt akvisitiot) tavanomaiselle 9,1-9,5 %:n tasolle;

Talouden kasvuennusteet



Lähde: Suomen Pankki 6/2019, Konjunkturinstitutet 6/2019

Ennusteet 2/5

- Poistot (pl. liikearvopoistot) pysyvät pienten pysyviin vastaaviin tehtävien investointien johdosta matalina 0,4-0,5 MEUR:ssa;
- Liikearvopoistot pysyvät Huzellsin ja ABR:n hankinnan johdosta korkeina: 5,6 MEUR v. 2019, 6,1 MEUR v. 2020; 6,1 MEUR v. 2021 ja 5,9 MEUR v. 2023;
- Korko- ja muut rahoituskulut ovat 2,8-3,1 % keskimääräisestä luottokannasta;
- Konsernin oikaistu veroaste on 20,7 %, mutta vähennyskelvottomat liikearvopoistot nostavat raportoidun konserniveroasteen 29-34 %:iin vuosina 2019-2022;
- Investoinnit pysyviin vastaaviin ovat poistojen luokkaa eli 0,4-0,5 MEUR vuodessa;
- Varaston kiertonopeus säilyy noin 200 päivässä, muussa nettokäyttöpääomassa korottomat velat rahoittavat vastaavat saatavat noin 90 %:sesti;
- Osinkona jaetaan osinkopolitiikan mukaisesti reilu 30 % liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta.

Vuoden 2019 ennuste: ohjeistus on uskottava

Relaisin liikevaihto kasvoi H1'19:llä 12 %:lla v/v 37,7 MEUR:oon. Huzells ja ABR olivat mukana luvuissa yhden kuukauden ajan ja arvioimme niiden liikevaihtovaikutukseksi noin 3,6 MEUR. Tällä perusteella Relaisin liikevaihdon orgaaninen kasvu oli melko hidasta eli 1,5 %:n luokkaa. Kulurakenne säilyi vuotta aiemman kaltaisena ja EBITA-

marginaali oli 10,3 % (H1'18: 10,5 %). 380 TEUR:lla kohonneet liikearvopoistot painoivat EBIT-marginaalin 5,8 %:iin (H1'18: 6,6 %), mutta tällä muutoksella oikaistuna EBIT-marginaali parani 6,8 %:iin.

H2'19:n näkymiä arvioitaessa on muistettava Relaisin melko vahva kausiluonteisuus: vuonna 2018 liikevaihdosta 54 % ja EBITA:sta 58 % syntyi H2:lla. Uskomme vastaavan kausiluonteisuuden koskevan myös Ruotsin-toimintoja ja tämä sekä Huzellsin ja ABR:n mukana olo nyt koko H2'19:n ajan nostaa vuoden 2019 raportoidun liikevaihdon ennusteessamme 102,3 MEUR:iin. Raportoidusta 41,1%:n kasvusta koko vuonna vain 1,5 % on orgaanista eli uskomme H1'19:n orgaanisen kasvutahdin jatkuvan myös H2'19:llä.

Relais on ohjeistanut H2'19:n EBITA:ksi 8-10 MEUR. Tavoite voi kuulostaa vaativalta, sillä se edellyttää omalla 64,5 MEUR:n liikevaihtoennusteellamme 12,4-15,5 %:n EBITA-marginaalia. H2'18:n EBITA-marginaali oli 12,5 %, mutta on muistettava että yhdistettyjen Huzellsin ja ABR:n EBITA-marginaali oli koko viime vuonna 15,5 %, kun se "vanhalla" Relaisilla oli 11,6 %. Suurin ero kulurakenteessa on materiaaleissa, joiden osuus Relaisin liikevaihdosta oli viime vuonna 66,4 % osuuden oltua Huzellsilla ja ABR:llä yhteen laskettuna 60,3 %. Tällä perusteella annettu ohjeistus on realistinen. Ennusteemme H2'19:n EBITA:ksi on 9,0 MEUR (marg. 13,9 %) ja liikevoitoksi 5,1 MEUR (marg. 7,8 %). Koko vuoden 2019 osalta ennusteemme EBITA:ksi on 12,9 MEUR (marg. 12,6 %) ja liikevoitoksi 7,2 MEUR (marg. 7,1 %).

Ennusteemme koko vuoden nettorahoituskuluiksi on -5,3 MEUR. Rahoituskuluissa on huomioitu normaaleiden korkokulujen (arviolta -1,5 MEUR) lisäksi kertaluonteisina erinä listautumisannin kulut (-2,9 MEUR) ja muut rahoitusjärjestelyihin liittyvät kulut (-1,3 MEUR). Arviomme konsernin koko vuoden veroasteeksi on raportoituna 34 % ja oikaistuna 21 %. Kaikkiaan vuoden 2019 ennusteemme merkitsee listautumisannin jälkeisellä osakemäärällä (16,214 milj. kpl) 0,01 euron raportoitua ja 0,56 euron kertaerillä ja liikearvopoistoilla oikaistua osakekohtaista tulosta. Ennusteemme osakekohtaiseksi osingoksi on 0,13 euroa.

