

RELAIS GROUP

08.01.2026 07.45 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Koneisto toimittaa ja kauppa käy

Relais oli aktiivinen yritysostorintamalla loppuvuodesta 2025, kun yhtiö tiedotti kolmesta yritysjärjestelystä. Kooltaan järjestelyt ovat pieniä, mitä heijastellen lähivuosien ennustemuutokset jäivät lieviksi. Mielestämme nämä järjestelyt ja kaikkiaan vuoden 2025 aktiviteettitaso viittaavat siihen, että Relais on onnistunut hajauttamaan järjestelyosaamista konsernissa. Tämä on yhtiön strategian toteutuksen ja arvonluonnin kannalta kriittistä pitkässä juoksussa. Osakkeen arvostuksen ollessa maltillinen toistamme lisää-suosituksemme ja 19,0 euron tavoitehintamme.

Koneisto toimittaa ja kauppa käy

Relais tiedotti joulukuussa 2025 kolmesta yritysostosta ja kaiken kaikkiaan vuoden 2025 yritysostojen lukumäärä kohosi näiden järjestelyiden myötä seitsemään. Konsernin kokoluokan kasvun myötä yksittäisten järjestelyiden vaikutus Relaisin lukuihin pienenee jatkuvasti, minkä seurauksena organisaation kyky toteuttaa lukumäärältään jatkuvasti kasvava määrä järjestelyjä on kriittistä. Siten pääoman uudelleenallokoinnin ja yritysjärjestelyosaamisen hajauttaminen organisaatiossa on hyvin tärkeää, kun yksittäisten henkilöiden kyvykkyys toteuttaa järjestelyjä ei skaalaudu, eikä ostokohteiden koon kasvattaminen ole mielestämme järkevää. Relaisin viime vuoden yritysostoaktiviteetti ja käsityksemme sen yritysostoprosessin kehityksestä viittaavat siihen, että yhtiö on onnistunut hajauttamaan järjestelyosaamista konsernin sisällä. Tämän kehityksen jatkuminen on strategian tehokkaan toteuttamisen ja Relaisin arvonluonnin kannalta hyvin keskeistä pitkässä juoksussa.

Hankinnat täydentävät huolto- ja korjaamopalveluita sekä tuoteliiketoimintoja

Q4:n täydentävistä yritysotoista (add on –yritysosto) sekä [TJ Fordonsservice](#)- että [LBP-ostot](#) vahvistavat Relaisin korjaamo- ja

huoltopalveluita Ruotsissa, kun taas [Qpax](#) vahvistaa Relaisin tuotetarjoomaa. Etenkin viimeisin järjestely arviomme mukaan tarjoaa väylän pääoman uudelleenallokointiin myös orgaanisen kasvuun, sillä Qpaxlla on arviomme mukaan Relaisin tarjoaman alustan myötä edellytykset maantieteelliseen laajentumiseen. Vastaavasti huolto- ja korjaamopalveluiden järjestelyissä arvonluonnissa korostuu järjestelyn arvostus ja toimipisteiden kehittäminen, sillä niiden kasvumahdollisuudet ovat tavanomaisesti niukemmat.

Yritysostot mukaan ennusteisiin

Sisällytimme yritysostot ennusteisiimme, mutta kohteiden kokoluokasta ja ajoituksellisista tekijöistä johtuen niillä ei ollut juurikaan vaikutusta Q4’25-lukuihin. Tätä taustaa vasten myös lähivuosien ennustemuutokset jäivät maltillisiksi, sillä vuosien 2026-2027 liikevaihdon ennusteemme kohosivat 1 %:lla ja vastaavat tulosennusteemme kohosivat 1-3 %.

Arvostus on kohtuullinen

Relaisin jo toteuttamat yritysostot täysimääräisesti huomioivat ja siten relevantimmat vuoden 2026e P/E- ja EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja reilu 10x. Nämä ovat mielestämme kohtuulliset ja niissä on nousuvaraa Relaisin operatiiviset liiketoiminnot ja pääoman allokoinnin historialliset näytöt huomioiden. Kuluva vuoden ennusteilla Relais arvostetaan karkeasti linjaan vastaavanlaisia liiketoimintoja harjoittavien yhtiöiden kanssa, kun taas sarjayhdistelijöihin nähden arvostus on merkittäväällä alennuksella. Mielestämme Relaisin perusteltu arvostus löytyy näiden kahden verrokkiryhmän välimaastosta. Siten verrokkiarvostuksen kautta tarkasteltuna ei nykyinen arvostustaso nähdäksemme anna pääoman allokoinnin kautta tapahtuvalle arvonluonnille arvoa. Siten osakkeen hinnoittelu mielestämme mahdollistaa pääsyn Relaisin kasvutarinan kyytiin houkuttelevalla arvostuksella.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

19,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

17,00 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	322,6	387,2	450,2	463,8
kasvu-%	13 %	20 %	16 %	3 %
EBIT oik.	36,1	39,1	48,6	50,5
EBIT-% oik.	11,2 %	10,1 %	10,8 %	10,9 %
Nettotulos	18,5	18,0	25,3	26,5
EPS (oik.)	1,21	1,35	1,59	1,65

P/E (oik.)	11,4	12,6	10,7	10,3
P/B	2,1	1,8	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,1 %	3,2 %	3,4 %
EV/EBIT (oik.)	10,8	14,3	11,4	10,8
EV/EBITDA	7,5	9,5	7,9	7,5
EV/Liikevaihto	1,2	1,4	1,2	1,2

