

# NoHo Partners

Laaja raportti

1.4.2024 10:50



Sauli Vilén  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



Arttu Heikura  
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kansainvälisen kasvun rooli korostuu

Ravintolamarkkinan edelläkävijä NoHo on virittänyt operatiivisen koneensa ennätyskuntoon ja parantanut yritysostojensa osumatarkkuutta. Kansainvälisen kasvun rooli korostuu sijoitustarinassa entisestään, ja Euroopan hampurilaismarkkinalla onnistuminen saattaa arviomme mukaan olla osakkeen kannalta merkittävä arvoajuri. Osakkeen arvostus jatkuu edelleen edullisena ja uskomme siinä olevan selvää nousuvaraa keskipitkällä aikavälillä. Pitkäjänteiselle sijoittajalle näemme osakkeen tuotto-odotuksen erittäin houkuttelevana. Toistamme 10,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme.

## Kansainvälinen ravintolamarkkinan edelläkävijä

NoHo Partners (NoHo) on suomalainen Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa toimiva ravintolakonseptien omistaja. Kypsästä ravintolamarkkinasta huolimatta NoHo on onnistunut kasvamaan ~20 %:n vuosivauhtia viimeisen kymmenen vuoden aikana yritysostojen sekä uusperustannan turvin. NoHon liiketoimintamalli nojaa yksittäisten, toisistaan riippumattomien ravintolakonseptien omistamiseen ja usein ravintoloiden ruohonjuuritason operoinnista ja konseptoinnista vastaa vähemmistöomistajana oleva ravintoloitsija. NoHo sen sijaan tuo suuren tuon kokonsa avulla ostotoimintojen mittakaavaedut sekä osaamisen operatiivisesta tehokkuudesta (mm. henkilöstökuluissa). Tämän myötä konserni on saavuttanut toimialalle poikkeuksellisen korkean 10 %:n liikevoittomarginaalin. Koronakriisin jälkeen NoHo on myös tervehtänyt taseensa ja velkaantumisaste on yhtiön tavoitehaarukan sisällä.

## Alkuvuosi saattaa olla hieman pehmeämpi

NoHo on kasvanut voimakkaasti koronapadon purkauduttua, ja se on operatiivisesti suoritunut erinomaisesti haastavasta markkinaympäristöstä huolimatta. Markkinaympäristö on kuitenkin jatkunut vaikeana, ja arvioimme sen vaikuttavan asteittain myös NoHo:on. Yhtiö odottaa näkymän paranevan vuoden loppua kohden ja ohjeistaa selvää liikevaihdon kasvua (~15 %) ja edellisvuosien tasolla olevaa suhteellista kannattavuutta (9,5 %). Yhtiön onnistunut strategiakausi tuli päätökseen päätyneellä tilikaudella, ja vielä julkaisemattoman uuden strategian painopiste tulee arviomme mukaan olemaan etenkin kansainvälisen kasvun kiihdyttämisessä. Uskomme yritysjärjestelyn kautta avautuneen Keski-Euroopan markkinan toimivan yhtenä kasvun päämoottorina, joka arviomme mukaan saattaa olla merkittävä osakkeen arvoajuri pitkällä aikavälillä. Odotamme yhtiöltä hyvää tuloskasvua lähivuosilta liikevaihdon kasvun ja vahvan kannattavuuden myötä. Etenkin EPS kasvaa ennusteissamme selvästi, kun vahva kassaviirta laskee velkaa ja samalla rahoituskuluja ripeästi. Huomautamme, että emme mallinna yritysostoja ja todellisuudessa NoHo tulee suurella todennäköisyydellä kanavoimaan pääosan vahvasta kassavirrastaan takaisin kasvuun.

## Tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

NoHon lähivuosien P/E-kertoimet ovat 10x molemmin puolin. Tasoja voidaan mielestämme pitää houkuttelevana, kun huomioidaan yhtiön hyvät tuloskasvunäkymät ja laskenut riskitaso. Lyhyellä aikavälillä markkinan epävarmuus jarruttaa kertomien nousuvaraa, mutta keskipitkällä aikavälillä NoHon hyväksyttävä arvostus on mielestämme nykyisiä kertoimia korkeammalla. Myös noin 6 %:n osinkotuotto sekä tuloskasvu tukee osakkeen tuotto-odotusta. Pidemmällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin kannalta pääoman allokointi ja siinä onnistuminen ovat keskiössä, sillä yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaansa. Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan edelleen vahvan tuotto-odotuksen lyhyen aikavälin markkinariskien vastapainoksi.

## Suositus

### Osta

(aik. Osta)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

7,94



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	372	433	471	500
<b>kasvu-%</b>	19 %	16 %	9 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	36,0	40,9	44,3	48,3
<b>EBIT-% oik.</b>	9,7 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %
<b>Nettotulos</b>	7,9	12,8	16,3	19,0
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,38	0,61	0,77	0,89
<b>P/E</b>	20,1	13,1	10,3	8,9
<b>P/B</b>	2,0	2,0	1,9	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,7 %	5,9 %	6,3 %	6,7 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1	1,1

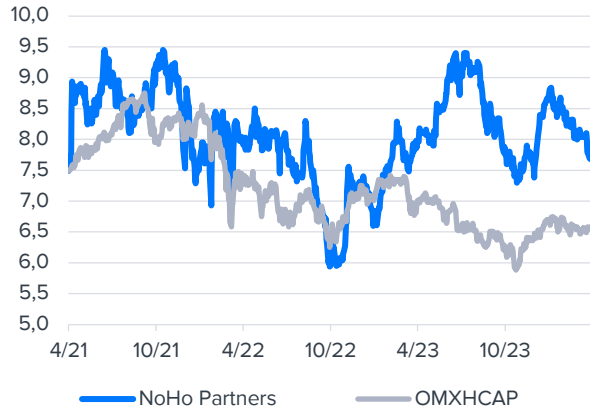
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

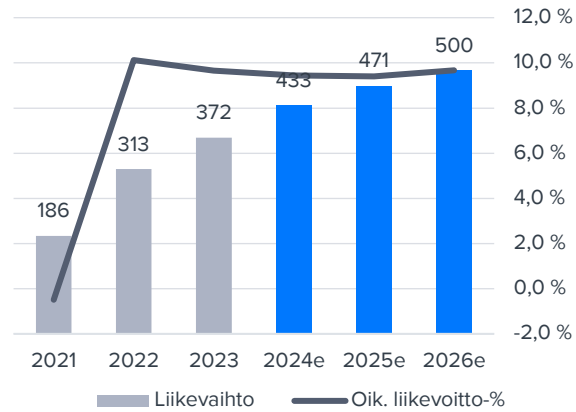
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2024 yhteensä noin 430 MEUR:n liikevaihdon ja noin 9,5 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

## Osakekurssi



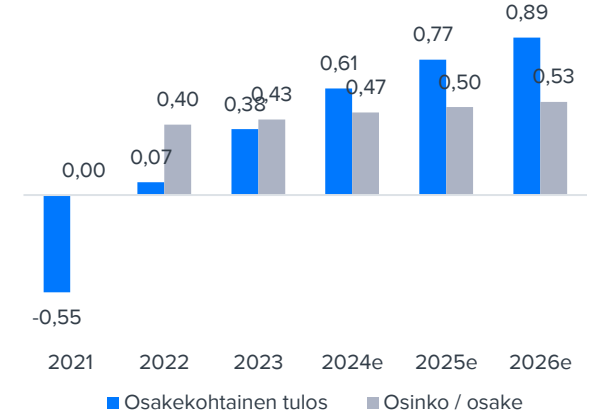
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Norjan ja Tanskan kannattava kasvu
- Suomen isot kaupunkihankkeet
- Monistettavien ravintolakonseptien skaalaus
- BBS:n arvonnousu ja irtaantuminen



### Riskitekijät

- Korkea velkataso
- Taseen merkittävä liikearvo
- Yritysoistoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,94	7,94	7,94
Markkina-arvo	167	167	167
Yritysarvo (EV)	534	530	528
P/E (oik.)	13,1	10,3	8,9
P/E	13,1	10,3	8,9
P/B	2,0	1,9	1,7
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,2	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,0	12,0	10,9
Osinko/tulos (%)	77,5 %	65,0 %	59,3 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Historiallinen kehitys ja yrityskaupat	<b>11-14</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>15-17</b>
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>18-19</b>
Ravintolamarkkina	<b>20-21</b>
Taloudellinen tilanne	<b>22-24</b>
Ennusteet	<b>25-29</b>
Arvonmääritys	<b>30-33</b>
Taulukot	<b>34-40</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>41</b>

# NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on vuonna 1996 perustettu suomalainen ravintola-alan kasvuyhtiö, joka operoi noin 290 ravintolaa Suomessa, Tanskassa, Norjassa ja Sveitsissä.

**1996**

Perustamisvuosi

**2013**

Listautuminen

**372 MEUR (+19 %)**

Viimeinen 12kk liikevaihto

**35,9 MEUR (9,7 %:n liikevoittomarginaali)**

Viimeinen 12kk liiketulos

**20 % (CAGR-% 2013–2023)**

Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon kasvu

**290**

Ravintoloiden lukumäärä Q4'23

## Listautuminen ja kasvuperustan luonti (2013–2014)

Restamax listautuu pörssiin 2013

Kasvua kotimaassa sekä uusperustannalla että yritystostoin

Rengasravintolat-yritystosto ja laajentuminen henkilöstövuokraukseen

## NoHo syntyy ja kansainvälistyy (2018–2019)

Royal Ravintolat yritystosto ja yhtiön nimen vaihdos

RR-integraatio ja ravintolasalkun siivous

Laajentuminen Tanskaan ja Norjaan

Smilen fuusiointi VMP:hen

Yhtiö saavuttaa hyvän kannattavuustason 2019

## Puolustustaistelu pandemiaa vastaan (2020–2021)

F&B yrityskauppa

Koronapandemian rajoitukset sulkee suuren osan NoHon ravintoloista 2020

Tiukka kulukuri, valtiontuet ja neuvottelut velkojen ja vuokranantajien kanssa mahdollistaa toiminnan jatkumisen pandemian yli

Kesällä 2021 uusi strategia ja askelmerkit koronasta kasvu-uralle siirtymiseksi

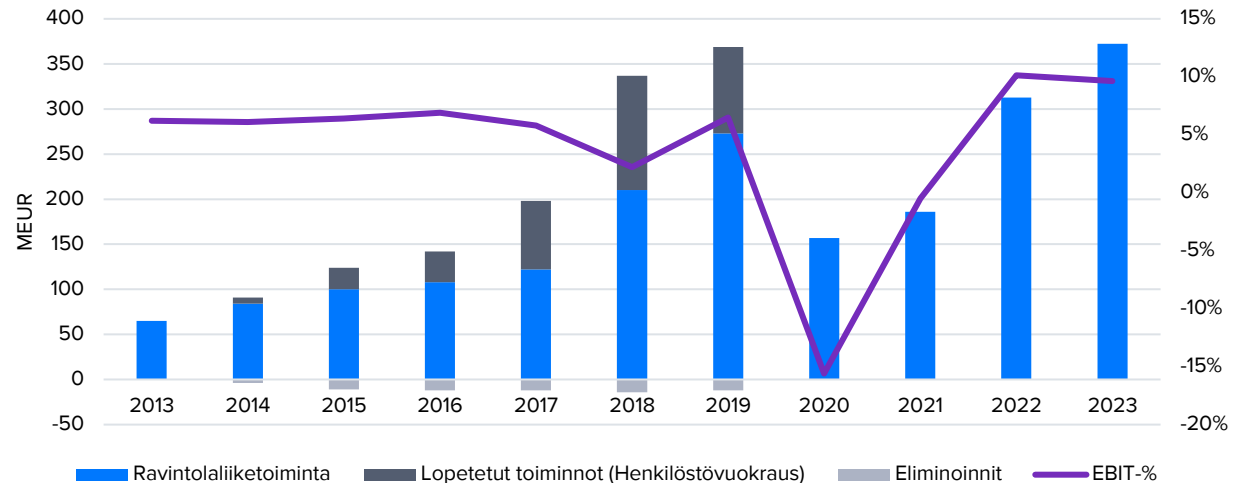
## Voimakasta kasvua ja ennätyskannattavuus (2022–)

Koronapato purkautuu ja ravintolapalveluiden kysyntä kasvaa merkittävästi

Vahva kysyntä ja koronassa tehty saneeraus nostavat kannattavuuden korkealle tasolle

BBS-järjestely ja laajentuminen Sveitsin hampurilaismarkkinaan sekä useita pieniä yrityskauppoja

Vuotta 2023 värittää heikko kuluttajaluottamus, mutta suoritus on markkinaan nähden ensiluokkaista



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa, Norjassa ja Sveitsissä, ja yhtiö operoi noin 290 ravintolaa. NoHon tunnettuja ravintolakonsepteja ovat mm. Elite, Savoy, Teatteri, Palace, Löyly, Holy Cow, Camping ja Friends & Brgrs.

## Nykytuotoinen yhtiö on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyiden kautta

NoHon (aik. Restamax) historia ulottuu vuoteen 1996, jolloin yhtiön nykyiset pääomistajat Timo Laine (Laine Capital Oy) ja Mikko Aartio (Pimu Capital Oy) perustivat Restamaxin edeltäjän Mr Max Oy:n. Alkuvaiheessa toiminnan pääpaino oli pubeissa ja viihderavintoloissa. Vuonna 2005 yhtiön toimintaa laajennettiin ruokaravintoloihin ja vuonna 2008 tehdyllä yritysjärjestelyllä toimintaa kasvatettiin entistä vahvemmin viihde- ja seurusteluravintoloihin.

Yhtiön omistuksessa tapahtui muutoksia vuosien 2010-2011 aikana, kun omistus pohjaa laajennettiin 2010 suunnatulla osakeannilla ja 2011 suurimpien omistajien joukkoon tuli pääomasijoittaja Tamares. Restamax listautui Helsingin pörssiin 2013 ja seuraavana vuonna yhtiö teki siihenastisen historiansa merkittävimmän yrityskaupan ostamalla Rengas Ravintolat -konsernin. Vuonna 2014 yhtiö laajensi liiketoimintaansa myös henkilöstövuokraukseen.

Restamax jatkoi 2014 jälkeen yritysostovetoista kasvua ja toteutti 2015-2022 aikavälillä merkittävän

määrän erikokoisia yritysjärjestelyitä. Vuoden 2018 järjestelyistä merkittävimmät koskivat [Tanskaan laajentumista](#) sekä [Royal Ravintolat-yritysostoa](#). Royal Ravintolat-kaupan myötä Restamaxin nimi vaihtui nykyiseksi NoHo Partnersiksi. Vuonna 2019 yhtiö keskittyi Royal Ravintoloiden integraatioon, toteutti merkittävän ravintolasalkun siivouksen ja sai liiketoiminnan hyvään tuloskuuntoon. Yhtiö myös jatkoi vuonna 2019 kansainvälistymistään [Norjaan suunnatulla](#) yrityskaupalla ja fokusoitui puhtaasti ravintolaliiketoimintaan [fuusioimalla](#) Smilen pörssi-yhtiö VMP:hen. Korona-ajan jälkeen yhtiö on sopinut uusia merkittäviä sopimuksia (mm. Messukeskus ja Kulttuurikasarmi) ja jatkanut kansainvälistä laajentumistaan [Sveitsiin Better Burger Society-järjestelyllä](#) (BBS).

## Koronakriisi teki kasvutarinaan ison kuopan

Vuonna 2020 NoHo joutui merkittäviin haasteisiin, kun globaliksi pandemiaksi levinnyt koronavirus vei yhtiöltä edellytykset normaalin liiketoiminnan harjoittamiselle. NoHon liikevaihto laski koronakriisistä johtuen 43 % vuonna 2020. Merkittävät tappiot yhdessä valmiiksi jo varsin korkean velkaantuneisuuden kanssa aiheuttivat haasteita yhtiön taseasemalle, mutta yhtiö kykeni puolustamaan likviditeettiään mm. määrätietoisten sopeutustoimien ja rahoitusjärjestelyiden avulla. Kokonaisuutena NoHo selvisikin koronakriisistä olosuhteet huomioiden hämmästyttävän pienin vaurioin. Lisäksi yhtiön kannattavuus teki merkittävän tasoloikan koronakriisin aikana toteutetun bruttaalin saneerauksen ansiosta. Tämä on näkynyt ennätyskorkeana (EBIT-% ~10 %) kannattavuutena kahtena peräkkäisenä vuotena.

# NOHO

NORDIC HOSPITALITY PARTNERS

## NoHo Partners lyhyesti

- Vuonna 1996 perustettu ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa, Norjassa ja Sveitsissä.
- Ravintolaportfolio käsitti 2023 lopussa noin 290 ravintolaa
- NoHo profiloituu kasvuhtiöksi ja yritysjärjestelyt ovat näytelleet historiassa keskeistä roolia.
- NoHon perustajilla ja johdolla merkittävä omistus yhtiössä.

Suurimmat osakkeenomistajat	1/4/2024
Laine Capital Oy (hpj Timo Laine)	25,1 %
Mika Niemi	10,7 %
Veikko Laine Oy	10,2 %
Pimu Capital Oy	5,0 %
Evli Suomi Pieniyhtiöt	4,2 %
Evli Suomi Select	2,7 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1,9 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	1,3 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	1,3 %
JS-Resta Oy (vtj Jarno Suominen)	1,2 %
<b>10 suurinta yhteensä</b>	<b>63,6 %</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Liiketoimintamallin keskiössä konseptipohjainen lähestymistapa

NoHon liiketoimintamallin keskiössä on konseptipohjainen lähestymistapa, jolla se pyrkii välttämään ketjumaista toimintamallia. NoHolla on yli 100 ravintolakonseptia, joista noin 20 on monistettavia. Monistettavista konsepteista esimerkkejä ovat muun muassa Holy Cow, Viihdemaailma Ilona, Camping ja Friends & Brgrs. Paikallisiksi, ei-monistettaviksi konsepteiksi lukeutuvat esimerkiksi Savoy ja Löyly.

Konseptipohjaisen mallin suurin etu on se, että yhtiöllä on mahdollisuus olla osana koko elämysketjua, mikä mahdollistaa suuremman markkinaosuuden saavuttamisen tietyllä markkina-alueella. NoHolla on esimerkiksi, Helsingissä ja Tampereella fast casual -ravintoloita, illallispaiikkoja, illanviettopaikkoja sekä yökerhoja. Yhtiö voi myös kasvattaa markkinaosuuttaan tarjoamalla useita kilpailevia konsepteja eri kategorioihin. Monistettavissa olevat konseptit

operoivat omilla brändeillään, joten kuluttaja ei itseasiassa tiedosta käyvänsä saman omistajan ravintoloissa.

Konseptimalli mahdollistaa yhtiölle nopean reagoitakyvyn. NoHo voi tarvittaessa vastata muuttuviin kuluttajapreferensseihin nopeasti ja tuoda uuden sen hetkistä kysyntää vastaavan ravintolakonseptin tietyille markkina-alueelle. Uusi ravintolakonsepti voidaan ajaa tarvittaessa lyhyessä ajassa alas, mikäli se osoittautuu kannattamattomaksi.