Vuosien 2020-2022 ennusteet: Huzellsin ja ABR:n mukaantulo tukee marginaaleja

Huzellsin ja ABR:n kesäkuussa 2019 tapahtunut konsolidointi tuo mukanaan viiden kuukauden edestä lisää näiden yksiköiden liikevaihtoa vuonna 2020. Muita kasvun komponentteja ovat jo esillä ollut 1,0 %:n markkinakasvu (heikohko talous-suhdanne vaikuttaa yhä) sekä 2,0 MEUR:n eli 2,0 %:n edestä orgaaninen lisäkasvu Relaisin sekä Huzellsin ja ABR:n ristiinmyynnistä. Toiseen suuntaan vaikuttaa Ruotsin kruunun 1 %:lla euroon nähden vuosivertailussa heikentynyt taso, mikä ilmenee translaatiovaikutuksena. Ennusteemme vuoden 2020 liikevaihdoksi on 123,5 MEUR, jossa on 21 % raportoitua ja 2,6 % orgaanista kasvua. Vuosien 2021-2022 liikevaihtoennusteidemme keskimääräinen kasvu (CAGR) on 4,3 %, jossa

Ennusteet 3/5

on mukana 1,5 %-yksikön edestä Relaisin ja Huzellsin sekä ABR:n ristiinmyynnin kasvua.

Ennusteemme vuosien 2020-2022 kulurakenteen kehityksestä ovat hyvin stabiilit, kuten taustaoletuksissa totesimme. Raportoitavan tuloksen osalta huomionarvoista on JA Tools JA Elektron hankinnasta koituneiden liikearvopoistojen (noin 1,7 MEUR vuosittain) päätyminen vuoden 2019 lopussa. Vuosien 2020-2022 EBITA-marginaaliennusteemme ovat melko stabiilit 13,6-14,1 %:ssa Huzellsin ja ABR:n ”vanhaa” Relaisia paremman kannattavuuden vaikuttaessa koko voimallaan. Lisäksi konsernin raportoitu liikevoittomarginaali nousee vuoden 2019 7,1 %:sta vuoden 2020 8,6 %:iin edellä mainitun liikearvopoistokirjauksen päättyessä. Varsinainen operatiivinen vipu eli kiinteiden kulujen kasvu liikevaihtoa hitaammin vaikuttaa Relaisilla varsin vähän kulurakenteen joustavuuden vuoksi.

Vuosien 2020-2021 ennusteissamme vuotuiset nettorahoituskulut ovat 1,1-1,4 MEUR ja raportoitu konserniveroaste laskee 31-32 %:iin oikaistun veroasteen pysyessä vajaassa 21 %:ssa.

Rakennemuutoksesta johtuen konsernin oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa vauhdilla vuosina 2020-2022 (CAGR = 14 %), mutta vuoteen 2022 mennessä kasvu on ennusteissamme hidastunut 2 %:iin. Vuosien 2020-2022 osinkoennusteemme on 0,29-0,33 EUR/osake merkiten 68-80 %:n osinkosuuhdetta raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta ja 39 %:n osuutta liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta.

Tase vahvistuu selvästi

Hyvä kannattavuus ja pieni investointitarve merkitsevät vahvaa vapaata kassavirtaa, mikä varmistaa sekä hyvän lainanhoito- että

osingonmaksukyvyyn. Ennusteessamme Relaisin korolliset nettovelat alenevat vuoden 2019 lopun 27 MEUR:sta vuoden 2022 6 MEUR:oon. Samalla nettovelkaantumisaste laskee 41 %:sta 7 %:iin. Velanhoitokykyä mittaava nettovelat/käyttökate-mittari (ND/EBITDA) putoaa vuoden 2019 2,0x:stä vuoden 2022 matalaan 0,3x:een.

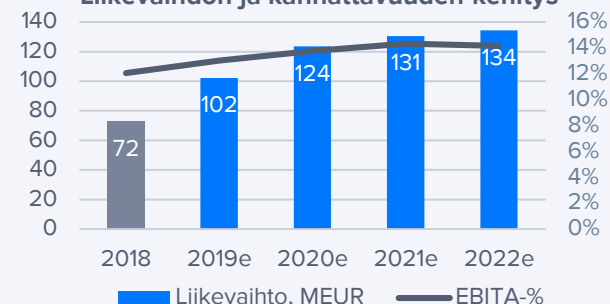
Muista tunnusluvuista sijoitetun pääoman tuotto (ROI) on vuosina 2020-2022 tyydyttävällä 9-11 %:n tasolla. Tuottoa alentaa Relaisin raskas nettokäyttöpääoma. Oman pääoman tuotto (ROE) on samalla tasolla.

Pitkän aikavälin ennuste

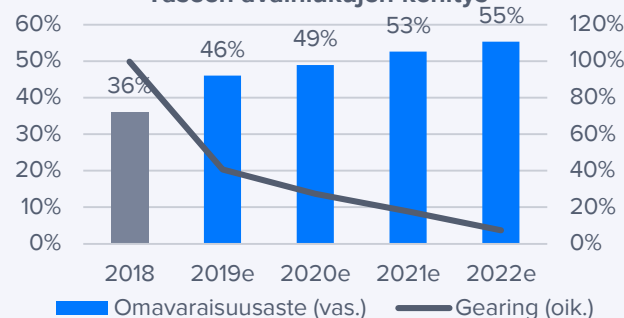
Koska perusennusteemme ei ennakoiv tulevia akvisitioita, oletamme Relaisin liikevaihdon kasvuvauhdin hidastuvan eksplisiittisen ennustekautemme jälkeen maltillisesti vuoden 2022 2,9 %:sta 2,0 %:n terminaalikasvuksi. Luku on linjassa toimialan jo toteutuneen pitkän aikavälin kasvun kanssa. Samaten oletamme Relaisin EBITA-marginaalin tasaantuvan vuoden 2022 13,9 %:sta 13,4 %:iin pitkällä aikavälillä. Mielestämme Relaisin nykykonsepti (keskittyminen tukkumarkkinaan ja erikoistuminen sähköosiin yhdistettynä joustavaan kulurakenteeseen) turvaa yhtiön marginaaleja varsin tehokkaasti.

