

NoHo Partners

Yhtiöpäivitys

12/3/2020

- Tarkistamme NoHo Partnersin tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 11,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme
- Koronavirus aiheuttaa lyhyellä aikavälillä yhtiön liiketoiminaan merkittäviä häiriöitä ja olemme leikanneet 2020 tulosennusteitamme rajusti
- Rajun tulosheikennyksen lisäksi korona nostaa lyhyellä aikavälillä NoHon riskiprofilia merkittävästi
- Osake on kurssilaskun jälkeen selvästi aliarvostettu ja sijoittajat saavat riittävän houkuttelevan tuotto-odotuksen selvästi kohonneiden riskien vastapainoksi

Lasi täynnä koronavuolia

Tarkistamme NoHo Partnersin tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 11,0 euroa). Koronavirus aiheuttaa lyhyellä aikavälillä yhtiön liiketoimintaan merkittäviä häiriöitä ja olemme leikanneet 2020 tulosennusteitamme rajusti. Rajun tulosheikennyksen lisäksi korona nostaa lyhyellä aikavälillä NoHon riskiprofilia merkittävästi. Sijoittajan kannalta tilanne on hyvin kaksijakoinen, sillä rajun kurssilaskun myötä osake on painunut selvästi aliarvostetuksi (2021e P/E 9x). Näemmekin nykyisen kurssitason tarjoavan jo riittävän houkuttelevan tuotto-odotuksen selvästi kohonneiden riskien vastapainoksi ja toistamme lisää-suosituksemme.

Ennusteissa dramaattinen lasku koronan vaikutusten ollessa selvästi aiempia ennusteitamme suurempi

Suomessa ravintolamarkkinan liikevaihto on kääntynyt viimeisen viikon aikana selvään laskuun, kun koronavirus on alkanut nopeasti vaikuttaa ihmisten sekä yritysten käyttäytymiseen. Tilanne tulee pahentumaan tästä vielä selvästi, kun Suomen valtio alkaa rajoittamaan ihmisten liikkuvuutta (mm. kieltämällä isommat tapahtumat). Osassa Euroopan maita (mm. Italiassa) ollaan jo suljettu ravintoloita valtion toimesta ja emme yllättyisi mikäli näkisimme vastaavaa myös Suomessa. NoHon toimintamaista myös ainakin Tanskassa suunnitellaan vastaavia rajoituksia parhaillaan.

2020 tulos on pilalla

Perusskenaariomme lähtee tällä hetkelle liikkeelle siitä, että NoHon liikevaihto tulee laskemaan rajusti maaliskesäkuun välillä. Kovimmillaan lasku on huhtikuussa (-60 %) jossa merkittävä osa liiketoiminnasta kärsii rajoitteista. Kokonaisuutena ennustamme Q1-liikevaihdon jäävän vertailukauden tasolle hyvän tammi-helmikuun ansiosta. Q2-liikevaihto laskee nyt ennusteissamme 30 %:lla (aik. +14 %). Q3:lta alkaen ennustamme liiketoiminnan asteittain normalisoituvan, mutta olemme laskeneet myös Q3- ja Q4-ennusteitamme hieman. Kokonaisuutena ennustamme nyt 2020 liikevaihdon laskevan 4 %:lla 262 MEUR:oon (aik. +14 % 310 MEUR). Tuloksen osalta ennustamme nyt 2020 liikevoiton jäävän 11,9 MEUR:oon (aik. 27,8 MEUR). Kausiluontoisesti hiljainen Q1-tulos tulee todennäköisesti olemaan lievästi plussalla, mutta Q2-tuloksesta on tulossa todella ruma. Kausiluontoisesti tärkeällä H2:lla ennustamme tuloksen asteittain normalisoituvan, mutta olemme tarkistaneet marginaaliennusteitamme alaspäin.

Koronan vaikutus jää väliaikaiseksi

Tällä hetkellä koronaviruksen vaikutusten tarkkaa kestoja on mahdoton arvioida, mutta tämän hetken tiedon valossa on vaikea nähdä tilannetta jossa korona vaikuttaisi yhtiön liiketoimintaan vielä oleellisesti 2021. Vuoden 2021 ennusteissamme onkin tapahtunut vain pieniä muutoksia liittyen lähinnä 2020 aiempaa pienempiin investointeihin. 2021 tulosennusteemme ovat laskeneet noin 10 %:lla ja 2021 tulos kuvastaakin varsin hyvin yhtiön potentiaalia.

Tasapainoilua riskien ja tuottopotentialin välillä

NoHo on mielestämme nykykurssilla selvästi aliarvostettu ja näkemyksemme yhtiön käyvistä arvosta (10-13 euroa) ei ole oleellisesti muuttunut. Yhtiön riskiprofiili on lyhyellä aikavälillä kuitenkin poikkeuksellisen korkea ja uutisvirta tulee olemaan rumpaa katsottavaa. Mielestämme kurssiromahduksen myötä roimasti parantunut tuotto-odotus kuitenkin kompensoi riittävästi jo selvästi kohonneita riskejä ja pidämme riski-/tuottosuhdetta riittävän houkuttelevana. Samalla kuitenkin tiedostamme, että lyhyellä aikavälillä kurssi saattaa hyvin edelleen kohdata painetta negatiivisen uutisvirran myötä ja emme yllättyisi, mikäli näkisimme NoHossa vielä tätäkin parempia ostopaikkoja. Suosittelemmekin sijoittajia hajauttamaan ostojaan ajallisesti.

