

NoHo Partners

Yhtiöraportti

30.10.2024 21.10 EET



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Loppuvuonna riittää kirittävää

NoHo julkaisee Q3-tuloksensa tiistaina 5.11. klo 8:00. Odotamme yhtiön jatkaneen kannattavan kasvun urallaan pehmeästä markkinaympäristöstä huolimatta. Lisäsimme lokakuun alussa tiedotetun H5 Ravintolat -yrityskaupan ennusteisimme, muutoin niiden ollessa ennallaan. Osakkeen tuotto-odotus on noussut viime päivityksestämme laskeneen osakekurssin myötä entistä houkuttelevammalle tasolle. Nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää) ja toistamme 9,0 euron tavoitehintamme.

Odotuksissa yritysostovetoista kasvua ja hyvää kannattavuutta

Odotamme NoHon Q3-liikevaihdon kasvaneen 11 % 106 MEUR:oon. Ennusteemme on konsensuksen (110,5 MEUR) alalaita. Kasvun moottorina toimii KV-ravintolat lähinnä BBS-järjestelyn ja Holy Cow:n ravintolakannan kasvun ajamana. Muutoin odotamme Ruoka- ja Fast Food -ravintoloiden kasvaneen maltillisesti mm. ravintolakannan kasvun ja markkinaosuuksien valloittamisen avulla. Tämä on Ruokaravintoloiden kannalta rohkea näkemys, sillä markkina on ollut kvartaalin aikana hienoisessa laskussa. Pahemmin kärsineen yökerhomarkkinan myötä uskomme Viihderavintoloiden liikevaihdon olleen Q2:n tapaan laskussa ja NoHon investoineen yökerhokantansa uudistamiseen. Tuloslaskelman alemmilla riveillä uskomme NoHon jatkaneen säntillistä kulukontrollia ja konsernin liikevoiton nousseen 9,6 MEUR:oon, joka vastaa toimialalle erinomaista 9 %:n marginaalia. Olemme konsensusta (10,9 MEUR) pessimistisempi kvartaalin tulostason suhteen. Segmenttitasolla ennakoimme Suomen liikevoittomarginaalin heikentyneen vahvoista vertailuluvuista (Q3'23 oik. 11,5 %) 9,0 %:iin. Toisaalta KV-ravintoloiden osalta odotamme marginaaliin (9,0 %) alkuvuoden tapaan selvää parantumista (Q3'23 oik. 7,7 %). Odotamme rahoituskustannusten lähes puolittuneen vertailukauden käyvän arvon muutosten nostamista tasoista ja osakekohtaisen tuloksen asettuneen 0,14 euroon (konsensus 0,18 euroa).

Ohjeistuksen saavuttamisen eteen on tehtävä roppakaupalla töitä

NoHo ohjeistaa kuluvan vuoden liikevaihdon asettuvan noin 430 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin olevan noin 9,5 %. Yhtiön ohjeistus nojaa osin markkinaympäristön kohentumiseen loppuvuoden aikana, jota toistaiseksi markkinatilastot eivät ole tukeneet. Siten ennusteemme sijaitsevat ohjeistuksen alapuolella, ja pidämme tulosvaroituksen riskiä mahdollisena. NoHolle tärkeää pikkujoulukautta haastavoittaa pehmeä markkina sekä Suomessa jatkuneet uutiset muutosneuvotteluista. Toivommekin yhtiön kertovan raportin yhteydessä loppuvuoden varaustilanteen kehityksestä. Pitkää peliä pelaavalle sijoittajalle osakkeen arvonnousun potentiaali riippuu kuitenkin yhtiön kyvyistä allokoida pääomaa tuottaviin kohteisiin, josta hyvänä esimerkkinä toimii Friends & Brgsrin osto vuonna 2020 ja osittainen irtaantuminen vuonna 2023. Lisäsimme raportin yhteydessä lokakuun alussa tiedotetun H5 Ravintoloiden -yrityskaupan ennusteisimme, joka nosti 2025-26 tulosennusteitamme noin 4 %:lla. Kommentoimme kauppa tarkemmin [täällä](#).