Konsepteihin nojaavan liiketoimintamallin yhtenä heikkoutena on tiettyjen skaalaetujen puute. Konseptipohjainen malli ei esimerkiksi mahdollista valtakunnallista markkinointia, sillä jokaista konseptia täytyy mainostaa erikseen. Mallilla on neutraali vaikutus esimerkiksi panimo- ja tukkusopimuksiin, sillä yhtiö saa käytännössä niistä samat hyödyt sekä konsepti- että ketjupohjaisella lähestymistavalla. Arviomme mukaan valtaosa kaikkien ravintoloiden hankinnasta menee saman

hankintaputken läpi. Henkilöstöresurssien tehokkuus riippuu ennemminkin paikallisesta kokoluokasta, eikä niinkään konseptien lukumäärästä.

Konseptimallissa ravintoloiden johtaminen on haasteellisempaa kuin perinteisessä ketjumallissa. Yhtiön ravintolakonseptien johtamisen perustuu niin sanottuun partnerimalliin. Partnerimallissa ravintoloiden kehittämisestä vastaavat vahvan paikallistuntemuksen ja kokemuksen omaavat partnerit eli ravintolayrittäjät. Mallissa ravintolayrittäjät ovat tulosvastuussa ja konserni osallistuu ravintolakonseptien kehittämiseen, mikäli asetettuja tavoitteita ei saavuteta. Partneri- eli yhtiökumppanimallissa NoHo huolehtii puolestaan tarvittavista tukitoiminnoista sekä tyypillisesti nostaa ravintolan tulospotentiaalia merkittävästi optimoimalla esimerkiksi käytettyjä henkilöstötunteja.

## Ketju- ja konseptimallin erot

	Ketjumalli	Konseptimalli
<b>Skaalaedut sisäänostoissa</b>	Merkittävät	Riippuu emoyhtiön koosta
<b>Markkinointi</b>	Voidaan toteuttaa valtakunnallisesti suuremmin resurssein	Paikallisesti rajallisin resurssein
<b>Reagointinopeus</b>	Isot muutokset tapahtuvat hitaasti	Yksittäiseen ravintolaan voidaan tehdä nopeitakin muutoksia
<b>Maineriski</b>	Koko ketju altis maineriskille	Riski koskee aina yksittäistä konseptia
<b>Kulut</b>	Kulurakenne lähtökohtaisesti matalampi	Yksittäinen ravintola suhteellisesti kalliimpi kuin ketju
<b>Markkinaosuuspotentiaali</b>	Rajallinen	Mahdollistaa korkeankin markkinaosuuden
<b>Kannattavuuspoteentiaali</b>	Onnistuessaan ketjutoiminta konseptia kannattavampi	Mahdollisuus hyvään kannattavuuteen skaalan avulla
<b>Riskiprofiili</b>	Kohtuullinen	Ketjutoimintaa matalampi

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Neljä liiketoiminta-aluetta

NoHon ravintolaliiketoiminta on organisoitu neljään liiketoiminta-alueeseen: 1) Ruokaravintolat, 2) Viihderavintolat, 3) Fast Casual-ravintolat sekä 4) Kansainväliset ravintolat.

**Ruokaravintolat** on NoHon suurin liiketoiminta-alue liikevaihdolla mitattuna. Sen osuus ravintolaliiketoiminnan liikevaihdosta oli 36 % vuonna 2023. NoHolla on eri puolilla Suomea yli 130 ruokaravintolaa. Ruokaravintoloiden tarjonta on laaja ja se sisältää sekä korkean hintapisteen fine dining-ravintolat että alemman hintapisteen perheravintolat ja kahvilat.

NoHon brändejä ruokaravintoloissa ovat muun muassa Savoy, Palace, Sushibar + Wine, Stringberg ja Elite. Ruokaravintolat ovat tyypillisesti avoinna suuren osan viikosta ja myös päivän sisällä ne ovat auki yleensä lounaasta myöhäisiltaan. Näin ollen ruokaravintoloiden käyttöasteet ovat tyypillisesti melko korkeita. Ruokaravintolat sitovat suhteessa enemmän henkilöstöresursseja ja niiden materiaalikate on yökerhoja ja viihderavintoloita alhaisempi. Täten niiden liikevoittomarginaalit ovat tyypillisesti yökerho- ja viihderavintolaliiketoimintaa heikompia. Alhaisemman kannattavuustason vastapainona ruokaravintoloiden riskiprofiili on selvästi yökerholiiketoimintaa alhaisempi. Ruokaravintolaliiketoiminnassa markkina-alueen voitot jakautuvat tavallisesti tasaisemmin useiden toimijoiden kesken.

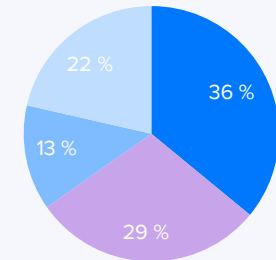
**Viihderavintolat** on yhtiön toiseksi suurin liiketoiminta-alue (2023: 29 % liikevaihdosta). NoHolla on eri puolilla Suomea yli 70 yökerhoa ja

viihderavintolaa. Viihderavintolat-liiketoiminta-alueen tarjontaan kuuluvat yökerhot, sporttibaarit, pubit, peli- ja biljardisalit ja pakohuoneet. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa Löyly, Teatteri, Viihdemaailma Ilona ja Mattolaituri.

Yökerhojen kannattavuus vaihtelee merkittävästi hyvien ja huonojen yökerhojen välillä. Yökerhot ovat tyypillisesti avoinna vain muutamana päivänä viikossa ja niiden myynti keskittyy päivänsisäisesti muutama yön tunteihin. Rajallisten aukioloaikojen takia yökerhojen käyttöasteet ovat alhaisia ja tämän myötä liiketoiminta on altis asiakaskysynnän vaihteluille. Yökerholiiketoiminta on parhaimmillaan erittäin kannattavaa korkeasta materiaalikatteesta ja kysynnän kasvun mukana skaalautuvasta kiinteästä kulumassasta johtuen. Yökerhoissa kaupungin muutamat suosituimmat yökerhot ovat lähtökohtaisesti erittäin kannattavia, mutta sen jälkeen kannattavuus heikkenee nopeasti. Kaupungin suosituimpien yökerhojen ulkopuolelle jäävien on vaikea saavuttaa hyvää kannattavuustasoa ilman erikoistumista (poikkeuksena Helsinki jossa markkina selvästi suurempi).

Viihderavintolat ovat tyypillisesti avoinna lähes viikon jokaisena päivänä aina aamusta myöhäisiltaan ja tästä syystä niiden käyttöaste on lähtökohtaisesti yökerhoja korkeampi. Asiakkaiden keskiostokset ovat tyypillisesti pieniä, mutta vastapainona viihderavintolat sitovat vain rajallisesti henkilöstöresursseja. Arviomme mukaan viihderavintoloiden riskiprofiili on ravintolatyypeistä matalin ja niiden kannattavuustaso asettuu ruokaravintoloiden ja yökerhojen väliin.

## Liikevaihdon jakauma 2023



Lähde: NoHo Partners

## Ravintolabrändejä





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

**Fast Casual-ravintoloiden** liikevaihto oli edellisten 12 kk:n aikana noin 50 MEUR, ts. 13 % liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat Hanko Aasia, Friends & Brgrs ja Ravintola Hook. NoHolla on yli 50 Fast Casual-ravintolaa. Ne ovat luonteeltaan monistettavia konsepteja ja liiketoiminnan kannalta skaalautuvaa. Fast Casual-ravintoloissa keskistokset ovat tyypillisesti matalia, mutta niiden käyttöasteet ovat kuitenkin korkeat, sillä ne ovat avoinna lähes viikon jokaisena päivänä aina lounasajasta iltaan asti.

**Kansainväliset ravintolat** käsittävät NoHon ravintolaliiketoiminnan Norjassa, Tanskassa ja Sveitsissä, ja kv-ravintolat toivat viime vuonna 21 % liikevaihdosta. KV-ravintoloiden lukumäärä nousi toteutetun BBS-järjestelyn myötä 60 tuntumaan. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu ruoka, fast casual- ja viihderavintoloita, pubeja sekä gin- ja craft-olutbaareja. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa Cock's and Cows, Campingen, ja Holy Cow!.

## Kulurakenne

Ravintolaliiketoiminnan keskeisiä tunnuslukuja ovat materiaalikate-% ja henkilöstökulu-%. Materiaalikate kertoo yhtiön sisään ostaman tavaran myyntikatetason ja siihen vaikuttaa merkittävästi yhtiön skaala, myyntimix ja yleinen suhdannetilanne. Ravintolaliiketoiminnan materiaalikate pysyi vertailukauden 75,2 %:n tasolla. Pidemmällä aikavälillä materiaalikatteen kehitys on ollut tasaista ja taso on ollut 2013-23 välillä keskimäärin 74 %, jota koronavuodet heikensivät jonkin verran.

NoHon henkilöstökulut olivat vuonna 2023 32,5 % liikevaihdosta, mikä historiaan nähden on vielä jonkin verran koholla. Henkilöstökulujen suhteellista osuutta laski viime vuonna operatiivinen tehokkuus, myyntimixin muutos ja liikevaihdon voimakas nousu. Historiassa henkilöstökulujen suhteellinen osuus on ollut keskimäärin noin 31 %, mikä on kuitenkin ollut inflaatiopaineiden takia koholla viimeaikoina.

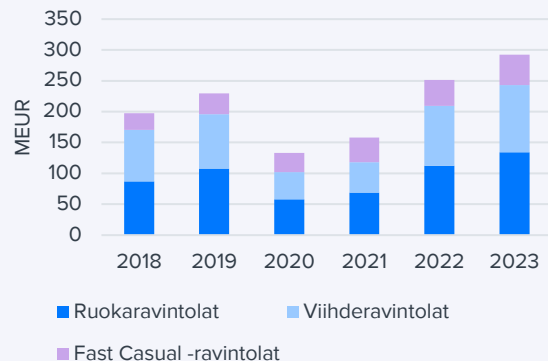
Koronan aikana parantunut kulutehokkuus onkin tullut ennen kaikkea muiden kulujen saneerauksesta sekä ravintolaportfolion siivouksesta.

## Vähemmistöt

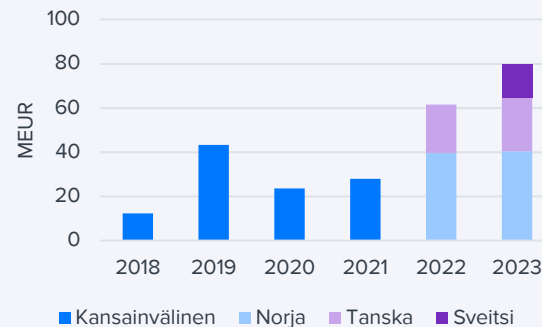
NoHolla oli vuoden 2023 lopussa yli 100 tytäryhtiötä, joista vähemmistöomistajat omistaa osuuden. Vähemmistöomistukset vaihtelevat pienistä muutaman prosentin osuuksista kymmenien prosenttien omistuksiin. Tyypillisesti vähemmistöomistajat omistavat ravintoloista noin 30 %. Liiketoiminnallisesti ylivoimaisesti suurin vähemmistöomistajuus on BBS:ssä ja muita merkittäviä ovat mm. Norjan ja Tanskan tytäryhtiöissä.

Vähemmistöt ovat syntyneet pääasiassa yrityskauppojen yhteydessä ja niiden tarkoituksena on sitouttaa vanhat omistajat NoHon liiketoimintaan. Suhtaudumme vähemmistöomistusrakenteeseen lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä se pienentää operatiivisen johtamisen tarvetta NoHon osalta. Ongelmatilanteita voi syntyä, jos ravintolayksikön toiminta ei vastaa odotuksia ja NoHon ja vähemmistöomistajan välille syntyy merkittäviä erimielisyyksiä.

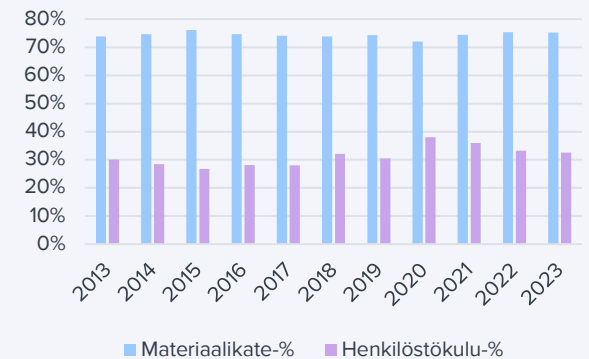
Liikevaihto - Suomi



Liikevaihto - Kansainväliset liiketoiminnat



Materiaalikate ja henkilöstökulu-%



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Laajentuminen Keski-Eurooppaan monimutkaisella järjestelyllä

NoHo ilmoitti heinäkuussa 2023 perustaneen yhdessä pääomasijoittaja Intera Partnersin kanssa Euroopan premium-hampurilaismarkkinoille tähtäävän Better Burger Society -yhtiön (BBS). Järjestelyssä NoHo myi tähtikonseptinsa Friends & Burgersin BBS:lle. Tämän lisäksi BBS osti Sveitsissä toimivan Holy Cow! (HC) premium-hampurilaisketjun. NoHon osuus BBS:stä on noin 53 % ja Interan 40 % (vuoden 2023 lopussa). Lopun osuuden jakaa toimiva johto ja ravintoloiden perustajaosakkaat. BBS:n strategiana on laajentua yritystoin yhdistäen Euroopan johtavat paikalliset premium-hampurilaisbrändit tehokkaaseen operatiiviseen toimintamalliin sekä hankinnan synergioihin. Tämän lisäksi yhtiö pyrkii laajentamaan olemassa olevia konseptejaan paikallisesti. Uusi yhtiö operoi omalla rahoituskokonaisuudellaan.

BBS tullaan raportoidaan täysmääräisesti NoHon numeroissa ja vähemmistöjen tulososuus tulee väistämättä nousemaan selvästi johtuen BBS:n merkittävästä vähemmistöstä. Tämä kääntäen tarkoittaa sitä, että kaupan synnyttämä vaikutus osakekohtaiseen tulokseen jää selvästi volyymikasvua pienemmäksi.

## Holy Cow! erottui muista pelureista

Euroopassa korostuu paikallisten ravintola-konseptien suosio, mikä saattaa olla syynä sille ettei kansainväliset premium-konseptit ole saavuttaneet jalansijaa muualla kuin Euroopan suurimmissa kaupungeissa (Lontoo, Pariisi). Euroopan markkinaa tutkiessaan NoHo pyrki löytämään F&B:n kaltaisia konsepteja, jotka ovat jo

ylittäneet kuolemanlaakson ja kasvattaneet itsensä premium-hampurilaismarkkinan kärkikastiin. Yhtiö tapasi yhteensä 20 yhtiötä, joista HC erottui edukseen. Arviomme mukaan HC:n liikevaihto ja käyttökate oli vuonna 2023 reilu 40 MEUR ja 6 MEUR (~14 % marginaali). Suurimmat pikaruokaketjut pois lukien HC on Sveitsin hampurilaismarkkinan ykkönen 16 yksiköllään. Kauppa itsessään oli mielestämme hinnoiteltu järkevästi (23e EV/EBITDA 5x) ja hintataso antaa hyvät lähtökohdat omistaja-arvon kasvattamiselle.

## BBS:sta tullaan irtautumaan jollain aikavälillä

BBS:n kasvattaminen on vielä alkutekijöissään, ja uskommekin yhtiön toteuttavan yritystostoja tulevien vuosien aikana. Huomautamme, että pääomasijoittajan mukaantulo merkitsee yhtiöstä irtautumista jollain aikavälillä. Kaiken kaikkiaan nyt toteutetun järjestelyn mielekkyys NoHon osakkeenomistajien kannalta tiivistyy NoHon ja uuden kumppanin 1) kykyyn kasvattaa F&B:tä sekä HC:tä orgaanisesti ja 2) löytää uusia kohteita allokoida pääomaa Euroopan premium-hampurilaismarkkinalla. Nyt tehdyt järjestelyt luovat onnistumiselle hyvät edellytykset, joskin kasvun riskitaso tulee arviomme mukaan olemaan NoHon omaa kasvua korkeampi laajentumisen tapahtuessa myös uusilla markkinoilla.

NoHo sai F&B:stä erittäin hyvän hinnan (EV/EBIT 15x) sijoittaessaan sen BBS:iin. Mikäli BBS onnistuu kehittämään konseptejaan ja laajentumaan Euroopassa uskomme BBS:n omaavan merkittävää arvonluontipotentiaalia, mikä olisi NoHon osakkeen omistajien kannalta erittäin positiivinen asia. Käsittelemme tätä potentiaalia tarkemmin arvonmäärittämisessä osiossa.

## HolyCow!:n taloustiedot

	2022	2023e
<b>Liikevaihto</b>	39	42
<b>Käyttökate</b>	3,7	5,9
<b>Liikevoitto</b>	2,2	4,4
<b>Liikevoitto-%</b>	5,6 %	10,4 %
<b>EV/EBITDA</b>	8,5x	5,4x
<b>EV/EBIT</b>	14,4x	7,2x
<b>EV/S</b>	0,8x	0,8x

# Historiallinen kehitys 1/2

## Yritysosot ovat merkittävä osa kasvustrategiaa

Kasvu on näytellyt keskeistä roolia NoHon strategiassa ja yhtiö on kasvanut historiassa selvästi toimialan yleistä kasvua nopeammin (ravintolat 2013-2013 CAGR: +20 %). Kasvussa merkittävä rooli on ollut yritysostoilla. Sijoittajan kannalta keskeinen kysymys on, onko ravintolatoiminnan kasvu ollut kannattavaa ja onko NoHo kyennyt luomaan yritysostovetoisella kasvullaan arvoa? Tämän arviointia vaikeuttaa Smilen väliaikainen mukanaolo konsernin numeroissa sekä vuoden 2020 pilannut koronavirüs.

NoHo on investoinut listautumisen jälkeen voimakkaasti liiketoiminnan kasvattamiseen ja laskelmiemme mukaan yhtiö on käyttänyt vuosina 2013-2023 investointeihin yhteensä noin 310 MEUR (sis. kaupoissa käytetyt omat osakkeet). Näistä investoinneista Smilen yrityskauppojen osuus on laskelmiemme mukaan noin 45 MEUR ja ravintoloiden investoinnit ovat näin ollen hieman alle 270 MEUR.

