

# NoHo Partners

Laaja raportti

17.8.2021 19:55



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Sakkokierroksen kautta takaisin kasvupolulle

Toistamme NoHo Partnersin 10,0 euron tavoitehintamme sekä lisää-suosituksemme. Odotamme NoHon palaavan takaisin vahvalle kasvu-uralle 2022 alkaen ja mielestämme yhtiön lähivuosien strategiset valinnat ovat pääosin oikeita. Liiketoiminnan asteittain elpyessä yhtiön riskitaso laskee, kun kassavirta vahvistuu ja taseen velkataakka jatkaa pientenytymistään. Osakkeen tuotto-/riskisuhde on mielestämme edelleen riittävän houkutteleva, sillä tulosennusteidemme realisoituessa arvostustaso ei ole korkea. Strategian onnistuessa myös pidemmän aikavälin tuottopotentiaali on huomattava.

## Suomen johtavia ravintolayhtiöitä

NoHo Partners (aik. Restamax) on vuonna 1996 perustettu ja vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö, joka operoi noin 250 seurustelu- ja ruokaravintolaa, viihdekeskusta sekä yökerhoa. NoHo on Suomen johtavia ravintolayhtiöitä ja Suomen lisäksi sillä on liiketoimintaa myös Norjassa sekä Tanskassa. Ravintolatoiminnan lisäksi NoHolla on merkittävä omistusosuus (~25 %) henkilöstövuokrausyhtiö Eezyssä, joka syntyi 2019 NoHon omistaman Smilen ja pörssi-yhtiö VMP:n fuusiona. Eezy on NoHolle finanssisijoitus josta se on kertonut irtaantuvansa nykyisen strategiakauden aikana.

## Historiallinen kasvu ollut voimakasta

NoHo on sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö ja se on kasvanut voimakkaasti koko pörssihistoriansa ajan (Ravintolat segmentin 2013-2019: CAGR +30 %). Yrityssostot ovat näytelleet kasvussa merkittävää osaa ja suurimmat järjestelyt ovat olleet Royal Ravintolat (2018), Rengasravintolat (2014), Tanska (2018), Norja (2019) ja Friends & Brgrs (2020). Yhtiön kannattavuushistoria on ollut vaihteleva ja historiassa NoHolla on ollut vaikeuksia saada vahva käyttökate konvertoitua nettotulokseksi. 2018 ison saneerauksen jälkeen yhtiö teki 2019 vahvan tulosparannuksen ja todisti kasvun olleen pääosin kannattavaa. 2020 koronakriisi veti kuitenkin maton jalkojen alta ja viimeiset 1,5v yhtiö on elänyt jatkuvaa selviytymistaistelua. Yhtiö on selvinnyt kriisistä olosuhteisiin nähden todella hyvin ja kriisin pysyvät vahingot rajoittuvat yhtiön kasvaneeseen velkataakkaan.

## Koronakriisin jälkeen takaisin kannattavaan kasvuun

Yhtiö julkaisi kesällä 2021 strategiapäivityksen, jonka keskiössä on edelleen kasvu, mutta selvästi aiempaa fokusoidummin. Lisäksi yhtiö pyrkii nostamaan kannattavuustasonsa toimialan kärkiyhtiöiden tasolle. Odotamme NoHon liiketoiminnan elpävän asteittain H2'21 aikana, vaikka koronakriisi varjostaakin lyhyen aikavälin näkymiä. 2022 yhtiön tulisi päästä operoimaan varsin normaalissa markkinassa. Odotamme liikevaihdon elpävän voimakkaasti ja myös kannattavuus nousee nopeasti kriisin aikana tehtyjen rajujen säästötoimien ansiosta. Vahvan kassavirran sekä Eezy:n irtaantumisen myötä velkaantuminen laskee myös nopeasti ja yhtiö pääsee jo 2022 aikana kanavoimaan rahaa myös kasvuinvestointeihin.

## Tuotto-odotus houkutteleva kunhan tulosparannus realisoituu

Yhtiön päästessä asteittain normaaliin tulokuntoon ja taseen riskitason laskiessa voivat sijoittajat kääntää katseensa lähivuosien tulospotentiaaliin. Osakkeen arvostuskertoimet (oik. P/E 2022 15x ja 2023 11x) eivät ole korkeat ja ne tarjoavat kärsivälliselle sijoittajalle edelleen houkuttelevan tuotto-odotuksen (~15 % p.a.). Korostamme sijoittajille, että tuotto-odotus nojaa oletukseen tulosparannuksen realisoitumisesta (koronan poistuma + yhtiön erinomainen operatiivinen suoritus) ja tämän vastapainona tuotto-odotuksen kuuluukin olla normaalia korkeampi.

## Suositus

### Lisää

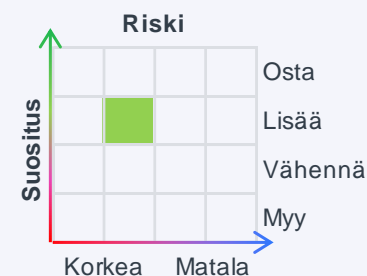
(aik. Lisää)

### 10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

### Osakekurssi:

8,43



## Avainluvut

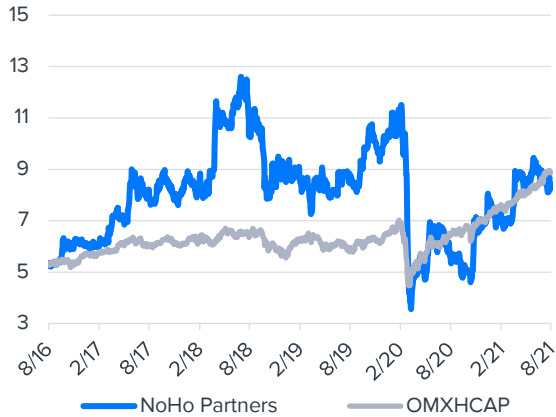
	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	157	175	290	320
<b>kasvu-%</b>	-43 %	12 %	66 %	10 %
<b>EBIT oik.</b>	-24,0	-9,7	19,0	27,2
<b>EBIT-% oik.</b>	-15,3 %	-5,6 %	6,5 %	8,5 %
<b>Nettotulos</b>	-26,9	-11,9	11,1	14,2
<b>EPS (raportoitu)</b>	-1,43	-0,62	0,58	0,74
<b>P/E</b>	neg.	neg.	14,5	11,4
<b>P/B</b>	2,0	2,4	1,9	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	3,6 %	4,7 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,0	2,4	1,4	1,3

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

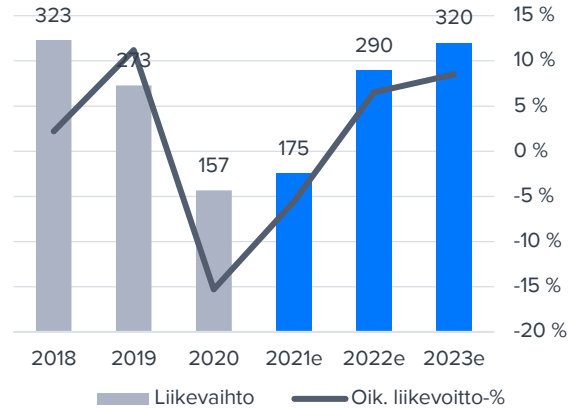
(Ei ohjeistusta)

## Osakekurssi



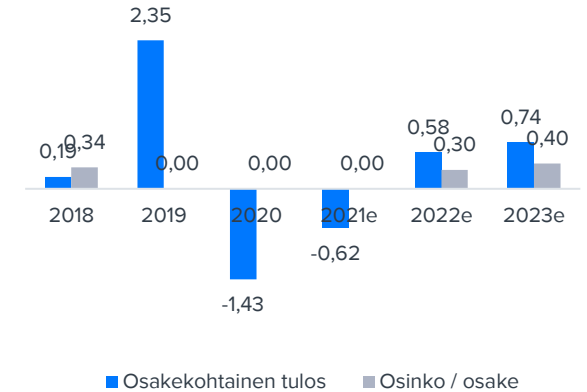
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Koronapandemian selättäminen ja markkinan normalisoituminen
- Tanskan käänne
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Osakkuusyhtiö Eezyn osakkeen arvonnousu



### Riskitekijät

- Koronapandemian pitkittyminen ja uudet ravintolarajoitukset
- Korkea velkataso
- Taseen merkittävä liikearvo
- Tulosparannuksen realisoituminen alimmalle riville
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
<b>Osakekurssi</b>	8,43	8,43	8,43
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	19,2	19,2	19,2
<b>Markkina-arvo</b>	162	162	162
<b>Yritysarvo (EV)</b>	426	420	411
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	14,5	11,4
<b>P/E</b>	neg.	10,4	11,4
<b>P/B</b>	2,4	1,9	1,7
<b>P/S</b>	0,9	0,6	0,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,4	1,4	1,3
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	10,2	5,9	5,7
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	37,0 %	54,3 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	3,6 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Historiallinen kehitys ja yrityskaupat	<b>11-14</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>15-16</b>
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>17-18</b>
Ravintolamarkkina	<b>19-20</b>
Taloudellinen tilanne	<b>21-24</b>
Ennusteet	<b>25-27</b>
Arvonmääritys	<b>28-32</b>
Taulukot	<b>33-35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>36</b>

# NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on vuonna 1996 perustettu suomalainen ravintola-alan palveluihin erikoistunut yhtiö, joka operoi noin 250 ravintolaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa.