Osake tarjoaa houkuttelevan tuotto-odotuksen lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksien vastapainoksi

NoHon osake on laskenut viime päivityksestämme lähes 10 %. Kuluvan vuoden kertoimia nostaa vaisu tulostaso, kun taas ennustettu tuloskasvu korjaa arvostuksen jo hyvin maltilliselle tasolle (2025-26e P/E 10x ja 8x). Arvostuksen maltillisuutta mielestämme kuvastaa se, että mikäli NoHo lopettaisi ylimääräisen pääoman kohdistamisen yritysostoihin, voisi yhtiö käytännössä jakaa koko vapaan rahavirtansa osinkoina omistajilleen. Tällöin osinkotuotto kohoaisi 15-20 %:iin/v, minkä päälle sijoittaja saisi haarukoimamme kertoimien nousuvaran (~5 %/v). NoHon kyytiin pääsee tällä hetkellä mukaan houkuttelevalla tuotto-odotuksella, joka mielestämme tarjoaa pitkäjänteiselle sijoittajalle riittävän vastapainon lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksia heijasteleville riskeille.

Suositus

Osta

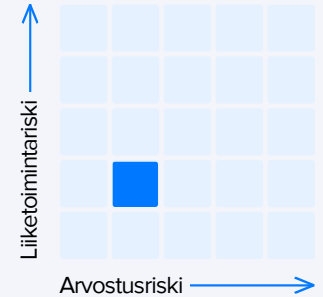
(aik. Lisää)

9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

7,14



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	372	424	473	503
kasvu-%	19 %	14 %	12 %	6 %
EBIT oik.	36,0	38,0	43,5	47,9
EBIT-% oik.	9,7 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %
Nettotulos	7,9	9,0	15,5	18,4
EPS (raportoitu)	0,38	0,43	0,73	0,87

P/E	20,1	16,6	9,7	8,3
P/B	2,0	1,9	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,6 %	7,0 %	7,5 %
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,0

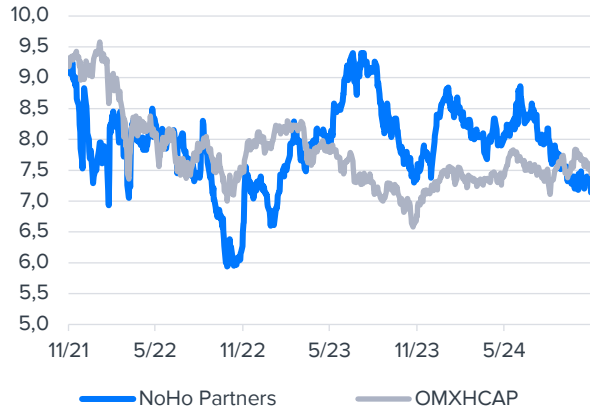
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

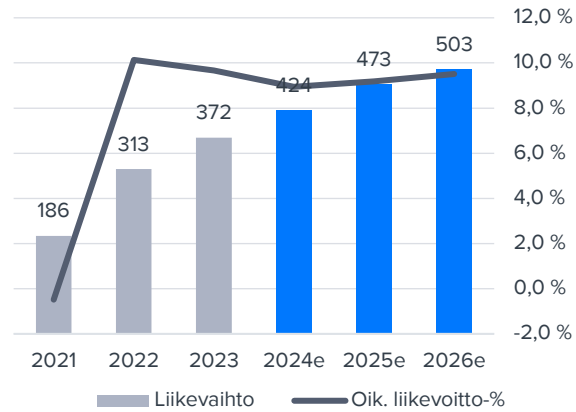
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2024 yhteensä noin 430 MEUR:n liikevaihdon ja noin 9,5 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

Osakekurssi



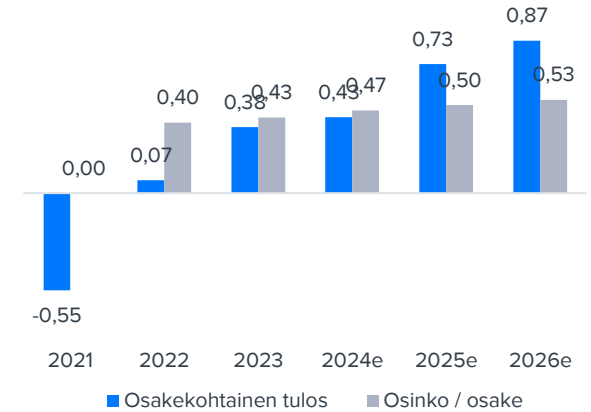
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,14	7,14	7,14
Markkina-arvo	150	150	150
Yritysarvo (EV)	524	520	519
P/E (oik.)	16,6	9,7	8,3
P/E	16,6	9,7	8,3
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,4	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,8	12,0	10,8
Osinko/tulos (%)	109,2 %	68,2 %	61,2 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Ennustetaulukko: Odotamme kasvua ja hyvällä tasolla olevaa kannattavuutta