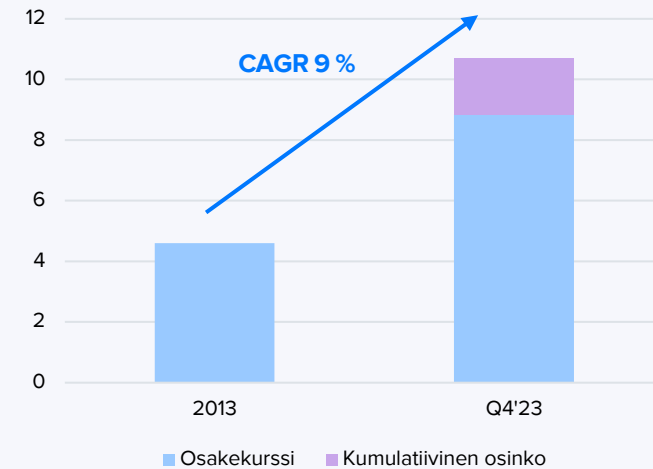
Ravintolaliiketoiminnassa tehtyjen investointien tuottotasoa on mielekkäintä lähestyä 2023 numeroiden valossa, sillä ne antavat näkemyksemme mukaan hyvän kuvan Ravintolaliiketoiminnan normaalista tulospotentiaalista. Kun ennusteitamme peilataan listautumisvuoden 2013 lähtötilanteeseen, arvioimme NoHon kyenneen hankkimaan investoinneilla karkeasti uutta liikevaihtoa hieman alle 310 MEUR ja noin 40 MEUR operatiivista tulosta (IFRS 16-poistoista ja vähemmistöjen tulososuudesta oikaistuna).

Tehtyihin investointeihin peilattuna tämä tarkoittaa karkeasti sitä, että jokaisella ravintolaliiketoimintaan investoidulla eurolla NoHo on saannut 1,1 euroa uutta liikevaihtoa (vastaa karkeasti EV/Liikevaihtokerrointa 0,9x), ja että tehdyille investoinneille on saavutettu ennustamamme 2023 tulostason valossa noin 15 % tuottoaste.

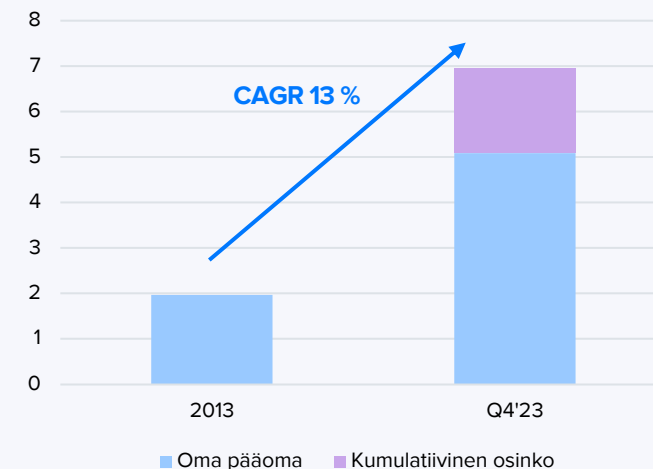
Huomautamme, että laskelma hyvin yksinkertaistava, sillä se ei huomioi mm. tarkasteluajanjakson kassavirtaa ja rahan aika-arvoa. Tarkastelu ei myöskään huomioi sitä, miten kasvu on rahoitettu. Tarkastelun valossa Ravintolaliiketoiminnan viime vuosien yritysostovetoista kasvua voidaan pitää mielestämme kokonaisuudessaan kannattavana, vaikka yhtiölle sattui etenkin vuosina 2015-2017 paljon huonoja investointeja.

Näkemyksemme mukaan myös itsenäisen Smilen aikaan Henkilöstö-vuokrauksessa tehdyt järjestelyt olivat erittäin hyvin arvoa luovia. Smilen velattomaksi arvoksi muodostui vuonna 2019 tapahtuneessa Smile-VMP-fuusiossa 82 MEUR (NoHon omistusosuus järjestelyhetkellä noin 75 %). Kauppahintaa voidaan pitää erinomaisena, kun se suhteutetaan Smileen investoituihin pääomiin. NoHo sai laskelmiemme mukaan Smileen omistusaikana sijoitetuille pääomille noin 17 % keskimääräisen vuosituoton (vuosituotto laskettu painotettuna keskiarvona suhteuttamalla yritysostoinvestoinnit niiden ajankohtaan). Smile-omistuksen kehitystä ja sen arvonluontia voidaan pitää täten erinomaisena.

### Osakkeen kokonaistuotto



### OPO\*/osake kehitys



\* Pois lukien vähemmistöt

# Historiallinen kehitys 2/2

Tilanne kääntyi lähes pääläelleen NoHon hypättyä kuskien paikalta pois Smilen ja VMP:n yhdistyessä Eezyksi. Tänä päivänä Eezyn arvo on lähes samansuuruinen, kuin se mitä Smilestä yksinään maksettiin (eli NoHo sai) vuonna 2019. NoHo ei tämän jälkeen ole enää ollut vetovastuussa Eezyn operatiivisesta tai strategisesta toiminnasta, lukuun ottamatta hallitusvastuuta. Lopulta NoHo irtaantui Eezyä vuoden 2024 tammikuussa.

Jälkikäteen pohtien Eezyä irtautuminen olisi kannattanut toteuttaa vuosien 2020-2022 aikana, kun yhtiöllä meni operatiivisesti hyvin ja osakkeen arvostus oli järkevällä tasolla. Eezyn liiketoiminta ajautui H2'22 alkaen selkeisiin ongelmiin ja tämän seurauksena NoHon omistuksen arvo sulii murto-osaa aiemmasta. Loppujen lopuksi yhtiö myi viimeisimmän noin 20 %:n osuuden lähes kriisiyhtiön hintalapulla (toki selvästi nykykurssia korkeammalla tasolla).

## Ravintolaliiketoiminnan viime vuosien yritysjärjestelyt

NoHo on tehnyt ravintolaliiketoiminnassa viime vuosina lukuisia yritysotoja, joista merkittävimpiä ovat Rengasravintolat-hankinta (2014), Royal Ravintolat-yritysosto (2018), Tanskaan laajentuminen (2018), Norjan yritysosto (2019), Friends & Brgrs (2020) ja BBS-järjestely (2023). Näiden lisäksi yhtiö on solminut merkittäviä ravintoloitsija-sopimuksia Suomen suurissa kaupunkihankkeissa, kuten Nokia areena ja Messukeskus.

Vuonna 2014 toteutetun Rengasravintolat-yritysosto toi mukanaan selkeitä synergioita ja täydensi yhtiön

Suomen laajuista ravintolasalkkua. Yritysoston kokonaiskauppahinta oli 17,5 MEUR ja kaupan arvostuskertoimia voidaan pitää varsin huokeina (EV/EBITDA 3,9x ja EV/EBIT 4,3x). Edullisia kertoimia kuitenkin dilutoi se, että yhtiö rahoitti kaupan pääosin omilla osakkeilla, jotka olivat kaupantekohetkellä selvästi aliarvostettuja.

NoHon vuonna 2018 tekemä Royal Ravintolat-yritysosto oli Suomen ravintola-alan historian suurin yrityskauppa. Kauppa oli strategisesti erinomainen, sillä Royalin pääkaupunkiseudulle painottunut ravintolaportfolio täydensi hyvin NoHon omaa ravintolaportfoliota, sillä yhtiöllä oli ollut haasteita juuri pääkaupunkiseudulla. Yritysjärjestely tarjosi myös merkittäviä synergiahyötyjä (+6 MEUR) ja ne huomioiden 90 MEUR:n velaton kauppahinta oli näkemyksemme mukaan edullinen (EV/EBITDA < 7), vaikka kauppahinta olikin absoluuttisesti korkea ja nojasi täysin synergioihin.

NoHon vuonna 2018 tekemä Tanskan yritysosto (Cock's & Cows- ja The Bird-yhtiöt) oli mielestämme puolestaan pahasti epäonnistunut. Kauppahinta oli jo lähtötilanteessa hyvin korkea ja lisäksi tulostaso on jäänyt selvästi odotuksista. NoHo arvio ostohetkellä ostokohteen käyttökatteen nousevan 2,0 MEUR:oon (2017: 0,8 MEUR), mutta liiketoiminnan kannattavuus on ollut heikkoa ja molempia ostettuja brändejä on pitänyt skaalata selvästi alaspäin.

Vuonna 2019 toteutettu Norjan järjestely on käsityksemme mukaan ollut sen sijaan onnistunut ja Tanskassa tehdystä yrityskaupasta poiketen kauppa toteutettiin edullisilla arvostuskertoimilla

(EV/EBITDA < 5x). Lisäksi Norjan operatiivinen kehitys on ollut erittäin vahvaa.

Keväällä 2020 tehdystä Friends & Brgrs-ketjun hankinnasta maksettu kauppahinta oli F&B:n sen hetken tulokunnolla korkea (EV/EBIT arviomme mukaan 15-23x). NoHo onnistui kuitenkin skaalaamaan F&B:n liiketoimintaa tehokkaasti ja siitä saatu hinta BBS-järjestelyn yhteydessä (EV noin 35 MEUR lisäkauppahinta huomioiden) oli maksettuun hintaan nähden (noin 12 MEUR) varsin mehukas. Huomautamme, että F&B:n potentiaalinen arvonluonti ei pysähdy tähän vaan arviomme mukaan sillä on vielä skaalautumisvaraa Suomen sisällä reippaasti. Näin ollen NoHo on saanut F&B:stä noin 40 %:n vuosittaisen tuoton vuosien 2020-23 aikana. Huomioiden F&B:n hyvä kannattavuus ja tehokas uusien myymälöiden avaamisprosessi, on NoHo saanut kasvatettua konseptia erittäin hyvillä pääoman tuotoilla.

Tunnistamme BBS-järjestelyssä merkittävää arvonluontipotentialia, mutta sen realisoinnin todennäköisyys on toistaiseksi hankalasti arvioitavissa. F&B:stä saatiin hyvä hinta ja HC:sta maksettu hinta vaikuttaa järkevältä suhteessa sen potentiaaliin. Laajentumiseen liittyviä riskejä vähentää toimivien, jo kuolemanlaakson ylittäneiden konseptien ostaminen ja perustajajäsenten sitouttaminen.

# NoHon ravintolaliiketoiminnan yrityskaupahistoria

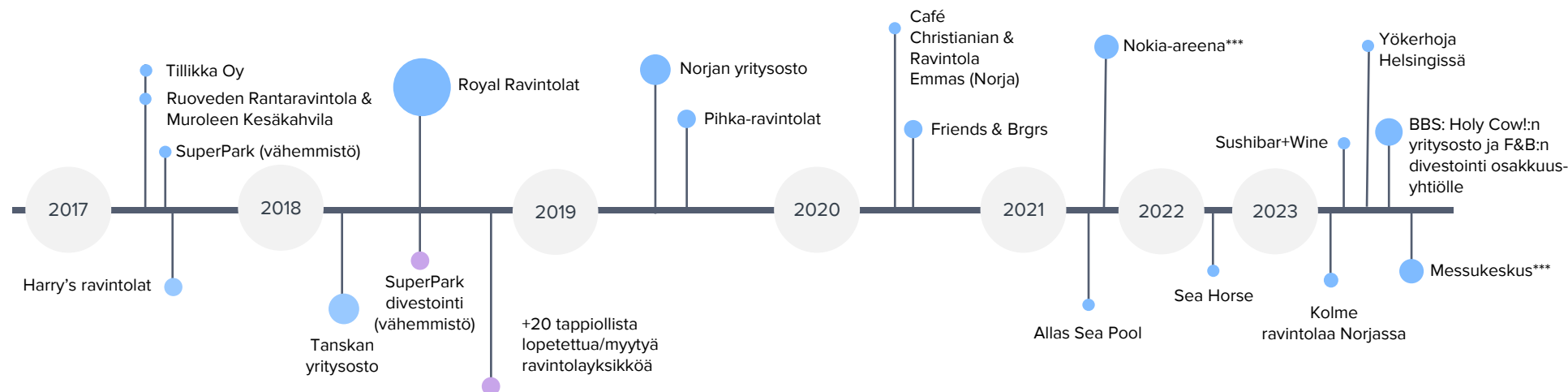
## Ravintolaliiketoiminnan yritysostot ja divestoinnit 2017-2024



Yritysosto



Divestointi



## Ravintolaliiketoiminnan merkittävimmät yrityskaupat

Ajankohta	Ostokohde	EV	Sales	EBITDA	EBIT	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT
7/2023	Holy Cow!	24,0	40,0	6,0	3,4	0,8x	6,0x	7,0x
2/2020	Friends &Brgs*	10-15	10	n.a.	0,7	1,1-1,6x	n.a.	15-23x
4/2019	Norjan yritysosto*	14	20-30	~3-4	n.a.	0,5-0,7x	<5x	n.a.
4/2018	Royal Ravintolat**	90	106	13,0	9,6	0,9x	6,9x	9,4x
3/2018	Tanskan yritysosto (Cock's & Cows- ja TheBird -ravintolat)	22	9	0,8	n..a	2,4x	27,5x	n.a.
3/2014	Rengasravintolat-konserni	17	22	n.a.	4,1	0,8x	n.a.	4,2x

\* Inderes arvio, \*\* post-synergiat, \*\*\* sopimus, ei yrityskauppa

# NoHon arvonluontimalli yritysostoissa

	Käyttökatekerroin
Yritystokohde	4-5x
Synergiat mukaanlukien	3-4x
Konsolidointi	5-8x



Synergioita syntyy ostovolyymien yhdistämisestä sekä NoHon hoitaessa hallintoa ja tehostaessa toimintoja. Yksi merkittävimmistä kiinteiden kulujen optimointikohteista on aukioloaikojen ja työvuorojen suunnittelu liikevaihto-orientoituneesti.

Konsolidoinnin myötä yritysostokohdetta ruvetaan hinnoittelemaan NoHolle suotujen kertoimien mukaisesti, jolloin ostokohteen EV nousee huomattavasti alkuperäisestä ostohinnasta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## 2021-24 strategiakauden painopistealueet ja taloudelliset tavoitteet



### Kasvu

- Yritystovetoinen kasvu Norjassa
- F&B-ketjun skaalaaminen
- Suuret kaupunkihankkeet
- 400 MEUR:n liikevaihto 2024 mennessä

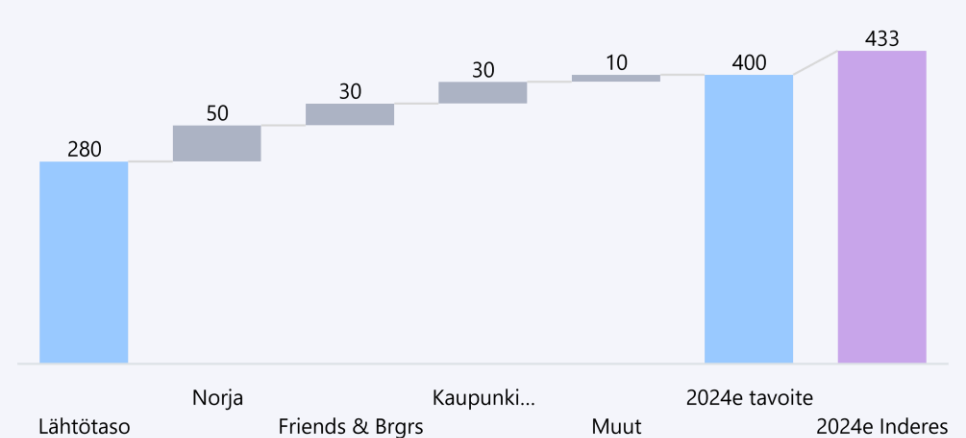
### Kannattavuus

- Portfolion saneeraus
- Kulusäästöt ja yleisen kulutehokkuuden parantaminen
- Tanskan tuloskäänne
- Noin 10 % liikevoittomarginaali vuonna 2024

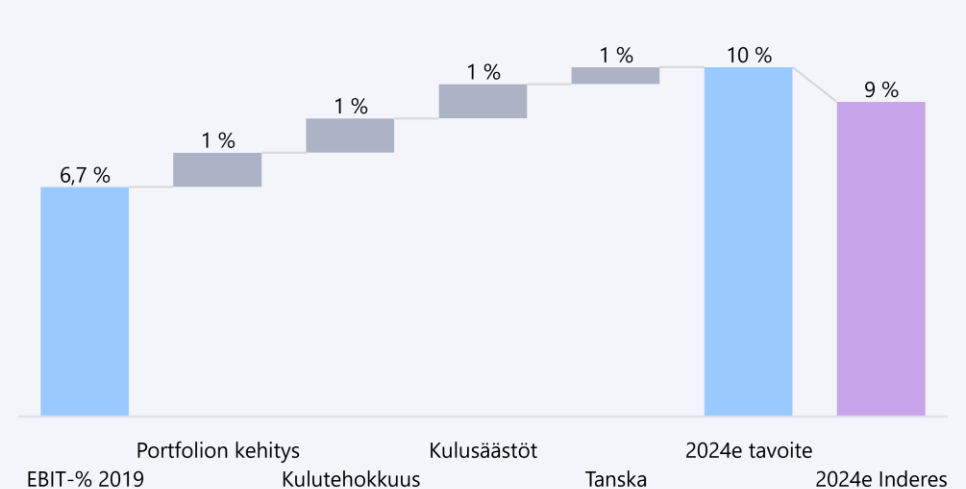
### Tase

- Nettovelan suhde operatiiviseen kassavirtaan alle 3x
- Tavoitteena palata osingonmaksajaksi

### 2024 liikevaihtotavoitteen askelmerkit (MEUR)



### 2024 kannattavuustavoitteen askelmerkit



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Kuluva strategia edennyt vauhdilla

Pikaisen koronasta elpymisen sekä täydentävien yritysostojen ja hankkeiden myötä yhtiö tulee saavuttamaan tavoittelemansa 400 MEUR:n liikevaihdon ennen 2024 loppua. Tämä ei ollut strategiakauden alussa itsestään selvää, sillä 2022-23 on leimannut talouden heikko tilanne ja kuluttajien ostovoimakriisi. Ravintola-ala on kuitenkin pärjännyt suhteessa muuhun talouteen hyvin, mikä arviomme mukaan johtuu korona-ajan aikana syntyneestä patoutuneesta kysynnästä sekä ravintolaruokailun suosion yleisestä kasvusta. Suhteellisen hyvästä markkinasta huolimatta heikkoja pelureita on myös kaatunut ja markkinakasvussa onkin arvioidemme mukaan korostunut toimivat ja houkuttelevat ravintolakonseptit, joissa NoHo pitää ykkössijaa Suomen suurimmissa kaupungeissa.

Norjassa yhtiö on jatkanut yritysostovetoista kasvuaan, mutta tavoitellusta 50 MEUR:n kasvutavoitteesta ollaan edelleen selvästi jäljessä. Arviomme mukaan tätä selittää se, että yhtiö uusperustanta ei ole Norjassa onnistunut suunnitellusti ja lisäksi kansainvälisellä markkinalla yhtiö on siirtänyt aiempaa enemmän painopistettä kannattavuuteen.