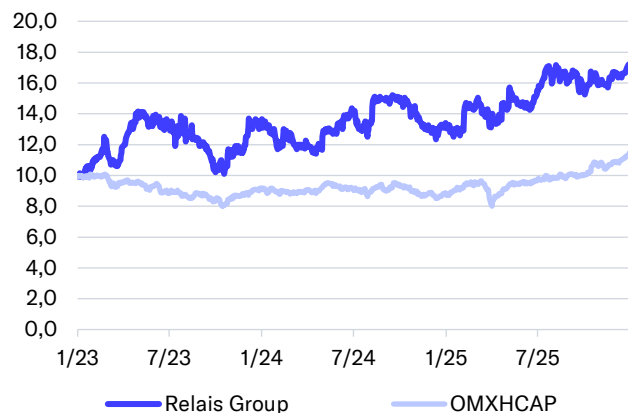
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

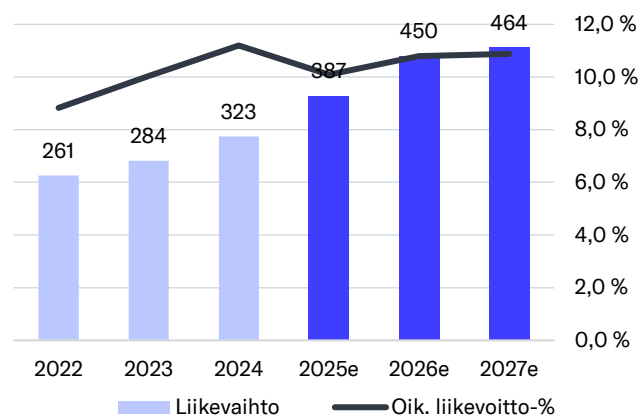
Relais Group ei julkaise numeerista tulosoheistusta tilikaudelle 2025. Yhtiöllä on 3.2.2023 julkaistu pitkän aikavälin taloudellinen tavoite, jonka mukaan se tavoittelee 50 miljoonan euron pro forma- vertailukelpoista EBITA:ta vuoden 2025 loppuun mennessä.

Osakekurssi



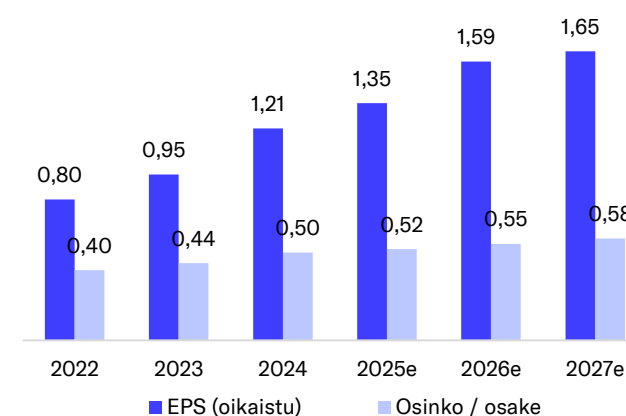
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Käyttöpääoman sitoutuminen tukkuliiketoiminnassa jarruttaa kassavirtaa
- Yritystoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Rajallisen hinnoitteluvoimaan ja kilpailutilanteeseen liittyvät pitkän tähtäimen riskit
- Osakkeen alhainen likviditeetti

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,00	17,00	17,00
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	309	312	313
Yritysarvo (EV)	560	556	543
P/E (oik.)	12,6	10,7	10,3
P/E	17,9	14,1	13,4
P/B	1,8	1,6	1,5
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,2
EV/EBITDA	9,5	7,9	7,5
EV/EBIT (oik.)	14,3	11,4	10,8
Osinko/tulos (%)	52,5 %	39,9 %	40,2 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Yritysstot mukaan ennusteksiin