Ennustetaulukko	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	96,0		106,5	110,5	106,0	- 115,0	424
Liikevoitto	8,7		9,6	10,9	9,6	- 12,0	38,0
Tulos ennen veroja	0,5		5,1	6,1	5,1	- 7,5	17,2
EPS (raportoitu)	-0,02		0,14	0,18	0,14	- 0,27	0,43
Liikevaihdon kasvu-%	11,6 %		10,9 %	15,1 %	10,4 %	- 19,8 %	13,9 %
Liikevoitto-%	9,1 %		9,0 %	9,9 %	9,1 %	- 10,4 %	9,0 %

Lähde: Inderes & Vara & Bloomberg (konsensus, 4 ennustetta)

Lisäsimme H5 Ravintolat NoHon portfolioon

Ennustemuutokset

- Lisäsimme H5 Ravintolat NoHon ennusteisiimme. Tämä nosti kuluvan vuoden liikevoittoa vain marginaalisesti, mutta tuleville vuosille tulosenusteemme nousivat 4 %.
- H5:n edellisen tilikauden liikevaihto oli 8,5 MEUR, joka käsityksemme mukaan on pysynyt melko stabiilina heikossa myös nykyisessä heikossa markkinaympäristössä. Historiallisesti yhtiön keskimääräinen vuosikasvu on ollut jopa 60 %. Yhtiön liikevoittomarginaali oli vastaavalla kaudella reilu 1 MEUR, eli 13 % liikevaihdosta. Kokonaisuudessaan näemme H5:n ravintolaportfolion sopivan NoHon palettiin, mutta merkittävää portfolion tulosparannusta ei tule odottaa liiketoiminnan jo entuudestaan vahvan kannattavuuden myötä.
- Kommentoimme kauppaa tuoreeltaan (ja laajemmin) [täällä](#).

Operatiiviset tulosajurit

- Liikevaihdon kasvu skaalautuvien konseptien sekä paranevan markkinakehityksen (2025-26) turvin. Ennustamme NoHon jatkavan HolyCow:n ja F&B:n noin 5-10 yksikön vuosittaista uusperustantaa.
- Materiaalikatteen ylläpitäminen ja henkilöstökulujen tehostaminen. Pitkällä aikavälillä NoHolla on potentiaalia saavuttaa kansainvälisillä markkinoilla nykyistä suurempia mittakaavaetuja, mikä tosin vaatii yritystojen voimakasta jatkumista. H1:n aika yhtiö tosin antoi vahvoja näyttöjä KV-ravintoloiden kannattavuustason noususta kohti 9 %:n tasoa, minkä näemme erittäin vahvana kehityksenä.
- Ennustamme NoHon EPS:n kasvavan vuosittain noin 5 %:n tahtia (2023-27). EPS-kasvu on osaltaan riippuvainen NoHon velkaisuusasteen kehityksestä, johon näkyvyys on toistaiseksi heikko. Ts. mikäli velkavetoista yritystotahtia tullaan nostamaan tulee se rajoittamaan EPS:n kehitystä suhteessa liikevoittoon. Vastapainoksi yhtiö on kertonut, että velkarahoitusta tullaan korvaamaan mm. oman pääoman ehtoosella sijoitustoiminnalla.

Ennustemuutokset	2024e		Muutos	2025e		Muutos	2026e		Muutos
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
MEUR / EUR			%			%			%
Liikevaihto	422	424	1 %	463	473	2 %	492	503	2 %
Liikevoitto	37,7	38,0	1 %	42,5	43,5	2 %	46,8	47,9	2 %
Tulos ennen veroja	16,9	17,2	2 %	25,8	26,8	4 %	30,8	31,9	4 %
EPS (oik.)	0,42	0,43	2 %	0,70	0,73	4 %	0,84	0,87	4 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,47	0 %	0,50	0,50	0 %	0,53	0,53	0 %

Lähde: Inderes

Ilmastotavoite ja taksonomia

NoHon liiketoiminta on taksonomian ulkopuolella

NoHon suorittaman arvion mukaan ravintola-alalle tyypillisiä toimintoja ei tällä hetkellä ole erikseen mainittu taksonomiassa, sillä ravintola-palveluiden myynti ei kuulu taksonomian piiriin. Tällöin NoHo ei raportoi taksonomiaan kuuluvia tai sen mukaisia lukuja lainkaan.