F&B:n yksiköt on kasvanut 2023 loppuun mennessä 19:sta 29:ään, jonka aikana myös sen kannattavuus on parantunut. Tämä mielestämme viestii konseptin onnistuneesta sekä tehokkaasta laajennuksesta. NoHo on onnistunut valloittamaan sille tärkeitä kaupunkihankkeita strategiakauden aikana. Näistä esimerkkeinä Nokia Areena sekä Helsingin Messukeskus ja Kulttuurikasarmi.

Kannattavuusparannuksen hedelmät yhtiö loi jo

korona-aikaan osin pakosta johtuen. Operaatiot hiottiin iskukuntoon ja ylimääräisistä kulueristä hankkiuduttiin eroon. Näin ollen liikevaihdon palatessa kasvu-uralle kiinteät kulut skaalautuivat hyvin voimakkaasti ja vuoden 2022-23 aikana yhtiön suhteellinen kannattavuus saavutti tavoitellun 10 %:n tason. Tanskan tulos on saatu hyvälle tasolle, mikä on näkynyt KV-liiketoiminnan kannattavuuden paranemisena.

Volyymitason noustua yhtiön kassavirta parani merkittävästi ja on tällä hetkellä vahvalla tasolla. Tämä on mahdollistanut sekä taserakenteen tervehdyttämisen sekä yritysostojen jatkamisen. Tällä hetkellä NoHo nettovelka/käyttökate-tunnusluku on lähellä yhtiön 3x tavoitetasoa. Uskomme yhtiön kuitenkin tavoittelevan pikemminkin 2,5x tasoa muuttuneen korkoympäristön johdosta. Vahva kassavirta on myös mahdollistanut koronan aikana tauolle laitetun osingonmaksamisen jatkamisen.

## Uusi strategiapäivitys tulossa toukokuussa 2024

Yhtiö tulee julkaisemaan päivitetyn strategiansa toukokuussa 2024 CMD:llä. Uskomme yhtiön tavoittelevan seuraavan strategiaperiodin aikana noin 600 MEUR:n liikevaihtoa, 10 %:n liikevoittomarginaalia, 2,5x nettovelka/käyttökateä sekä vuosittain kasvavaa absoluuttista osinkoa.

Emme myöskään yllätyisi, mikäli NoHo antaisi BBS:llä omat taloudelliset tavoitteet. Liikevaihdon rakenne tulee suurella todennäköisyydellä muuttumaan kun NoHon osuus BBS:sta dilutoituu alle 50 %:n uusien yritysostojen myötä. Tällöin BBS:n pääerät putoavat pois konserni-raportoinnista ja BBS:stä NoHolle kuuluva tulos tullaan raportoimaan ainoastaan nettotuloksessa.

Suhtaudumme tähän positiivisesti, sillä se antaa BBS:lle eväät toteuttaa kasvustrategiaansa PE-sijoitusten tapaan suuremmalla velkavivulla.

Uskomme yhtiön jatkavan kasvua samoilla sapluunoilla, mutta myös etsivän vaihtoehtoisia kasvun lähteitä ja pidämme Ruotsin avaamista seuraavalla strategikaudella hyvin mahdollisena. Suhtaudumme mahdolliseen Ruotsin avaukseen tällä hetkellä selvällä varauksella. Vaikka maa tarjoaakin loogisen palan yhtiön maantieteellisessä laajentumisessa, on mielestämme kyseenalaista kannattaako pääomia allokoida uuteen maahan, samalla kun pöydällä on BBS ja Norjan sekä Suomen houkuttelevat kasvumahdollisuudet. Tanskan osalta tilanne on epäselvä ja mielestämme Tanskan pitkän aikavälin strategian selkiyttäminen olisi perusteltua ennen uuden maan avausta. Lopulta on myös kysymys siitä, että onko yhtiöllä todella rahkeita operoida onnistuneesta näin monella rintamalla?

Suomessa kasvua pyritään jatkossakin hakemaan suuremmista kaupunkihankkeista ja monistettavien konseptien laajentamisella, kun taas Norjan ja Tanskan laajentaminen jatkuu lähtökohtaisesti yritysostovetoisesti. Uskomme BBS:n keskittyvän vuoden 2024 alussa HC:n integrointiin, jonka jälkeen odotamme siltä seuraavaa yrityskauppaa.

Suhteellinen kannattavuus on ennätystasoillaan, eikä siinä mielestämme ole merkittävää nousuvaraa. Näin ollen tulosparannus on vahvasti linkittynyt liikevaihdon kasvuun, mutta myös kulutehokkuuden vahvaan kontrolliin.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Inderesin näkymys NoHon strategiasta

### Kainsainvälinen kasvu ja kannattavuus



- Portfolion putsaus ja kannattavuuden tasonosto
- Kasvu valikoiduin yritysostoin
- Uudelle Keski-Euroopan hampurilaismarkkinalle laajeneminen



- Valikoituja yritysostoja toteutettu kullakin kohdemarkkinalla
- KV-liiketoiminnan kannattavuutta saatu nostettua hyvälle 7-8 %:n tasolle
- Selvä tasoparannus suhteellisessa kannattavuudessa vaatisi volyymien huomattavaa nousua
- BBS:n kasvattaminen huomattava arvoajuri tulevaisuudessa

### Monistettavat konseptit

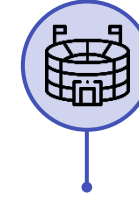


- Helposti monistettavat ja hyvin kannattavat Fast Casual- ja viihderavintolakonseptit
- F&B:n lisäksi rinnalle on noussut viihderavintola Camping



- Hyvin kannattavaa ja helposti skaalattavaa liiketoimintaa
- F&B on Fast Casual-konseptien keihäänkärki, josta NoHo sai hyvän hinnan BBS-järjestelyssä
- Tanskassa onnistuneesti skaalatun Campingin laajentaminen Suomessa ja Ruotsissa
- Hanko (Sushin) Aasian tulevaisuus vaakalaudalla. Konseptia ollaan jouduttu uusimaan ja ketjun kannattavuus on heikko

### Suuret ja kannattavat kaupunkihankkeet



- Suurten ja operaatioltaan tehokkaiden kaupunkihankkeiden kasvattaminen



- Nokia Areena oli erinomainen laajentuminen ja sen tulosvaikutus on ollut merkittävä
- Messukeskuksen oikeudet NoHolle 2023
- Kulttuurikasarmin arvioidaan tuovan hyvää kasvua etenkin kesäterassin avulla
- Kaupunkihankkeiden laajentaminen tulee jatkumaan ja käsityksemme mukaan NoHolla on oikeudet tulevaisuudessa rakentuvan Helsinki Gardenin ravintolapalveluihin

# Sijoitusprofiili

1.

Yritystovetoinen kasvu ja vahva track-record kasvusta

2.

Kannattavuus erinomaisella tasolla

3.

Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva operatiivinen rahavirta

4.

Liiketoimintaa ajetaan reippaalla velkavivulla

5.

Kasvava osinkovirta

## Potentiaali



- Norjan ja Tanskan kannattava kasvu
- Suomen isot kaupunkihankkeet
- Monistettavien ravintolakonseptien skaalaus
- BBS:n arvonnousu ja irtaantuminen

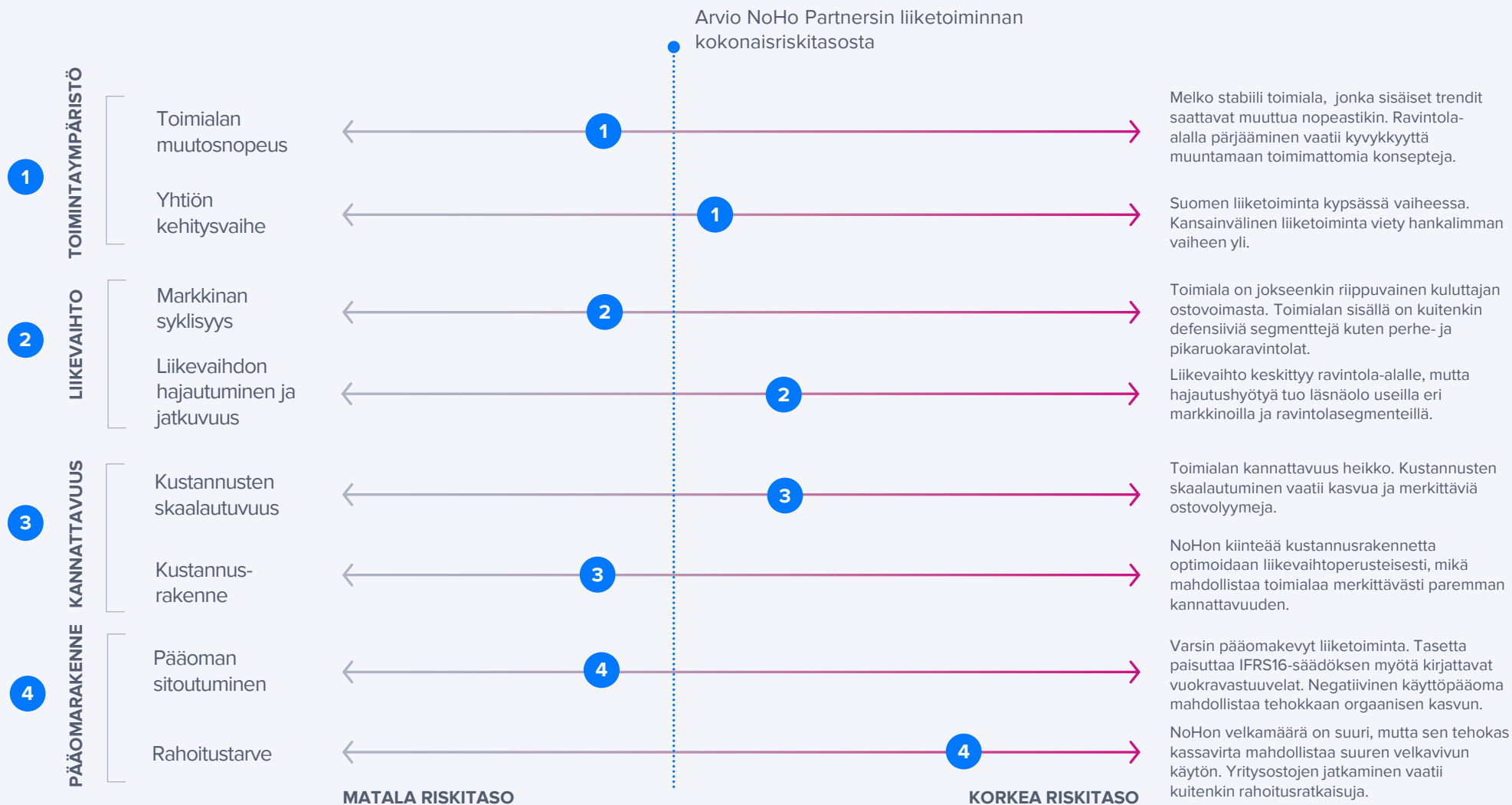
---

## Riskit



- Korkea velkataso
- Taseen merkittävä liikearvo
- Yritystoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Ravintolamarkkina 1/2

## Markkinakoko ei aseta kasvulle rajoitteita

NoHosta tuli kansainvälinen ravintolayhtiö vuonna 2018, kun yhtiö laajensi liiketoimintaansa Tanskaan. Kansainvälistymistä jatkettiin keväällä 2019, jolloin yhtiö perusti Norjaan yhteisyrityksen paikallisten kumppanien kanssa ja hankki 15 ravintolaa. Vuonna 2023 NoHo myi F&B:n pääomasijoittajan kanssa perustetulle yhteisyritykselle BBS:lle säilyttäen tästä kuitenkin enemmistöosuuden. Samaan aikaan BBS osti Svetsiläisen premium hampurilaiskonseptin, jota yhteisyritys tulee kehittämään tästä edespäin Keski-Euroopassa.

Kansainvälistymisen myötä NoHo tarkastelee markkinapotentiaalia Pohjois-Euroopan ravintolamarkkinoiden kautta, joiden koon yhtiö on arvioinnut olevan noin 137 miljardia euroa. Käsittelemme mukaan yhtiön määrittelemää Pohjois-Euroopan markkina pitää sisällään Pohjoismaiden (pois lukien Islanti), Saksan, Puolan ja Hollannin ravintolamarkkinat. Saksan ravintolamarkkinaa NoHo ei tarkastele kokonaisuutena vaan kaupungeittain. Pohjoismaiden yhtiö arvioi olevan 34 miljardin euron arvoinen markkina.

Suuri markkinapotentiaali selittyi kohdemarkkinoiden suuremmalla väkiluvulla ja eroilla ravintolapalveluiden kulutuksessa. Yhtiö on arvioinnut, että mukaan muut pohjoismaalaiset kuluttavat ravintolapalveluita 1,5-2,5-kertaa enemmän kuin suomalaiset. Sijoittajan kannalta NoHon kohdemarkkinoita tarkastellessa relevanttia on, ettei markkinakoko aseta yhtiön kasvulle oleellisia rajoitteita, paitsi Suomen yksittäisissä kaupungeissa.

Lähde: NoHo Partners, MaRa, Tilastokeskus, Inderes

## Suomen ravintolamarkkina

Suomen ravintolamarkkinan koko oli arviomme mukaan noin 6,5 mrd. euroa vuonna 2023. Toimialan liikevaihdon nousu jatkui viime vuonna (+9 %) heikosta kulutusympäristöstä huolimatta. Vuoden 2024 ravintola-alan näkymät ovat heikentyneestä kuluttajan asemasta johtuen epävarmat ja asiakaskysynnän parantuminen riippuu useasta tekijästä, kuten ostovoiman paranemisesta, korkoympäristöstä ja geopolitiisesta epävarmuudesta. NoHo on kuitenkin pärjännyt epävarmassa markkinassa erittäin hyvin ja kasvattanut liiketoimintaansa ravintola-alalle erinomaisella kannattavuudella.

Koronan jälkimainingeissa ja nousseen korkoympäristön myötä uskomme toimialalta poistuneen jonkun verran kapasiteettia. Koska ravintolan perustaminen on hyvin pääomakevyttä, tulee konkurssiin menneiden ravintoloiden tilalle usein korvaava yrittäjä ja näin kapasiteettitasoissa ei olla nähty dramaattisia pudotuksia.

Ravintola-alan myynti on kasvanut Suomessa pidemmällä aikavälillä muiden Pohjoismaiden tapaan selvästi Suomen yleistä talouskasvua nopeammin ja alan keskimääräinen kasvu oli 2000-2023 välillä laskelmiemme mukaan noin 4-6 % vuodessa riippuen lähteestä. Keskeisiä markkinan kasvuun vaikuttavia tekijöitä ovat mm. BKT:n kasvu, kuluttajien käytettävissä olevien tulojen kehitys, ravintolapalveluiden kulutuksen arkipäiväistyminen (etenkin Suomessa) sekä yritysten luottamus, joka vaikuttaa yritystapahtumien myyntiin. Suuremmissa kaupungeissa asiakaskysyntään vaikuttaa myös turistivirtojen kehitys.

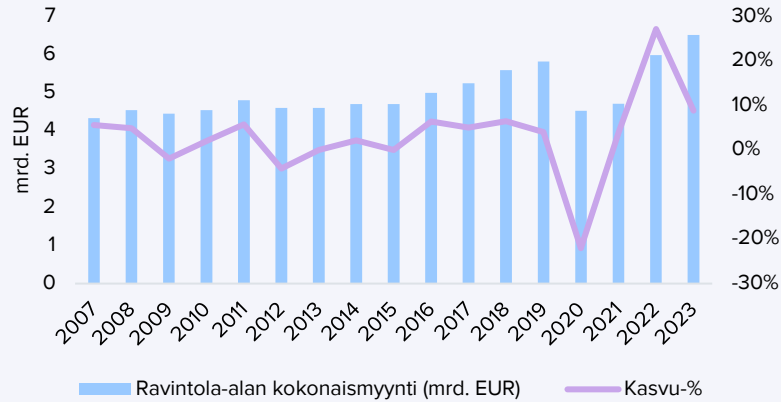
## Kilpailuedut ovat alalla tiukassa

Koska ravintola-alalla ei ole oleellisia alalle tulon kynnyksiä, on toimialalla kestävien kilpailuetujen saavuttaminen näkemyksemme mukaan käytännössä mahdotonta. Alalle tulon esteiden puute näkyy toimialan yleisessä kannattavuustasossa, joka on ollut yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa varsin vaatimaton (toimialan keskimääräinen liikevoittomarginaali 2007-19: 2,5 %). Näkemyksemme mukaan ravintolamarkkinassa toimialan keskimääräistä tasoa korkeampaan kannattavuuteen yltäminen edellyttää käytännössä mittakaavaetujen saavuttamista, jotka liittyvät hankintoihin ja markkinointiin. Toinen mahdollinen kilpailuedun lähde on konsepti tai brändi, mutta nämä ovat yleensä ohi meneviä ja esimerkiksi Savoyin tapainen pitkäaikainen konseptiin perustuva kilpailuetu on äärimmäisen harvinainen. Arviomme mukaan mittakaavaedut ovat pitkälti myös NoHon toimialan yleistä kannattavuutta paremman marginaalitason taustalla. Säntillisellä kuluoptimoinnilla toimijoilla on mahdollisuus saavuttaa selvästi toimialan keskikannattavuutta parempi taso.

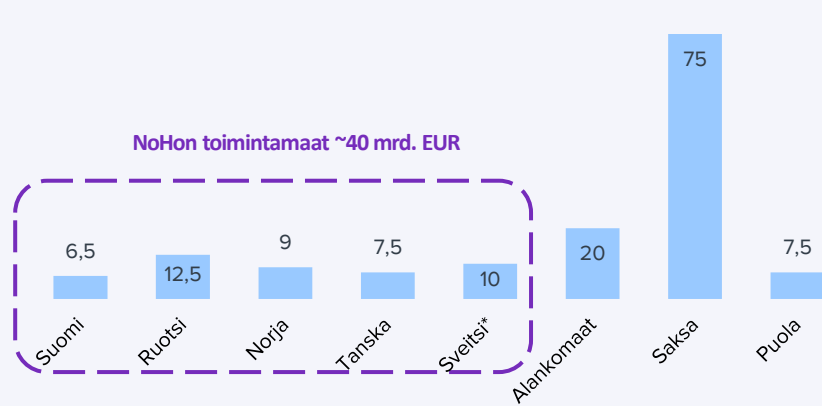
Ravintolaliiketoiminnan pääomatarpeet ovat kohtuulliset, sillä vaikka ravintolaportolion kilpailukyvyyn ylläpitäminen edellyttää säännönmukaisesti kiinteitä investointeja, operoivat toimialan toimialan yhtiöt tyypillisesti negatiivisella käyttöpääomalla, mikä parantaa pääomatehokkuutta. Näin ollen ravintola-alalla on näkemyksemme mukaan mahdollista yltää kohtuullisen hyvään pääoman tuottoon suhteellisen matalasta marginaalitasosta huolimatta.