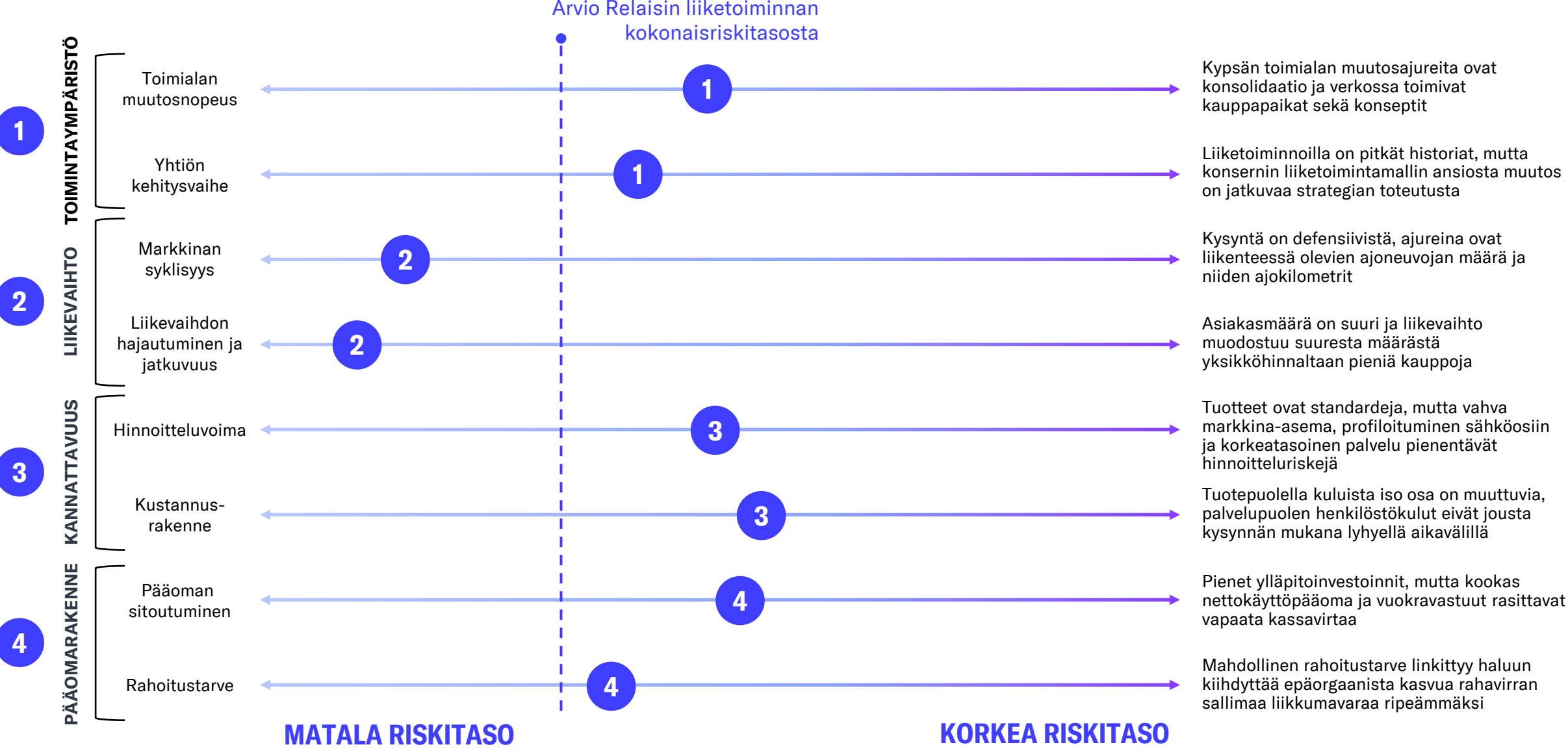
Ennustemuutokset

- Sisällytimme viimeisimmät kolme yritysstoaa ennusteksiimme
- Ainoastaan TJ Fordonsservice heijastui vuoden 2025 lukuihin, mutta ostettavan kohteen pientä kokoluokkaa mukaillen sen vaikutus vuositason ennusteksiin oli käytännössä olematon
- Vuosien 2026-2027 ennustemuutokset heijastelevat kaikkien kolmen yritysoston sisällyttämistä ennusteksiin, joskin LBP-yritysosto sisältyi ennusteksiin vasta helmikuun osalta
- Olemme käyttäneet LBP-yritysstossa maksuna käytettävien osakkeiden lukumäärän ennusteen laskennassa nykyistä osakkeen markkinahintaa, vaikkakin lopullinen kurssitaso määräytyy kaupan toteuttamispäivää edeltävien 20 päivän kurssin perusteella
- LBP-kaupan vaikutus osakemäärään täsmentyy siten lähiaikoina, mutta osakkeilla maksettava osuus on arvotaan pieni (11 MSEK tai noin 1 MEUR) suhteessa Relaisin arvoon (+300 MEUR), joten lopullinen osakemäärä ei olennaisesti tule poikkeamaan nyt ennustetusta

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	387	387	0 %	445	450	1 %	459	464	1 %
Käyttökate	58,8	58,8	0 %	69,4	70,5	2 %	71,3	72,8	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,0	39,1	0 %	47,8	48,6	2 %	49,7	50,5	2 %
Liikevoitto	33,7	33,8	0 %	40,8	41,6	2 %	42,7	43,5	2 %
Tulos ennen veroja	23,4	23,5	0 %	32,0	32,8	3 %	34,1	34,6	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,35	1,35	0 %	1,54	1,59	3 %	1,62	1,65	2 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,55	0,55	0 %	0,58	0,58	0 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Hyvät historialliset näytöt pääoman allokoinnista kasvuun

2

Kohdemarkkinan huomattava kasvupotentiaali ja kertynyt kokemus yritysjärjestelyistä

3

Joustava kulurakenne ja pääosin vakaa tuloshistoria

4

Liiketoimintamalli syö varoja käyttöpääoman ja vuokravastuiden myötä, mikä rajoittaa uudelleenallokoitavan pääoman määrää

5

Pitkässä juoksussa tuotto-odotuksen määrittää pääoman uudelleen allokoinnissa onnistuminen

Potentiaali

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

Riskit

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

Arvostus on kohtuullinen

Tuloskertoimet ovat kohtuulliset

Relaisin jo tekemät useat yritysostot heijastuvat täysimääräisesti vasta kuluvan vuoden tulokseen, joten vuoden 2025 tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät ole enää mielestämme erityisen relevantteja. Vuoden 2026 ennusteilla ja IFRS16-vaikutuksella oikaistu EV/EBITA-kerroin on noin 10x ja vastaava oikaistu P/E-kerroin on noin 11x. Nämä ovat mielestämme nykyliiketoiminnoille kohtuulliset ja niissä on lievää nousuvaraa.

Nähdäksemme Relaisin arvonluontimahdollisuudet muodostuvat sen liiketoimintamallia mukaillen kahdesta komponentista. Nämä ovat nykyiset liiketoiminnat, kun taas toinen komponentti on yritysostostrategian arvonluontimahdollisuudet. Pidämme tämänhetkistä arvostusta puhtaasti nykyisille liiketoiminnoille kohtuullisena, joten näin ollen nykyarvostus ei aseta minkäänlaisia odotuksia pääoman uudelleenallokoinnin arvonluonnille. Siten nykyarvostus tarjoaa mielestämme houkuttelevan paikan lisäostoille Relaisin pitkän aikavälin kasvutarinaan.