Näin ollen emme näe taksonomian tuovan vaikutuksia NoHon liiketoimintaan, eikä siten myöskään esim. rahoitustilanteeseen tai rahoituskuluihin. Ravintola-ala voi taksonomian laajentuessa kuulua esim. kiertotalouteen liittyviin kriteereihin.

Ei julkistettuja päästöjä, tavoitteet annettu yleisellä tasolla

NoHon liiketoiminnan merkittävimmät ympäristövaikutukset liittyvät ruoka- ja juomatuotteiden hankintoihin, toimitilojen energiankulutukseen, ruokahävikin syntymiseen sekä jätteiden kierrätykseen. Numeerisia tavoitteita yhtiö ei ole asettanut, mutta yleisellä tasolla sen tahtotilana on vähentää ympäristökuormitusta koko tuotantoketjussa lisäämällä vastuullisen hankinnan osuutta ja materiaalien kierrätystä sekä vähentämällä vuokrakiinteistöjensä päästöjä.

Konkreettisia merkkejä vastuullisemman hankinnan lisäämiselle on vuonna 2023 määritetty koko konsernia koskevat eettisen hankinnan ohjeet. Näiden jalkauttaminen tulee ottamaan käsityksemme mukaan aikansa, sillä uudet hankinnan käytännöt otetaan käyttöön vasta hankintasopimusten uusiutuessa. Kierrätyksen suhteen yhtiö pyrkii siirtämään materiaalikäyttöään enenevissä määrin kiertotalouden mukaisiin materiaaleihin.

Yhtiön suoriutumista päästöjen suhteen on vaikea ulkopuolisena arvioida, sillä konkreettisten lukujen raportointi on jätetty vähille. Uskomme kuitenkin yhtiön kehittyneen oikeaan suuntaan. Mielestämme

NoHolla on suurilta osin kotimaisilla raaka-aineilla operoivana ravintola-alan yhtiönä hyvät valmiudet vaikuttaa myös arvoketjunsä päästöihin, mikäli tahto siihen löytyy.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	-
OPEX	-	-
CAPEX	-	-