Analytiikot



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



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



7,50 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi: 7,02 EUR

Potentiaali: 6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

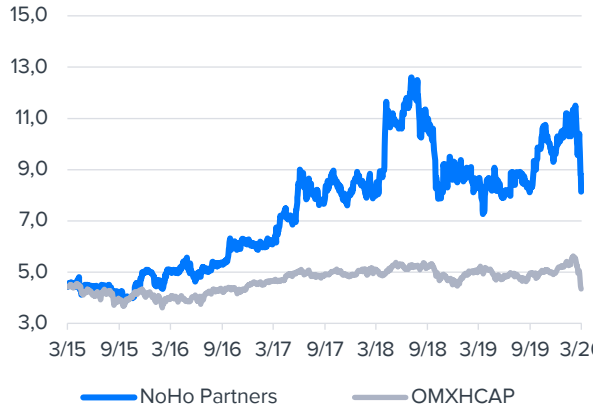
Konsernin arvioidaan saavuttavan vuonna 2020 yhteensä noin 300 MEUR:n liikevaihto ja noin 9 prosentin liikevoittomarginaali. Ravintolaliiketoiminnan (vertailukelpoisen jatkuvan toiminnan) liikevaihdon arvioidaan olevan noin 300 miljoonaa euroa ja liikevoittomarginaalin noin 7,5 prosenttia.

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	273	262	325	345
kasvu-%	-16 %	-4 %	24 %	6 %
EBIT oik.	30,6	11,9	28,5	31,4
EBIT-% oik.	11,2 %	4,5 %	8,8 %	9,1 %
Nettotulos	20,8	3,2	15,8	16,4
EPS (raportoitu)	2,35	0,17	0,81	0,84
P/E	4,4	42,2	8,7	8,3
P/B	1,5	1,4	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,8 %	7,1 %	7,8 %
EV/Liikevaihto	1,7	1,7	1,3	1,2

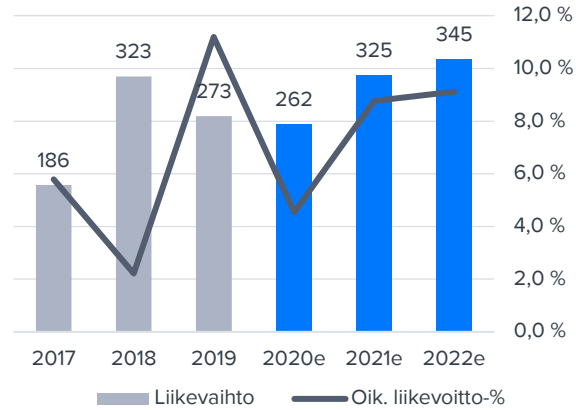
Lähde: Inderes

Osakekurssi



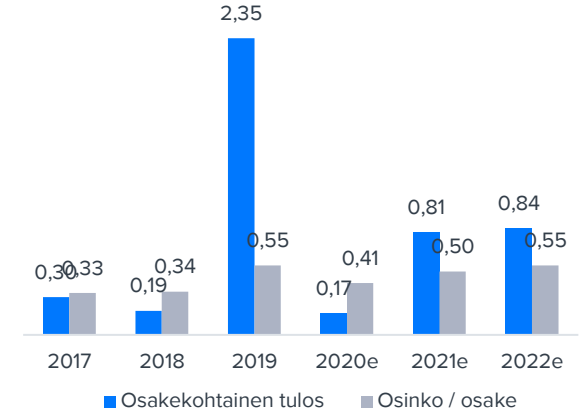
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Royal-integraation onnistuminen
- Tanskan käänne
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Osakkuusyhtiö VMP:n kasvu

Riskitekijät

- Tulosparannuksen realisoituminen alimmalle riville
- Suomen talouden hidastuminen
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen

Arvostus

- Osake on selvästi aliarvostettu suhteessa normaalin tuloksentekokykyyn
- Koronavirus nostaa yhtiön lyhyen aikavälin riskitason poikkeuksellisen korkealle
- Nykyinen kurssitaso tarjoaa jo riittävän houkuttelevan tuottopotentialin korkeiden riskien vastapainoksi

MCAP
138
MEUR

P/B
1,4
2020e

Osinko-%
5,8%
2020e

P/E (oik.)
8,8
2021e

Dramaattiset ennustemuutokset

Koronalla merkittäviä vaikutuksia liiketoimintaan

Olemme leikanneet kuluvan vuoden ennusteitamme dramaattisesti koronaviruksen vaikutusten osoittautuessa merkittävästi [aiempia arvioitamme](#) suuremmiksi. Suomessa ravintolamarkkinan liikevaihto on kääntynyt viimeisen viikon aikana selvään laskuun, kun koronavirus on alkanut nopeasti vaikuttamaan ihmisten sekä yritysten käyttäytymiseen. Tilanne tulee pahentumaan tästä vielä selvästi, kun Suomen valtio alkaa rajoittamaan ihmisten liikkuvuutta (mm. kieltämällä isommat tapahtumat). Osassa Euroopan maita (mm. Italiassa) ollaan jo suljettu ravintoloita valtion toimesta ja emme yllätyisi mikäli näkisimme vastaavaa myös Suomessa. NoHon toimintamaista myös ainakin Tanskassa suunnitellaan vastaavia rajoituksia parhaillaan.