**1996**

Perustamisvuosi

**2013**

Listautuminen

**156,8 MEUR** (-43% vs. 2019)

Liikevaihto 2020

**-24,5 MEUR**

Liiketulos 2020

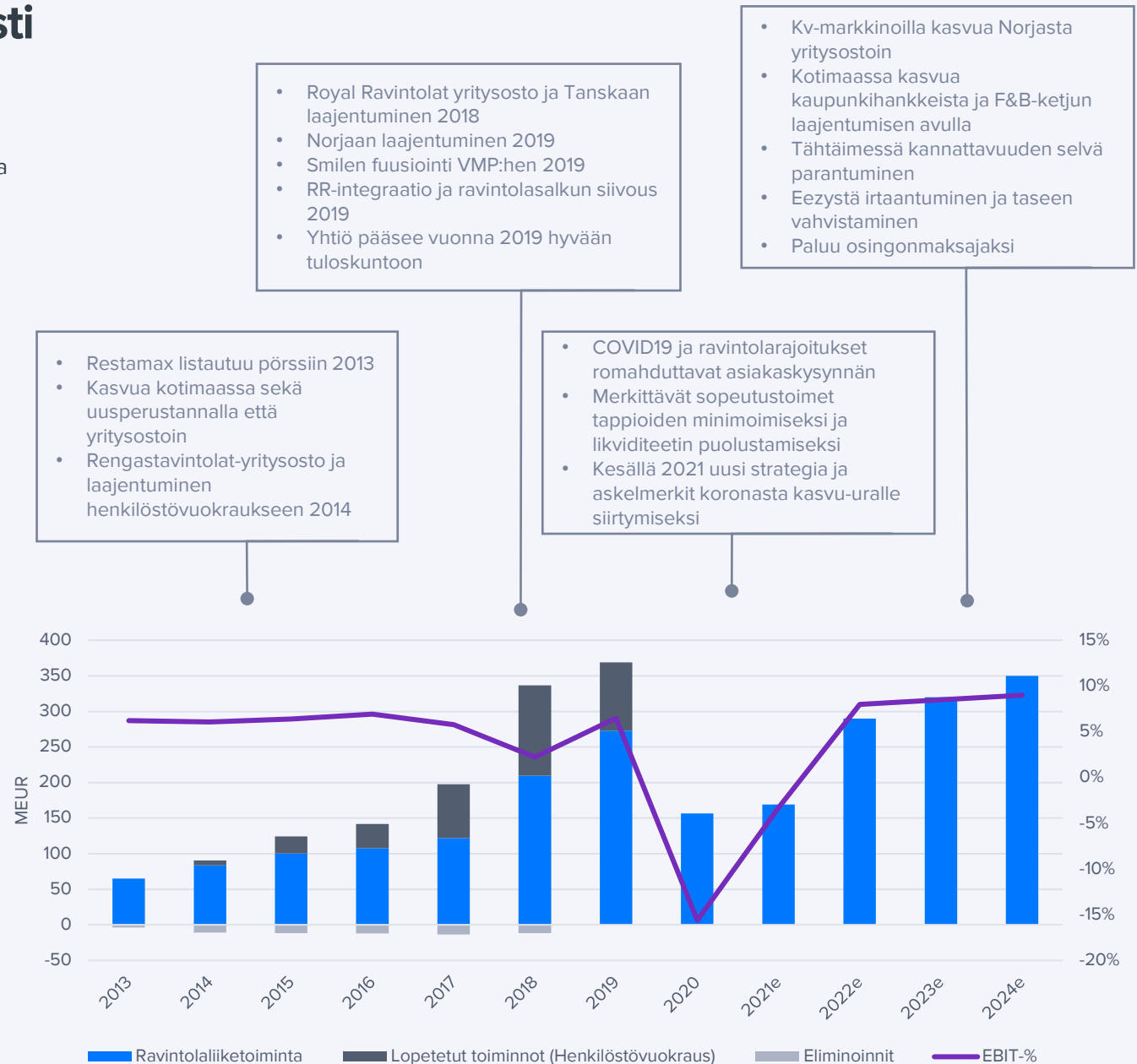
**13 % (CAGR-% 2013-2020)**

Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon kasvu

**250**

Ravintoloiden lukumäärä Q2'21

Lähde: NoHo Partners / Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners (aik. Restamax) on vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa ja yhtiö operoi noin 250 ravintolaa. NoHon tunnettuja ravintolakonsepteja ovat mm. Elite, Savoy, Teatteri, Palace, Löyly ja Friends & Brgrs. Ravintolaliiketoiminnan lisäksi NoHo omistaa noin 25 % henkilöstövuokraaja Eezystä (8/2021).

## Nykymuotoinen 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 2015-2020 aikavälillä useita

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 tulokuntoon. Yhtiö myös jatkoi vuonna 2019 kansainvälistymistään [Norjaan suunnatulla](#) yrityskaupalla ja fokusoitui puhtaasti ravintolaliiketoimintaan [fuusioimalla](#) Smilen VMP:hen.

## 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 viime vuonna 43 % 156,8 MEUR:oon ja yhtiö teki noin 24,5 MEUR:n liiketappion. 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 onkin selvinnyt koronakriisistä olosuhteet huomioiden hämmästyttävän pienin vaurioin.

NoHo julkisti kesäkuussa 2021 [päivitetyn strategian](#), jossa se avasi tiekarttaa ulos koronakriisistä takaisin kasvu-uralle. Strategiapäivä alleviivasi sitä, että NoHo haluaa olla kasvuyhtiö myös jatkossa, mutta kasvua haetaan aiempaa fokuoituneemmin Norjasta, Suomen isoista hankkeista ja F&B:n kasvusta.

# NOHO

NORDIC HOSPITALITY PARTNERS

## NoHo Partners lyhyesti

- Vuonna 1996 perustettu ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa.
- Ravintolaportfolio käsitti Q2'21 lopussa 250 ravintolaa
- Ravintolaliiketoiminnan lisäksi yhtiö omistaa 25 % henkilöstöpalveluyritys Eezystä.
- NoHo profiloituu kasvuhtiöksi ja yritysjärjestelyt ovat näytelleet historiassa keskeistä roolia.
- NoHon perustajilla ja johdolla merkittävä omistus yhtiössä

Suurimmat osakkeenomistajat	7/2021
Laine Capital Oy	27 %
Niemi Mika Rainer	12 %
Pimu Capital Oy	11 %
Veikko Laine Oy	6 %
Sr Evli Suomi Pienyhtiöt	4 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2 %
Sign Systems Finland Oy	2 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	1 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	1 %
Sr Evli Suomi Select	1 %
<b>10 suurinta yhteensä</b>	<b>68 %</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 Stefan's Steakhouse, Viidemaailma Ilona 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 lounasravintoloita, illallispaikkoja, 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 reagointikyvyn. 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

amat 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.

## 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. Huomautamme, että alla esitetyt 2020 liikevaihtojakaumat eivät heijastele jakaumaa normaalissa markkinatilanteessa.

**Ruokaravintolat** on NoHon suurin liiketoiminta-alue liikevaihdolla mitattuna. Sen osuus ravintolaliiketoiminnan liikevaihdosta oli noin 37 % vuonna 2020. NoHolla on Suomessa yli 70 ruokaravintolaa eri puolilla Suomea. Ruokaravintoloiden tarjonta on laaja ja se sisältää sekä korkean hintapisteen fine dining-ravintolat että alemman hintapisteen lounasravintolat ja kahvilat.

NoHon brändejä ruokaravintoloissa ovat muun muassa Savoy, Palace, Stefan's Steakhouse, Sandro 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 viiheravintoloita alhaisempi. Täten niiden liikevoittomarginaalit ovat tyypillisesti yökerho- ja viiheravintolaliiketoimintaa heikompia. Alhaisemman kannattavuustason vastapainona ruokaravintoloiden riskiprofiili on selvästi yökerholiiketoimintaa alhaisempi. Ruokaravintolaliiketoiminnassa markkina-alueen voitot jakautuvat tavallisesti tasaisemmin useiden toimijoiden kesken.

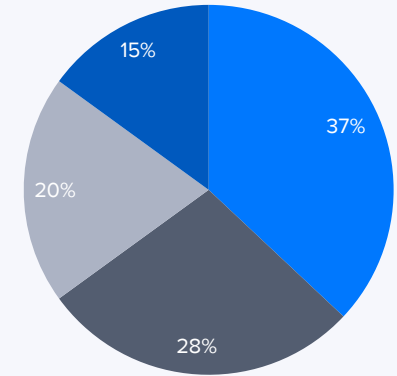
**Viihderavintolat** on yhtiön toiseksi suurin liiketoiminta-alue (2020: 28 % liikevaihdosta).