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	-	-
OPEX	-	-
CAPEX	-	-

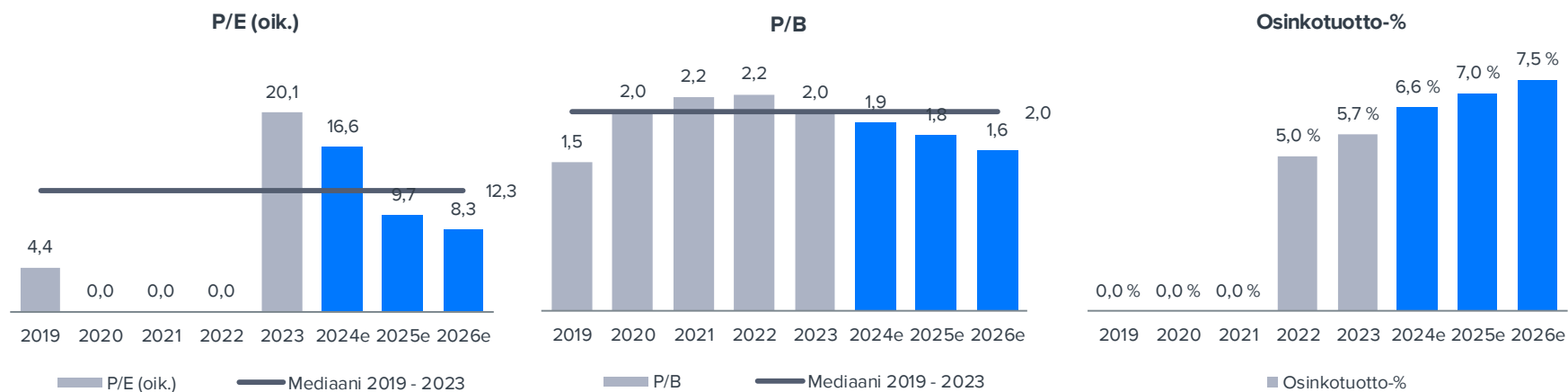
Ilmasto

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,3	8,06	7,29	7,99	7,54	7,14	7,14	7,14	7,14
Markkina-arvo	196	155	140	165	158	150	150	150	150
Yritysarvo (EV)	497	478	436	445	536	524	520	519	516
P/E (oik.)	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	16,6	9,7	8,3	7,5
P/E	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	16,6	9,7	8,3	7,5
P/B	1,5	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6	1,5
P/S	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,7	17,1	9,4	5,6	6,0	5,4	4,9	4,6	4,4
EV/EBIT (oik.)	16,5	neg.	neg.	14,0	14,9	13,8	12,0	10,8	10,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	109,2 %	68,2 %	61,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	6,6 %	7,0 %	7,5 %	8,1 %

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
J D Weatherspoon	965	2266	13,6	12,4	7,6	7,3	0,9	0,9	15,1	12,4		1,4	1,9
BJ's Restaurants	807	867	28,7	22,2	8,0	7,4	0,7	0,7	26,4	24,1		0,7	2,2
Ibersol	306	410	15,8	11,7	4,7	4,1	0,9	0,9	19,8	15,9	3,7	2,3	0,9
Bloomin' Brands	1315	2145	8,1	8,3	5,0	4,8	0,5	0,5	8,0	7,4	5,7	6,3	3,6
Berjaya Food	173	324	1245,0	40,3	11,8	12,6	2,0	2,1		415,0	3,1	12,1	1,7
Mitchells & Butlers	1876	3698	10,2	9,5	7,0	6,7	1,2	1,1	10,4	9,3			0,7
Young & Co's Brewery	565	1002	14,7	11,7	9,2	7,4	2,1	1,7	13,7	13,3	2,5	2,6	66,6
NoHo Partners (Inderes)	150	524	13,8	12,0	5,4	4,9	1,2	1,1	16,6	9,7	6,6	7,0	1,9
Keskisarvo	762	1365	190,9	16,6	7,3	6,7	1,1	1,0	15,6	71,1	3,8	4,2	11,1
Mediaani	686	934	14,7	11,7	7,3	7,0	0,9	0,9	14,4	13,3	3,4	2,5	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-6 %	2 %	-26 %	-30 %	33 %	23 %	15 %	-27 %	94 %	183 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	313	75,9	93,3	96,0	107	372	93,5	107	106	117	424	473	503	534
Suomen liiketoiminta	251	61,5	77,4	75,5	78,2	293	65,7	73,6	75,4	82,4	297	325	341	357
Kansainvälinen liiketoiminta	61,5	14,4	15,9	20,5	28,9	79,7	27,8	33,4	31,0	34,8	127	148	162	177
Käyttökate	79,5	18,3	23,0	22,1	25,7	89,1	21,5	24,5	24,6	26,8	97,4	106	112	118
Poistot ja arvonalennukset	-47,8	-12,4	-12,2	-13,4	-15,1	-53,1	-14,6	-14,8	-15,0	-15,0	-59,4	-62,6	-64,5	-66,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	6,9	9,7	9,6	11,8	38,0	43,5	47,9	50,7
Liikevoitto	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	6,9	9,7	9,6	11,8	38,0	43,5	47,9	50,7
Suomen liiketoiminta	28,3	5,1	9,5	7,8	8,3	30,7	4,5	6,7	6,8	8,7	26,7	30,9	34,1	35,7
Kansainvälinen liiketoiminta	3,4	0,8	1,2	1,0	2,3	5,3	2,4	3,0	2,8	3,1	11,3	12,6	13,8	15,0
Nettorahoituskulut	-22,5	-3,0	-5,5	-8,2	-6,3	-23,0	-6,5	-5,4	-4,5	-4,4	-20,8	-16,6	-16,0	-15,4
Tulos ennen veroja	9,2	2,9	5,3	0,5	4,3	13,0	0,4	4,3	5,1	7,4	17,2	26,8	31,9	35,3
Verot	-4,3	-0,5	-1,2	-0,6	-0,3	-2,6	-0,4	-0,9	-1,1	-1,6	-4,0	-6,2	-7,4	-8,2
Vähemmistöosuudet	-3,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-2,5	-0,5	-1,2	-1,0	-1,4	-4,1	-5,2	-6,1	-6,8
Nettotulos	1,5	1,9	3,4	-0,5	3,1	7,9	-0,5	2,3	3,0	4,3	9,0	15,5	18,4	20,4
EPS (oikaistu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,21	0,43	0,73	0,87	0,96
EPS (raportoitu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,21	0,43	0,73	0,87	0,96