Suhteellinen arvostus puoltaa arvonnousua

Sovellamme Relaisille kahta verrokkiryhmää, joista toinen muodostuu vastaavanlaisella liiketoimintamallilla operoivista yhtiöistä ja toinen niin kutsutuista sarjayhdistelijöistä. Jälkimmäisen verrokkiryhmän liiketoimintamallit nojaavat etenkin aktiivisen pääoman uudelleenallokoinnin kautta tapahtuvaan arvonluontiin, mikä pohjautuu etenkin onnistuneisiin yritysostoihin. Mielestämme Relaisin arvostusta on relevanttia verrata suhteellisesti näihin molempiin verrokkiryhmiin, sillä pelkästään operatiivisen liiketoiminnan pohjalta tehtävä

arvonmäärittäminen ei mielestämme anna yhtiön historiallisille näytöille pääoman allokontikyvykkyyksistä arvoa. Vuoden 2026 keskeisillä tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla Relais arvostetaan lievästi alle kansainvälisistä ajoneuvojen jälkimarkkinoilla toimivista yhtiöistä muodostuvan verrokkiryhmän mediaaniin suhteutettuna. Absoluuttisesti tämän verrokkiryhmän arvostus on mielestämme järkevä ja Relaisia on mielestämme perusteltua arvostaa tätä ryhmää korkeammalle. Sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden osake arvostetaan lähivuosien arvostuskertoimilla lähes 45 %:n alennuksella. Mielestämme Relais tulisi arvottaa alennuksella suhteessa sarjayhdistelijöihin, sillä näiden toimijoiden arvonluonti on ollut viime vuosina vauhdikkaampaa, mitä heijastellen niiden pääoman tuotot ovat olleet keskimäärin korkeammat. Lisäksi sarjayhdistelijöiden arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin korkeat. Nähdäksemme Relais tulisi arvottaa verrokkiryhmien välimaastoon, joten suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

Kassavirtamalli tavoitehinnan tasolla

Kassavirtamallimme mukainen osakkeen arvo on 19,0 euroa. Kassavirtamalli soveltuu näkemyksemme mukaan Relaisin vakaan liiketoimintaluonteen vuoksi hyvin sen nykyisten liiketoimintojen arvottamiseen, mutta pääoman uudelleenallokoinnin arvonluontia se ei mittaa. Siten kassavirtamalli mielestämme osoittaa, ettei nykyinen osakkeen arvostus sisällä odotuksia tulevien järjestelyjen arvonluonnista. Siten osakkeen nykyinen hinta tarjoaa mielestämme hyvän mahdollisuuden hypätä Relaisin yritysostovetoisen kasvustrategian kyytiin.

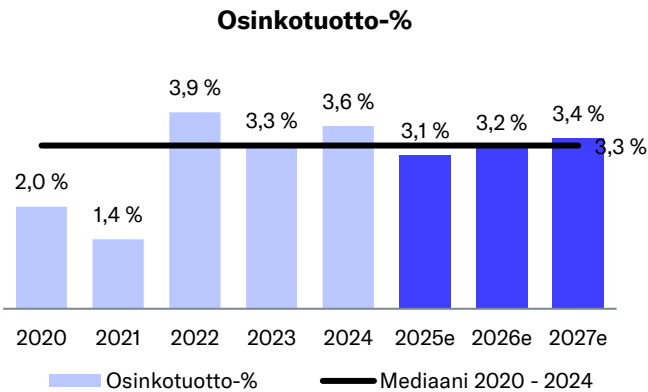
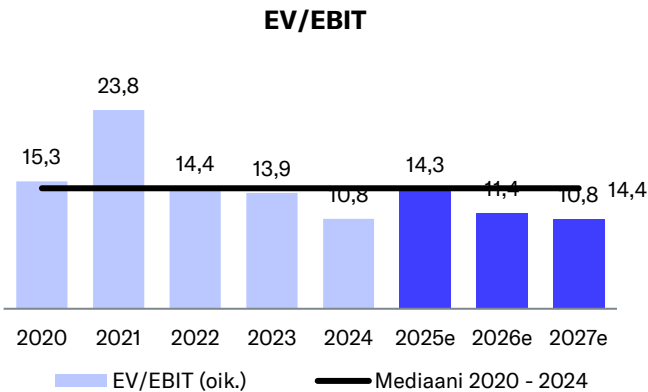
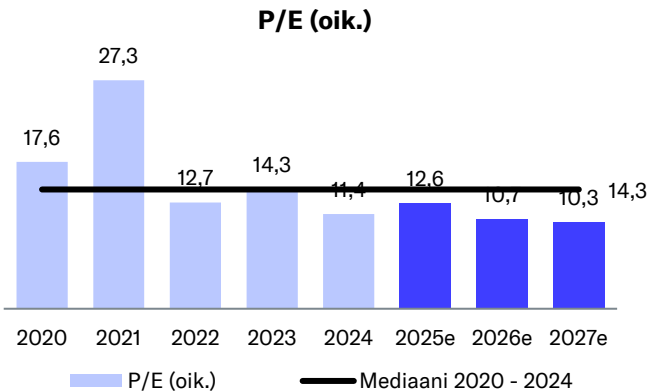
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,00	17,00	17,00
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,3	18,4
Markkina-arvo	309	312	313
Yritysarvo (EV)	560	556	543
P/E (oik.)	12,6	10,7	10,3
P/E	17,9	14,1	13,4
P/B	1,8	1,6	1,5
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,2
EV/EBITDA	9,5	7,9	7,5
EV/EBIT (oik.)	14,3	11,4	10,8
Osinko/tulos (%)	52,5 %	39,9 %	40,2 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,7	26,0	10,2	13,5	13,7	17,00	17,00	17,00	17,00
Osakemäärä, milj. kpl	17,4	17,9	18,1	18,1	18,1	18,2	18,3	18,4	18,5
Markkina-arvo	256	466	185	245	248	309	312	313	314
Yritysarvo (EV)	285	613	332	396	390	560	556	543	529
P/E (oik.)	17,6	27,3	12,7	14,3	11,4	12,6	10,7	10,3	9,9
P/E	36,9	32,5	18,4	17,8	13,4	17,9	14,1	13,4	12,7
P/B	3,6	4,5	1,8	2,2	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5
P/S	2,0	2,0	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	2,2	2,6	1,3	1,4	1,2	1,4	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	14,9	17,0	9,1	9,1	7,5	9,5	7,9	7,5	7,2
EV/EBIT (oik.)	15,3	23,8	14,4	13,9	10,8	14,3	11,4	10,8	10,4
Osinko/tulos (%)	75,3 %	44,9 %	72,3 %	58,1 %	48,9 %	52,5 %	39,9 %	40,2 %	39,7 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,4 %	3,9 %	3,3 %	3,6 %	3,1 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus (1/2)