Akvisitioiden jättäminen perusennusteemme ulkopuolelle, Relaisin vahva kannattavuus sekä toiminnalle tyypillinen pieni investointitarve merkitsevät kassan paisumista tarpeettoman suureksi ja siten ”ylivahvaa” tasetta. Tämä painaa edellä käsiteltyjä pääoman tuottolukuja. Olemme kompensoineet tätä oletamalla Relaisin jakavan selvästi virallista osinkopoitiikkaa runsaammat osingot (45-67 % oikaistusta nettotuloksesta) vuosina 2024-2028 ja siitä eteenpäin.

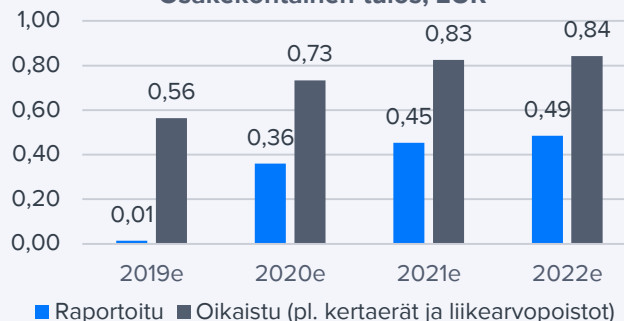
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos, EUR



Ennusteet 4/5

Yritystostoskenaario: mahdollisuus lisäarvon luomiseen

Kuten strategiaa läsittelevässä osiossa totesimme, Relais on ilmaissut selvästi aikovansa orgaanisen kasvun lisäksi kasvaa akvisitioilla. Vuosittain tehtävien 1-2 akvisition avulla yhtiön tavoitteena on vuoden 2018 120 MEUR:n (pro forma) liikevaihdon kaksinkertaistaminen eli nostaminen 240 MEUR:oon viidessä vuodessa eli vuonna 2024. Kohteet voivat sijaita kotimaan lisäksi Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Sen sijaan Baltiassa yritysostokohteita ei tässä vaiheessa tarkastella.

Relais tähää yritysostoissaan noin 6x:n EV/EBITDA-arvostustasoon ja yhtiön mukaan toimialalle tyypillinen EBITDA-marginaalitaso on 10 %. Tarkastelemamme verrokkiryhmän perusteella taso on tätä alempi, keskimäärin 8 %:n luokassa.

Olemme laatineet skenaarion, jolla Relais pystyy

orgaanisen kasvun ja akvisitioiden yhdistelmällä saavuttamaan 240 MEUR:n liikevaihtotason vuonna 2024. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää aktiivista yritysostokampanjaa, sillä ennusteidemme mukaan 82 % vuosina 2020-2024 tarvittavasta kasvusta nojaa akvisitioihin.

Akvisitioskenaarion taustaoletukset

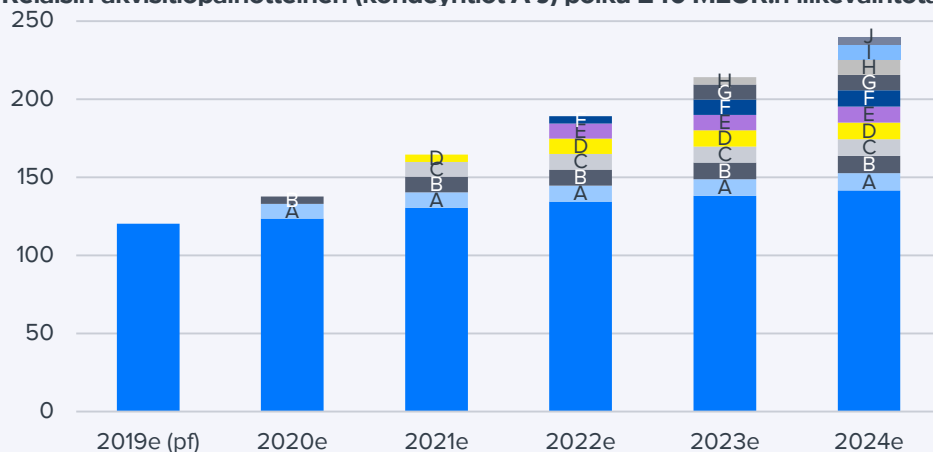
Selkeyden vuoksi olemme olettaneet kaikkien Relaisin tulevien akvisitiokohteiden olevan numeroiltaan identtisiä ja että yhtiö tekee kaksi akvisitiota joka vuosi 2020-2024, yhden vuoden alussa ja toisen vuoden puolivälissä. Muita keskeisiä oletuksia ovat seuraavat:

- Kohteiden liikevaihto on ostovuonna 9,5 MEUR ja se kasvaa akvisition jälkeen samaa tahtia Relaisin perusennusteen mukaisen kasvutahdin kanssa;
- Kohteiden EBITDA-marginaali on 8,0 % ja EBIT-marginaali 7,1 % koko ennustejakson;

- Kohteiden omavaraisuusaste on ostohetkellä 35 %, oman pääoman määrä 1,62 MEUR ja nettovelkojen määrä 1,95 MEUR;
- Relais maksaa kohteista 6,0x EV/EBITDA-kertoimen mukaisen hinnan eli kustakin 4,56 MEUR
- Kustakin kaupasta syntyy 1,0 MEUR:n suuruinen liikearvo, jonka Relais poistaa 10 vuodessa.

Oheisessa graafissa on esitetty tehtävien 10 fiktiivisen akvisition (kohdeyhtiöt A-J) liikevaihtovaikutus. Tarkastelu on luonnollisesti hyvin mekaaninen, eikä kohteiden määrä, koko ja transaktion ajoitus voi tietenkään olla vielä tiedossa. Joka tapauksessa on selvää, että Relaisin asettama tavoite on urakkana haasteellinen, elleivät akvisiot kohdistu selvästi esitettyä kokoluokkaa suurempiin yhtiöihin.