NoHolla on Suomessa yli 70 yökerhoa ja viiheravintolaa ja ne sijaitsevat ruokaravintoloiden tapaan eri puolilla Suomea. Viiheravintolaliiketoiminta-alueen tarjontaan kuuluvat yökerhot, sporttibaarit, pubit, 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 muutamaa 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 erittäin suuri).

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

Liikevaihtojakauma 2020



■ Ruokaravintolat ■ Viihderavintolat  
■ Fast casual ■ Kv-ravintolat

## Brändejä





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

NoHon kolmanneksi suurin liiketoiminta-alue on **Fast Casual-ravintolat**. Fast Casual-ravintoloiden liikevaihto oli viime vuonna noin 31 MEUR ja sen osuus liikevaihdosta oli noin 20%. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat Pizzeria Luca, Hanko Sushi, Friends & Brgrs, Ravintola Hook, Classic American Diner ja Sticky Wingers. NoHolla on yli 50 Fast Casual-ravintolaa. Fast Casual-brändit ovat monistettavia konsepteja ja liiketoiminta on luonteeltaan skaalautuvaa. Fast Casual-ravintoloissa keskistokset ovat tyypillisesti matalia. Ravintoloiden käyttöasteet ovat kuitenkin korkeat, sillä ne ovat avoinna lähes viikon jokaisena päivänä aina lounasajasta iltaan asti.

**Kansainväliset ravintolat** käsittävät NoHon ravintolaliiketoiminnan Norjassa ja Tanskassa ja kv-ravintolat toivat viime vuonna 15 % liikevaihdosta. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu ruoka, fast casual- ja viihderavintoloita, pubeja sekä gin- ja craft-olutbaareja. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa Cock's and Cows ja Ruby.

## 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 heikkeni viime vuonna 2 %-yksikköä ollen 72,0 %. Pidemmällä aikavälillä materiaalikatteen kehitys on ollut tasaista ja taso on ollut 2013-20 välillä keskimäärin 73,9 %.

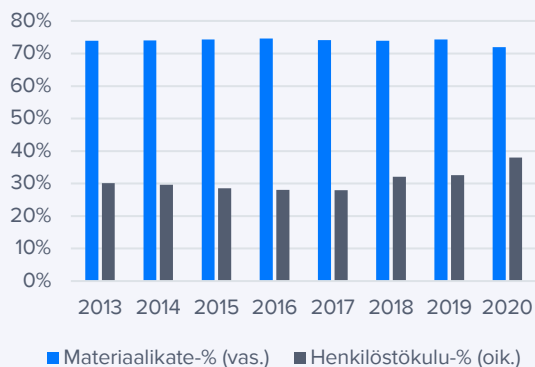
NoHon henkilöstökulut olivat vuonna 2020 38,0 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen suhteellista osuutta nosti viime vuonna koronapandemian ja ravintolarajoitusten aiheuttama liikevaihdon voimakas lasku (-25 %), johon henkilöstökulutaso ei kyetty täysin sopeuttamaan. Historiassa henkilöstökulujen suhteellinen osuus on ollut keskimäärin noin 31 %, mikä kuvastaa paremmin liiketoiminnan normaalia tasoa.

## Vähemmistöt

NoHilla oli vuoden 2020 lopussa yli 30 ravintolaliiketoimintaan liittyvää tytäryhtiötä, joissa sillä on vähemmistöt. Vähemmistöomistukset vaihtelevat pienistä muutaman prosentin osuuksista kymmenien prosenttien omistuksiin. Tyypillisesti vähemmistöomistajat omistavat ravintoloista noin 30 %. Liiketoiminnallisesti merkittävimmät vähemmistöomistukset ovat Norjan ja Tanskan tytäryhtiöissä.

Vähemmistöt ovat syntyneet pääasiassa yrityskauppojen myötä 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.

Materiaalikate ja henkilöstökulu-%



## Merkittävimmät vähemmistöt (2020 & 2019)

### Yhtiö

Northmax Oy

Suomen Siipiravintolat Oy

NoHo Norway As alakonserni

Nordic Hospitality Partners Denmark A/S alakonserni

### Vähemmistön omistus

2020

2019

### Osuus tuloksesta (MEUR)

2020

2019

30 %

30 %

0,1

0,2

30 %

30 %

0,3

0,3

20 %

20 %

-0,8

0,3

25 %

25 %

-0,5

-0,3

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Osakkuusyhtiö Eezy

NoHo omistaa noin 25 % henkilöstöpalveluyhtiö Eezystä. Eezy on liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurin henkilöstöpalveluyhtiö, jonka tulovirrat muodostavat henkilöstövuokraus-, kevytyrittäjä- sekä erilaiset asiantuntijapalvelut. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 noin 190,6 MEUR ja käyttökate 13,5 MEUR.

Henkilöstövuokraus toi 88 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 ja sitä yhtiö harjoittaa sekä omien toimipisteiden kautta että franchise-mallilla. Kattavamman kuvan Eezyn liiketoiminnasta saa viime syksynä julkaisemastamme Eezyn laajasta raportista, joka on luettavissa vapaasti [täältä](#).

Eezystä tuli NoHon osakkuusyhtiö vuonna 2019, kun NoHon tytäryhtiö Smile yhdistyi VMP:n kanssa. Smile muodosti aiemmin NoHon Henkilöstövuokraussegmentin, joka tarjosi henkilöstövuokrausta mm. HoReCa-sektorille, tapahtumiin ja promootioihin, rakentamiseen ja teollisuuteen, logistiikkaan, lääkäripalveluihin sekä suorarekrytointipalveluihin.

## Eezystä tullaan irtaantumaan strategiakauden aikana

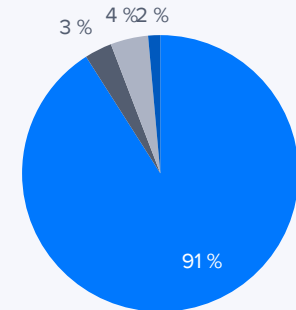
NoHo myi keväällä 2021 Eezy-omistustaan noin 6,2 MEUR:n edestä ja jatkoi myyntejä elokuussa (0,6 MEUR). Myyntien taustalla oli likviditeettitilanteen parantaminen ja valmistautuminen koronaviruksen mahdolliseen pitkittymiseen. Kesäkuun 2021 strategiainfon yhteydessä yhtiö kertoi irtaantuvansa Eezystä kokonaan nykyisen 2022-2024 strategiakauden

aikana. Päätös ei ollut yllätys, sillä Eezy ei kuulu yhtiön ydinliiketoimintaan. Lisäksi koronaviruksen myötä yhtiön on pakko olla aiempaa valikoivampi strategisissa valinnoissaan. Arviomme mukaan irtaantuminen tulee tapahtumaan todennäköisesti seuraavan 12 kk aikana, olettaen että osakekurssi on vähintään nykytasolla.

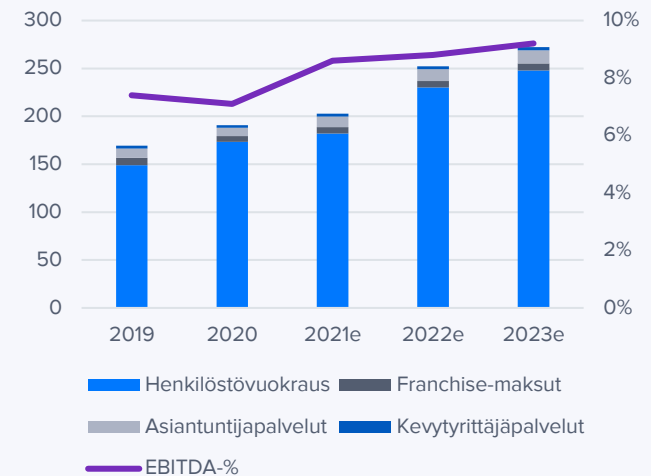
## Tase tervehtyy Eezystä irtaantumisen jälkeen selvästi

NoHon nettovelka NoHon nettovelka ilman IFRS16-vastuita oli Q2 lopussa noin 164 MEUR. Mielestämme Eezyä on syytä käsitellä jatkossa käteisenä, sillä yhtiö tulee arviomme mukaan irtautumaan siitä suhteellisen pian. Eezyn noin 40 MEUR:n omistuksella oikaistuna nettovelka olisi lopussa noin 120 MEUR. 120 MEUR:n taso on varsin lähellä yhtiön omaa mukavuusaluetta, sillä 2022 ennusteillamme nettovelka/käyttökate laskee yhtiön tavoittelemalle 3x tasolle. Eezyn myynti tervehtyy yhtiön taseen nopeasti ja tämän seurauksena yhtiöllä on selvästi aiempaa paremmat edellytykset toteuttaa kasvustrategiaansa, kun liiketoiminnan vahvaa kassavirtaa ei tarvitse ohjata velkojen lyhennyksiin. Käsittelemme NoHon taseasemaa tarkemmin sivulla 21.