Perusskenaariomme lähtee tällä hetkelle liikkeelle

siitä, että NoHon liikevaihto tulee laskemaan rajusti maaliskesäkuun välillä. Kovimmillaan lasku on huhtikuussa (ennusteemme -60 %) jossa merkittävä osa liiketoiminnasta kärsii rajoitteista. Kokonaisuutena ennustamme Q1-liikevaihdon jäävän vertailukauden tasolle hyvän tammi-helmikuun ansiosta. Q2-liikevaihto laskee nyt ennusteissamme 30 %:lla (aik. +14 %). Q3:lta alkaen ennustamme liiketoiminnan asteittain normalisoituvan, mutta olemme laskeneet myös Q3- ja Q4-ennusteitamme hieman varovaisuusperiaatteesta johtuen. Kokonaisuutena ennustamme nyt 2020 liikevaihdon laskevan 4 %:lla 262 MEUR:oon (aik. +14 % 310 MEUR).

2020 tulos on käytännössä jo pilalla

NoHon liiketoimintamalli joustaa vain kohtuullisesti kysynnän mukana. Yhtiön kulurakenteesta noin kolmanneksen kattaa materiaalit ja palvelut josta noin 80 % on ruoka- ja juoma-ostoja. Nämä ostot joustavat

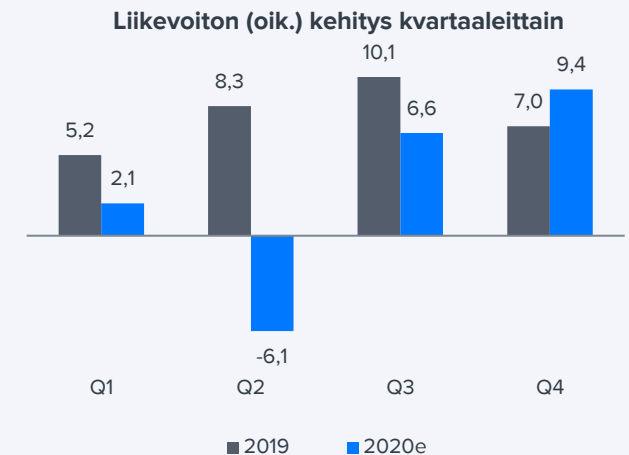
täysin liiketoiminnanvolyymin mukana. Loput 20 % on henkilöstövuokrauksen kuluja ja arviomme mukaan nämä joustavat valtaosin alaspäin liikevaihdon mukana.

Henkilöstökulut (23 %) ja muut kulut (27 %) joustavat jonkin verran, etenkin jos yhtiö ottaa käyttöön lomautukset. Poistot (sisältävät vuokratulot) eivät luonnollisesti jousta käytännössä ollenkaan.

Kokonaisuutena ennustamme nyt 2020 liikevoiton jäävän 11,9 MEUR:oon (aik. 27,8 MEUR). Kausiluontoisesti hiljainen Q1-tulos tulee todennäköisesti olemaan lievästi plussalla, mutta Q2-tuloksesta on tulossa todella ruma. Nykyisillä ennusteilla arviomme Q2-liikevoiton laskevan -6,1 MEUR:oon (aik. +4 MEUR). Kausiluontoisesti tärkeällä H2:lla ennustamme tuloksen asteittain normalisoituvan, mutta olemme tarkistaneet marginaaliennusteitamme hieman alaspäin.

Ennustemuutokset	2020			2021e			2022e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	310	262	-15 %	341	325	-5 %	361	345	-5 %
Liikevoitto	27,8	11,9	-57 %	30,7	28,5	-7 %	32,7	31,4	-4 %
Tulos ennen veroja	20,2	4,3	-79 %	23,0	20,8	-10 %	24,9	23,6	-5 %
EPS (raportoitu)	0,81	0,17	-80 %	0,91	0,81	-11 %	0,89	0,84	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,41	-9 %	0,50	0,50	0 %	0,55	0,55	0 %

Lähde: Inderes



Q1 ja Q2 vertailuvuot sisältävät Smilen tuloksen

Ennustemuutokset rajoittuvat vuoteen 2020

Skenaarioanalyysi

Koska koronaviruksen vaikutuksia tai kestoja on tällä hetkellä äärimmäisen vaikea arvioida, olemme havainnollistaneet erilaisia polkuja skenaarioanalyysin kautta. Positiivisessa (Bull) skenaariossa odotamme koronan liikevaihtovaikutuksen jäävän vain Q2:een ja vaikutuksen olevan perusoletustamme lievempi. Mielestämme sijoittajien on tärkeä huomioida, että positiivinen skenaariomme on merkittävästi aiemman ennusteemme alapuolella ja käytännössä 2020 tulos on jo tässä vaiheessa menetetty. Käytännössä tämä tulee tarkoittamaan myös sitä, että NoHo tulee antamaan tulosvaroituksen, todennäköisesti jo lähiviikkoina. Neutraalin skenaariomme olemme kuvanneet edellisellä sivulla ja se toimii nykyisen näkemyksemme pohjana.