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	68,2 %	56,5 %	3,4 %	11,6 %	21,6 %	19,0 %	23,2 %	14,7 %	10,9 %	9,4 %	13,9 %	11,6 %	6,3 %	6,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-3622,2 %	-447,1 %	-34,8 %	4,0 %	24,4 %	13,5 %	16,9 %	-9,8 %	9,6 %	11,4 %	5,5 %	15 %	10,1 %	6,0 %
Käyttökate-%	25,4 %	24,1 %	24,6 %	23,1 %	24,0 %	23,9 %	23,0 %	22,9 %	23,1 %	22,9 %	23,0 %	22,4 %	22,3 %	22,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,1 %	7,8 %	11,5 %	9,1 %	9,9 %	9,7 %	7,4 %	9,1 %	9,0 %	10,1 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %
Nettotulos-%	0,5 %	2,5 %	3,6 %	-0,5 %	2,9 %	2,1 %	-0,6 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %	2,1 %	3,3 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	420	517	517	524	534
Liikearvo	141	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	38,0	46,3	47,5	43,8	40,3
Käyttöomaisuus	210	265	271	281	294
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
Vaihtuvat vastaavat	33,3	59,1	60,1	67,0	71,2
Vaihto-omaisuus	5,6	7,7	8,5	9,5	10,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	21,8	39,5	38,2	42,6	45,3
Likvidit varat	5,2	11,3	12,9	14,4	15,3
Taseen loppusumma	453	576	577	591	605

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	82,0	107	107	112	120
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,4	6,8	6,8	12,4	20,2
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
Pitkäaikaiset velat	251	304	312	310	311
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	286	284	284
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Lyhytaikaiset velat	120	165	159	168	174
Korolliset velat	59,9	81,0	71,6	71,1	71,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,8	82,0	84,8	94,6	101
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Taseen loppusumma	453	577	577	591	605

DCF-laskelma

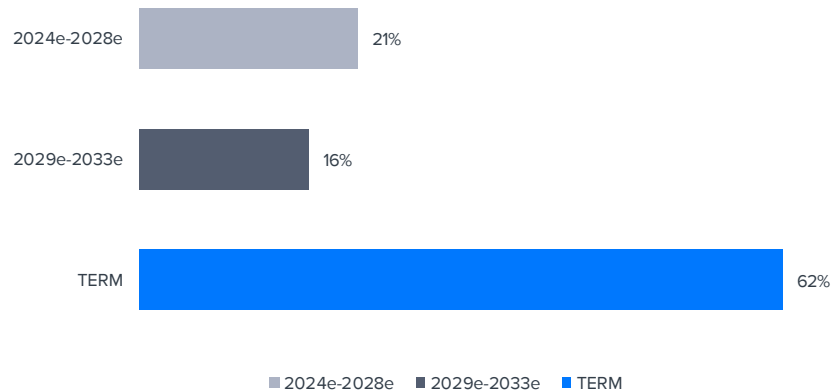
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	13,9 %	11,6 %	6,3 %	6,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	36,0	38,0	43,5	47,9	50,7	49,5	51,0	52,5	51,1	52,6	53,4	
+ Kokonaispoistot	53,1	59,4	62,6	64,5	66,9	69,3	71,1	72,9	74,8	76,7	78,8	
- Maksetut verot	-2,0	-4,0	-6,2	-7,4	-8,2	-7,5	-8,5	-8,9	-8,5	-8,9	-7,3	
- verot rahoituskuluista	-5,3	-4,9	-3,9	-3,8	-3,6	-3,5	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-5,2	
+ 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	3,4	4,4	2,7	2,8	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	0,8	
Operatiivinen kassavirta	86,9	92,0	100	104	109	109	112	115	116	119	121	
+ 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	-58,7	-68,9	-73,7	-76,5	-75,7	-78,0	-80,3	-82,7	-85,1	-84,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-54,5	33,3	31,5	30,2	32,1	33,6	33,7	34,4	32,9	33,6	35,8	
+/- 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	33,3	31,5	30,2	32,1	33,6	33,7	34,4	32,9	33,6	35,8	734
Diskontattu vapaa kassavirta		32,9	29,3	26,4	26,3	25,9	24,4	23,4	21,0	20,2	20,2	414
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		664	631	602	575	549	523	499	475	454	434	414
Velaton arvo DCF		664										
- Korolliset velat		-360										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,0										
Oman pääoman arvo DCF		277										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,2										