## Eezyn liikevaihtojakauma 2020



## Eezyn taloudellinen kehitys 2019-2023e



# 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 2013-2019 CAGR: +30 %). 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 2013-2020 investointeihin yhteensä noin 230 MEUR (sis. kaupoissa käytetyt omat osakkeet). Näistä investoinneista Smilen yrityskauppojen osuus on laskelmiemme mukaan noin 45 MEUR ja ravintoloiden investoinnit ovat näin ollen 185 MEUR.

Ravintolaliiketoiminnassa tehtyjen investointien tuottotasoa on näkemyksemme mukaan mielekkäintä lähestyä 2022e ennusteidemme valossa, sillä ne antavat näkemyksemme mukaan parhaan kuvan Ravintolaliiketoiminnan normaalista tulospotentiaalista. Kun vuoden 2022e ennusteitamme peilataan listautumisvuoden 2013 lähtötilanteeseen, arvioimme NoHon kyenneen hankkimaan investoinneilla karkeasti uutta liikevaihtoa noin 225 MEUR ja noin 27 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 1,2 euroa uutta liikevaihtoa (vastaa karkeasti EV/Liikevaihtokerrointa 0,8x), ja että tehdyille investoinneille on saavutettu ennustamamme 2022 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 myöskään 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 Henkilöstövuokrauksessa 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 arvonaluontia voidaan pitää täten erinomaisena.

## Ravintolaliiketoiminnan viime vuosien yritysjärjestelyt

NoHo on tehnyt ravintolaliiketoiminnassa viime vuosina lukuisia yritysostoja, joista merkittävimpiä

ovat Rengasravintolat-hankinta (2014), Royal Ravintolat-yritysosto (2018), Tanskaan laajentuminen (2018) sekä Norjan yritysosto (2019).

Vuonna 2014 toteutetun Rengasravintolat-yritysoston mukanaan selkeitä synergioita ja sen avulla NoHo laajensi liiketoimintaansa Poriin sekä vahvisti markkina-asemaansa Helsingin ja Jyväskylän ravintolamarkkinoilla. 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 ravintolaportfoliota 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).

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 arvioi ostohetkellä ostokohteen käyttökatteen nousevan 2,0 MEUR:oon (2017: 0,8 MEUR), mutta liiketoiminta on ollut toistaiseksi tappiollista.

# Historiallinen kehitys 2/2

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 vahvaa.

Keväällä 2020 tehdystä Friends & Brgrs-keijun hankinnasta maksettu kauppahinta oli F&B:n sen hetken tuloskunnolla korkea (EV/EBIT arviomme mukaan 15-23x) ja kaupan onnistumisen ratkaiseekin se, kuinka kannattavasti NoHo onnistuu skaalaamaan ketjun valtakunnalliseksi.

## NoHon haasteena on ollut kääntää vahva operatiivinen tulos alariveille asti

NoHon haasteena on ollut historiassa konvertoida vahva operatiivinen tulos tuloslaskelman alariville saakka, mikä osaltaan myös vaikeuttaa yhtiön

viime vuosien kasvun kannattavuuden arviointia. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että huomattava osa yhtiön operatiivisesta tuloksesta on huvennut viime vuosina poistoihin, ajoittain korkeisiin rahoituskuluihin (mm. 2019 liikkelle laskettu kallis hybridilaina) sekä paikoin korkeaan veroasteeseen. Tämän lisäksi vähemmistöjen tulososuus on haukannut tiettyinä vuosina huomattavan osan yhtiön operatiivisesta tuloksesta.

Koska NoHon hyvä operatiivinen tulos on historiassa hautunut usein edellä mainittujen erien alle, on emoyhtiön omistajille kuuluva tulososuus jäänyt ohueksi, mikä näkyy suhteellisen vaatimattomana nettotulosmarginaalina (2013-2019 keskimäärin 4,1 %).

Näkemyksemme mukaan NoHon tulisin

fokusoitua koronakriisin jälkeen operatiivisen tulosparannuksen lisäksi myös siihen, että tulosparannus realisoituu aina tuloslaskelman alimmille riveille asti.

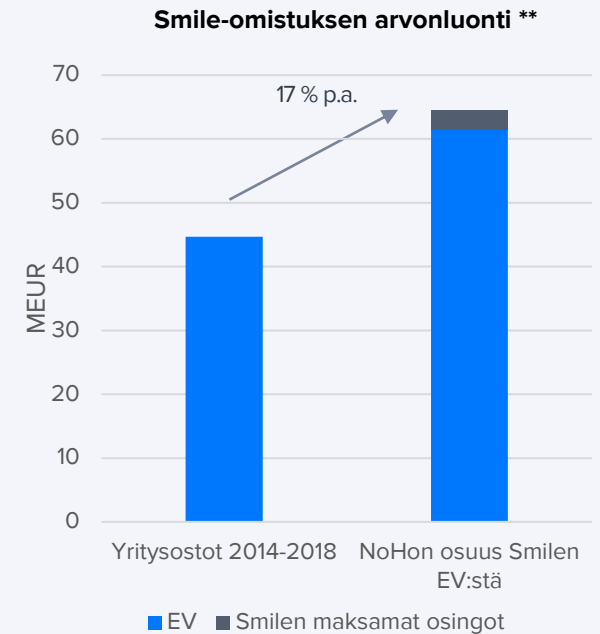
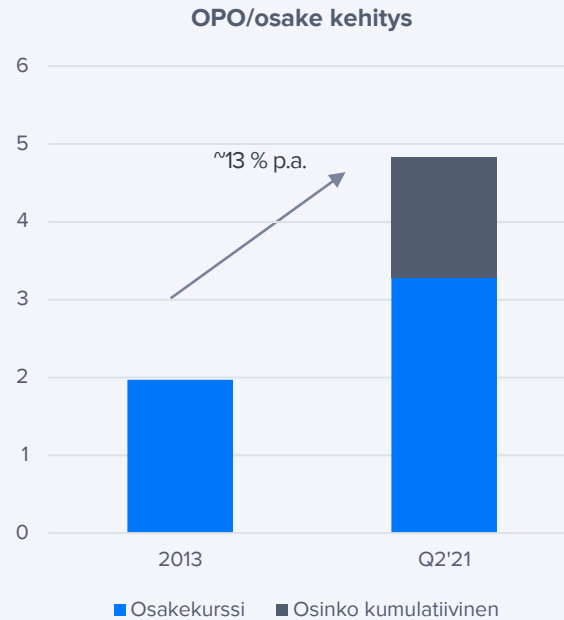
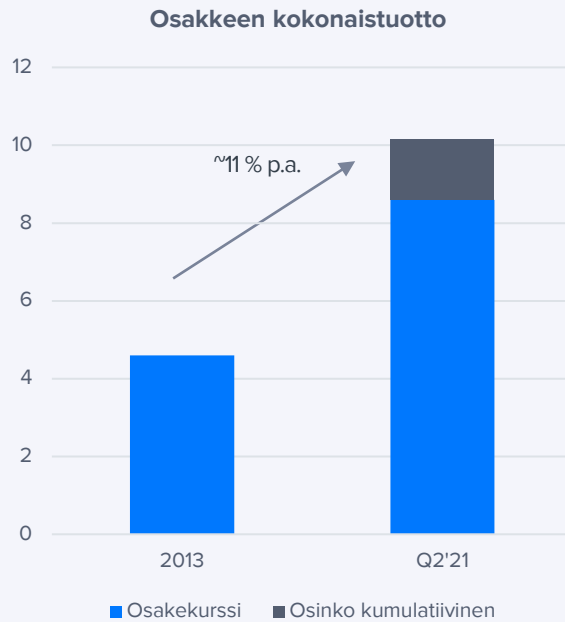
## IFRS 16-standardin myötä fokus siirtyi käyttökatteesta liikevoittoon

NoHon liiketoiminnan operatiivisesta kassavirrasta hyvän kuvan antoi vuoteen 2018 saakka käyttökatte, mutta käyttökatteen tarkastelu menetti mielekkyytensä vuonna 2019, kun vuokratulot siirtyivät tuloslaskelmassa liiketoiminnan muista kuluista poistoihin ja rahoituskuluihin IFRS 16-standardin myötä. Yhtiö onkin kirjanpitostandardin myötä siirtänyt kommunikoinnin käyttökatteesta liikevoittoon ja kannattavuutta koskevat taloudelliset tavoitteet on sidottu liikevoittomarginaaliin.

Konsernituloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Liikevaihto</b>	<b>65,0</b>	<b>86,7</b>	<b>113,6</b>	<b>130,1</b>	<b>185,9</b>	<b>323,2</b>	<b>272,8</b>	<b>156,8</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>9,1</b>	<b>12,0</b>	<b>16,5</b>	<b>19,4</b>	<b>22,4</b>	<b>28,4</b>	<b>74,3</b>	<b>27,6</b>
<i>Käyttökate-%</i>	14 %	14 %	15 %	15 %	12 %	9 %	27 %	18 %
Poistot ja arvonalentumiset	-5,1	-6,7	-9,3	-10,4	-11,6	-21,2	-44,5	-52,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,0</b>	<b>10,8</b>	<b>7,2</b>	<b>29,8</b>	<b>-24,4</b>
<i>Liikevoitto-%</i>	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	2 %	11 %	-16 %
Osuus osakkuusyhtiöistä	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,8	0,5
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,5	-1,2	-1,0	-2,8	-1,6	-5,2	-11,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>5,6</b>	<b>25,3</b>	<b>-34,8</b>
Verot	-0,7	-1,4	-1,3	-2,0	-2,5	-1,4	-1,5	5,4
Vähemmistöt	-0,3	0,1	0,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5	2,6
<b>Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>22,3</b>	<b>-26,8</b>
<i>Nettotulos-%</i>	4 %	4 %	4 %	4 %	3 %	1 %	8 %	-17 %

Huom. 2019-2020 jatkuvat toiminnot, osakkuusyhtiöt-rivi uudellenryhmitely taulukossa 2019-2020 liikevoiton alapuolelle. IFRS 16-vaikutukset 2019 alkaen. 2019 pitää sisällään Smile-myyntivoiton.

# Yritysjärjestelyt ja omistaja-arvo yhteenveto



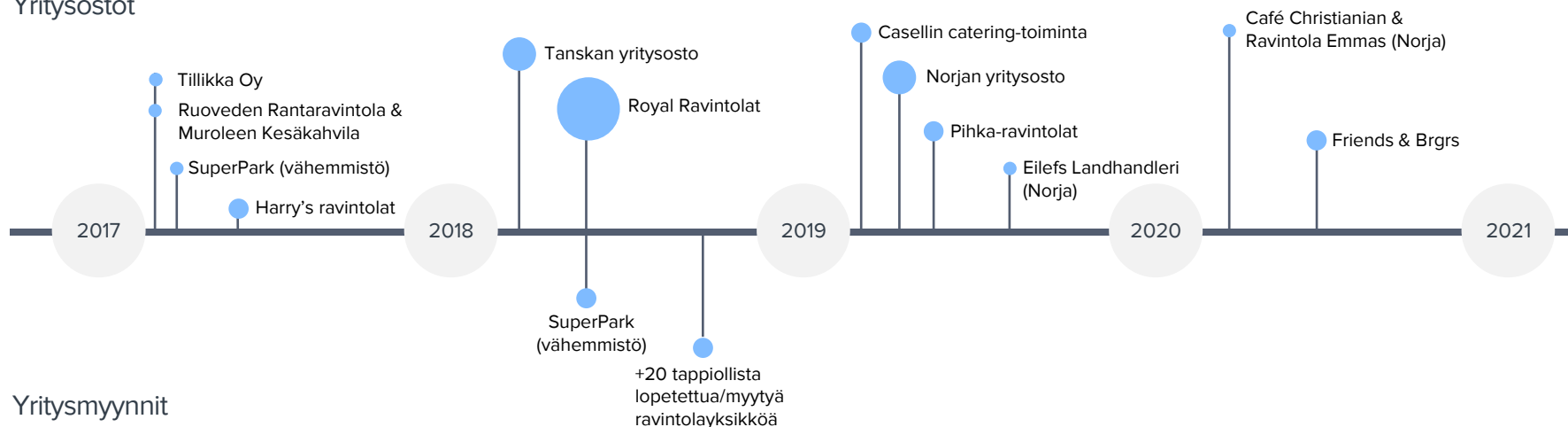
\* Omasta pääomasta oikaistu vähemmistö

\*\* Yritysosotot 2014-2018 Inderesin arvio. Keskimääräinen vuosituotto laskettu painotettuna keskiarvona.

# NoHon ravintolaliiketoiminnan yrityskaupahistoria

## Ravintolaliiketoiminnan yritysostot ja divestoinnit 2017-2020

### Yritysostot



## Ravintolaliiketoiminnan merkittävimmät yrityskaupat

Ajankohta	Ostokohde	EV	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT
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 The Bird -ravintolat)	22	9	0,8	n.a.	2,4x	27,5x	n.a.
3/2014	Rengasravintolat-konserni	18	22	4,5	4,1	0,8x	3,9x	4,3x

\* Inderes arvio, \*\* post-synergiat

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## NoHo julkisti päivitetyn strategian kesäkuussa 2021

NoHo julkisti kesäkuussa 2021 päivitetyn [strategian ja taloudelliset tavoitteet](#) strategiakaudelle 2022-2024. Päivityksessä strategiassa huokuu yhtiön tavoite olla kasvuyhtiö myös jatkossa ja strategian keskeiset painopistealueet koskevat kasvua, kannattavuutta sekä nettovelkaa. Yhtiö kertoi kesäkuussa myös, että osakkuusyhtiö Eezy-omistuksesta tullaan luopumaan strategiakauden aikana.

## Tavoitteena 400 MEUR:n liikevaihto 2024 mennessä

NoHo kertoi strategiapäivityksen yhteydessä tavoittelevansa 400 MEUR:n liikevaihtotasoa vuoteen 2024 mennessä. Yhtiö arvioi sen nykyisen ravintolaportfolion liikevaihtopotentiaaliksi olevan noin 280 MEUR ja näin ollen tavoitteeseen yltäminen edellyttää noin 120 MEUR:n lisäliikevaihtoa. Liikevaihtotavoitteen saavuttamisessa NoHon strategisia painopistealueita ovat kannattava kasvu Norjan ravintolamarkkinassa, F&B-ketjun skaalaaminen valtakunnalliseksi sekä suuret kaupunkihankkeet.

Norjassa NoHo pyrkii hakemaan kasvua pääasiassa yritysostoin. Norjan ravintolamarkkinasta yhtiö hakee strategiakaudella noin 50 MEUR:n lisäliikevaihtoa, kun Norjan nykyisten 18 ravintolayksikön liikevaihtopotentiaali on noin 30 MEUR. Yritysostovetoista kasvua tukee Norjan fragmentoitunut ravintolamarkkina ja ostokohteiden matala arvostustaso (EV/EBITDA-kertoimet kaupoissa tavanomaisesti 3-5x). NoHo on kertonut myös, että se on valmis hyödyntämään yrityskauppojen rahoituksessa omaa

osakettaan. Yritysostovetoisen kasvun lisäksi NoHo pyrkii kasvamaan Norjassa myös orgaanisesti mm. olemassa olevia ravintolakonsepteja (esim. Campingin) skaalaamalla.

Liikevaihtotavoitteen saavuttamisessa keskeistä roolia näyttelee myös [alkuvuonna 2020](#) hankitun Friends & Brgrs-ketjun skaalaaminen. F&B-ketjulla on tällä hetkellä 15 ravintolaa 12 paikkakunnalla ja yhtiön tavoitteena on skaalata ketju valtakunnalliseksi strategiakauden aikana. Uusperustannalla, digitaalisen myyntikanavan ja brändiviestinnän kehittämisen avulla NoHo arvioi ketjun liikevaihtokuorman kasvavan nykyisestä 20 MEUR:sta noin 50 MEUR:oon.

NoHo tavoittelee strategiakaudella 30 MEUR:n liikevaihtolisäystä myös suurten ja kannattavien kaupunkihankkeiden avulla. Suurista hankkeista yhtiö on nostanut esiin esimerkiksi Tampereen Uros Areenan, [Allas Sea Poolin](#) sekä Kino Helsingin, joiden liikevaihtopotentiaaliksi yhtiö on arvioinut olevan noin 26 MEUR. Suurissa kaupunkihankkeissa yhtiön on mahdollisuus yltää hyvään kannattavuustasoon ja esimerkiksi edellä mainituissa kolmessa hankkeessa yhtiö on arvioinut käyttökattotason liikkuvan 14-22 % välillä.

## Kannattavuuden osalta tavoitteena noin 10 % liikevoittomarginaali vuonna 2024

Kannattavuuden osalta NoHo tavoittelee noin 10 % liikevoittomarginaalia 2024 mennessä. Kannattavuustavoitteelle pohjaa luo ravintolasalkun saneeraus ja koronakriisissä tehdyt merkittävät kulusäästöt. Näiden lisäksi yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuutta Tanskan tuloskäänteen avulla ja yleistä kulutehokkuutta parantamalla.

## Strategiakauden painopistealueet ja taloudelliset tavoitteet



### Kasvu

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

### Kannattavuus

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

### Tase

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

## Toimitusjohtajan haastattelu strategiapäivästä katsottavissa alla olevasta linkistä



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

NoHon asettama marginaalitavoite on kunnianhimoinen, kun huomioidaan, että NoHo ylsi Ravintolaliiketoiminnassa vuonna 2019 noin 6,7 % liikevoittomarginaaliin ja huippuvuonna 2016 noin 6,9 % marginaaliin. Kannattavuustavoite on hyvin kunnianhimoinen myös toimialan aikavälin kannattavuustasoon peilattuna (s. 19-20).

Pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö ylittää tavoittelemansa erittäin kunnianhimoiseen 10 %:n tasoon samalla, kun yhtiö hakee voimakasta kasvua. Ennustammekin liikevoittomarginaalin nousevan 9 % vuoteen 2024 mennessä. Huomautamme, että ennustamamme 9 %:n taso on toimialan mittakaavassa poikkeuksellisen hyvä ja selvästi korkeampi mitä hahmotelimme NoHon tulospotentiaaliksi ennen koronakriisiä. Käytännössä jo 9 %:n saavuttaminen vaatii yhtiöltä lähes täydellistä suoritusta ja tulevien kasvuinvestointien pitää olla erittäin kannattavia. Lähtökohdat kannattavuusparannukselle ovat hyvät, sillä yhtiö on käynyt koronan aikana läpi bruttaalin saneerauksen ja ravintolaportfolio on hyvässä kunnossa.

## Taseen velkataakka laskee nopeasti

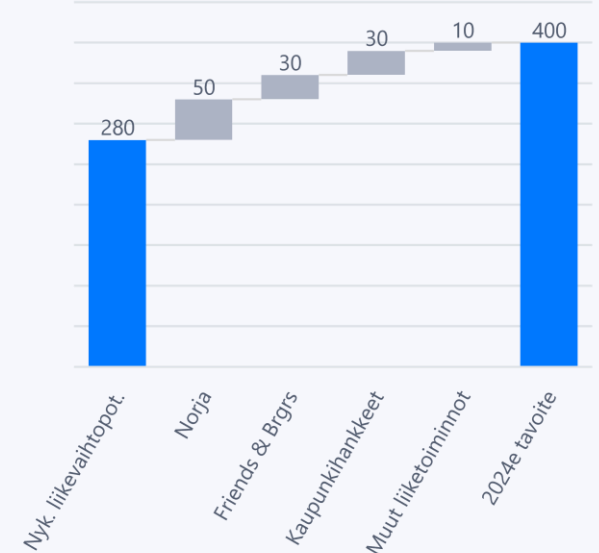
Taseen osalta NoHon taloudellisena tavoitteena on, että korollisten nettorahoitusvelkojen suhde operatiiviseen kassavirtaan on alle 3x. Yhtiön nettovelat (pl. IFRS 16) olivat Q2'21 lopussa 164 MEUR ja Eezy-omistuksesta oikaistuna noin 120 MEUR. Absoluuttisesti taso on Eezy-omistus huomioiden varsin lähellä yhtiön omaa mukavuusaluetta, sillä 2022 ennusteillamme

nettovelka/käyttökate laskee yhtiön tavoittelemalle tasolle. Strategiakaudella tapahtuva Eezyn myynti tervehdyttääkin yhtiön taseen nopeasti ja tämän seurauksena yhtiöllä on selvästi aiempaa paremmat edellytykset toteuttaa kasvustrategiaansa, kun liiketoiminnan vahvaa kassavirtaa ei tarvitse ohjata velkojen lyhennyksiin. Yhtiö kykeneekin rahoittamaan tulevat kasvuinvestointinsa täysimääräisesti omalla kassavirrallaan.

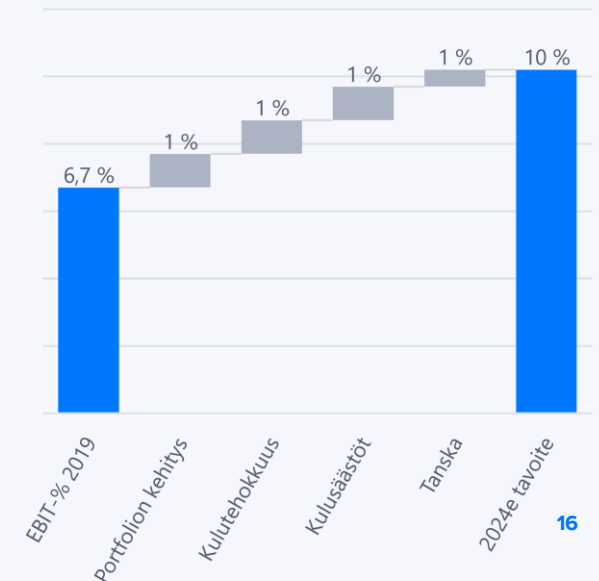
Koronan myötä selvästi supistuneen oman pääoman johdosta nettovelkaantumisaste on kuitenkin hyvin korkea 230 % IFRS16 oikaistuna ja 170 % Eezyn omistuksella oikaistuna. NoHon kannalta olisikin ensiarvoisen tärkeää, että H2 alkaen yhtiö ei enää tuhoa omaa pääomaa ja että kassavirta pysyy positiivisena. Käsittelemme taseasemaa tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Voitonjaon osalta yhtiö kertoi, että se pyrkii palaamaan strategiakaudella koronaa edeltäneelle osinkouralle.

Liikevaihtotavoitteen askelmerkit (MEUR)



2024 kannattavuustavoitteen askelmerkit





# Sijoitusprofiili

1.

Yritystovetoinen kasvu ja vahva track-record kasvusta

2.

Kannattavuuspotentiaali osin vielä kysymysmerkki

3.

Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva operatiivinen rahavirta

4.

Korkea velkaantuneisuus

5.

Koronakriisistä elpymisen kulmakerroin ja aikataulu ei yhtiön omassa käsissä

## Potentiaali



- Koronapandemian selättäminen ja markkinan normalisoituminen
- Tanskan käänne
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Osakkuusyhtiö Eezyn osakkeen arvonnousu

## Riskit



- Koronapandemian pitkittyminen ja uudet ravintolarajoitukset
- Korkea velkataso
- Taseen merkittävä liikearvo
- Tulosparannuksen realisoituminen alimmalle riville
- Kansainvälistymisen 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. Kansainvälistymisen myötä NoHo tarkastelee markkinapotentiaalia Pohjois-Euroopan ravintolamarkkinoiden kautta, joiden koon yhtiö on arvioinnut olevan noin 100 miljardia euroa. Käsityksemme mukaan yhtiön määrittelemä Pohjois-Euroopan markkina pitää sisällään Pohjoismaiden (pois lukien Islanti), Saksan, Puolan ja Hollannin ravintolamarkkinat. Saksan ravintolamarkkinaa NoHo ei tarkastele kokonaisuutena vaan kaupungeittain.

Suuri markkinapotentiaali selittyy 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.

## Suomen ravintolamarkkina

Suomen ravintolamarkkinan koko oli arviomme mukaan noin 4,4 miljardia euroa vuonna 2020. Toimialan liikevaihto laski viime vuonna merkittävästi (-24 %), kun koronaviruspandemia ja tiukat ravintolarajoitukset romahduttivat asiakaskysynnän. Vuonna 2021 ravintola-alan

näkymät ovat koronapandemiasta johtuen edelleen hyvin epävarmat ja asiakaskysynnän palautuminen on täysin riippuvaista pandemiatilanteen kehityksestä.

Pidämme todennäköisenä, että markkinalta tulee koronakriisin myötä hetkellisesti poistumaan ravintolakapasiteettia, mutta uskomme tämän jäävän lyhytaikaiseksi ja uutta tarjontaa tulee alalle todennäköisesti suhteellisen nopeasti lisää. Koronakriisi ei toistaiseksi ole näkynyt ravintola-alan konkurssitilastoissa, sillä väliaikainen konkurssilaki on vaikeuttanut velkojien mahdollisuutta hakea yrityksiä konkurssiin. Konkurssitilastoissa ei myöskään näy liiketoiminnan lopettaneita yrityksiä.

Ravintola-alan myynti on kasvanut Suomessa pidemmällä aikavälillä muiden Pohjoismaiden tapaan selvästi Suomen yleistä talouskasvua nopeammin ja alan keskimääräinen kasvu oli 2007-2019 välillä laskelmiemme mukaan noin 2,8% vuodessa. Keskeisiä markkinan kasvuun vaikuttavia tekijöitä ovat mm. BKT:n kasvu, kuluttajien käytettävissä olevien tulojen kehitys sekä yritysten luottamus, joka vaikuttaa yritystapahtumien myyntiin. Suuremmissa kaupungeissa asiakaskysyntään vaikuttaa myös turistivirtojen kehitys.