# Ravintolamarkkina 2/2

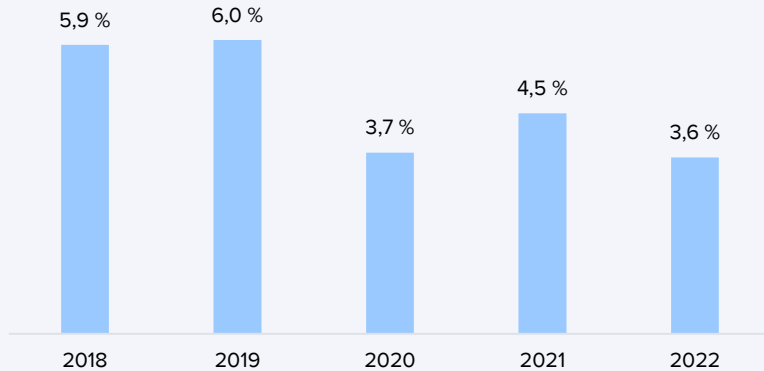
Suomen ravintolamyynnin kehitys



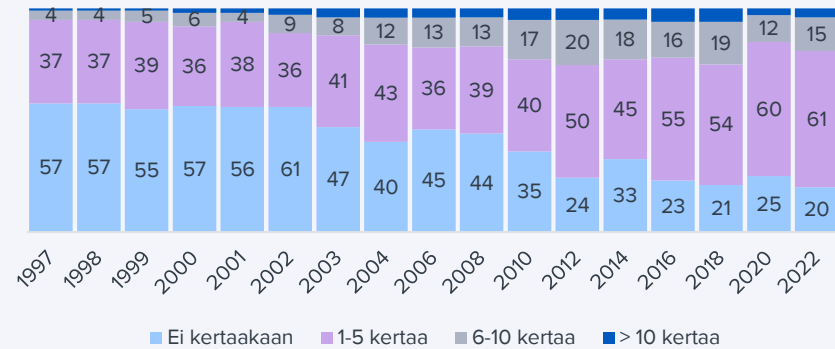
Ravintolamarkkinoiden koko



Suomen ravintolamyynnin käyttökate-%



Ravintolaruokailujen määrä kahdessa viikossa Suomessa



Lähde: NoHo Partners, MaRa, Tilastokeskus, Ravintolaruokailun trenditutkimus, Inderes

\* Inderesin arvio

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase on liiketoimintaan nähden hurjan kokoinen

Vaikka itse NoHon liiketoiminta sitookin vain varsin rajallisesti kiinteää omaisuutta, on yhtiön tase erittäin raskas. Taseen loppusumma oli 2023 lopussa 576 MEUR, mikä on erittäin korkea luku suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan.

Taseen valtava koko selittyi osin IFRS16 vuokravastuilla sekä yrityskaupoista syntyneillä aineettomilla oikeuksilla. Näistä oikaistuna taseen koko olisi noin 140 MEUR, joka kuvastaa mielestämme huomattavasti paremmin liiketoiminnan oikeita pääomatarpeita.

Yhtiöllä oli 2023 lopussa aineetonta omaisuutta taseessa noin 230 MEUR:lla. Aineeton omaisuus koostuu yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta ja muista aineettomista hyödykkeistä. Muut aineettomat hyödykkeet pitävät sisällään mm. tavaramerkkejä.

IFRS16 vuokravastuita vastaavia käyttöoikeusomaisuuseriä yhtiöllä oli 2023 lopussa taseessaan 203 MEUR. Käyttöomaisuutta yhtiöllä oli 62 MEUR:n edestä. Käyttöomaisuus koostuu ravintoloihin liittyvistä omaisuuseristä (koneet & kalusto).

NoHo omisti 12/2023 noin 20 % Eezy Oyj:stä ja omistuksen arvo oli 1,7 euron osakekurssilla noin 8,6 MEUR. NoHo on vuosien mittaan keventänyt Eezyn positiotaan ja hankkiutui siitä kokonaan [eroon](#) tammikuussa 2024.

NoHon lyhytaikaiset varat sisältävät pääasiassa myyntisaamisia ja varastoon sitoutuu pääomia vain vähän.

NoHolla oli 2023 lopussa omaa pääomaa noin 107 MEUR ja tästä vähemmistöille kuuluva osuus oli 29 MEUR. Tästä merkittävä osa kuuluu BBS:n vähemmistöomistajille.

Korollisia velkoja yhtiöllä oli 2023 lopussa noin 135 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli IFRS16 vuokravastuisiin liittyviä velkoja noin 214 MEUR:lla. Sijoittajien on tärkeä huomata, että vaikka IFRS16 vastuut luokitellaan kirjanpidossa veloiksi, poikkeavat ne merkittävästi oikeasta vieraasta pääomasta (esim. pankkilainasta). Vuokrasopimuksia neuvotellaan jatkuvasti uusiksi ja esimerkiksi koronan aikaan NoHo neuvotteli merkittävän määrän vuokrasopimuksistaan uusiksi ja sai merkittäviä vuokranalennuksia. Näin ollen IFRS16 vastuita ei mielestämme pidä tulkita rahoitusveloiksi ja NoHon velkaantuneisuutta tulee tarkastella IFRS16 oikaistuilla luvuilla.

## Liikearvoriski on hallinnassa

NoHon aineeton omaisuus koostuu 181 MEUR:n liikearvosta ja 46 MEUR:n aineettomista oikeuksista. Liikearvon määrä on varsin korkea, mikä kuitenkin vaikuttaa melko kurantilta peilaten sitä ilman arvonalennuksia läpimenneeseen korona-aikaan. Yhtiön omista laskelmissa rahavirrat ylittävät liikearvon mukaisen kirjanpitoarvon 88 MEUR:lla (12/2022: 124 MEUR). Puskuri on paisunut koronapandemian ajoista merkittävästi ja on mielestämme terveellä tasolla yhtiön maltillisilla oletuksilla.

Vaikka liikearvon alaskirjaus onkin kassavirtavaikuttamaton erä, olisi se NoHon kannalta ongelma johtuen varsin ohuesta omasta pääomasta. Käytännössä merkittävä liikearvon

alaskirjaus johtaisi suurella todennäköisyydellä uuden oman pääoman hankintaan, mitä emme kuitenkaan näe merkittävänä riskinä sijoittajien kannalta, etenkin nyt kun kannattavuus on kestävästi saatu hilattua huipputasoille.

## Korkea nettovelkaantumisaste ei ole huolenaihe

NoHon nettovelkaantumisaste ilman IFRS16 vastuita kohosi pahimmillaan koronan aikaan yli 200 %:iin, josta se on lasketellut mukavasti nyt vuoden 2023 lopussa noin 115 %:iin. Nettovelan suhde käyttökatteeseen on myös absoluuttisesti korkea noin 3x tuntumassa vuoden 2023 lopussa. Tämä on taso, jota yhtiö itse on historiassaan tavoitellut, mutta nyt kohonneen korkotason myötä uskomme ideaalisen tason sijaitsevan 2,5x tienoilla. Vahvan kassavirran johdosta velka sulaa nopeasti ja ilman uusia yrityskauppoja olisi nettovelka suhteessa käyttökatteeseen 2025 lopussa alle 2x.

Sijoittajan on hyvä huomata, että korkea, mutta hallittu velkaantuneisuus ei ole NoHolle suuri huolenaihe. Yhtiön liiketoiminnan kassavirranluontikyky on erittäin vahva jota negatiivinen käyttöpääoma parantaa entisestään. Kysyntä on myös luonteeltaan varsin defensiivistä ja näin ollen taseen ajaminen velattomana ei olisi pääomien käytön kannalta järkevää.

Samalla kuitenkin huomautamme, että nollakorkoajan päättymisen myötä NoHon rahoituskulut ovat nousseet selvästi (nyt arviolta 6-7 %) ja tämä aiheuttaa merkittävän loven nettotulokseen. Luonnollisesti vieraan pääoman kohonnut hinta nostaa myös rimaa pääoman allokaatiossa (käytännössä yrityskaupoissa).

# Taloudellinen tilanne 2/2

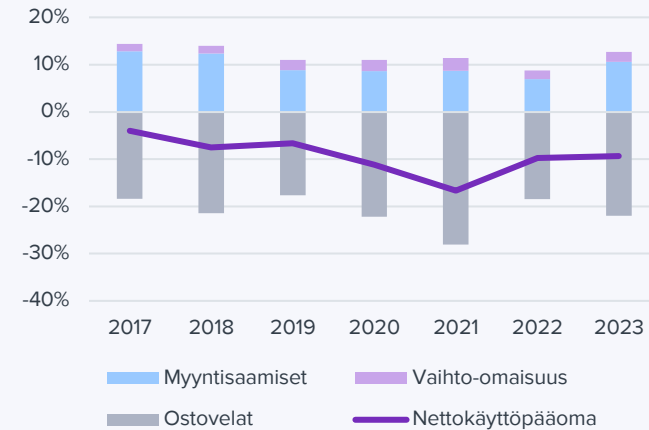
## Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa pääomatehokkaamman kasvun

Ravintolaliiketoiminnan luonteesta johtuen NoHon käyttöpääoma on selvästi negatiivinen. Ravintolat saavat maksut asiakkailta tyypillisesti heti ja tavarantoimittajaehdot ovat hyvät. Negatiivisen käyttöpääoman ansiosta liiketoiminnan kasvu sitoo merkittävästi vähemmän pääomaa, mikä mahdollistaa pääomatehokkaamman kasvun.

Sijoittajien on hyvä muistaa, että käyttöpääoma voi myös toimia väärään suuntaan mikäli liikevaihto laskee. Koronakriisi oli tästä karu muistutus NoHolle, kun liikevaihdon äkkipysähdyksen johdosta yhtiöltä sitoutui käyttöpääomaan arviolta 15 MEUR ylimääräistä pääomaa pahimmalla mahdollisella hetkellä. Koronakriisi oli kuitenkin täysin poikkeuksellinen tapahtuma ja normaalitilanteessa NoHon liikevaihto ja samalla käyttöpääoma on varsin vakaa.

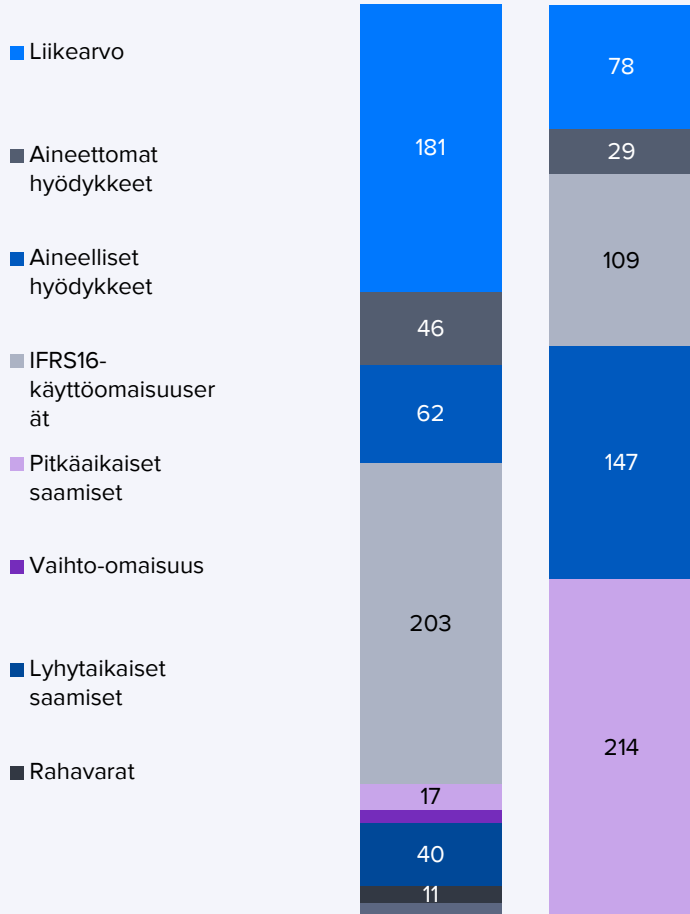
Normaalitilanteessa yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan nykyisellä volyymillä arviomme mukaan noin 30 MEUR negatiivinen.

Käyttöpääoma (%-liikevaihdosta)

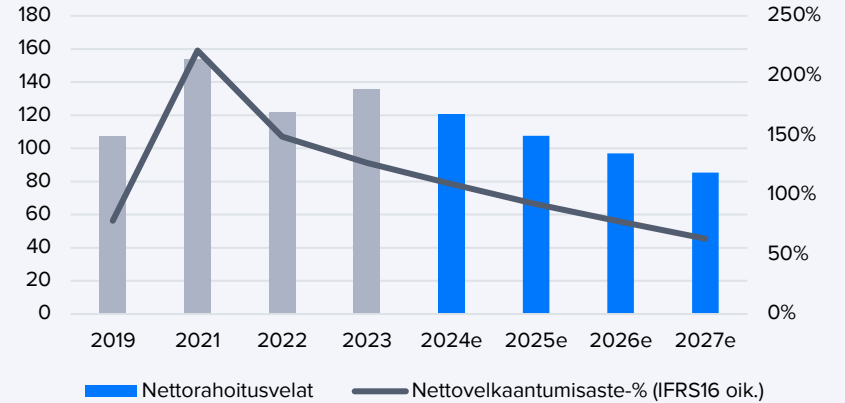


# Taloudellinen tilanne 3/3

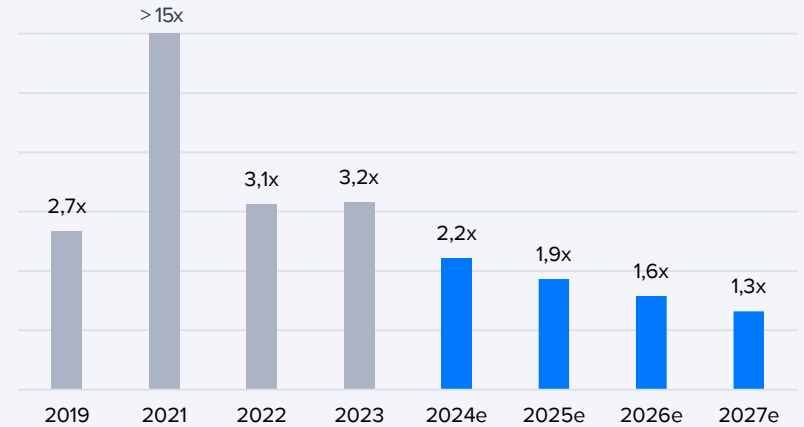
Tase Q4'23 (MEUR)



Nettovelkaantumisaste (IFRS16 oik.)



Nettovelka/EBITDA (IFRS16 oik.)





# Ennusteet 1/5

## Taustaoletukset

NoHon liiketoiminnan profilli on muuttunut korona-ajan jälkeen merkittävästi ja tällä hetkellä liiketoiminta on varsin hyvin ennustettavaa. Samaan aikaan pandemia pakotti liiketoiminnan kulurakenteen perusteellisen terävöittämisen, jonka jälkeen yhtiö on saavuttanut mielestämme kestävän noin 10 %:n liikevoittomarginaalin.

Markkina tarjosi NoHolle hyvin voimakasta kasvua vuonna 2022 korona-rajoitusten purkauduttua. Tämän jälkeen markkinaympäristöä on heikentänyt rajusti laskenut kuluttajien ostovoima. Odotamme markkinaympäristön jatkuvan haastavana ainakin H1'24:n ajan, jonka jälkeen jonkin kaltaista elpymistä voi olla nähtävissä, kun talouden pitäisi viimein alkaa elpyä.

Muihin kuluttajavetoisiin toimialoihin nähden ravintolat ovat sinnitelleet yllättävän hyvin nykymarkkinassa. Uskomme tämän trendin taustalla olevan kaksi tekijää: 1) ravintola-asioinnin arkipäiväistyminen ja 2) patoutunut kysyntä korona-ajoilta. Uskomme ensimmäisen trendin jatkavan pitkällä aikavälillä kasvullaan, kun taas uskomme patoutuneen kysynnän olevan jo päättynyt.

Kuten NoHo on edellisinä vuosina osoittanut, se pystyy harjoittamaan hyvin tervettä liiketoimintaa hankalammassakin markkinaympäristössä. Tästä syystä emme näe NoHon kärsivän markkinasta kilpailijoidensa tapaan, vaan yhtiön laaja ravintolaportfolio tulee suojaamaan konsernin suoritusta läpi vuoden. Esimerkiksi viiheravintoloiden alkuvuosi on alkanut kangerrellen, mutta NoHon tekemät yritysostot ja Fast Casual –ravintolat uskomuksemme mukaan tukee vuoden 2024 kasvua.

Vaikka yritysostot ovat suuri tekijä NoHon arvonluonnissa, emme näitä mallinna niiden hankalan ennustettavuuden takia. Tästä syystä NoHon velkaisuus laskee ennusteissamme hyvin nopeasti kovan kassavirran ansiosta.

## Ennusteet yhteenveto

Tuloslaskelman ennusteemme säilyivät pitkälti ennallaan, kun taas hienosäädimme kassavirran mallinnusta, mikä puolestaan on aiheuttanut muutoksia taseessa sekä kassavirrassa (käyty tarkemmin läpi sivuilla 27 ja 29). Isossa kuvassa näillä ei kuitenkaan ole vaikutusta NoHon käypään arvoon.

Odotamme NoHolta kohtuullista tuloskasvua tulevilta vuosilta (2023-2027e EPS CAGR ~6 %). Tuloskasvua ajaa ravintoloiden myynnin kasvu, sillä NoHon suhteellinen kannattavuus on mielestämme saavuttanut lakipisteen nykyliiketoiminnoillaan. Vuoden 2024 aikana liikevaihdon ennusteita nostaa 2023 vuoden aikana tehdyt yritysostot, jotka luonnollisesti tukee myös alarivin kasvua. Korostamme, että hyvän kannattavuustason säilyttäminen vaatii NoHolta jatkuvaa kulutehokkuuden vaalimista.

Kokonaisuudessaan ennustamamme KV-kasvu on NoHon kotimaata voimakkaampaa. Tämän pääajurina toimii reippaampi uusperustanta, kun taas odotamme vertailukelpoisen kasvun olevan kullakin markkinalla suurin piirtein 2 %:n tuntumassa. Korostamme, että todellisuudessa NoHon kasvu tulee suurella todennäköisyydellä olemaan merkittävästi ennusteitamme ripeämpää huomattavien yrityskauppojen johdosta. Olemme hahmotelleet näitä skenaarioanalyysissä sivulla 28.