Relaisin akvisitiopainotteinen (kohdeyhtiöt A-J) polku 240 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen



Ennusteet 5/5

Akvisitiot osakkeenomistajan näkökulmasta

Esitetty akvisitioskenaario merkitsisi toteutuessaan Relaisin raportoidun liikevaihdon kasvun (CAGR) jatkumista samaa 15 %:n tahtia kuin vuosina 2011-2018 myös vuosina 2020-2024. Oletuksemme kohteiden nykyistä Relaisia heikommasta kannattavuudesta merkitsee konsernille marginaalipainetta ja EBITA-marginaali laskee skenaariossa vuoteen 2024 mennessä perusennusteen 13,5 %:sta 10,9 %:iin (-2,6%-yksikköä).

Suhteellisen kannattavuuden lievä heikentyminen akvisitioiden myötä on kuitenkin epäoleellista jos akvisitiot on hinnoiteltu siten, että niissä syntyy osakkeenomistajille lisäarvoa eikä Relaisin riskiprofiili oleellisesti kohoa. Jälkimmäisen osalta tilanne vaikuttaa lupaavalta, sillä Relaisin hyvä kassavirta

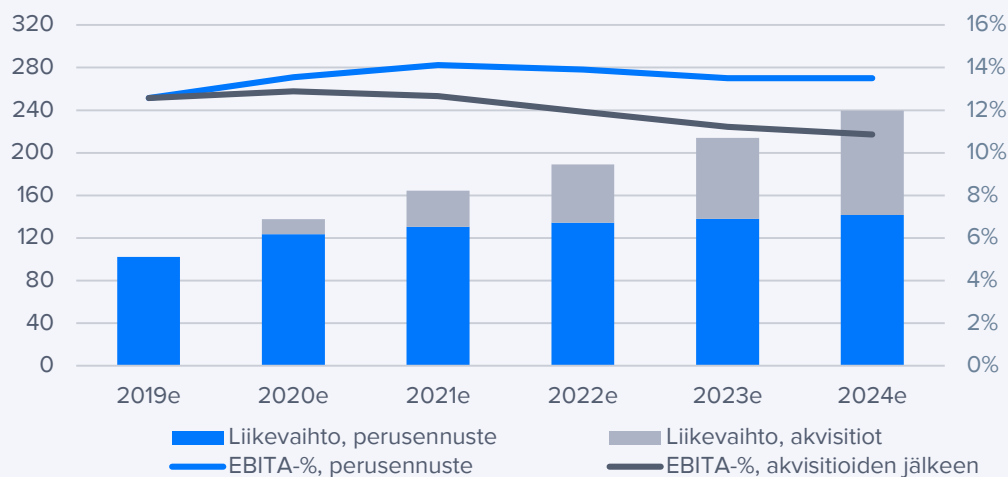
yhdistettynä kohteista saatavaan tulo-rahoitukseen sekä skenaariossa tasaisin väliajoin (eikä isoina kertakauppoina) tapahtuvat akvisitiot eivät juurikaan rasita tasetta. Relaisin nettovelkaantumisaste pysyy akvisitioskenaariossa 18-33 %:ssa vuosina 2020-2024, kun se perusennusteessa on samoina vuosina -12 %...27 %.

Kohtuuhinnoittelu synnyttää lisäarvoa

Skenaarioanalyysimme on monilta osin yksinkertaistava, mutta tarjoaa kehikon Relaisin akvisitiostrategian arviointiin eri parametreja muuttamalla. Olemme tehneet aiheesta herkkyyssanalyysin muuttamalla vain kohteiden kauppahintaa eli EV/EBITDA-kerrointa ja tarkastelleet DCF-kassavirtamallimme antamia tuloksia eri kerrointasoilla. Tulokset ovat oheisessa taulukossa. Tehtyjen akvisitioiden kassavirtamallissa antaman

lisäarvon suhde akvisitioissa käytettyyn arvostuskertoimeen on lineaarinen. Käyttämillämme taustaoletuksilla Relaisin kannattaa toteuttaa akvisitiostrategiaa niin kauan kuin kaupassa käytettävä EV/EBITDA-kerroin on alle 10x. Yhtiön tavoitteleva 6x:n EV/EBITDA-arvostus akvisitioissa tuottaa mallissamme jo 14 %:n arvonlisäyksen suhteessa perusennusteemme mukaiseen kassavirta-arvoon.

Akvisitioiden vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen, skenaario



Lähde: Inderesin ennusteet

Akvisitioiden hinnoittelun vaikutus DCF-mallin antamaan arvoon

EV/EBITDA	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
Lisäarvo, MEUR	27	21	15	9	3	-2
Ero vs. perusennuste, %	+18 %	+14 %	+10 %	+6 %	+2 %	-2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Relaisin arvonmääritystä konsernin nykyrakenteen perusteella. Strategian mukaista akvisitiolaajentumista ja sen mahdollista vaikutusta arvostukseen käsiteltiin edellisessä osiossa. Käyttämiämme arvonmääritysmenetelmiä ovat tulos pohjaiset arvostuskertoimet suhteessa kansainväliseen verrokkiryhmään sekä DCF- eli kassavirtamalli.