## Kilpailuedut ovat alalla tiukassa

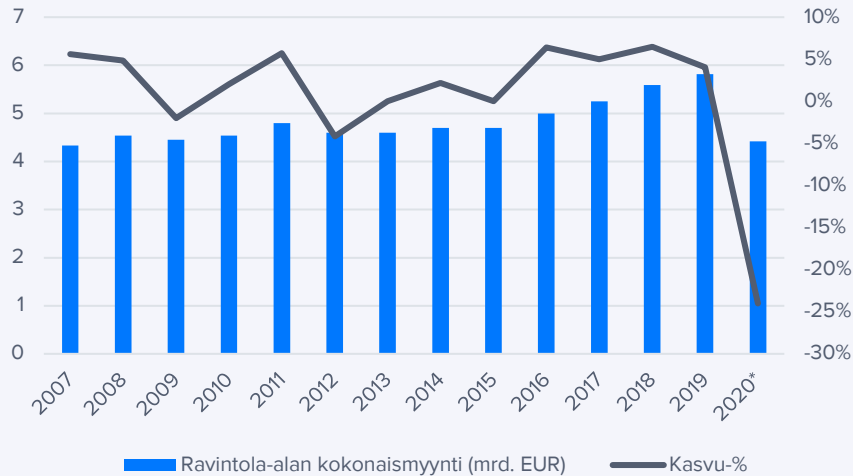
Koska ravintola-alalla ei ole oleellisia alalle tulon kynnyksiä, on toimialalla kestävien kilpailuetujen saavuttaminen näkemyksemme mukaan käytännössä mahdotonta. Alalle tulon esteiden puute näkyy toimialan yleisessä

kannattavuustasossa, joka on ollut yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa varsin vaatimaton (toimialan keskimääräinen liikevoittomarginaali 2007-2019 välillä 2,4 %). Näkemyksemme mukaan ravintolamarkkinassa toimialan keskimääräistä tasoa korkeampaan kannattavuuteen yltäminen edellyttää käytännössä mittakaavaetujen saavuttamista, jotka liittyvät pääasiassa 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 marginaalitaso taustalla.

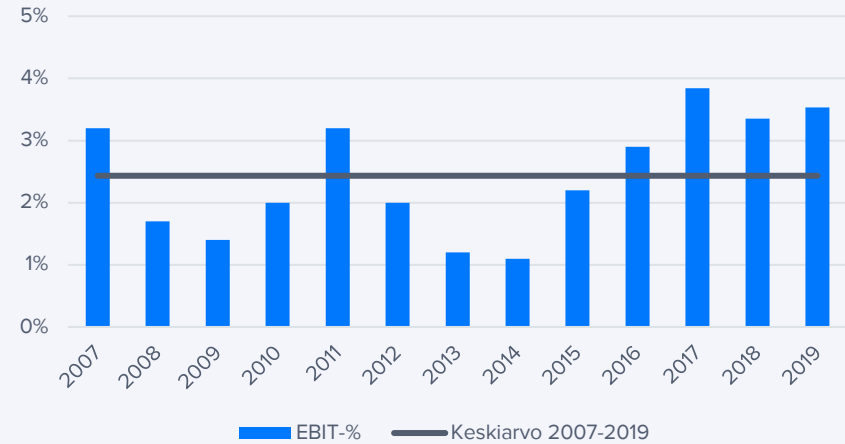
Ravintolaliiketoiminnan pääomatarpeet ovat kohtuulliset, sillä vaikka ravintolaportolion kilpailukyvyyn ylläpitäminen edellyttää säännönmukaisesti kiinteitä investointeja, operoivat toimialan toimialan yhtiöt tyypillisesti negatiivisella käyttöpääomalla, mikä parantaa pääomatehokkuutta. Näin ollen ravintola-alalla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

# Ravintolamarkkina 2/2

Suomen ravintolamarkkinan kehitys

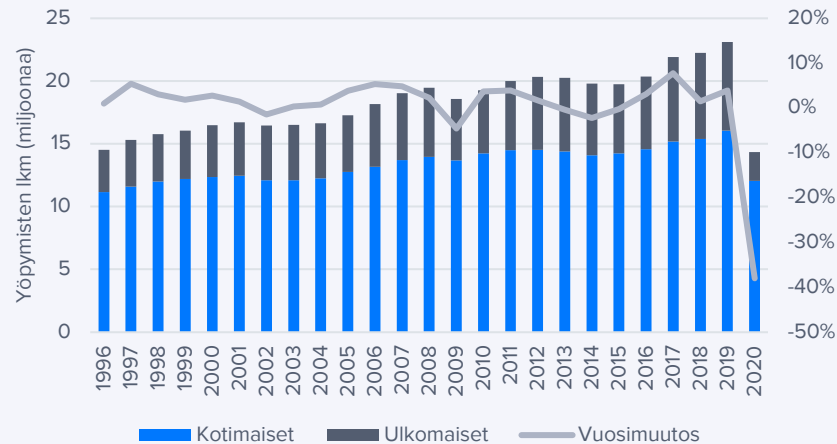


Suomen ravintola-alan pitkän aikavälin kannattavuuskehitys

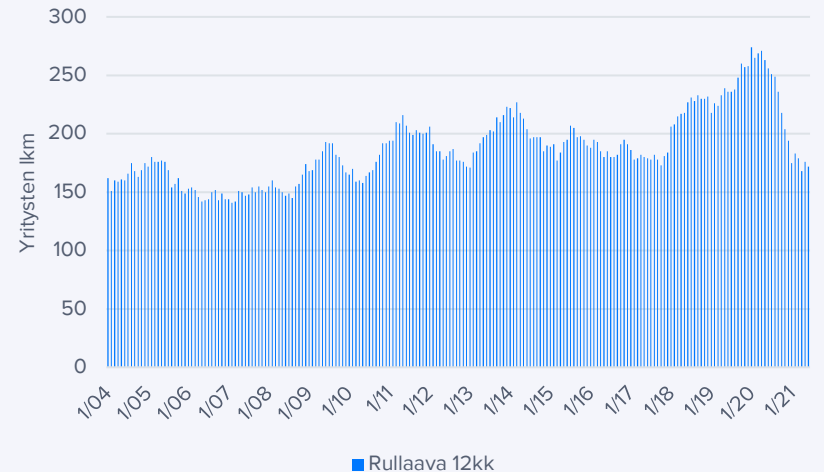


\* 2020 markkinakoko Inderesin arvio

Vuosittaiset yöpymisvuorokaudet Suomen majoitusliikkeissä



Konkurssimäärien kehitys ravintola-alalla



# Taloudellinen tilanne 1/3

## Tase on hurjan kokoinen

Vaikka itse NoHon liiketoiminta sitookin vain varsin rajallisesti kiinteää omaisuutta, on yhtiön tase erittäin raskas. Taseen loppusumma oli Q2'21 lopussa 450 MEUR, mikä on erittäin korkea luku suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan.

Taseen valtava koko selittyy isolta osin IFRS16 vuokravastuilla sekä aineettomilla oikeuksilla. Lisäksi yhtiöllä on merkittävä omistusosuus ydinliiketoimintaan kuulumattomassa Eezy Oyj:ssä. Näistä oikaistuna taseen koko olisi noin 80 MEUR, joka kuvastaa mielestämme huomattavasti paremmin liiketoiminnan oikeita pääomatարpeita.

Yhtiöllä oli Q2'21 lopussa aineetonta omaisuutta taseessa noin 180 MEUR:lla. Aineeton omaisuus koostuu yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta ja muista aineettomista hyödykkeistä. Muut aineettomat hyödykkeet pitävät sisällään mm. tavaramerkkejä sekä kilpailukiello- ja asiakassopimuksia.

IFRS16 vuokravastuita vastaavia käyttöoikeusomaisuuseriä yhtiöllä oli Q2'21 lopussa taseessaan noin 150 MEUR. Käyttöomaisuutta yhtiöllä oli Q2'21:llä 45 MEUR:n edestä. Käyttöomaisuus koostuu ravintoloihin liittyvistä omaisuuseristä (koneet & kalusto).

NoHo omisti 8/2021 noin 25 % Eezy Oyj:stä ja omistuksen arvo oli 6,6 euron osakekurssilla noin 40 MEUR.

NoHon lyhytaikaiset varat sisältävät pääasiassa myyntisaamisia ja varastoon sitoutuu pääomia vain

vähän. Yhtiöllä on lisäksi kirjattuna taseessa noin 12 MEUR:lla verosaamisia koronavirukseen jäljiltä.

NoHolla oli Q2'21 lopussa omaa pääomaa noin 66 MEUR ja tästä vähemmistöille kuuluva osuus oli 2,8 MEUR.

Lainoja yhtiöllä oli Q2'21 lopussa noin 160 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli IFRS16 vuokravastuisiin liittyviä velkoja noin 160 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 pidä tulkita rahoitusveloiksi ja NoHon velkaantuneisuutta tulee tarkastella IFRS16 oikaistuilla luvuilla.

## Liikearvoriski toistaiseksi hallinnassa

NoHon aineeton omaisuus koostuu 136 MEUR:n liikearvosta ja 43 MEUR:n aineettomista oikeuksista. Liikearvon määrä on varsin korkea ja koronavirukseen on nostanut esiin huolia liikearvon kuranttiudesta. Yhtiön omissa laskelmissa rahavirrat ylittävät liikearvon mukaisen kirjanpitoarvon 36 MEUR:lla (12/20: 20 MEUR). Puskuri ei ole kovin suuri, mutta samalla yhtiön käyttämät taustaoletukset eivät ole erityisen aggressiivisia (liikevoittomarginaali 7,4 %, terminaalikasvu 1% & diskonttakorko 8,3 %). Emme näe liikearvossa alaskirjaustarvetta, kunhan yhtiön tuloskunto elpyy odottamallamme tavalla

seuraavan 18kk aikana. Mikäli yhtiön tuloskunto osoittautuisi odotuksiamme heikommaksi, olisi liikearvon alaskirjaus yhtiölle relevantti riski.