## Lyhyen tähtäimen ennusteiden keskeiset ajurit

### Liikevaihto

- Kuluttajien ahdinko helpottaa 2024 loppua kohden
- NoHo jatkaa uusperustantaa noin 15 yksikön vuositaitia (netto)
- NoHon ravintolat kasvavat vertailukelpoisesti noin 2 %:n vuositaitia

### Kustannukset

- Kustannustehokkuus säilyy korkealla tasolla ja odotamme vahvaa marginaalia
- Mallissamme NoHon rahoituskustannukset laskevat reippaasti korollisen velan sekä keskikoron laskun myötä
- Alariviä nakertaa vähemmistöjen suhteellisen suuri tulososuus

**2023-27e EPS CAGR ~6 %\***

\* 2023 EPS oikaistu Eezyn alaskirjauksista

# Ennusteet 2/5

## 2024: Kasvu jatkuu voimakkaana

NoHo lähtee vuoteen 2024 varsin hyvistä lähtöasetelmistä. Yhtiön operatiivinen kannattavuus on ennätystasolla, kansainvälinen ravintolaportfolio on siivottu hyvään kuntoon ja se voi tänään keskittyä pelkästään ydinliiketoimintoihin Eezy-myyntin ansiosta.

NoHo ohjeistaa vuodelle 2024 noin 430 MEUR:n ja 9,5 %:n liikevoittomarginaalia. Huomautamme, että NoHon on historiassaan ollut melko varovainen ohjeistamisessa, jolloin emme yllättyisi tuloksen olevan lopulta tätä parempi. Q4:n yhteydessä annetuissa markkinanäkymissä yhtiö oli varovainen H1:n osalta, mutta näkee myönteisiltä tulevan raaka-aineiden inflaatiopaineen hidastumisesta sekä työvoiman saatavuudesta.

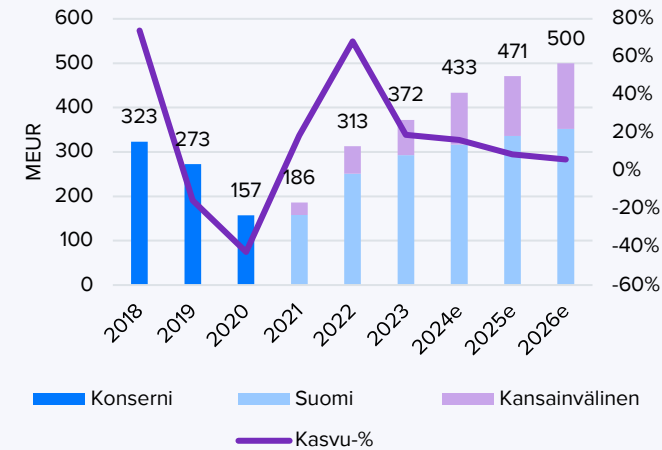
Vuoden 2024 liikevaihdon kehitystä arvioimme mukaan tukee vuonna 2023 tehdyt yritysostot ja etenkin H1:llä korostuu epäorgaaninen kasvu. Ennakoimme vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan 16 % ja sen asettuvan 433 MEUR:oon. Suomen ravintolamarkkina jatkunee epävakaana, mutta uskomme NoHon konseptien pärjäävän heikommassakin markkinassa, kuten vuonna 2023 se osoitti. Kasvua vauhdittaa etenkin H1:llä vertailukaudesta kasvanut ravintolakanta, mihin lukeutuu Messukeskus, HolyCow, Norjasta ostetut 4 ravintolaa ja Fast Casual –uusperustanta. Kasvuvauhti säilyy kuitenkin hyvänä yli Holy Cow:n vaikutuksen (H2 kasvu 10 %) Fast Casual ja KV-ravintoloiden kasvun siivittämänä.

Liiketoimintatasolla uskomme Suomen kasvavan 8 % uusperustannan sekä vuonna 2023 avattujen kaupunkihankkeiden turvin. Uskomme heikon yökerhomarkkinan hidastavan NoHon viihderavintoloiden kehitystä. Suomen ulkopuolella kasvu tukee yritysostot, joka nostavat yhdessä uusperustannan kanssa KV-kasvun 46 %:iin Tästä suurinta osaa selittää HolyCow:n konsolidointi.

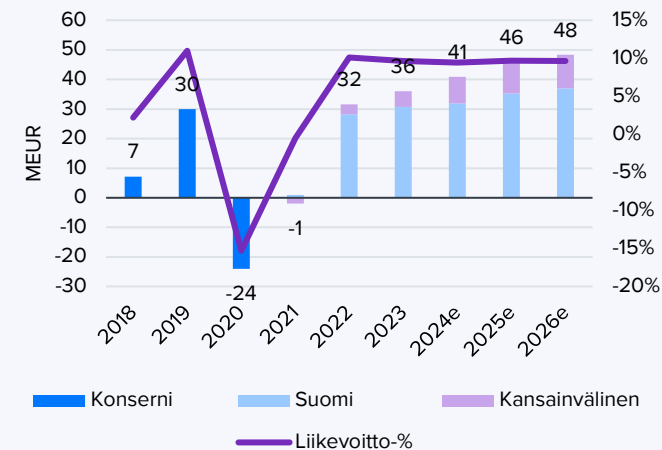
Ennustamme KV-ravintoloiden kannattavuuden paranevan, mutta Suomen marginaalin hiukan laimenevan kustannuspaineista ja jääkiekon MM-kisojen vaikutuksen poistumisesta johtuen. Kokonaisuudessaan ennakoimme konsernin liikevoiton asettuvan 41 MEUR:n tasolle, joka vastaa 9,4 %:n suhteellista kannattavuutta.

Vaikka rahoituksen keskikorko tuleekin todennäköisesti laskemaan 2024 aikana laskevan korkotason seurauksena, tulevat NoHon rahoituskulut kasvamaan vuositasolla johtuen korkeammasta velkamäärästä. Odotamme nettoraioituskustannusten olevan 19 MEUR. Eezyistä kirjattavat tekniset alaskirjaukset rahoituskustannuksissa tulevat häipymään Q1:n jälkeen. Myös vähemmistöjen tulososuus tulee nousemaan selvästi, kun BBS:n tulososuus on mukana koko vuoden. EPS nousee selvästi Eezy:n alaskirjausten rasittamalta vertailukaudelta ja on ennusteessamme 0,61 euroa.

### Liikevaihto



### Liikevoitto



# Ennusteet 3/5

## 2025-26: Ravintolakannan nousu 2025-26 kasvuajurina

Ennustamme NoHon liikevaihdon kasvavan vuosina 2025 ja 26 6-9 %. Keskeisenä kasvun ajurina toimii KV- ja Fast Casual –konseptien skaalaaminen sekä uusperustanta, kun taas odotamme alla olevan ravintolamarkkinan kääntyvän orastavaan kasvuun (~1-2 %) hitaan 2023-24 periodin jälkeen.

Odotamme Suomen suhteellisen kannattavuuden olevan 10,5 %:n tasolla, joka yhdessä 7,7 %:n KV-kannattavuuden kanssa summautuu 9,7 %:n konsernitason kannattavuudeksi. Taso on erittäin hyvä absoluuttisesti ja suhteellisesti.

Tuloslaskelman alimmilla riveillä tehokkuuden pitäisi nousta laskevien korkokulujen myötä. Tämä kuitenkin olettaa absoluuttisen velkatason laskevan nykytasollaan, jota suurempi yritysosto voi toisaalta heiluttaa toiseen suuntaan. Yritysoskoskenaariossa liikevoiton pitäisi kuitenkin nousta odotuksiamme enemmän. Odotamme vuosien 2025 ja 26 osakekohtaisten tulosten kasvavan reippaasti liikevoiton kasvun ja laskevien rahoituskulujen ansiosta ja asettuvan 0,77 ja 0,89 euroon.

## Tase-asema paranee nopeasti ilman yritysostoja

Q4-tuloksen jälkeen NoHon nettovelka/käyttökate (pl. IFRS16) oli hieman 3x yläpuolella ja yli yhtiön mukavuusalueen. Eezyn myynti tammikuussa painoi suhteen alle 3x tasolle ja ilman uusia velalla rahoitettuja yritysostoja NoHon velka-asema kohenee ripeästi ja 2024 lopussa yhtiön pitäisi olla

selvästi alle 2,5x tasolla. Pidämme myös mahdollisena yhtiön allokoivan lähikvartaaleina pääomaa velan lyhentämiseen johtuen korkotason noususta.

## Kestävä vapaan kassavirran taso huitelee 30 MEUR:n tuntumassa

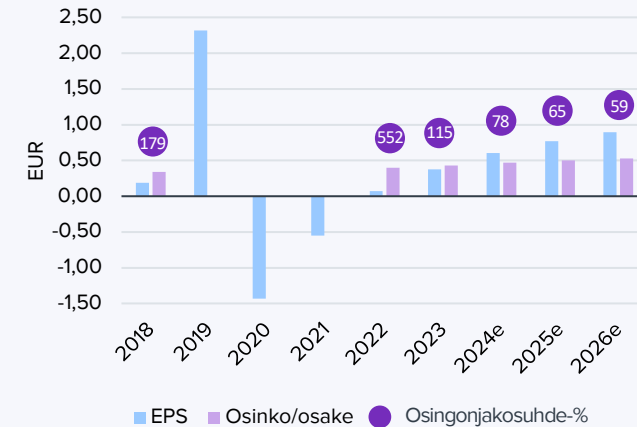
Korona-pandemian jäljiltä yhtiön kassavirtaprofiili on normalisoitunut ja sen ennustaminen on tänä päivänä suhteellisen luotettavaa. Ennustamme lähivuosien operatiivisen kassavirran pyörivän noin 100 MEUR:n tienoilla. Ennakoimme NoHon nykyliiketoiminnan ylläpitoinvestointien olevan reilu 20 MEUR (pl. IFRS16-käyttöomaisuus-erät). Tällöin normalisoitu vapaa kassavirta (vähemmistöjen tulososuus huomioiden) asettunee 30 MEUR:n molemmin puolin. Vapaata kassavirtaa luonnollisesti heiluttaa mahdolliset yritysostot, joita emme ole ottaneet ennusteissamme huomioon.

## Osinko kasvaa nousevan tuloksen myötäisesti

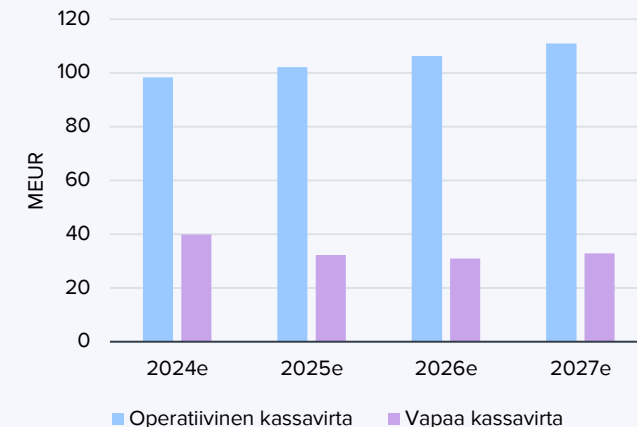
Vapaan kassavirran ollessa yleensä nettotulosta suurempi, kykenee NoHo käytännössä jakamaan lähes koko tuloksensa osinkoina osakkeenomistajille. Kuten edellä totesimme, saattaa vapaata kassavirtaa heiluttaa tehdyt yritysostot. Tällöin emme myöskään odota pitkän aikavälin ennusteissamme NoHon maksavan nettotuloksensa verran osinkoa terminaaliin asti.

Tilikaudelta 2023 yhtiö tulee jakamaan 0,43 euron osakekohtaisen osingon, jonka ennustamme kasvavan 0,47 euroon vuonna 2024.

## EPS ja osinko



## Kassavirta



# Ennusteet 4/5

## Skenaariolaskelma

Olemme hahmotelleet NoHon tulevaa strategiakautta yksinkertaistetulla mallilla. Huomautamme alkuun, ettei ennusteemme ole ottaneet huomioon vastaavaa skenaariota, vaan pyrimme kuvailemaan millaista kasvupotentiaalia yhtiön vuolaalla kassavirralla voitaisiin saavuttaa pääoman allokoitua uusiin onnistuneisiin yritysostoihin.

Kuten edellä osoitimme NoHo tulee tekemään karkeasti 90-100 MEUR:n edestä vapaata kassavirtaa seuraavien kolmen vuoden aikana. Uskomme NoHon palauttavan voitonjakoina noin 30 MEUR osakkeenomistajille osinkopolitiikkansa mukaisesti. Loput kertyneistä rahavirroista uskomme yhtiön suuntaavan investointeihin. Uutta velkaa oletamme yhtiön ottavan 0-50 MEUR, mikä mahdollistaa samalla velkavivun laskun nykytasolta. Näin ollen kokonaisinvestointi-kapasiteetti liikkuisi suunnilleen 70-120 MEUR:n välillä.

NoHon historiassa tekemien yritysostojen EV/S-kerroin on ollut noin 0,9x. Etenkin isompien transaktioiden kertoimet ovat tyypillisesti olleet tämän yläpuolella ja vastaavasti pienempien alapuolella.

Huomioiden velan nykyisen hinnan (ts. huonompi tuotto-odotus), uskomme yhtiön kiinnittävän enemmän huomiota maksettaviin kertoiimiin. Lisäksi pidämme todennäköisenä, että lähivuosina yrityskaupat keskittyvät enemmän täydentäviin ostoksiin, kuin todella isoihin (uusien maiden avaukset yms.). Tästä syystä sovellamme mahdollisille yritysostokohteille 0,7x

liikevaihtokerrointa. Tällöin ostettavan liikevaihdon määrä olisi 100-170 MEUR:n välillä. Olettaen NoHon ostavan konseptinsa todistaneita ravintoloita, liikkuu näiden synergioiden jälkeinen suhteellinen kannattavuus 10 %:n tienoilla.

Huomioiden tuloslaskelman alimmat erät ja niiden muutokset antaa laskelma meille 1,2-1,3 euron EPS-potentiaalin (vs. 2027e n. 1,0 euroa). Näytämme seuraavassa kappaleessa skenaarion yhteyden osakekurssiin.

## EPS on oikeasti raportoitua suurempi

IFRS16-kirjanpitol teknisistä seikoista johtuen NoHon maksamat vuokrat esiintyvät tuloslaskelmassa todellisuutta suurempina. Tämä luonnollisesti pienentää NoHon raportoimaa tulosta noin 3 MEUR:n eli osakekohtaisesti reilu 0,15 euron verran, mikä mielestämme tulee huomioida myös osakkeen käypää arvoa määrittellessä.

Tuloslaskelmassa ”vuokramaksut” realisoituvat käyttöoikeusomaisuuden poistoina sekä vuokravelojen korkoeränä. Tässä tapauksessa kun vuokrasopimusvelkojen jäljellä oleva arvo näkyy taseessa todellista maksettavaa vuokraa suurempana, on tasearvoista tehdyt poistot (+ korkokulut) todellisia vuokramaksuja suuremmat. Efekti tulisi arviomme mukaan kääntymään toiseen suuntaan sitä myöten mitä lyhyempi yhtiön vuokrasopimuskanta olisi. Tämä ei kuitenkaan tule näkymään konsernitason, sillä NoHo ajoittain joutuu uusimaan vanhentuneita vuokrasopimuksia, jolloin kirjanpitol tekninen vaikutus herää taas henkiin. Vuokravastuiden kirjapitol teknisistä asioista voi lukea lisää suomeksi [täältä](#) ja [täältä](#).

## Skenaariolaskelma\*

2027e	Perusskenaario	Skenaario 1	Skenaario 2
<b>Vapaa kassavirta</b>		100	100
<b>Osingot</b>		30	30
<b>Investoinnit</b>		70	70
<b>Lisävelka</b>		0	50
<b>Investointikapasiteetti</b>		70	120
<b>Yritysosto-kerroin (EV/S)</b>		0,7x	0,7x
<b>Liikevaihto</b>	<b>529</b>	<b>629</b>	<b>701</b>
<i>Lisäys-%</i>		19 %	32 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>68</b>
<i>Liikevoitto-%</i>	9,6 %	9,7 %	9,7 %
<i>Lisäys-%</i>		20 %	34 %
<b>Nettorahoituskulut</b>	-16	-16	-22
<b>Tulos ennen veroja ja vähemmistöjä</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>47</b>
<b>Verot</b>	-8	-10	-10
<b>Vähemmistöt</b>	-7	-9	-9
<b>Nettotulos</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
<b>EPS</b>	<b>0,97</b>	<b>1,23</b>	<b>1,27</b>

\* Kukin skenaario koostuu 2027e perusskenaariosta sekä itse skenaarion tuomasta lisävaikutuksesta

# Ennusteet 5/5

## Q4-tuloksen yhteydessä tarkistettut ennusteemme säilyvät ennallaan

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	433	433	0 %	471	471	0 %	500	500	0 %
Liikevoitto	40,9	40,9	0 %	44,3	44,3	0 %	48,3	48,3	0 %
Tulos ennen veroja	21,7	21,7	0 %	27,7	27,7	0 %	32,3	32,3	0 %
EPS (oik.)	0,61	0,61	0 %	0,77	0,77	0 %	0,89	0,89	0 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,47	0 %	0,50	0,50	0 %	0,53	0,53	0 %

Lähde: Inderes

# Arvostus 1/4

## Arvonmääritys yhteenveto

NoHon arvonmääritys koronakriisin aikaan oli poikkeuksellisen haastavaa johtuen normaaliin tulostasoon liittyvästä epävarmuudesta sekä korkeasta rahoitusriskistä. Yhtiön liiketoiminnan ollessa nyt terveellä pohjalla, voi sen liiketoiminnan käypää arvoa pohtia mielestämme useasta kulmasta ja arvonmääritys on selvästi aiempaa helpompaa.

Tulos pohjaisista kertoimista P/E on käytännössä ainut järkevä mittari, mikä huomioi NoHon vähemmistöille kuuluvan merkittävän tulososuuden. Osinkotuottoa voidaan pitää myös kelpona keinona arvioida osakkeen hinnoittelua. Emme pidä tuloslaskelman ylempillä riveillä oleilevia EV/EBITDA- tai EV/EBIT-kertoimia kovin käyttökelpoisina, sillä ne saattavat vääristää arvostuskuvaa vähemmistöjen puuttumisesta johtuen. Lisäksi EV-pohjaisten kertoimien osoittajaa vääristää IFRS16-kirjanpidossa velaksi laskettavat vuokravastuut, jotka NoHon osalta ovat hyvin suuret.