Näkemyksemme mukaan Relaisin arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Vahva keskittyminen tukkumarkkinaan ja siellä kasvavalle sähköosien markkinalle
- Joustava kulurakenne ja vakaa tuloshistoria
- Mahdollisuus arvontuottoon sekä omien yritystulojen että ostokatojen tulon kautta. Näille tekijöille on vaikea määrittää tarkkaa arvoa, mutta ne muodostavat positiivisen option

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Verraten pieni koko
- Toimialan hidas kasvu
- Osakkeen ainakin aluksi melko ohut likviditeetti

Arvostuskertoimet ja hyväksyttävä arvostustaso

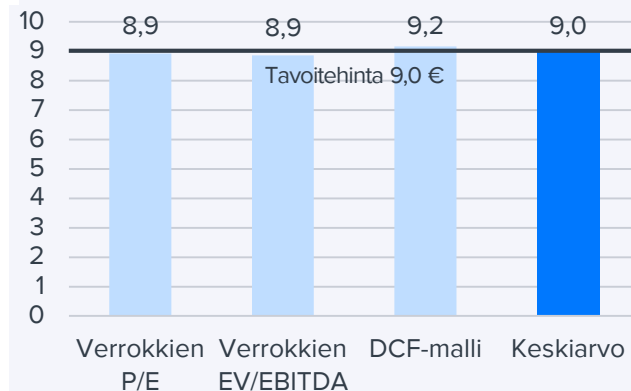
Totesimme ennen Relaisin listautumista julkistamassamme sijoitustukimusraportissa, että keskivertoverrokkia pienemmän koon lisäksi emme olleet tunnistanee muita diskonttoteikijöitä osakkeen arvostukselle suhteessa keskivertoverrokkiin. Tämän vuoksi lähellä

verrokkiryhtiöiden mediaania olevat arvostuskertoimet ovat mielestämme hyväksyttäviä Relaisille, sillä koko verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat maltillisia.

Verrokkiryhmän arvostus

Relaisin mielekkään verrokkiryhmän kokoamista haittaa liiketoiminnallisesti parhaiten maantieteellinen etäisyys, jolloin liiketoiminnan ajureihin ja siten arvostukseen voi vaikuttaa tekijöitä jotka eivät koske Relaisia. Relaisilla ei ole kotimaassa suoria pörssinoteerattuja verrokkeja, mutta olemme valinneet ryhmään vaihtokauppias Kamuxin, jonka kysyntätekijöissä on yhtäläisyyksiä Relaisiin. Muissakin Pohjoismaissa verrokkeja on vähän ja parhaiten ryhmään soveltuvat Mekonomen AB, jolla on varaosien tukkukaupan lisäksi myös vähittäiskauppaa ja korjaamotoimintaa sekä Bilja AB, jolla on merkkisidonnaista (OE) autojen ja niiden varaosien kauppaa sekä korjaamotoimintaa. Puolalainen Inter Cars on Keski- ja Itä-Euroopan suurin ajoneuvojen varaosien maahantuojia ja jakelija. Brittiläinen Motorpoint on Kamuxiin verrattavissa oleva käytettyihin autoihin keskittyvä vähittäismyyjä. Pohjoisamerikkalaisista autojen varaosakauppiasista LKQ Corp:lla (Yhdysvallat) on laajaa toimintaa myös Euroopassa. Dorman Products (Yhdysvallat), Advance Auto Parts (Yhdysvallat), Uni-Select (Kanada) ja Genuine Parts (Yhdysvallat) ovat hieman toisistaan poikkeavilla konsepteilla ja/tai markkina-alueilla Yhdysvalloissa ja Kanadassa toimivia varaosakauppiaita. Australialainen AMA Group toimii laajasti autojen eri jälkimarkkinasegmenteissä ja eräs sen erikoistumisalueista on ajoneuvojen sähköosat.

Arvonmäärityksen yhteenveto, EUR/osake



Lähde: Reuters Eikon, Inderes

Arvonmääritys 2/3

Koska Relaisin vuoden 2019 voimakkaalla rakennemuutoksella on todennäköisesti ollut lyhyellä tähtämellä negatiivinen vaikutus operatiiviseen toimintaan, pidämme vuoden 2020 arvostuskertoimia vuoden 2019 pro forma – kertoimia käyttökelpoisempina verrokkiryhmävertailussa. Verrokkiryhmän vuoden 2020 mediaani-P/E on tällä hetkellä 12x. Lukua voidaan pitää maltillisena, kun se suhteutetaan esim. Helsingin pörssin tämänhetkiseen vuoden 2020 mediaani-P/E:hen joka on 14x. Kun em. 12x P/E-kerrointa sovelletaan Relaisin liikearvopoistoilla oikaistuun vuoden 2020 osakekohtaiseen tulokseen, saadaan osakkeen arvoksi 8,9 euroa. Vastaavasti verrokkien vuoden 2020 EV/EBITDA-mediaanikertoimella (10x) saadaan Relaisin osakkeen arvoksi niin ikään 8,9 euroa. Tarkempi verrokkiryhmä löytyy sivulta 41.

Kassavirtamallin arvostus

DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusolettama mukaan lukien) nykyhetkeen ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Olemme käsitelleet pidemmän aikavälin ennusteitamme sivuilla 33-34. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 9,2 %. WACC on varsin kohtuullinen; sitä nostaa osakkeelle asetettu likviditeettipreemio ja laskee toimialan defensiivisyys, velkavivun vaikutus sekä alhainen veroaste.

DCF-malli antaa Relaisin osakkeen arvoksi 9,2 euroa, mikä on hyvin linjassa esitetyn verrokkiryhmäarvostuksen tulosten kanssa.