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 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,4 %

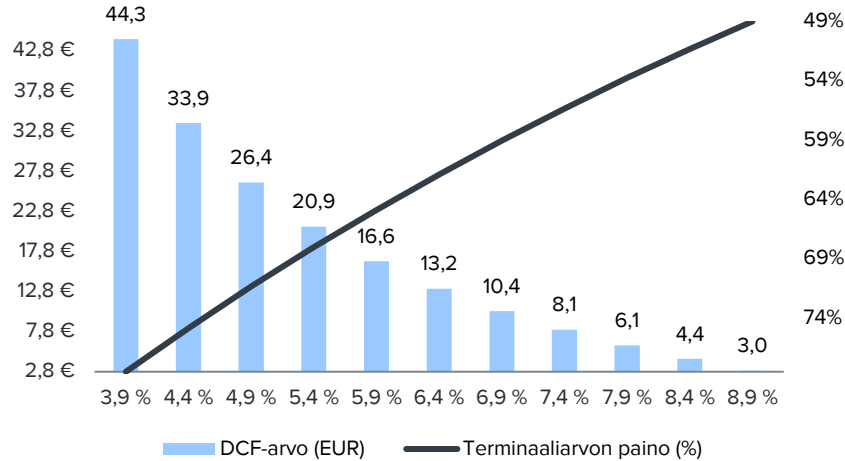
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

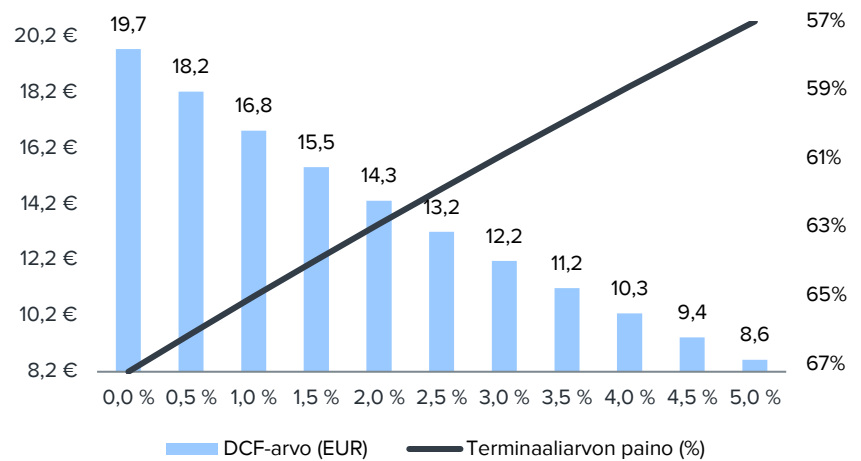


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

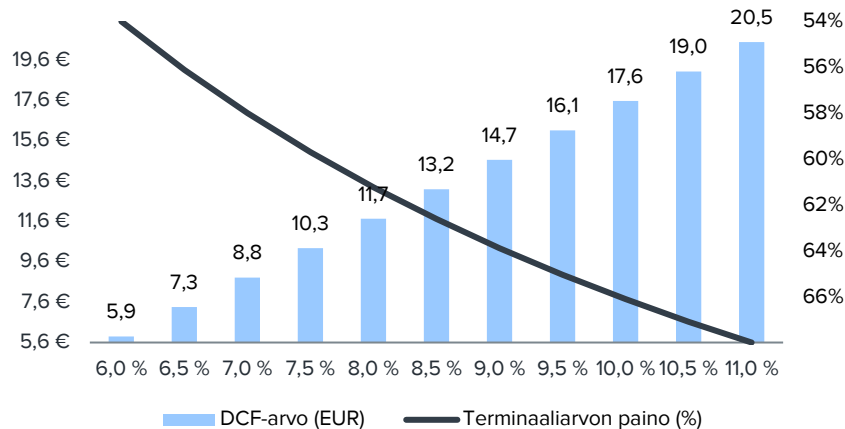
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