## Tuotto-odotus on kärsivälliselle sijoittajalle erinomainen

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on mielestämme arvostustason korjaantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta. Seuraavan 12 kuukauden oik. P/E-kertoimen (11x) korjaantuminen lähelle 13-14x tasoa tarjoaisi itsessään reilu 15 %:n tuotto-odotuksen. Kertoimien korjaantuminen tulee kuitenkin todennäköisesti vaatimaan kuluttajien tilanteeseen liittyvän epävarmuuden hälventymistä. Lisäksi tuotto-odotus saa selkeää tukea noin 6 %:n osinkotuotosta. Yhdistäen nämä noin 6 %:n oikaistun EPS-kasvun

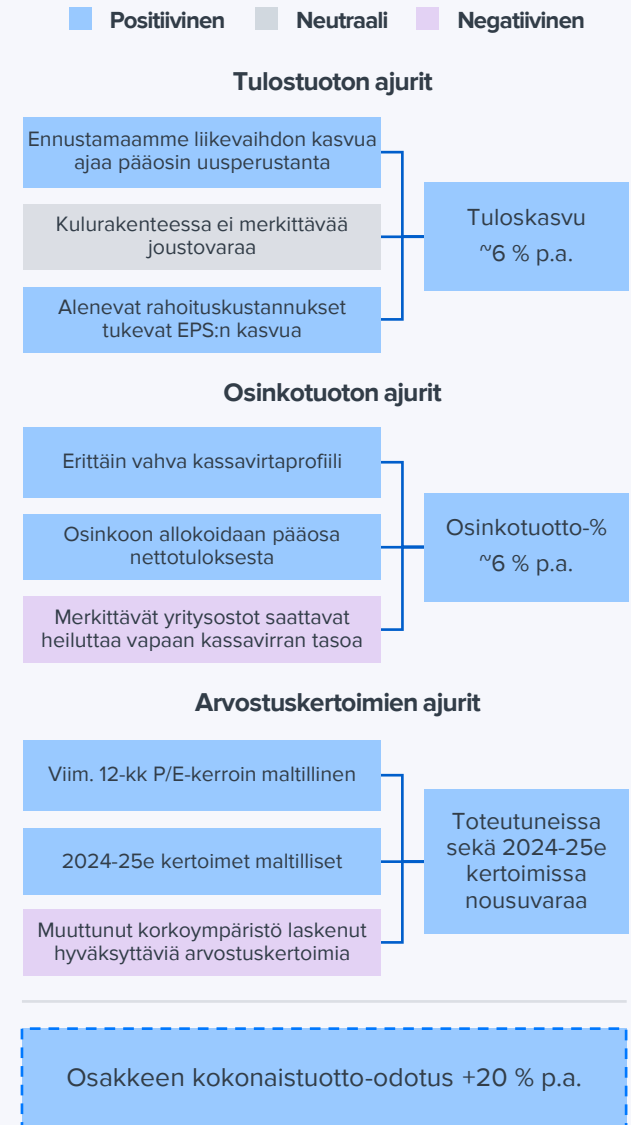
kanssa, haarukoituu kokonaistuotto-odotus yli 20 %:n tuntumaan. Tällöin voimme pitää riskikorjattua tuotto-odotusta hyvin houkuttelevana, mikä perustelee osta-suositustamme.

NoHo on saanut viritettyä tuloskoneensa hurjaan kuntoon ja näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen tuloskunto antaa hyvän kuvan sen täydestä tulospotentiaalista nykyrakenteella. Näin ollen jatkossa tuloskasvu tulee yhä selvemmin liikevaihdon kasvun kautta.

Pidemmällä aikavälillä ylivoimaisesti tärkein ajuri osakekurssille onkin yhtiön onnistuminen pääoman allokoinnissa. NoHon liiketoimintamalliin kuuluu olennaisena osana kasvuun investoiminen muun muassa yrityskaupoilla ja valikoiduilla laajentumisilla. Pitkällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin kannalta pääoman allokointi ja siinä onnistuminen ovatkin keskiössä, sillä yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaansa. Näin ollen saavutettu pääoman tuotto ratkaisee lopulta osakkeen arvon kehityksen. Yhtenä keskeisenä arvoajurina on luonnollisesti myös BBS, joka tullaan 3-5v periodilla takuu varmasti irrottamaan konsernista pääomasijoittajan irtaantumisen yhteydessä.

Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan nykyisellä kurssitasolla kärsivälliselle sijoittajalle erinomaisen tuotto-odotuksen. Osakkeeseen liittyvä riskitaso on tullut selvästi alas viimeisen vuoden aikana, kun taseen riskit ovat laskeneet ja liiketoiminnan ennustettavuus on parantunut. Tässäkin mielessä osakkeen riski-/tuottosuhte näyttäyty meille hyvin houkuttelevana nykytasolla.

## Osaketuoton ajurit 2023-2027e



# Arvostus 2/4

## Absoluuttisesti hinnoittelu vaikuttaa varsin houkuttelevalta

NoHon Eezyn alaskirjauksesta oikaistu 2023 tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 11x ja lähivuosien osalta P/E pyörii 10x molemmin puolin. Näitä tasoja voidaan mielestämme pitää houkuttelevana, kun huomioidaan yhtiön hyvät tuloskasvunäkymät ja laskenut riskitaso.

Sijoittajien on myös tärkeä huomioida, että pitkistä IFRS 16 -vastuista johtuen NoHon poistot ovat todellisia kassavirtaperusteisia vuokratuloja suuremmat, ja tällä on noin 0,15 euron negatiivinen vaikutus EPS:ään. Tämä huomioiden yhtiön P/E-kertoimet laskevat lähivuosille selvästi alle 10x tasolle, mitä voidaan pitää jo erittäin houkuttelevana tasona.

Normaalissa ympäristössä NoHon hyväksyttävän arvostustason pitäisi mielestämme olla linjassa Helsingin pörssin historiallisten keskiarvojen kanssa (14–16x). Huomautamme kuitenkin, että tällä hetkellä koko Helsingin pörssiä hinnoitellaan historiallisten tasojen alapuolella johtuen kohonneesta korkotasosta sekä taantumahuolista. On selvää, että myös tämä painaa NoHolle hyväksyttäviä arvostustasoja. Joka tapauksessa tulokertoimissa on mielestämme selkeää nousuvaraa keskipitkällä aikavälillä. Keskeinen jarru kertoimien nousulle lyhyellä aikavälillä on arviomme mukaan yleiseen taloustilanteeseen sekä kuluttajakäyttäytymiseen liittyvä epävarmuus. Vaikka NoHo onkin todistanut sen oman operatiivisen kyvykkyyden ja ravintolamarkkina on historiassa ollut varsin vähäsyklinen, eivät markkinat tule arviomme mukaan hyväksymään yhtiölle oleellisesti nykyistä korkeampia arvostuskertoimia

ennen kuin talouden kuva selkeytyy.

## Verrokkiryhmän tuki jää vähäiseksi

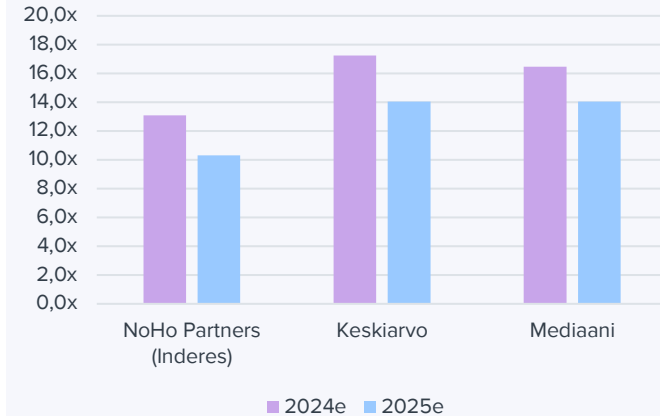
NoHolle on tarjolla varsin keskivertoinen verrokkiryhmä (s. 36). Valtaosa yhtiöistä on merkittävästi NoHoa suurempia ja listattu Yhdysvalloissa tai Iso-Britanniassa. Valtaosa verrokkiyhtiöistä operoi myös ketjumallilla ja näin ollen yksittäisten verrokkien vertailtavuus on heikko. Verrokkiryhmä on kuitenkin varsin laaja ja nykyoloissa (vs. pandemia) se antaa kohtuullisen indikaation NoHon hyväksyttävästä arvostustasosta.

Verrokkiryhmän arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimille johtuen EV-pohjaisten kertoimien heikosta käytettävyydestä (mm. IFRS16 käsitellyt ja vähemmistöt). Osinkotuotto-% on jokseenkin käypä mittari verrokeiden kesken, sillä kunkin yhtiön kassavirtaprofiili on varsin hyvä.

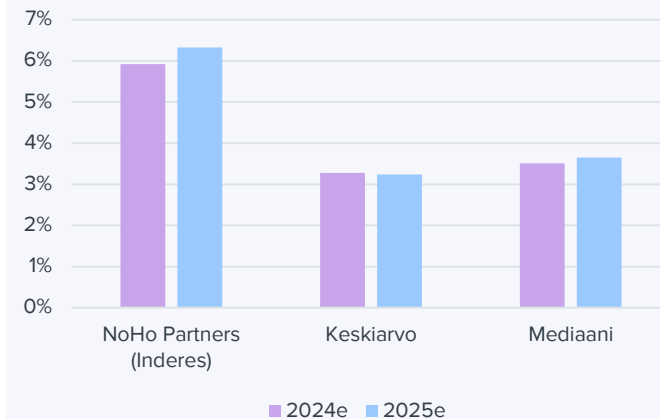
Verrokkiryhmän varsin hajanainen mediaani 24-25e P/E-kerroin on 17-14x. Vertailuryhmän historialliset kertoimet ovat kokonaisuutena varsin korkeat ja näkemyksemme mukaan ne heijastelevat verrokkiryhmän painotusta Yhdysvaltoihin, jossa pörssin arvostustasot ovat selvästi Eurooppaa korkeammat sekä liiketoiminnan varsin defensiivistä luonnetta. Keskimäärin NoHon verrokkit tarjoavat 4 %:n osinkotuoton, joka on mielestämme kohtalainen taso.

Mielestämme NoHon on toistaiseksi perusteltua hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen pienemmästä kokoluokasta sekä arvostuserosta Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä. Näemme kuitenkin eron liian suurena, mikä tarkoittaa NoHon kertoimissa olevan nousuvaraa.

## P/E-kerroin



## Osinkotuotto-%



# Arvostus 3/4

## DCF-mallin käytettävyys vaakalaudalla

Kassavirtaperusteinen mallinnus NoHon tapauksessa on melko haastavaa korkeiden IFRS16-vastuiden nostaessa mallin velkamäärää. Tästä syystä malli on erittäin herkkä pienillekin oletusmuutoksille. NoHon liiketoiminnallisesta parannuksesta (vakiintunut tulostaso) sekä mallintamisparannuksista huolimatta DCF-malli ei mielestämme sovi vieläkään NoHon käyvän arvon määrittelyyn kovin hyvin. Tästä syystä emme anna DCF:lle arvonmäärityksessämme painoarvoa.

## BBS:ssä piilee merkittävää potentiaalia

Olemme hahmotelleet BBS:n luomaa potentiaalia NoHolle. F&B:stä NoHo sai erinomaisen, laskelmiemme mukaan lähes 190 %:n tuoton, ennen kuin yhtiö sijoitti sen varat uuteen BBS:n yhtiöön. Tuotto on vielä teoreettinen, sillä euroissa mitattava tuotto nojaa pelkästään mahdollisiin osinkotuottoihin, ja koko arvon realisoiminen vaatii BBS:stä irtoamista.

Teimme vuodesta 2024 eteenpäin oman ennustemallin BBS:lle, olettaen sen jatkavan yritysostoja velkarahoituksella. Todellisuudessa uskomme yhtiön myös käyttävän yritysostoissa omaa osaketta, jolloin NoHon omistusosuus yhtiöstä saattaa liudentua alle 50 %:n. Tämän mallintaminen on kuitenkin haastavaa ja velkarahoitus antaa suoraviivaisen tavan arvioida BBS:n tulevaisuuden arvoa.

Uskomme BBS:n ostavan uutta liikevaihtoa keskimäärin noin 15 MEUR:n edestä vuosittain (yht. 56 MEUR). Samaan aikaan uskomme yhtiön kannattavuuden paranevan 7 %:sta 10 %:iin (2027). Orgaanisesti uskomme yhtiön kasvavan noin 5 %,

sillä ymmärtääksemme BBS tulee jatkamaan uusperustantaa kullakin konseptilla.

Lopullinen tuotto on myös riippuvainen irtaantumisen arvostuskertoimesta. Tukea olemme hakeneet ”hyväksytylle” kertoimelle edellisistä transaktioista ja listatuilta fast casual -yhtiöiltä. Ruotsissa Bastard Burgers myytiin pääomasijoittajalle arviomme mukaan noin 20x käyttökatekertoimella vuonna 2019. Tämä tapahtui kuitenkin nollakorko-aikaan, jolloin arvostustasot leijailivat hyvin korkealla. F&B myynti toteutettiin noin 15x ja HC ostettiin 7x liikevoittokertoimella. USA:ssa tunnetuimpia pörssinoteerattuja fast casual -yhtiöitä hinnoitellaan noin 17x liikevoittokertoimilla. Hajontaa aiheuttaa yhtiöiden eri kasvuprofiilit, jolloin kertoimet saattavat kohota hyvinkin korkealle. Muutenkin USA:n osake-markkinoita hinnoitellaan paljon korkeammilla kertoimilla kuin Euroopan tai Helsingin pörssissä noteerattavia yhtiöitä.

Käytämme arvioinnissamme realistista 12x liikevoitto-kerrointa, mikä tarkoittaa BBS:n olevan kuvitellun transaktion aikaan 173 MEUR:n arvoinen (EV). NoHolle kuuluva osuus olisi 119 MEUR ja nettovelat pois lukien 63 MEUR (markkina-arvo), mikä tässä skenaariossa tarkoittaisi NoHon saavan yhteensä 150 %:n ja 30 %:n vuosituoton sijoitukselleen. Osakekurssiin tällä olisi luonnollisesti erittäin positiivinen vaikutus (noin 5-8 euroa per osake).

Korostamme, että laskelma on yksinkertaistettu ja sen tarkoituksena on lähinnä hahmottaa BBS:ssä piilevää potentiaalia NoHon kannalta, mikäli sen kehityksessä onnistutaan.

## BBS:n arvonluontipotentiali

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Liikevaihto</b>	72	82	102	125	144
<b>Kasvu-%</b>		14 %	24 %	23 %	15 %
<b>EBIT</b>	5	6	8	11	14
<b>EBIT-%</b>	7 %	7 %	8 %	9 %	10 %
<b>Investoinnit</b>		10	15	15	5
<b>M&amp;A EV/S</b>		0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
<b>M&amp;A uusi liikevaihto</b>		13	19	19	6
<b>M&amp;A näkyy tänä vuonna</b>		6	9	9	3
<b>Orgaaninen kasvu</b>		5 %	5 %	5 %	5 %
<b>Nettovelka</b>	30	37	48	58	54
<b>Korot</b>	-2	-2	-3	-3	-3
<b>Verot</b>	-1	-1	-1	-2	-3
<b>NP</b>	2	3	4	6	8
<b>Vähemmistö</b>	1	1	2	3	4

## NoHolle kuuluva tuotto BBS:stä

	F&B	BBS
<b>Sijoitus</b>		
EV	13	48
NoHon osuus	9	25
<b>Irtaantuminen</b>		
EV	36	173
Markkina-arvo (EV-nettovelat)		119
NoHon osuus markkina-arvosta	25	63
<b>Kokonaistuotto</b>	186 %	148 %

Lähde: Inderes



# Arvostus 4/4

## Skenaariomalli viestii huomattavasta nousupotentiaalista

Teimme sivulla 28 suuntaa-antavan skenaariomallin NoHon seuraavalle strategiakaudelle, missä erittelimme potentiaalisen EPS-kasvun ajureita. Mielestämme skenaarioanalyysi on NoHon kannalta hyvä tapa tarkastella tulevaisuuden kehitystä, sillä epäorgaaninen kasvu tulee myös jatkossa näyttelemään merkittävää roolia NoHon kasvutarinassa.

Sivulla 28 alustetun skenaarion 100-170 MEUR:n ostettu liikevaihto huomioiden NoHon osakekurssilla on nykyisiltä tasoilta huomattava reilu 100 %:n nousupotentiaali. Vuosittain tämä tarkoittaisi noin 30 %:n tuotto-odotusta, mikä ylittää tuottovaateemme selvästi. Olemme laskelmassamme soveltaneet NoHolle melko konservatiivista 13x P/E-kerrointa. Huomautamme, että laskelma on täysin riippuvainen yritystoissa onnistumisessa. Laskelma kuitenkin tukee näkemystämme siitä, että NoHon tuotto-odotus on erittäin hyvä, mikäli yhtiö onnistuu pääoman allokaatiossaan tulevina vuosina.