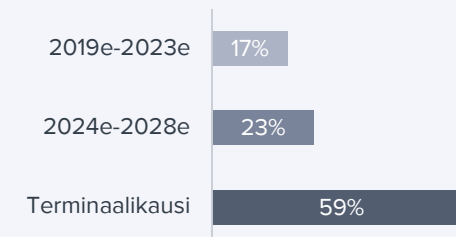
Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Osakkeen arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Relaisin osakkeen arvostukseen suhteessa yhtiökohtaiseen arvostukseen vaikuttavat ainakin seuraavat tekijät:

- **Optio-oikeudet.** Relaisin hallituksella ja johtoryhmän jäsenillä on optio-oikeuksia Relaisiin yhteensä 1,07 miljoonan osakkeen edestä. Optioiden toteutushinnan painotettu keskiarvo on 2,74 euroa/osake eli kyseessä ovat selvästi plusoptiot (in-the-money). Optio-oikeuksista 14 % erääntyy vuosina 2021-2022 ja loput 86 % vasta vuonna 2030. Optiot ovat amerikkalaisia eli niitä voidaan käyttää koko voimassaoloajan ja oletamme, että ne tullaan kaikki käyttämään. Yhteensä optiot voivat laimentaa nykyistä osakeomistusta määrällisesti 6,2 % ja toteutushinnan huomioiva ”arvolaimentuminen” on 17,10. päätöskurssiin (7,35 euroa) nähden 3,7 %. Viime mainitun perusteella osakkeen täysin dilutoitu arvo DCF-mallilla on 8,8 euroa / osake. Koska optioiden voimassaoloaika keskimäärin on pitkä ja koska haluamme välttää optioista johtuvat merkittävät muutokset osakekohtaisen tuloksen laskennassa, olemme DCF-mallissamme olettaneet pitkän voimassaoloajan optiot toteutettaviksi tasaisesti yli koko voimassaoloajan.

Diskontattujen kassavirtojen jakauma jaksottain



Arvostuskertoimet

	2019e	2020e	2021e	2022e
P/E rap.	527,5x	20,4x	16,2x	15,2x
P/E oik.	13,0x	10,0x	8,9x	8,7x
EV/EBITDA	9,6x	7,0x	6,1x	5,6x
EV/liikevaihto	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
Osinkotuotto	1,8 %	4,0 %	4,4 %	4,5 %

Arvonmääritys 3/3

- **Osakkeen likviditeetti.** Listautumisessa Relaisin vapaasti vaihdettavien osakkeiden määräksi muodostui 25 %:a uudesta, kohonneesta osakemäärästä. Muut Relaisin osakkeet ovat luovutusrajoituksen alaisia 6-12 kuukauden ajan. Vapaasti vaihdettavien osakkeiden (free float) listautumisen jälkeinen osuus ei siten ole ainakaan alkuvaiheessa erityisen korkea, vaikka osuus on kohtuullinen First North -listan yhtiölle ja sama kuin päälistan yhtiöille suositeltu 25 %:n alaraja. Kaikkiaan osakkeiden tässä vaiheessa melko ohutta likviditeettiä voidaan pitää diskonttotekijänä, mutta DCF-mallissamme tämä on - kuten todettua - huomioitu 2 %-yksikön lisätuottovaatimuksena eli likviditeettipreemiona.
- **Osinkotuotto.** Osinkoennustemme antavat nykykurssilla osinkotuotoksi 4,0-4,5 % vuosina 2020-2022. Taso on ylempää keskiluokkaa ja tyydyttäneen suurinta osaa sijoittajista.