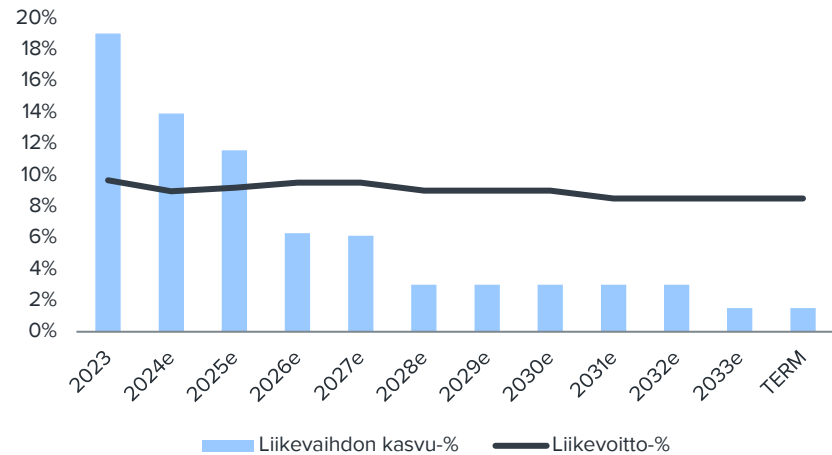
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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	424,1	473,2	EPS (raportoitu)	-0,55	0,07	0,38	0,43	0,73
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	97,4	106,1	EPS (oikaistu)	-0,55	0,07	0,38	0,43	0,73
Liikevoitto	-0,9	31,7	36,0	38,0	43,5	Operat. kassavirta / osake	2,89	3,54	4,14	4,38	4,76
Voitto ennen veroja	-12,8	9,2	13,0	17,2	26,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	1,03	-2,60	1,58	1,49
Nettovoitto	-10,6	1,5	7,9	9,0	15,5	Omapääoma / osake	3,34	3,61	3,72	3,72	3,97
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,40	0,43	0,47	0,50
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	459,3	453,3	576,5	577,3	591,0	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	19 %	14 %	12 %
Oma pääoma	69,4	82,0	106,8	106,8	112,4	Käyttökateen kasvu-%	65 %	72 %	12 %	9 %	9 %
Liikearvo	137,1	141,0	181,3	181,3	181,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-96 %	-3622 %	13 %	6 %	15 %
Nettovelat	322,3	290,6	349,2	345,0	341,2	EPS oik. kasvu-%	-61 %	-113 %	418 %	15 %	70 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	24,8 %	25,4 %	23,9 %	23,0 %	22,4 %
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	97,4	106,1	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,0 %	9,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	1,8	4,5	3,4	4,4	Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,0 %	9,2 %
Operatiivinen kassavirta	55,7	73,3	86,9	92,0	100,4	ROE-%	-15,1 %	2,2 %	10,3 %	11,6 %	19,1 %
Investoinnit	-58,0	-64,4	-149,4	-58,7	-68,9	ROI-%	0,1 %	8,6 %	9,3 %	8,2 %	9,4 %
Vapaa kassavirta	-2,7	21,3	-54,5	33,3	31,5	Omavaraisuusaste	15,1 %	18,1 %	18,5 %	18,5 %	19,0 %
						Nettovelkaantumisaste	464,5 %	354,4 %	326,9 %	322,9 %	303,5 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA	9,4	5,6	6,0	5,4	4,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,0	14,9	13,8	12,0						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	16,6	9,7						
P/B	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,7 %	6,6 %	7,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 yhtiökohtaisia 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 liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat 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.

Suositushistoria (>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 €
16/02/2024	Osta	10,00 €	8,20 €
02/04/2024	Osta	10,00 €	7,94 €
08/05/2024	Osta	10,00 €	8,24 €
07/08/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
30/10/2024	Osta	9,00 €	7,14 €

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.**