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Inter Cars SA	2086	2925	10,6	9,5	8,8	7,9	0,6	0,5	11,5	10,5	0,2	0,3	1,5
Advance Auto Parts Inc	2117	2319	13,2	8,4	5,7	4,6	0,3	0,3	22,7	15,3	2,4	2,5	1,2
Duell	16	36	18,2	18,7	6,8	6,1	0,3	0,3		11,7			0,3
Auto Partner SA	576	682	10,3	9,4	8,5	7,8	0,7	0,6	12,4	12,4	1,1	1,1	1,7
Genuine Parts Co	14585	18287	14,0	12,1	10,6	9,7	0,9	0,9	16,1	14,6	3,4	3,5	3,5
LKQ Corp	6834	10139	9,7	9,4	7,7	7,5	0,9	0,9	10,1	9,7	3,9	3,8	1,2
O'Reilly Automotive Inc	65604	70489	23,8	21,9	20,7	19,2	4,6	4,3	30,5	27,5			
Autozone Inc	47028	54159	17,2	17,5	14,8	14,6	3,3	3,1	22,6	22,4			
Bapcor Ltd	408	816	9,0	13,9	5,6	7,1	0,7	0,7	8,4	16,6	55,6	3,2	0,8
Mekonomen AB	388	948	14,5	10,1	6,4	5,1	0,6	0,5	12,8	6,9	2,9	4,4	0,7
Relais Group (Inderes)	309	560	14,3	11,4	9,5	7,9	1,4	1,2	12,6	10,7	3,1	3,2	1,8
Keskiarvo			14,1	13,1	9,6	9,0	1,3	1,2	16,3	14,8	9,9	2,7	1,4
Mediaani			13,6	11,1	8,1	7,6	0,7	0,7	12,8	13,5	2,9	3,2	1,2
Erotus-% vrt. mediaani			5 %	3 %	18 %	4 %	111 %	84 %	-1 %	-20 %	7 %	1 %	49 %

Verrokkiryhmän arvostus (2/2)

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Relais Group OYJ	296	522	14,6	11,7	8,8	7,3	1,4	1,2	14,8	11,9	3,2	3,6	1,9
Indutrade AB	7920	8672	20,5	18,5	15,2	13,9	2,7	2,5	27,3	24,1	1,4	1,5	4,3
Bergman & Beving AB	770	953	26,5	21,8	13,7	12,5	2,1	2,0	30,5	26,3	1,3	1,6	4,3
Momentum Group AB	697	763	24,2	21,6	16,1	14,6	2,4	2,2	32,7	29,5	1,1	1,2	7,5
Bufab AB	1720	1992	18,5	16,9	14,4	13,4	2,4	2,3	24,0	20,9	1,4	1,6	3,9
Addtech AB	8037	8580	29,6	26,8	22,8	21,1	4,0	3,7	38,6	34,3	1,1	1,2	10,5
Beijer Ref AB	6963	7801	19,9	18,1	16,0	14,8	2,1	2,0	26,2	23,5	1,1	1,2	2,8
Beijer Alma AB	1622	1885	16,4	15,6	12,7	11,9	2,4	2,3	21,1	19,6	1,4	1,6	3,3
Lifco AB (publ)	13235	14198	25,5	23,5	19,7	18,2	5,0	4,7	35,5	32,3	0,9	1,0	6,7
Lagercrantz Group AB	3962	4387	28,4	25,8	21,2	19,5	4,5	4,2	36,3	32,0	1,2	1,3	9,4
Volati AB	877	1149	14,2	12,8	10,5	9,6	1,4	1,3	17,4	14,7	1,2	1,4	3,1
Boreo	43	105	14,1	12,4	7,8	7,3	0,6	0,6	24,4	14,7		0,7	1,7
AddLife AB	1714	2153	23,2	21,0	13,0	12,2	2,1	2,0	25,8	24,4	1,1	1,3	3,1
Addnode Group AB (publ)	1180	1358	19,2	17,1	12,1	11,4	2,3	2,2	24,9	21,8	1,4	1,7	4,1
Instalco AB	630	980	12,2	10,5	7,5	6,8	0,7	0,7	10,8	8,8	3,0	4,0	1,8
Seafire AB (publ)	33	52	12,4	10,0	6,1	5,6	0,6	0,6	10,9	9,5			0,6
Sdiptech AB (publ)	664	664	7,6	7,0	5,5	5,1	1,3	1,3	13,6	12,0			1,4
Fasadgruppen Group AB (publ)	152	356	7,1	6,4	5,5	5,1	0,7	0,7	4,7	4,0		3,3	0,6
Berner Industrier	155	166	17,2	16,2	12,3	11,8	1,7	1,6	22,2	21,1	1,3	1,4	4,8
Relais Group (Inderes)	308	558	14,3	11,4	9,5	7,9	1,4	1,2	12,5	10,6	3,1	3,3	1,4
Keskiarvo			19,0	17,0	13,2	12,2	2,3	2,1	23,7	21,1	1,3	1,7	4,2
Mediaani			19,2	17,1	13,0	12,2	2,1	2,0	24,9	21,8	1,2	1,4	3,9
Erotus-% vrt. mediaani			-25 %	-33 %	-27 %	-36 %	-31 %	-38 %	-50 %	-51 %	150 %	129 %	-65 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	284	82,8	74,3	74,9	90,7	323	82,8	82,9	101	120	387	450	464	473
Tekninen tukkukauppa ja tuotteet	192	56,9	48,7	49,5	62,0	217	53,7	51,2	59,8	72,8	238	263	271	276
Korjaamo- ja huoltotoiminnot	91,9	25,9	25,6	25,4	28,7	106	29,1	31,7	41,3	47,6	150	188	193	197
Käyttökate	43,5	13,5	11,1	13,0	14,3	51,9	13,0	11,8	14,4	19,7	58,8	70,5	72,8	73,1
Poistot ja arvonalennukset	-18,4	-4,5	-4,5	-4,6	-5,3	-18,9	-4,9	-5,5	-7,3	-7,3	-25,0	-28,9	-29,3	-29,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,6	9,7	7,3	9,1	10,0	36,1	9,0	7,2	8,8	14,1	39,1	48,6	50,5	50,6
Liikevoitto	25,1	9,0	6,6	8,4	9,0	33,0	8,1	6,3	7,1	12,3	33,8	41,6	43,5	43,6
Relais Group	25,1	9,0	6,6	8,4	9,0	33,0	8,1	6,3	7,1	12,3	33,8	41,6	43,5	43,6
Nettorahoituskulut	-7,4	-3,1	-1,7	-1,9	-2,5	-9,2	-0,6	-4,4	-2,7	-2,6	-10,3	-8,8	-8,9	-7,3
Tulos ennen veroja	17,7	5,8	4,9	6,5	6,5	23,8	7,5	1,9	4,4	9,7	23,5	32,8	34,6	36,3
Verot	-4,0	-2,0	-1,6	-1,9	0,2	-5,2	-1,6	-0,4	-1,0	-2,1	-5,2	-7,1	-7,4	-7,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6
Nettotulos	13,7	3,9	3,3	4,6	6,7	18,5	5,9	1,5	3,3	7,4	18,0	25,3	26,5	27,9
EPS (oikaistu)	0,95	0,25	0,22	0,30	0,44	1,21	0,38	0,15	0,37	0,46	1,35	1,59	1,65	1,71
EPS (raportoitu)	0,76	0,21	0,18	0,26	0,37	1,02	0,32	0,08	0,18	0,36	0,95	1,21	1,27	1,33