Negatiivisessa skenaariossa odotamme NoHon rajun

liikevaihdon laskun jatkuvan myös kausiluontoisesti tärkeällä Q3:lla. Myös Q4 jää vertailukauden tasosta, mutta liikevaihto on kuitenkin jo ns. ”järkevällä” tasolla. Negatiivisessa skenaariossa Q2- ja Q3-tulokset ovat luonnollisesti erittäin heikot, mutta Q4-tulos nousee voitolliseksi. Kokonaisuutena negatiivisessa skenaariossa yhtiön liikevaihto laskee hieman yli 200 MEUR:oon ja tulos laskee noin 10 MEUR tappiolliseksi.

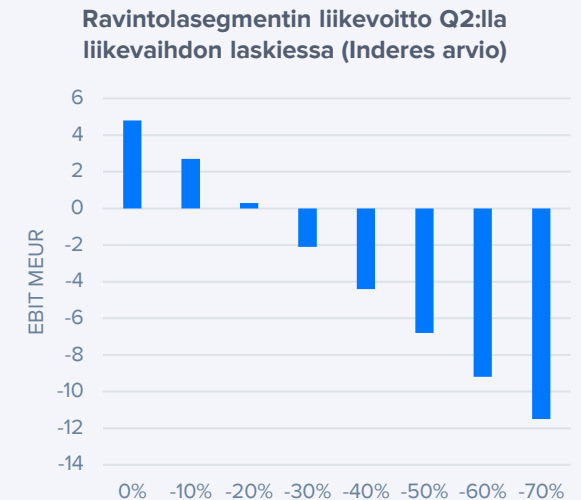
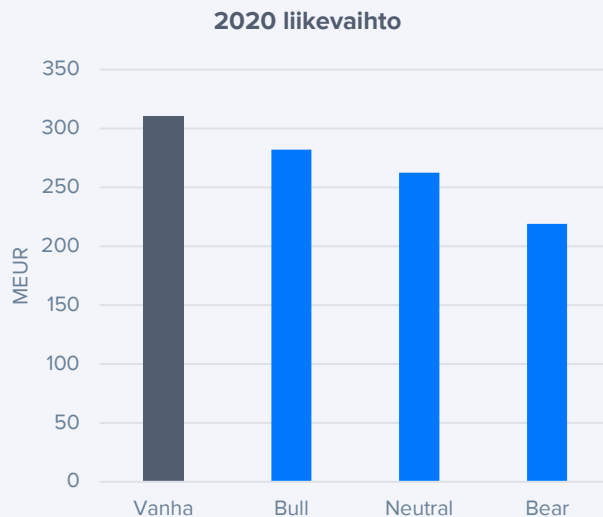
Sijoittajien on tärkeä huomioida, että ennustimme aiemmin liikevaihdon kasvavan noin 14 %:lla jo toteutuneiden yrityskauppojen myötä. Näin ollen liikevaihdon laskut suhteessa vertailukauteen ovat todellisuudessa vieläkin suurempia.

Koronan vaikutus jää väliaikaiseksi

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että koronaviruksen vaikutukset NoHolle tulevat suurella varmuudella

jäämään väliaikaisiksi. Tällä hetkellä koronaviruksen vaikutusten tarkkaa kestoja on mahdoton arvioida, mutta tällä hetkellä olevan tiedon valossa on vaikea nähdä tilannetta jossa korona vaikuttaisi yhtiön liiketoimintaan vielä oleellisesti 2021. Vuoden 2021 ennusteissamme onkin tapahtunut vain pieniä muutoksia liittyen lähinnä 2020 aiempaa pienempiin investointeihin. 2021 tulosennusteemme ovat laskeneet noin 10 %:lla ja 2021 tulos kuvastaakin kohtuullisen hyvin yhtiön nykyisen ravintolasalkun täyttää tulospotentiaalia.

Osinkoennusteitamme olemme tarkistaneet 2021 osalta lievästi alaspäin. Osinkoennusteille on kuitenkin tällä hetkellä erittäin vaikea antaa oleellista painoa johtuen yhtiön poikkeustilanteesta (kts. seuraava sivu) liittyen sen rahoitusasemaan.



Pelon ja ahneuden tasapainoilua

Tase nostaa osakkeen riskitasoa

Koronaviruksen luoma epävarmuus nostaa esiin myös huolia NoHon taseen kestävytydestä. NoHolla on tällä hetkellä laskelmiemme mukaan nettovelkaa noin 130 MEUR (huomioi helmikuun hybridilainan lunastuksen) IFRS16-vastuista oikaistuna. IFRS16-vuokrat rasittavat yhtiön tuloslaskelmaa jatkuvasti ja näin ollen niitä ei mielestämme pidä huomioida yhtiön velkataakassa. NoHon nykyinen velkataso ei ole normaalitilanteessa mielestämme erityisen korkea, mutta luonnollisesti nykyisessä poikkeuksellisessa tilanteessa velkataso nostaa hieman epävarmuutta. Lisäksi epävarmuutta nostaa yhtiön negatiivinen käyttöpääoma, mikä alkaa pyöriä väärään suuntaan liikevaihdon laskiessa.

Yhtiöllä on käsityksemme mukaan käytössä kohtuulliset luottolimitit, joita yhtiö pyrkii todennäköisesti kasvattamaan turvatakseen rahoitusasemansa negatiivisessa skenaariossa.