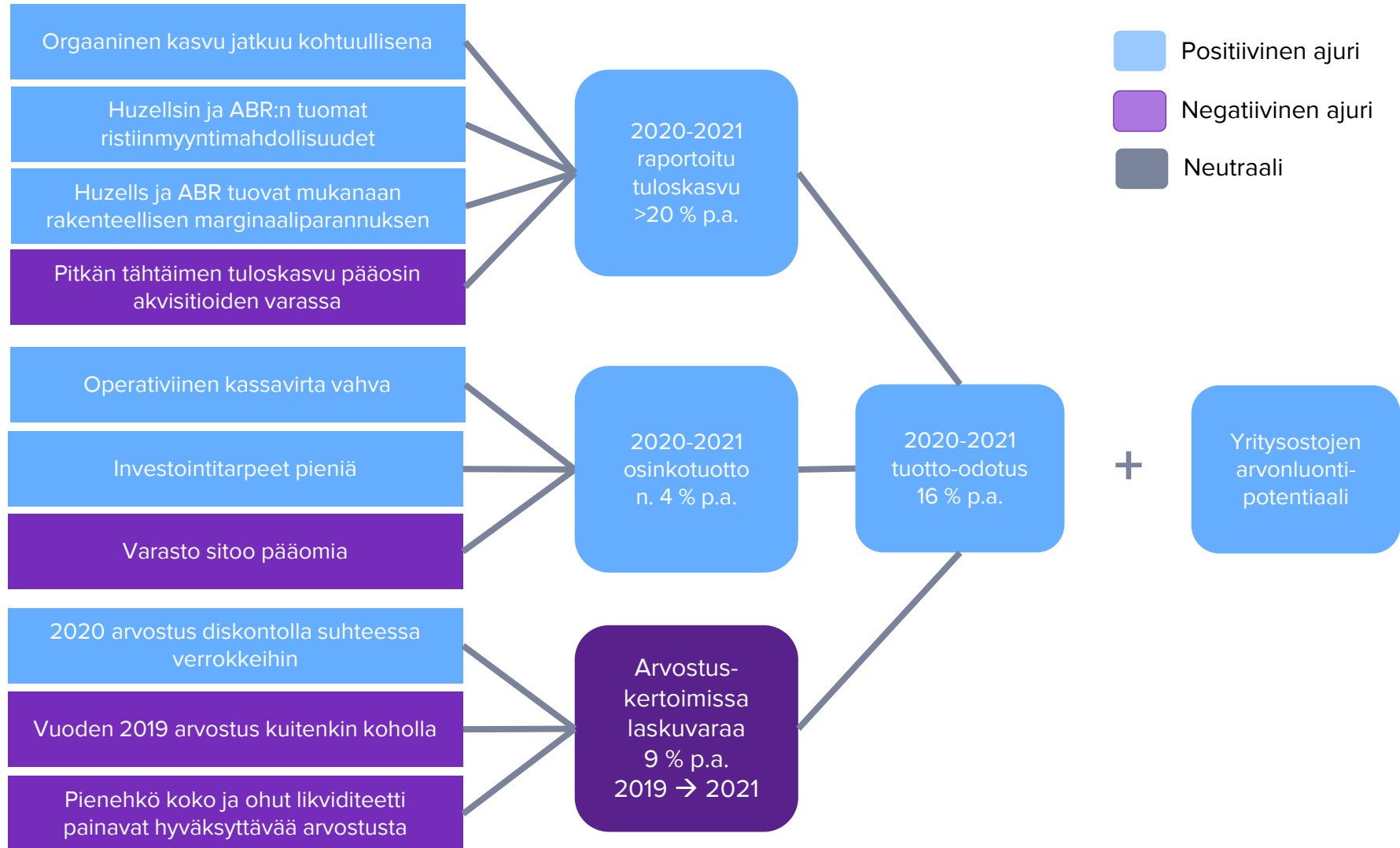
Sijoitusnäkemys

Aloitamme Relais Groupin seurannan osta-suosituksella ja 9,00 euron tavoitehinnalla. Edes konsernin nykyrakenteella arvostusdiskontto suhteessa verrokkeihin (2020e P/E:llä -18 % ja EV/EBITDA:lla -15 %) ei ole mielestämme perusteltu. Osakekurssi ei myöskään huomioi arvonlisäpotentiaalia, joka liittyy Relaisin jälleen aktivoitumassa oleviin yritysostoihin. Toimialan defensiivisyys sekä Relaisin joustava kulurakenne pitävät merkittävien negatiivisten yllätysten riskin pienenä ja näytöt onnistuneista yritysostoista

pienentävät myös niihin liittyvää riskiä.

Tavoitehintamme heijastaa verrokkien kanssa samalla tasolla olevaa arvostusta ja saa tukea DCF-mallimme antamasta arvosta. Osakkeen kokonaisvuosituotto-odotus vuosille 2020-2021 on houkutteleva 16 %, muodostuen 21 %:n osakekohtaisen tuloksen kasvun, 4 %:n osinkotuoton ja 9 %:n P/E-kertoimen laskun summana. Viime mainitun taustalla on Relaisin vuoden 2019 raportoituun osakekohtaiseen tulokseen pohjautuvan, hieman kohollaan olevan P/E-kertoimen (13x) lasku linjaan verrokkien kanssa vuonna 2021 (11x). Relaisin lähiaikojen positiivisia kurssiajureita voivat olla tiedot yrityskaupoista sekä muutamien kuukausien kuluttua saatava näyttö H2'19:ää koskevan ohjeistuksen saavuttamisesta.