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	20,0 %	15,8 %	6,6 %	12,0 %	13,5 %	0,1 %	11,6 %	34,9 %	32,8 %	20,0 %	16,3 %	3,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	24,1 %	28,4 %	52,2 %	8,9 %	27,8 %	26,5 %	-7,4 %	-1,5 %	-3,4 %	40,6 %	8,1 %	24,5 %	3,8 %	0,3 %
Käyttökate-%	15,3 %	16,3 %	14,9 %	17,4 %	15,8 %	16,1 %	15,7 %	14,2 %	14,2 %	16,3 %	15,2 %	15,7 %	15,7 %	15,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,0 %	11,7 %	9,8 %	12,2 %	11,0 %	11,2 %	10,8 %	8,7 %	8,7 %	11,7 %	10,1 %	10,8 %	10,9 %	10,7 %
Nettotulos-%	4,8 %	4,7 %	4,4 %	6,2 %	7,4 %	5,7 %	7,1 %	1,8 %	3,3 %	6,1 %	4,7 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %

Lähde: InderesHuom. liikevoitto ilman kertaeriä on yhtiön raportoima EBITA

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	204	196	299	299	295
Liikearvo	120	120	152	153	153
Aineettomat hyödykkeet	13,1	12,0	35,8	31,0	26,3
Käyttöomaisuus	65,8	61,7	110	113	113
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,9	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	4,0	1,6	1,6	1,6	1,6
Vaihtuvat vastaavat	125	134	165	185	190
Vaihto-omaisuus	74,1	83,7	101	110	114
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	41,4	40,6	54,2	63,0	64,5
Likvidit varat	9,7	9,6	9,7	11,3	11,6
Taseen loppusumma	329	330	463	483	484

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	111	118	226	240	253
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	42,0	52,3	60,5	73,1	86,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0
Muu oma pääoma	68,5	65,2	65,2	66,2	66,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	144	135	184	174	164
Laskennalliset verovelat	5,2	4,0	4,0	4,0	4,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	139	131	180	170	160
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	74,3	77,3	103	119	117
Korolliset velat	21,8	19,6	29,4	34,8	30,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	46,8	53,7	69,7	80,6	82,6
Muut lyhytaikaiset velat	5,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Taseen loppusumma	329	330	463	483	484

DCF-laskelma

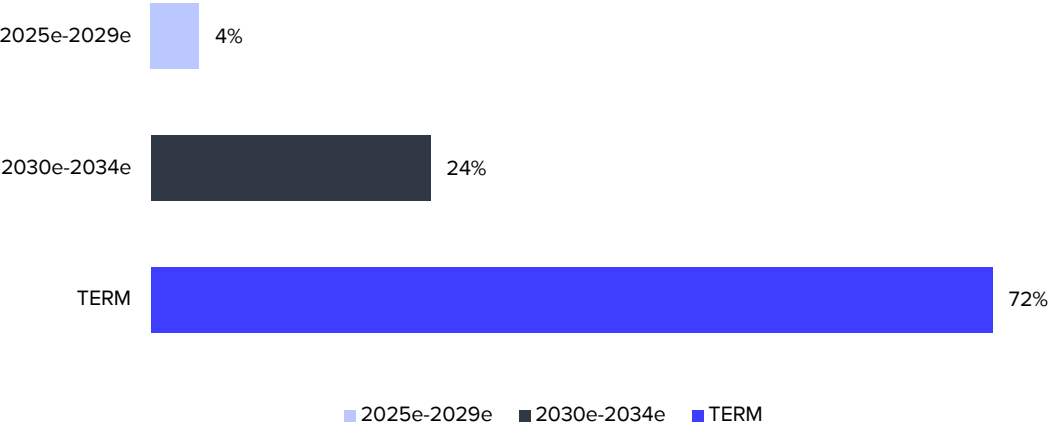
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %	20,0 %	16,3 %	3,0 %	2,0 %	3,0 %	3,0 %	2,8 %	2,7 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	10,2 %	8,7 %	9,2 %	9,4 %	9,2 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %
Liikevoitto	33,0	33,8	41,6	43,5	43,6	51,2	52,7	54,2	55,6	55,4	56,5	
+ Kokonaispoistot	18,9	25,0	28,9	29,3	29,4	28,4	27,8	28,0	27,9	28,0	28,1	
- Maksetut verot	-4,0	-5,2	-7,1	-7,4	-7,8	-9,5	-9,8	-10,1	-10,5	-10,4	-10,6	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,5	-14,6	-7,6	-2,8	-1,9	-2,9	-3,0	-2,9	-2,9	-2,7	-2,2	
Operatiivinen kassavirta	42,3	36,8	54,0	60,6	61,8	65,6	66,2	67,6	68,7	68,7	70,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,7	-128	-28,8	-25,3	-26,3	-26,4	-27,5	-27,6	-28,1	-28,4	-30,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	28,5	-90,8	25,3	35,4	35,5	39,2	38,7	40,1	40,6	40,3	39,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	28,5	-90,8	25,3	35,4	35,5	39,2	38,7	40,1	40,6	40,3	39,6	701
Diskontattu vapaa kassavirta		-90,9	23,5	30,5	28,4	29,1	26,7	25,6	24,1	22,2	20,2	358
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		497	588	565	534	506	477	450	425	400	378	358
Velaton arvo DCF		497										
- Korolliset velat		-151										
+ Rahavarat		9,6										
-Vähemmistöosuus		-0,9										
-Osinko/pääomapalautus		-9,1										
Oman pääoman arvo DCF		346										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,3
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,4 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