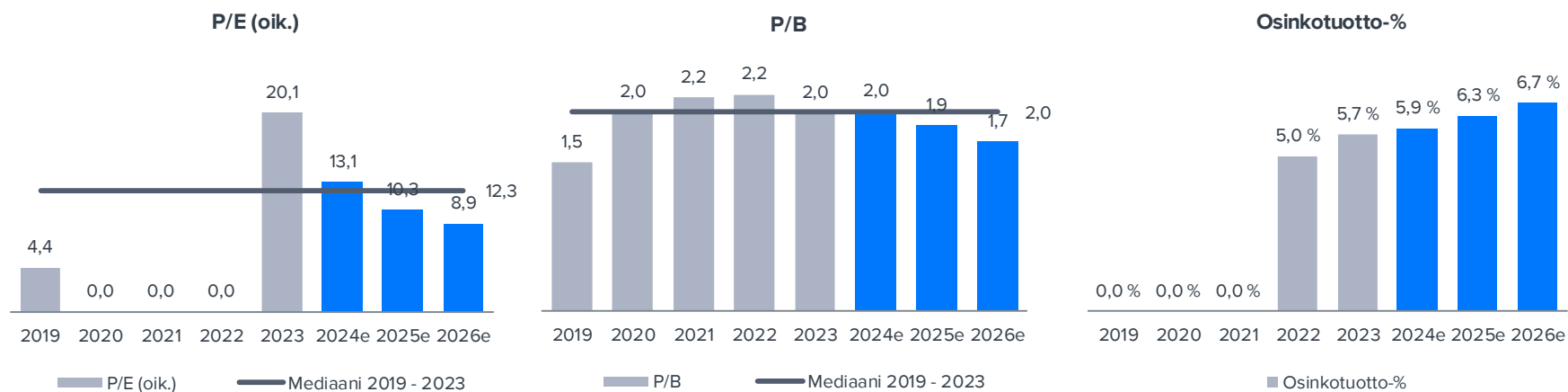
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,94	7,94	7,94
Markkina-arvo	167	167	167
Yritysarvo (EV)	534	530	528
P/E (oik.)	13,1	10,3	8,9
P/E	13,1	10,3	8,9
P/B	2,0	1,9	1,7
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,2	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,0	12,0	10,9
Osinko/tulos (%)	77,5 %	65,0 %	59,3 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,3	8,06	7,29	7,99	7,54	<b>7,94</b>	<b>7,94</b>	<b>7,94</b>	<b>7,94</b>
Markkina-arvo	196	155	140	165	158	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
Yritysarvo (EV)	497	478	436	445	536	<b>534</b>	<b>530</b>	<b>528</b>	<b>526</b>
P/E (oik.)	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>
P/E	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>
P/B	1,5	2,0	2,2	2,2	2,0	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
P/S	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,7	17,1	9,4	5,6	6,0	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
EV/EBIT (oik.)	16,5	neg.	neg.	14,0	14,9	<b>13,0</b>	<b>12,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	<b>77,5 %</b>	<b>65,0 %</b>	<b>59,3 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	<b>5,9 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>7,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Restaurant Group													
J D Weatherspoon	1064	2368	15,0	13,6	8,2	7,8	1,0	1,0	17,6	14,4			2,2
BJ's Restaurants	783	898	28,8	23,6	8,3	7,7	0,7	0,7	29,7	24,0		0,7	2,2
Ibersol	286	327	9,7	8,2	3,6	2,9	0,8	0,7	15,0	12,0	4,0	5,8	0,8
Bloomin' Brands	2312	2942	9,7	9,2	6,0	5,7	0,7	0,7	11,2	10,2	3,5	3,7	4,9
Ruth's Hospitality Group													
Berjaya Food	227	365	17,1	12,7	9,6	7,2	2,0	1,8	20,4	14,1	3,6	3,7	2,1
Red Robin Gourmet Burgers	110	258		28,4	4,5	3,8	0,2	0,2					
Mitchells & Butlers	1579	3458	10,7	9,9	7,2	6,7	1,1	1,1	10,3	8,8			0,6
Young & Co's Brewery	604	816	12,2	9,8	7,7	6,3	1,8	1,4	16,5	14,9	2,1	2,3	76,5
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>167</b>	<b>534</b>	<b>13,0</b>	<b>12,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>2,0</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>871</b>	<b>1429</b>	<b>14,7</b>	<b>14,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,2</b>	<b>14,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>12,8</b>
<b>Mediaani</b>	<b>693</b>	<b>857</b>	<b>12,2</b>	<b>11,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>16,5</b>	<b>14,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>7 %</b>	<b>6 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>42 %</b>	<b>36 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>69 %</b>	<b>73 %</b>	<b>-6 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>313</b>	<b>75,9</b>	<b>93,3</b>	<b>96,0</b>	<b>107</b>	<b>372</b>	<b>94,8</b>	<b>115</b>	<b>106</b>	<b>117</b>	<b>433</b>	<b>471</b>	<b>500</b>	<b>529</b>
Suomen liiketoiminta	251	61,5	77,4	75,5	78,2	293	69,8	84,8	79,0	82,8	316	336	352	368
Kansainvälinen liiketoiminta	61,5	14,4	15,9	20,5	28,9	79,7	25,0	30,6	27,4	33,7	117	135	148	161
<b>Käyttökate</b>	<b>79,5</b>	<b>18,3</b>	<b>23,0</b>	<b>22,1</b>	<b>25,7</b>	<b>89,1</b>	<b>22,7</b>	<b>27,7</b>	<b>25,6</b>	<b>26,9</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>114</b>	<b>119</b>
Poistot ja arvonalennukset	-47,8	-12,4	-12,2	-13,4	-15,1	-53,1	-15,5	-15,5	-15,5	-15,5	-62,0	-64,0	-65,7	-68,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>36,0</b>	<b>7,2</b>	<b>12,2</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>40,9</b>	<b>44,3</b>	<b>48,3</b>	<b>51,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>36,0</b>	<b>7,2</b>	<b>12,2</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>40,9</b>	<b>44,3</b>	<b>48,3</b>	<b>51,1</b>
Suomen liiketoiminta	28,3	5,1	9,5	7,8	8,3	30,7	5,6	9,8	7,9	8,7	31,9	33,9	36,9	38,7
Kansainvälinen liiketoiminta	3,4	0,8	1,2	1,0	2,3	5,3	1,6	2,5	2,2	2,7	9,0	10,4	11,4	12,4
Nettorahoituskulut	-22,5	-3,0	-5,5	-8,2	-6,3	-23,0	-5,7	-4,5	-4,5	-4,5	-19,2	-16,6	-16,0	-15,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>13,0</b>	<b>1,5</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>21,7</b>	<b>27,7</b>	<b>32,3</b>	<b>35,7</b>
Verot	-4,3	-0,5	-1,2	-0,6	-0,3	-2,6	-0,3	-1,7	-1,2	-1,5	-4,7	-5,9	-6,9	-7,7
Vähemmistöosuudet	-3,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-2,5	-0,3	-1,5	-1,1	-1,4	-4,3	-5,4	-6,3	-7,0
<b>Nettotulos</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>7,9</b>	<b>0,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>12,8</b>	<b>16,3</b>	<b>19,0</b>	<b>21,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,38</b>	<b>0,04</b>	<b>0,22</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,38</b>	<b>0,04</b>	<b>0,22</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24e</b>	<b>Q2'24e</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	68,2 %	56,5 %	3,4 %	11,6 %	21,6 %	19,0 %	24,9 %	23,7 %	10,8 %	8,8 %	16,3 %	8,7 %	6,1 %	5,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-3622,2 %	-447,1 %	-34,8 %	4,0 %	24,4 %	13,5 %	22,2 %	13,4 %	15,5 %	7,8 %	13,7 %	8 %	9,1 %	5,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	25,4 %	24,1 %	24,6 %	23,1 %	24,0 %	23,9 %	24,0 %	24,0 %	24,1 %	23,1 %	23,8 %	23,0 %	22,8 %	22,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	10,1 %	7,8 %	11,5 %	9,1 %	9,9 %	9,7 %	7,6 %	10,6 %	9,5 %	9,8 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %	9,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,5 %	2,5 %	3,6 %	-0,5 %	2,9 %	2,1 %	0,9 %	3,9 %	3,1 %	3,5 %	2,9 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>420</b>	<b>517</b>	<b>514</b>	<b>521</b>	<b>531</b>
Liikearvo	141	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	38,0	46,3	42,8	39,5	36,4
Käyttöomaisuus	210	265	273	283	295
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	18,0	10,6	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	13,0	14,1	14,6	15,1	15,6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>33,3</b>	<b>59,1</b>	<b>61,4</b>	<b>66,7</b>	<b>70,7</b>
Vaihto-omaisuus	5,6	7,7	8,7	9,4	10,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	21,8	39,5	39,0	42,4	45,0
Likvidit varat	5,2	11,3	13,1	14,3	15,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>453</b>	<b>576</b>	<b>576</b>	<b>587</b>	<b>601</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>82,0</b>	<b>107</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>125</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,4	6,8	10,6	16,9	25,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	70,2	71,1	71,1	71,1	71,1
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	7,2	28,7	28,7	28,7	28,7
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>251</b>	<b>304</b>	<b>306</b>	<b>304</b>	<b>304</b>
Laskennalliset verovelat	9,2	10,9	11,4	11,9	12,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	236	279	281	278	278
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	14,1	14,1	14,1	14,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>159</b>	<b>166</b>	<b>172</b>
Korolliset velat	59,9	81,0	70,2	69,6	69,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,8	82,0	86,6	94,2	99,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>453</b>	<b>577</b>	<b>576</b>	<b>587</b>	<b>601</b>

# DCF-laskelma

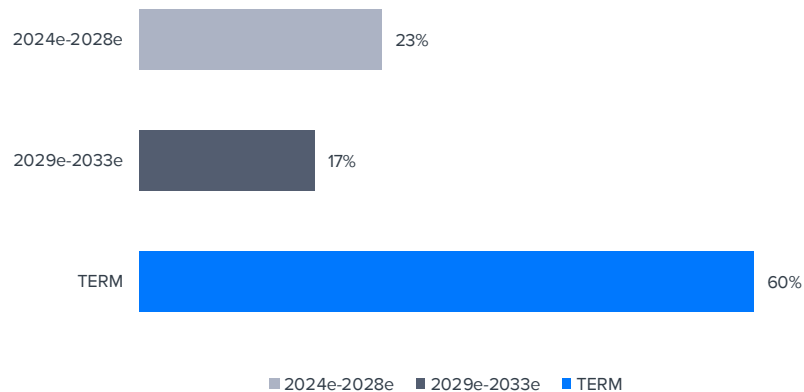
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	16,3 %	8,7 %	6,1 %	5,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %	9,6 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>36,0</b>	<b>40,9</b>	<b>44,3</b>	<b>48,3</b>	<b>51,1</b>	<b>49,1</b>	<b>50,5</b>	<b>52,0</b>	<b>50,6</b>	<b>52,1</b>	<b>52,9</b>	
+ Kokonaispoistot	53,1	62,0	64,0	65,7	68,2	70,7	72,5	74,4	76,4	78,4	80,6	
- Maksetut verot	-2,0	-4,7	-5,9	-6,9	-7,7	-6,8	-7,8	-8,1	-7,8	-8,1	-6,7	
- verot rahoituskuluista	-5,3	-4,2	-3,6	-3,5	-3,4	-3,2	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-4,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,5	4,2	3,4	2,6	2,7	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>86,9</b>	<b>98,3</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-149,4	-58,5	-69,9	-75,2	-78,1	-77,5	-79,8	-82,1	-84,6	-87,1	-90,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-54,5</b>	<b>39,9</b>	<b>32,2</b>	<b>31,0</b>	<b>32,9</b>	<b>33,7</b>	<b>33,9</b>	<b>34,7</b>	<b>33,1</b>	<b>33,9</b>	<b>32,8</b>	
+/- 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	-54,5	39,9	32,2	31,0	32,9	33,7	33,9	34,7	33,1	33,9	32,8	673
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>38,1</b>	<b>28,9</b>	<b>26,1</b>	<b>26,0</b>	<b>25,1</b>	<b>23,7</b>	<b>22,7</b>	<b>20,4</b>	<b>19,6</b>	<b>17,8</b>	<b>366</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		615	576	548	521	495	470	447	424	404	384	366
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>615</b>										
- Korolliset velat		-360										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>237</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,2</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

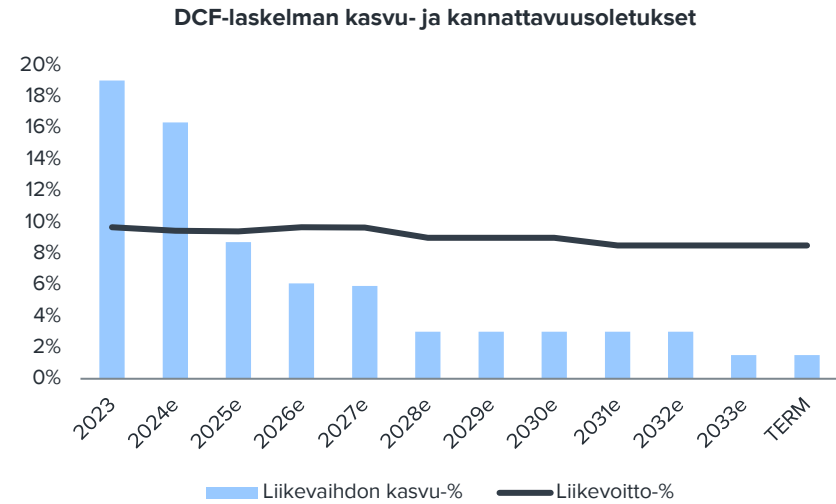
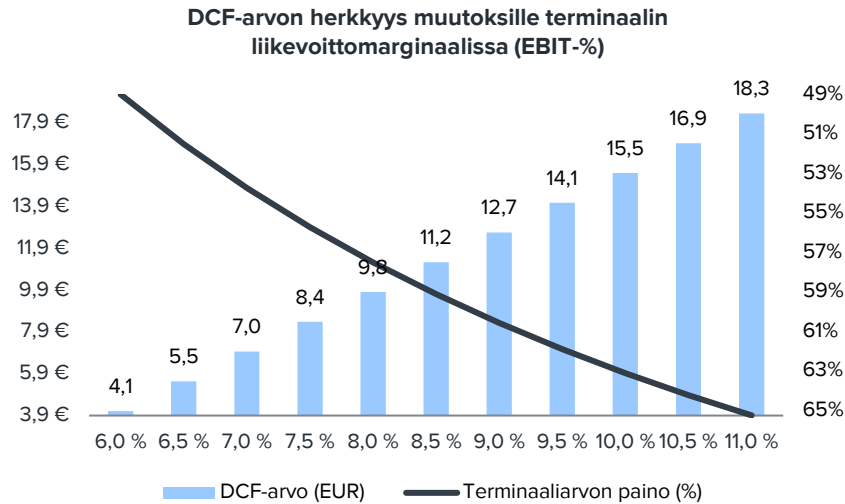
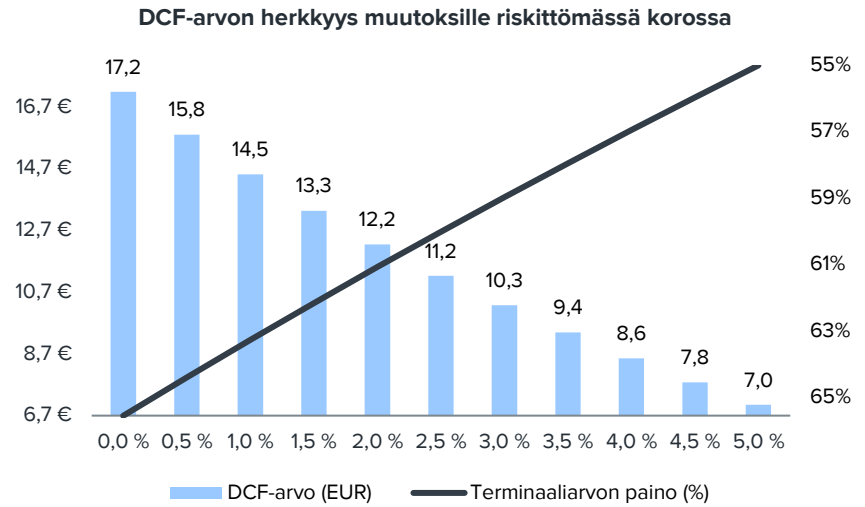
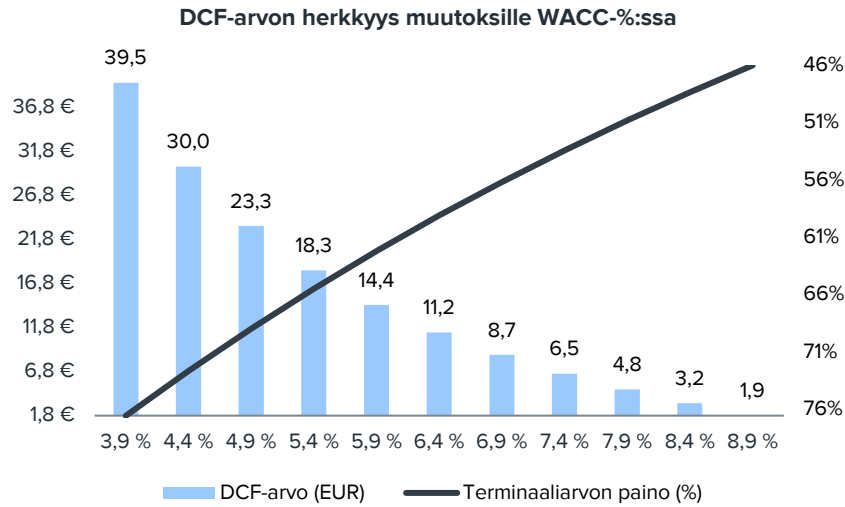
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	65,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksottain



# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	186,0	312,8	372,3	433,2	470,9	EPS (raportoitu)	-0,55	0,07	0,38	0,61	0,77
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	102,9	108,3	EPS (oikaistu)	-0,55	0,07	0,38	0,61	0,77
Liikevoitto	-0,9	31,7	36,0	40,9	44,3	Operat. kassavirta / osake	2,89	3,54	4,14	4,67	4,82
Voitto ennen veroja	-12,8	9,2	13,0	21,7	27,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	1,03	-2,60	1,89	1,52
Nettovoitto	-10,6	1,5	7,9	12,8	16,3	Omapääoma / osake	3,34	3,61	3,72	3,88	4,17
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,40	0,43	0,47	0,50
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	459,3	453,3	576,5	575,7	587,5	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	19 %	16 %	9 %
Oma pääoma	69,4	82,0	106,8	110,6	116,9	Käyttökateen kasvu-%	65 %	72 %	12 %	16 %	5 %
Liikearvo	137,1	141,0	181,3	181,3	181,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-96 %	-3622 %	13 %	14 %	8 %
Nettovelat	322,3	290,6	349,2	337,6	333,8	EPS oik. kasvu-%	-61 %	-113 %	418 %	62 %	27 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	24,8 %	25,4 %	23,9 %	23,8 %	23,0 %
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	102,9	108,3	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,4 %	9,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	1,8	4,5	4,2	3,4	Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,4 %	9,4 %
Operatiivinen kassavirta	55,7	73,3	86,9	98,3	102,1	ROE-%	-15,1 %	2,2 %	10,3 %	16,0 %	19,2 %
Investoinnit	-58,0	-64,4	-149,4	-58,5	-69,9	ROI-%	0,1 %	8,6 %	9,3 %	8,9 %	9,6 %
Vapaa kassavirta	-2,7	21,3	-54,5	39,9	32,2	Omavaraisuusaste	15,1 %	18,1 %	18,5 %	19,2 %	19,9 %
						Nettovelkaantumisaste	464,5 %	354,4 %	326,9 %	305,4 %	285,4 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	9,4	5,6	6,0	5,2	4,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,0	14,9	13,0	12,0						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	13,1	10,3						
P/B	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %	6,3 %						

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/04/2020	Vähennä	5,20 €	5,18 €
28/05/2020	Vähennä	6,00 €	5,70 €
10/06/2020	Vähennä	6,50 €	6,26 €
07/07/2020	Vähennä	7,00 €	6,84 €
12/08/2020	Vähennä	6,50 €	6,12 €
05/10/2020	Lisää	6,00 €	4,85 €
11/11/2020	Lisää	7,50 €	6,86 €
12/01/2021	Vähennä	7,50 €	7,70 €
19/02/2021	Vähennä	7,50 €	7,10 €
09/04/2021	Vähennä	8,50 €	8,94 €
12/05/2021	Vähennä	8,50 €	8,27 €
14/06/2021	Lisää	10,00 €	9,05 €
11/08/2021	Lisää	10,00 €	8,57 €
18/08/2021	Lisää	10,00 €	8,34 €
10/11/2021	Lisää	10,00 €	9,24 €
26/11/2021	Lisää	9,00 €	8,12 €
23/12/2021	Vähennä	8,00 €	7,29 €
18/02/2022	Vähennä	9,00 €	8,46 €
19/04/2022	Lisää	9,00 €	7,90 €
11/05/2022	Lisää	9,00 €	7,82 €
23/06/2022	Lisää	9,00 €	8,00 €
10/08/2022	Osta	10,00 €	8,30 €
09/11/2022	Osta	9,50 €	7,34 €
17/02/2023	Osta	9,50 €	8,29 €
10/05/2023	Osta	10,00 €	8,32 €
09/08/2023	Lisää	10,00 €	9,14 €
07/11/2023	Osta	9,50 €	7,54 €
16/02/2023	Osta	10,00 €	8,20 €
02/04/2023	Osta	10,00 €	7,94 €

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**