Relais Groupin osakkeen ajurit



Verrokkiryhmän arvostus

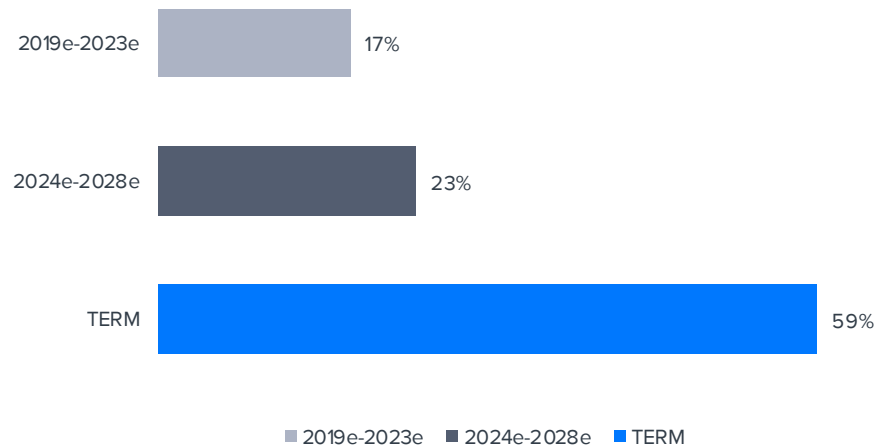
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Kamux Oyj	5,80	230	282	11,7	10,1	8,5	7,6	0,4	0,4	13,1	11,3	3,8	4,5	2,9
Mekonomen AB	82,00	423	977	13,5	12,4	6,6	6,3	0,9	0,9	7,9	7,1	3,0	3,6	1,1
Bilia AB	82,30	765	1206	12,4	12,4	6,4	6,4	0,5	0,5	10,4	10,5	5,8	5,9	2,6
Inter Cars SA	195,00	645	870	10,3	9,5	8,1	7,6	0,4	0,4	10,6	9,6	0,3	0,4	1,3
Motorpoint Group PLC	234,00	241	321	11,1	11,3	10,6	10,7	0,3	0,3	12,0	12,5	3,3	3,2	
LKQ Corp	31,07	8681	12065	12,9	11,5	10,3	9,6	1,1	1,0	13,4	12,2			1,8
Dorman Products Inc	82,59	2432	2397	19,4	14,5	15,8	12,2	2,5	2,4	24,8	18,7			3,3
Advance Auto Parts Inc	161,65	10495	10495	14,9	13,5	11,5	10,6	1,2	1,2	20,6	18,0	0,1	0,2	3,0
Uni-Select Inc	10,87	312	799	16,1	12,6	7,2	6,6	0,5	0,5	11,1	8,2	3,4	3,4	0,7
Genuine Parts Co	98,58	12896	15916	14,6	14,2	11,9	11,4	0,9	0,9	17,2	16,3	3,1	3,2	3,8
AMA Group Ltd	1,35	601	643	24,4	17,8	18,5	13,3	1,7	1,1	24,8	22,8	2,1	2,3	3,9
Relais Group (Inderes)	7,35	119	147	11,4	8,3	11,1	8,2	1,4	1,1	13,0	10,0	1,8	4,0	1,8
Keskiarvo				14,7	12,7	10,5	9,3	0,9	0,9	15,1	13,4	2,8	3,0	2,4
Mediaani				13,5	12,4	10,3	9,6	0,9	0,9	13,1	12,2	3,1	3,2	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	-33 %	8 %	-15 %	62 %	31 %	-1 %	-18 %	-43 %	22 %	-34 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	5,7	7,2	10,6	12,3	12,8	13,4	13,9	14,3	14,8	15,2	15,5	
+ Kokonaispoistot	3,0	6,1	6,4	6,4	6,2	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-3,2	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-2,4	-12,3	-2,2	-2,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	6,1	-0,4	11,3	12,4	13,8	13,8	14,3	14,7	15,1	15,5	15,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,8	-53,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,0	-53,6	11,0	11,9	13,4	13,3	13,8	14,2	14,7	15,0	15,9	
+/- Muut	0,0	43,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,0	-10,2	11,0	11,9	13,4	13,3	13,8	14,2	14,7	15,0	15,9	224
Diskontattu vapaa kassavirta		-10,0	9,8	9,8	10,1	9,2	8,7	8,2	7,7	7,3	7,0	99,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		167	177	167	157	147	138	129	121	113	106	99,1
Velaton arvo DCF		167										
- Korolliset velat		-19,4										
+ Rahavarat		2,3										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		149										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,17										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,7 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,35	7,35	7,35	7,35
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,3	16,4	16,5
Markkina-arvo	119	119	119	119
Yritysarvo (EV)	147	140	134	126
P/E (oik.)	13,0	10,0	8,9	8,7
P/E	>100	20,4	16,2	15,2
P/Kassavirta	neg.	10,9	10,0	8,9
P/B	1,8	1,7	1,7	1,6
P/S	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	11,1	8,2	7,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	11,4	8,3	7,2	6,8
Osinko/tulos (%)	939,0 %	80,2 %	71,2 %	67,9 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	4,0 %	4,4 %	4,5 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	60,4	33,7	38,8	72,5	37,7	64,5	102	124	131	134
Relais Group -konserni	60,4	33,7	38,8	72,5	37,7	64,5	102	124	131	134
Käyttökate	8,3	3,7	5,0	8,7	4,0	9,3	13,3	17,0	18,7	19,0
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,5	-1,5	-3,0	-1,9	-4,2	-6,1	-6,4	-6,4	-6,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,1	3,5	4,9	8,4	3,9	9,0	12,9	16,7	18,4	18,7
Liikevoitto	6,1	2,2	3,5	5,7	2,2	5,1	7,2	10,6	12,3	12,8
Relais Group -konserni	6,1	2,2	3,5	5,7	2,2	5,1	7,2	10,6	12,3	12,8
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,4	-0,4	-0,9	-1,9	-3,4	-5,3	-1,4	-1,1	-1,0
Tulos ennen veroja	5,3	1,8	3,1	4,8	0,2	1,7	1,9	9,2	11,2	11,8
Verot	-1,4	-0,7	-0,8	-1,5	-0,4	-1,2	-1,6	-3,2	-3,6	-3,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	3,8	0,9	2,2	3,1	-0,3	0,5	0,2	5,9	7,4	8,0
EPS (oikaistu)	2,51	0,25	0,42	0,67	0,17	0,40	0,56	0,73	0,83	0,84
EPS (raportoitu)	2,51	4,94	12,98	0,36	-0,02	0,03	0,01	0,36	0,45	0,49

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	2,6 %		-35,8 %	19,9 %	12,1%	66,4 %	41,1 %	20,8 %	5,7 %	2,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,2 %		-20,7 %	36,8 %	9,9 %	84,6 %	53,2 %	30,2 %	10,1 %	1,4 %
Käyttökate-%	13,8 %	11,0 %	12,9 %	12,1 %	10,7 %	14,4 %	13,0 %	13,8 %	14,3 %	14,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,2 %	10,5 %	12,5 %	11,6 %	10,3 %	13,9 %	12,6 %	13,6 %	14,1 %	13,9 %
Nettotulos-%	6,2 %	2,5 %	5,8 %	4,3 %	-0,7 %	0,8 %	0,2 %	4,8 %	5,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	8,1	5,9	53,8	47,9	41,9
Liikearvo	7,0	4,9	51,7	45,6	39,5
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	0,7	0,6	0,9	1,0	1,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	36,8	41,8	89,1	94,4	95,8
Vaihto-omaisuus	26,8	29,1	41,0	42,9	45,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,6	10,4	14,3	17,3	18,3
Likvidit varat	1,5	2,3	33,8	34,3	32,2
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143	142	138

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	14,2	17,2	65,8	69,6	72,5
Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	10,1	13,4	13,6	17,4	20,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,0	3,1	51,4	51,4	51,4
Vähemmistöosuus	3,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Pitkäaikaiset velat	11,5	15,5	58,9	51,9	43,9
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	11,4	13,7	55,0	48,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Lyhytaikaiset velat	19,2	15,0	18,3	20,8	21,3
Lainat rahoituslaitoksilta	11,7	5,7	5,5	5,3	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	9,3	12,8	15,4	16,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	44,9	47,7	143	142	138

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2019	Osta	9,00 €	7,35 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**