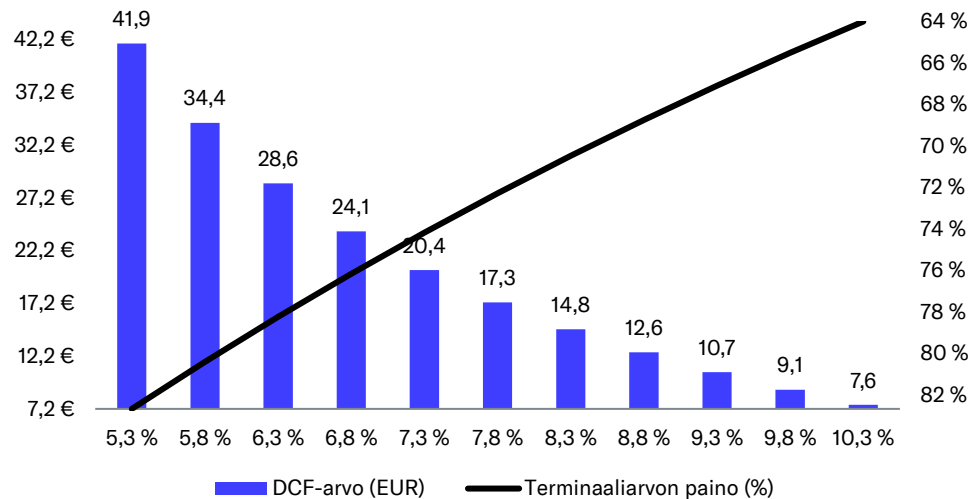
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

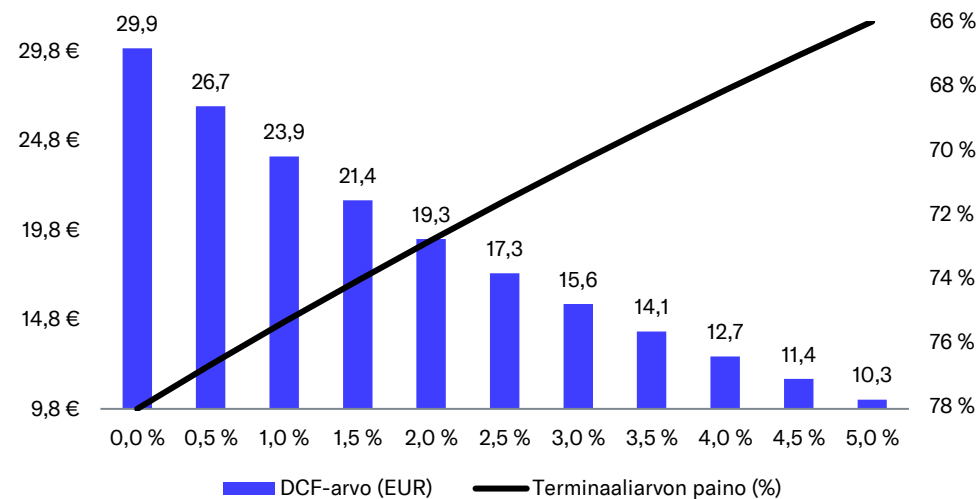


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

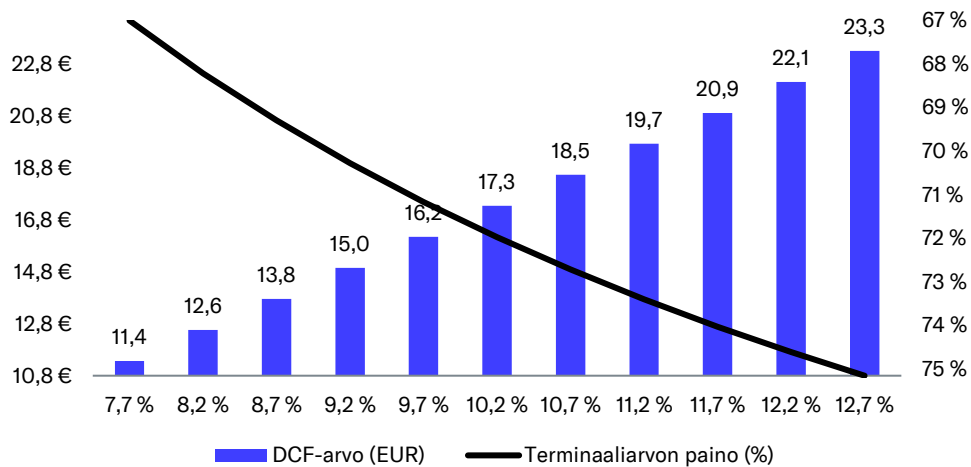
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