Negatiivisessa skenaariossamme (kts. edellinen sivu) olisi yhtiön seuraavan 12kk:n pääoman tarve pahimmillaan laskelmiemme mukaan noin 40 MEUR. Tämä jakautuu karkeasti tasan lainanlyhennysten, pakollisten investointien, käyttöpääoman sekä tappiollisen tuloksen kesken. Tähän päälle tulevat vielä osingot (noin 5 MEUR), mutta näiden maksaminen on yhtiön omissa käsissä. Myös lainanlyhennykset pitäisi olla suhteellisen helppo lykätä tuonemmaksi. Käsityksemme mukaan yhtiön nykyinen luottolimiitti on selvästi alle tämän tason, mutta tason nostaminen vaaditulle tasolle ei tulisi olla ongelma. Näin ollen meidän on nykytiedon valossa vaikea nähdä tilannetta, jossa NoHo ajautuisi likviditeettikriisiin. Yhtiön kuitenkin tulisi turva rahoitusasemansa mahdollisimman nopeasti.

Peruskenaariossamme yhtiön tase ei aiheuta sille ongelmia ja itseasiassa yhtiön tase antaa sille liikkumavaraa hyödyntää ravintolamarkkinan shokkia. Käytännössä Q2:lla nähtävä markkinan romahdus tulee johtamaan toimialalla konkurssieihin, joita NoHo kykenee hyvässä skenaariossa hyödyntämään.

Korkea tuotto-odotus kompensoi riskit

NoHo sijoittajat joutuvat tällä hetkellä tasapainoilemaan lyhyen aikavälin pelkojen ja pitkän aikavälin potentiaalain välillä. Lyhyellä aikavälillä uutisvirta tulee yhtiön kannalta olemaan erittäin heikkoa ja positiiviset ajurit loistavat poissaolollaan. Epävarmuus ja näkyvyys säilyvät poikkeuksellisen korkeina joka tekee lyhyen aikavälin ennusteisiin nojaamisen käytännössä mahdottomaksi.

Siirrettäessä katseet koronan jälkeiseen aikaan on osake kuitenkin erittäin houkuttelevasti hinnoiteltu ja näkemyksemme mukaan yhtiön käypä arvo on merkittävästi nykykurssia korkeampi. Rajun kurssilaskun jälkeen 2021 P/E-kerroin painuu alle 9x tasolle joka on poikkeuksellisen houkutteleva NoHolle, jonka operatiivinen riskiprofiili on laskenut selvästi onnistuneen operatiivisen tuloskäänteen ja parantuneen taseaseman myötä. Pidämmekin nykyistä korkeaa tuotto-odotusta on riittävänä kompensoimaan poikkeukselliset lyhyen aikavälin riskit.

2021 osinkotuotto nousee kasvuyhtiöksi profiloituvalla NoHolle poikkeuksellisen korkeaksi (7 %:iin). Osinkoon ei kuitenkaan voi tällä hetkellä nojata, sillä mikäli koronaviruksen aiheuttama tilanne pahenee nykyisestä, ei osinkoennusteemme (2020e: 0,41e) ole realistinen.

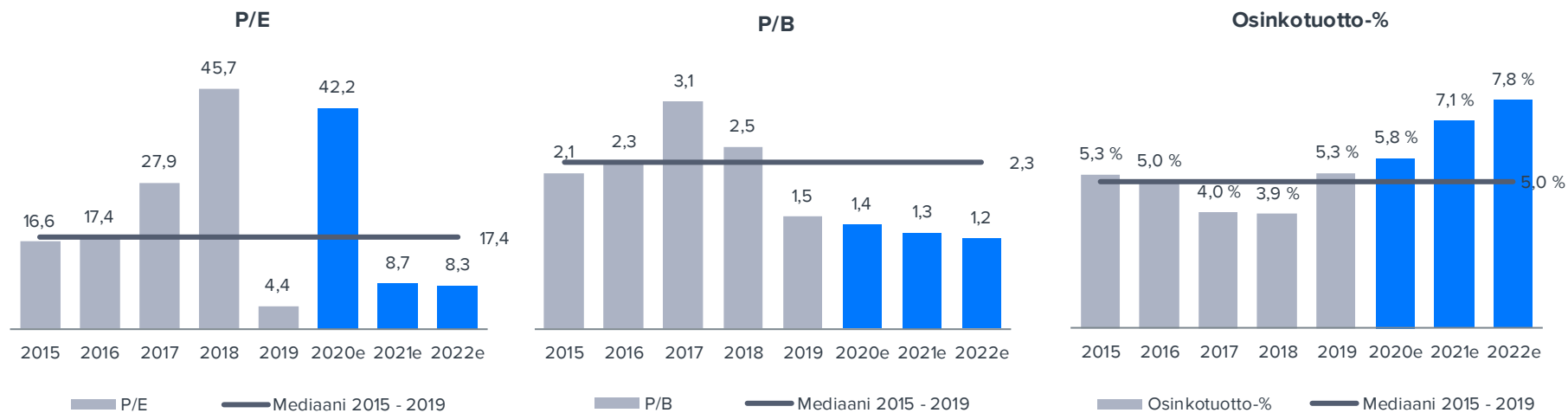
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,10	7,10	7,10
Osakemäärä, milj. kpl	19,5	19,5	19,5
Markkina-arvo	138	138	138
Yritysarvo (EV)	450	439	429
P/E	42,6	8,8	8,4
P/B	1,4	1,3	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,7	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	7,1	5,6	5,3
Osinko/tulos (%)	246,3 %	61,7 %	65,3 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	7,0 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,10	5,95	8,30	8,66	10,3	7,02	7,02	7,02	7,02
Osakemäärä, milj. kpl	16,4	16,4	16,6	18,9	19,0	19,5	19,5	19,5	19,5
Markkina-arvo	84	97	138	164	196	137	137	137	137
Yritysarvo (EV)	110	126	184	324	472	448	437	427	417
P/E	16,6	17,4	27,9	45,7	4,4	42,2	8,7	8,3	7,7
P/B	2,1	2,3	3,1	2,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
P/S	0,7	0,7	0,7	0,5	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA (oik.)	6,7	6,5	8,2	11,4	6,3	7,1	5,6	5,3	5,1
Osinko/tulos (%)	88,1%	87,9%	111,0%	179,4%	23,4%	246,3%	61,7%	65,3%	60,0%
Osinkotuotto-%	5,3%	5,0%	4,0%	3,9%	5,3%	5,8%	7,1%	7,8%	7,8%