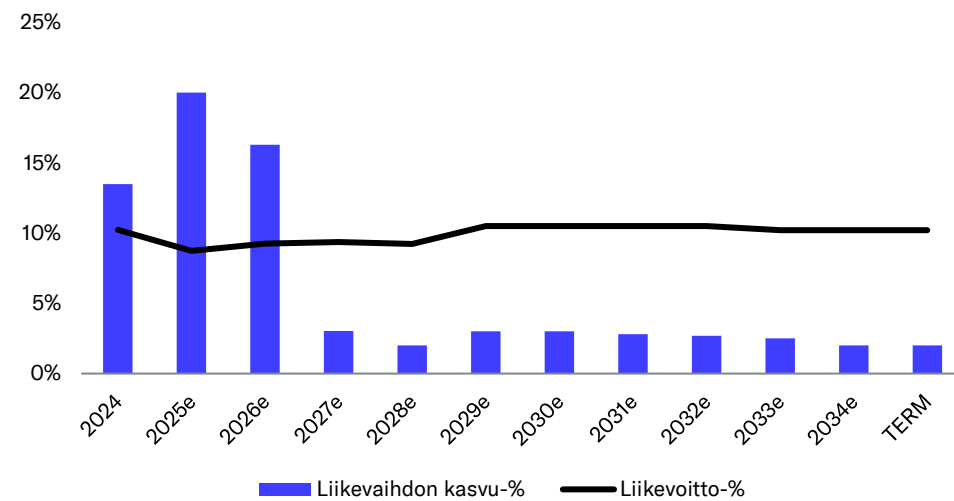
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	260,7	284,3	322,6	387,2	450,2
Käyttökate	36,6	43,5	51,9	58,8	70,5
Liikevoitto	19,7	25,1	33,0	33,8	41,6
Voitto ennen veroja	13,1	17,7	23,8	23,5	32,8
Nettovoitto	10,0	13,7	18,5	18,0	25,3
Kertaluontoiset erät	-3,3	-3,4	-3,1	-5,2	-7,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	312,8	329,1	330,2	463,4	483,3
Oma pääoma	103,9	110,7	117,6	226,3	239,9
Liikearvo	118,2	120,1	120,1	151,8	153,3
Nettovelat	147,2	151,0	141,3	199,8	193,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	36,6	43,5	51,9	58,8	70,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	-0,3	-3,5	-14,6	-7,6
Operatiivinen kassavirta	29,8	33,0	42,3	36,8	54,0
Investoinnit	-16,1	-24,1	-13,7	-127,6	-28,8
Vapaa kassavirta	13,1	9,0	28,5	-90,8	25,3

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,55	0,76	1,02	0,95	1,21
EPS (oikaistu)	0,80	0,95	1,21	1,35	1,59
Operat. Kassavirta / osake	1,64	1,82	2,33	2,02	2,95
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,72	0,50	1,57	-4,99	1,38
Omapääöma / osake	5,73	6,10	6,49	12,40	13,05
Osinko / osake	0,40	0,44	0,50	0,52	0,55

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	9 %	13 %	20 %	16 %
Käyttökateen kasvu-%	2 %	19 %	19 %	13 %	20 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-11 %	24 %	27 %	8 %	24 %
EPS oik. kasvu-%	-16 %	18 %	28 %	12 %	18 %
Käyttökate-%	14,0 %	15,3 %	16,1 %	15,2 %	15,7 %
Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	10,0 %	11,2 %	10,1 %	10,8 %
Liikevoitto-%	7,5 %	8,8 %	10,2 %	8,7 %	9,2 %
ROE-%	9,6 %	12,8 %	16,2 %	12,3 %	13,8 %
ROI-%	7,5 %	9,4 %	12,2 %	10,3 %	10,7 %
Omavaraisuusaste	33,2 %	33,6 %	35,6 %	38,0 %	39,3 %
Nettovelkaantumisaste	141,7 %	136,5 %	120,1 %	113,3 %	101,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.4.2022	Lisää	24,00 €	21,00 €
13.5.2022	Lisää	20,00 €	18,00 €
9.8.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
12.8.2022	Lisää	14,00 €	12,20 €
9.11.2022	Osta	13,00 €	10,45 €
11.11.2022	Osta	13,50 €	10,95 €
1.3.2023	Lisää	13,50 €	11,50 €
3.3.2023	Lisää	13,50 €	12,50 €
5.5.2023	Lisää	15,50 €	14,00 €
30.5.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
11.8.2023	Lisää	15,50 €	13,15 €
3.11.2023	Osta	15,50 €	11,35 €
7.3.2024	Osta	15,00 €	12,65 €
9.5.2024	Osta	15,00 €	12,50 €
5.6.2024	Osta	15,00 €	12,70 €
15.8.2024	Lisää	16,50 €	14,45 €
8.11.2024	Lisää	16,50 €	14,50 €
14.2.2025	Osta	16,50 €	14,10 €
8.4.2025	Osta	16,50 €	13,12 €
6.5.2025	Lisää	17,00 €	14,45 €
14.5.2025	Lisää	17,00 €	15,20 €
19.6.2025	Lisää	17,00 €	14,40 €
12.8.2025	Lisää	18,50 €	16,55 €
15.8.2025	Lisää	18,50 €	17,15 €
25.9.2025	Lisää	18,50 €	16,50 €
23.10.2025	Lisää	19,00 €	16,75 €
8.1.2025	Lisää	19,00 €	17,00 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**