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Jack in the Box	47,11	946	2062	11,1	10,6	8,7	8,3	2,3	2,2	10,6	9,1	3,8	3,8	
Cheesecake Factory	25,21	999	1024	8,2	7,7	4,8	4,5	0,4	0,4	9,1	8,4	6,1	6,5	1,8
Restaurant Group	66,15	455	778	7,0	6,4	4,6	4,3	0,6	0,6	6,1	5,4	8,3	9,1	0,8
J D Weatherspoon	1072,00	1408	2246	14,1	13,6	8,2	7,9	1,0	1,0	16,0	15,1	1,0	1,1	3,3
BJ's Restaurants	21,39	365	472	12,3	11,3	4,4	4,2	0,4	0,4	11,3	10,0	2,6	2,8	1,6
Ibersol	6,60	249	677	18,1	15,2	5,4	5,1	1,3	1,3	21,6	13,9	1,4	1,4	1,1
Shepherd Neame	1150,00	196	288	16,0	15,4	10,9	10,3	1,7	1,6	19,1	18,2	2,7	2,7	
Bloomin' Brands	11,75	908	1785	8,9	8,2	4,7	4,5	0,5	0,5	6,4	5,7	7,1	7,7	4,0
Ruth's Hospitality Group	13,70	356	408	8,5	8,0	6,0	5,6	0,9	0,9	9,2	8,5			
Berjaya Food	1,25	100	210	15,3	13,7	7,1	7,1	1,3	1,2	18,4	15,2	3,5	3,6	1,2
Red Robin Gourmet Burgers	11,37	130	296	46,8	46,3	3,4	3,4	0,3	0,3	26,1	27,1			0,4
Mitchells & Butlers	246,00	1394	3236	8,9	8,7	6,4	6,3	1,2	1,2	7,2	6,8			0,6
Texas Roadhouse	42,05	2590	2508	12,3	11,3	8,0	7,4	0,9	0,9	15,4	14,1	3,4	3,6	2,6
Young & Co's Brewery	1360,00	708	967	16,5	15,8	10,5	10,3	2,6	2,5	18,5	17,6	1,7	1,8	1,0
Del Taco Restaurants	4,74	156	282	11,4	11,0	5,5	5,6	0,6	0,6	11,2	10,9			0,5
Carrols Restaurant Group	2,27	104	526	42,2	29,2	5,7	5,3	0,4	0,4					0,5
NoHo Partners (Inderes)	7,02	137	448	37,7	15,3	7,1	5,6	1,7	1,3	42,2	8,7	5,8	7,1	1,4
Keskisarvo		657	1060	16,1	14,5	6,5	6,3	1,0	1,0	13,8	12,4	3,8	4,0	1,5
Mediaani		365	677	12,3	11,3	5,9	5,6	0,9	0,9	11,3	10,9	3,4	3,6	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				206 %	36 %	20 %	-1 %	83 %	56 %	273 %	-21 %	71 %	98 %	34 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	323	53,3	67,7	76,7	75,1	273	53,3	47,4	79,0	82,7	262	325	345	358
Ravintolat	210	53,3	67,7	76,7	75,1	273	53,3	47,4	79,0	82,7	262	325	345	358
Henkilöstövuokraus	127	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-13,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	28,4	14,8	19,1	21,6	19,6	75,1	14,1	7,1	19,8	22,6	63,5	78,6	81,1	82,6
Poistot ja arvonalennukset	-21,2	-9,6	-10,8	-11,5	-12,6	-44,5	-12,0	-13,2	-13,2	-13,2	-51,6	-50,1	-49,7	-49,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	5,2	8,3	10,1	7,0	30,6	2,1	-6,1	6,6	9,4	11,9	28,5	31,4	33,1
Liikevoitto	7,2	5,2	8,3	10,1	7,0	30,6	2,1	-6,1	6,6	9,4	11,9	28,5	31,4	33,1
Ravintolat	2,2	1,8	4,0	5,9	6,8	18,5	1,6	-6,6	5,5	8,3	8,8	24,4	26,5	27,6
Henkilöstövuokraus	5,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,5	0,6	1,0	1,1	3,1	4,1	4,9	5,5
Eliminoinnit	0,0	3,4	4,3	4,2	-0,3	11,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,6	0,1	-2,0	-1,4	-2,0	-5,2	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-7,7	-7,8	-7,8
Tulos ennen veroja	5,6	5,3	6,3	8,7	5,0	25,3	0,2	-8,0	4,7	7,5	4,3	20,8	23,6	25,3
Verot	-1,3	0,0	-0,4	-1,1	0,0	-1,5	0,0	1,0	-0,6	-1,0	-0,6	-3,1	-5,2	-5,6
Vähemmistöosuudet	-0,7	0,0	-0,9	-1,0	-1,2	-3,0	0,0	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	-1,9	-2,0	-2,1
Nettotulos	3,6	5,3	5,1	6,6	3,8	20,8	0,1	-6,5	3,8	5,9	3,2	15,8	16,4	17,7
EPS (oikaistu)	0,19	0,15	0,10	1,90	0,20	2,35	0,01	-0,34	0,19	0,30	0,17	0,81	0,84	0,91
EPS (raportoitu)	0,19	0,15	0,10	1,90	0,20	2,35	0,01	-0,34	0,19	0,30	0,17	0,81	0,84	0,91

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	73,9 %	7,8 %	-7,2 %	-25,1%	-23,7 %	-15,6 %	0,0 %	-30,0 %	3,0 %	10,2 %	-3,8 %	23,9 %	6,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-33,3 %	467,5 %	165,3 %	1917,9 %	164,4 %	325,9 %	-60,0 %	-173,5 %	-35,2 %	33,8 %	-61,1 %	139,4 %	10,2 %	5,5 %
Käyttökate-%	8,8 %	27,7 %	28,2 %	28,2 %	26,1%	27,5 %	26,4 %	15,0 %	25,0 %	27,3 %	24,2 %	24,2 %	23,5 %	23,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,2 %	9,7 %	12,2 %	13,2 %	9,3%	11,2 %	3,9 %	-12,8 %	8,3 %	11,3 %	4,5 %	8,8 %	9,1 %	9,2 %
Nettotulos-%	1,1%	5,2 %	2,8 %	47,1%	5,1%	16,4 %	0,3 %	-13,8 %	4,8 %	7,1%	1,2 %	4,9 %	4,8 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Q1'19 alkaen IFRS16

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	256	437	443	440	439
Liikearvo	147	129	136	136	136
Aineettomat hyödykkeet	56,5	48,5	49,9	49,4	48,0
Käyttöomaisuus	47,1	216	213	212	211
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	39,4	39,4	39,4	39,4
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,0	3,4	3,4	3,4	3,4
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	50,1	33,7	23,4	42,0	44,5
Vaihto-omaisuus	5,1	5,9	6,6	8,1	8,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	40,0	24,1	13,1	29,3	31,0
Likvidit varat	5,0	3,6	3,7	4,6	4,8
Taseen loppusumma	306	471	466	482	483

Lähde: Inderes

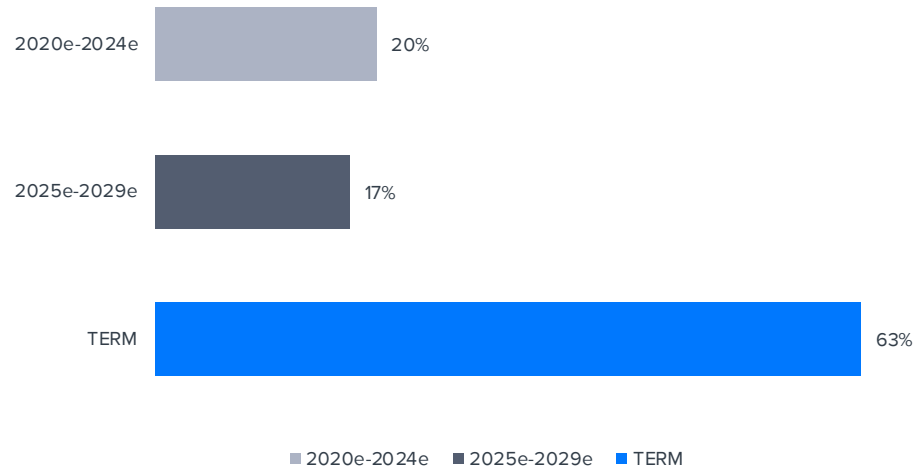
2019 alkaen IFRS16

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	75,1	137	105	113	119
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	-0,5	46,4	39,2	47,0	53,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	66,9	57,7	57,7	57,7	57,7
Muu oma pääoma	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	8,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Pitkäaikaiset velat	108	221	245	237	230
Laskennalliset verovelat	10,2	6,3	6,3	6,3	6,3
Varaukset	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	90,5	207	231	223	216
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,3	7,7	7,7	7,7	7,7
Lyhytaikaiset velat	123	113	116	133	134
Lainat rahoituslaitoksilta	53,2	64,9	76,9	74,3	72,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	69,3	48,1	39,4	58,5	62,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	306	471	466	482	483

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	30,6	11,9	28,5	31,4	33,1	32,9	33,5	32,3	33,0	33,6	34,1	
+ Kokonaispoistot	44,5	51,6	50,1	49,7	49,4	49,1	48,8	48,6	48,4	48,2	48,0	
- Maksetut verot	-6,0	-0,6	-3,1	-5,2	-5,6	-5,5	-5,7	-5,4	-5,5	-5,7	-6,1	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-1,0	-1,2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-6,2	1,6	1,4	1,3	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	
Operatiivinen kassavirta	62,6	63,6	75,8	75,5	76,2	75,2	75,5	74,3	74,6	74,9	75,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-186,3	-57,0	-48,0	-48,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-44,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-123,3	6,6	27,8	27,5	29,2	28,2	28,5	27,3	27,6	27,9	30,8	
+/- Muut	23,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-99,4	6,6	27,8	27,5	29,2	28,2	28,5	27,3	27,6	27,9	30,8	590
Diskontattu vapaa kassavirta		6,3	24,7	22,8	22,7	20,6	19,4	17,4	16,5	15,6	16,2	310
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		492	486	461	438	415	395	375	358	341	326	310
Velaton arvo DCF		491,8										
- Korolliset velat		-272										
+ Rahavarat		3,62										
-Vähemmistöosuus		-7,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,00										
Oman pääoman arvo DCF		216,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,09										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	185,9	323,2	272,8	262,4	325,0	EPS (raportoitu)	0,30	0,19	2,35	0,17	0,81
Käyttökate	22,4	28,4	75,1	63,5	78,6	EPS (oikaistu)	0,30	0,19	2,35	0,17	0,81
Liikevoitto	10,8	7,2	30,6	11,9	28,5	Operat. kassavirta / osake	1,44	2,76	3,29	3,27	3,89
Voitto ennen veroja	8,0	5,6	25,3	4,3	20,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,42	-6,37	-5,23	0,34	1,43
Nettovoitto	4,9	3,6	44,6	3,2	15,8	Omapääoma / osake	2,70	3,51	6,80	4,98	5,38
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,33	0,34	0,55	0,41	0,50

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	133,1	305,7	470,8	465,9	482,4	Liikevaihdon kasvu-%	43 %	74 %	-16 %	-4 %	24 %
Oma pääoma	46,9	75,1	137,0	104,8	112,6	Käyttökateen kasvu-%	15 %	27 %	164 %	-15 %	24 %
Liikearvo	47,0	147,4	128,8	135,8	135,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	-33 %	326 %	-61 %	139 %
Nettovelat	43,8	138,7	268,0	304,0	292,7	EPS oik. kasvu-%	-13 %	-36 %	1139 %	-93 %	386 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	12,1 %	8,8 %	27,5 %	24,2 %	24,2 %
Käyttökate	22,4	28,4	75,1	63,5	78,6	Oik. Liikevoitto-%	5,8 %	2,2 %	11,2 %	4,5 %	8,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,3	16,8	-6,2	1,6	1,4	Liikevoitto-%	5,8 %	2,2 %	11,2 %	4,5 %	8,8 %
Operatiivinen kassavirta	24,0	52,1	62,6	63,6	75,8	ROE-%	11,2 %	6,4 %	45,6 %	2,9 %	15,6 %
Investoinnit	-33,7	-176,2	-186,3	-57,0	-48,0	ROI-%	12,8 %	4,6 %	9,7 %	2,9 %	6,9 %
Vapaa kassavirta	-7,0	-120,4	-99,4	6,6	27,8	Omavaraisuusaste	35,2 %	24,6 %	29,1 %	22,5 %	23,3 %
						Nettovelkaantumisaste	93,4 %	184,5 %	195,6 %	290,1 %	260,0 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Laine Capital Oy	26,9 %	EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,7	1,7	1,3
Mika Niemi	11,8 %	EV/EBITDA (oik.)	8,2	11,4	6,3	7,1	5,6
PIMU CAPITAL	11,5 %	EV/EBIT (oik.)	17,1	45,1	15,4	37,8	15,4
Intera Partners	4,8 %	P/E (oik.)	27,9	45,7	4,4	42,6	8,8
Evli Suomi pienyhtiöt	4,5 %	P/B	3,1	2,5	1,5	1,4	1,3
Ilmarinen	2,1 %	Osinkotuotto-%	4,0 %	3,9 %	5,3 %	5,8 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
06/04/2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10/05/2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
05/07/2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
09/08/2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22/09/2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
07/11/2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21/02/2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26/03/2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13/04/2018	Osta	12,00 €	9,85 €
11/05/2018	Lisää	12,00 €	11,05 €
08/06/2018	Lisää	12,00 €	11,00 €
08/08/2018	Vähennä	12,00 €	12,00 €
12/10/2018	Osta	10,00 €	7,99 €
07/11/2018	Osta	10,00 €	8,60 €
28/11/2018	Lisää	10,00 €	9,10 €
15/02/2019	Lisää	10,00 €	8,54 €
25/03/2019	Lisää	9,00 €	8,00 €
04/04/2019	Lisää	9,00 €	7,80 €
08/05/2019	Lisää	10,00 €	8,90 €
07/08/2019	Lisää	10,00 €	8,82 €
23/09/2019	Lisää	10,00 €	8,40 €
13/11/2019	Lisää	11,00 €	10,30 €
05/12/2019	Osta	11,00 €	9,34 €
05/03/2020	Lisää	11,00 €	10,20 €
12/03/2020	Lisää	7,50 €	7,02 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**