Vaikka liikearvon alaskirjaus onkin kassavirtavaikuttamaton erä, olisi se NoHon kannalta iso ongelma johtuen varsin ohuesta omasta pääomasta. Käytännössä merkittävä liikearvon alaskirjaus johtaisi suurella todennäköisyydellä uuden oman pääoman hankintaan. Emme kuitenkaan näe tätä lyhyellä aikavälillä merkittävänä riskinä sijoittajien kannalta.

## 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 pääomatehokkaamman kasvun.

Sijoittajien on hyvä muistaa, että käyttöpääoma voi myös toimia väärään suuntaan mikäli liikevaihto laskee. Koronavirukseen oli tästä karu muistutus NoHolle, kun liikevaihdon äkkipysähdyksen johdosta yhtiöltä sitoutui käyttöpääomaan arviolta 15 MEUR ylimääräistä pääomaa pahimmalla mahdollisella hetkellä. Koronavirukseen on kuitenkin täysin poikkeuksellinen tapahtuma ja normaalitilanteessa NoHon liikevaihto ja samalla käyttöpääoma on varsin vakaa. Normaalitilanteessa yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan nykyisellä volyyymillä arviomme mukaan noin 20 MEUR negatiivinen.

# Taloudellinen tilanne 2/3

## Tase on ottanut osuaa koronavaiheissa

NoHon tase on heikentynyt merkittävästi koronavaiheissa aikana tuloksen ja kassavirran ollessa rumasti tappiolla. Q2'21 lopussa NoHon IFRS16 oikaistuna nettovelkaantumistaso oli 230 % joka on absoluuttisesti sekä suhteellisesti hyvin heikko taso. Nämä luvut eivät kuitenkaan huomioi yhtiön 42 MEUR:n omistusta Eezyssä ja tästä oikaistuna nettovelka olisi noin 120 MEUR nettovelkaantumistaso olisi noin 170 %. Näkemyksemme mukaan tämä taso ei ole enää kovin kaukana NoHon omasta mukavuusalueesta, sillä yhtiö haluaa käyttää merkittävää velkavipua liiketoiminnassaan.

NoHo on itse kertonut tavoittelevansa 3x nettovelka/käyttökate taso. 2022 käyttökate-ennusteemme (ifrs16 oikaistu) on noin 40 MEUR ja Eezystä sekä IFRS16 vastuista oikaistulla nettovelalla (noin 120 MEUR) laskettuna vastaava suhdeluku on noin 3x. Suhdeluku tulee painumaan alle 3x tason vuoden 2022 aikana, kun tulosparannuksen myötä nettovelkataso kääntyy laskuun. Näin ollen yhtiön ei arviomme mukaan tarvitse oleellisesti lyhentää velkaa nykytasolta.

Absoluuttista nettovelkaa suurempi haaste yhtiölle onkin näkemyksemme mukaan sen oma pääoma, joka on supistunut voimakkaasti koronatappioiden myötä. Oman pääoman supistumisen myötä taseen tunnusluvut näyttävät heikoilta ja tase kestää enää hyvin rajallisesti lisää tappioita. Tässä mielessä yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää, että yhtiö ei enää tuhoa omaa pääomaa H2 aikana.

## Kassavirta on vahva

Sijoittajien on tärkeä tiedostaa, että NoHon liiketoiminta generoi normaalioloissa erittäin vahvaa operatiivista kassavirtaa. Yhtiön IFRS16 oikaistut poistot ovat erittäin korkeat (noin 15 MEUR) ja näillä ei luonnollisesti ole kassavirtavaikutusta. Ennusteidemme mukaan yhtiön operatiivinen kassavirta tulee vuosien 2022-2024 aikana olemaan 40-50 MEUR ja yhteensä noin 130 MEUR. Tämä luku ei huomioi investointeja, rahoituskuluja, veroja tai vähemmistöjen tulososuuksia.

Eezyn tuleva myynti muuttaa NoHon lähivuosien kassavirtaprofiilia selvästi. Koska yhtiön ei Eezyn myynnin jälkeen enää tarvitse ohjata kassavirtaa velkojen lyhennykseen, voidaan tämä pääoma ohjata kasvuinvestointeihin sekä osingonmaksuun. Yhtiö on kertonut tavoitteekseen kasvattaa liikevaihtoaan Norjan, F&B:n sekä isojen hankkeiden avulla noin 120 MEUR:lla. Mikäli sovellamme yhtiön historiallista kasvun hintaa tähän (sivu 11) tarkoittaisi tämä noin 100 MEUR:n investointeja välillä 2022-2024. Arviomme investointitasosta on todennäköisesti selvästi liian korkea, sillä yhtiö tavoittelee jatkossa huomattavasti pääomakevyempää kasvua mitä se on historiassa tehnyt. Lisäksi etenkin F&B:n sekä isojen hankkeiden osalta investointitarve on hyvin maltillinen. Käytämme kuitenkin 100 MEUR:n tasoa varovaisuusperiaatteen sekä yksinkertaisuuden nimissä havainnollistavissa laskelmissamme. Yhtiö itse arvioi kesäkuun [strategiainfossaan](#) vuosien 2022-2024 kassavirran olevan yhteensä noin 140

MEUR. Tästä kassavirrasta noin 40 MEUR menee pakollisiin menoihin (korot, verot, vähemmistöt ja ylläpitoinvestoinnit). Yhtiön omat kassavirtaennusteet ovat hieman omia ennusteitamme aggressiivisemmat, mutta kuitenkin samalla pallokentällä. Yhtiön pitäisikin kyetä rahoittamaan strategiakauden vaadittavat investoinnit operatiivisella kassavirrallaan täysimääräisesti ja näkemyksemme mukaan yhtiö ei tarvitse uutta velkarahaa päästäkseen 400 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseensa.

## Yhtiö palaa osingonmaksajaksi Eezyn myynnin jälkeen

Osinkojen osalta NoHo on kertonut tavoitteekseen palata koronaa edeltävälle kasvavan osingon uralle strategiakauden aikana (2019: 0,34e/osake). Arviomme mukaan yhtiöllä olisi edellytykset palata osingonmaksajaksi jo 2022 keväällä, mikäli Eezyn myynti toteutuu ennen tätä. Lähdemme ennusteissamme kuitenkin siitä, että Eezy myydään 2021-2022 aikana ja ensimmäinen osinko 0,30e maksetaan keväällä 2023. Odotamme nyt 2023 osingon jäävän vielä hieman alle 2019 tason ja 2024 keväällä osingon (0,40e) tulisi ylittää 2019 taso. Ennusteissamme 2021-2024 osingot ovat noin 14 MEUR ja yhtiöllä ei ole ongelmia näiden rahoituksessa, sillä jo pelkkä kasvun myötä sisään tuleva käyttöpääoman on strategiakaudella samaa luokkaa tämän summan kanssa.

# Taloudellinen tilanne 3/3

## Likviditeettiasema on kohtuullinen

NoHon likviditeettiasema on tällä hetkellä kohtuullinen. Heinäkuun lopussa yhtiöllä oli arviomme mukaan noin 10 MEUR likvidejä varoja sekä 6 MEUR käyttämätöntä luottolimiittiä. Lisäksi kassavirta pyörii tällä hetkellä positiivisena ja kassatilanne pysyy toistaiseksi vakaana.

Yhtiöllä on H2:lla tulossa maksuun 4 MEUR:n yrittäjädistusohjelma sekä 6,7 MEUR:n pankkilainat. Q1'22 erääntyy 2 MEUR pankkilainaa ja Q2'22 11 MEUR Teollisuussijoituksen vaihtovelkakirjalaina sekä 9 MEUR:n pankkilainat.

Mikäli ravintolamarkkinalle ei aseteta uusia merkittävästi tiukempia rajoituksia, tulee NoHon kassavirta pysymään läpi H2 plussalla ja näin ollen sillä ei ole ongelmia suoriutua lainojensa maksuista. Mikäli rajoitukset kiristyisivät oleellisesti nykyisestä ja yhtiön kassavirta valahtaisi jälleen miinukselle, jouduttaisi lainojen rahoituksessa todennäköisesti turvautumaan Eezyn nopeutettuun myyntiin. Tämä ei näkemyksemme mukaan ole kovin suuri ongelma, sillä yhtiö on jo muutenkin irtaantumisessa Eezystä nykyisillä kurssitasoilla.

Pahimmassa skenaariossa ravintolat menisivät H2:lla vielä hetkellisesti jälleen kokonaan kiinni, mikä johtaisi käyttöpääoman voimakkaaseen heikentymiseen 2020 ja 2021 kevään tapaan. Tässä skenaariossa yhtiön likviditeetti ei arviomme mukaan olisi riittävä ilman Eezyn lisämyyntejä. Pidämme kuitenkin ravintoloiden täyssulkua erittäin epätodennäköisenä ja lisäksi Eezystä

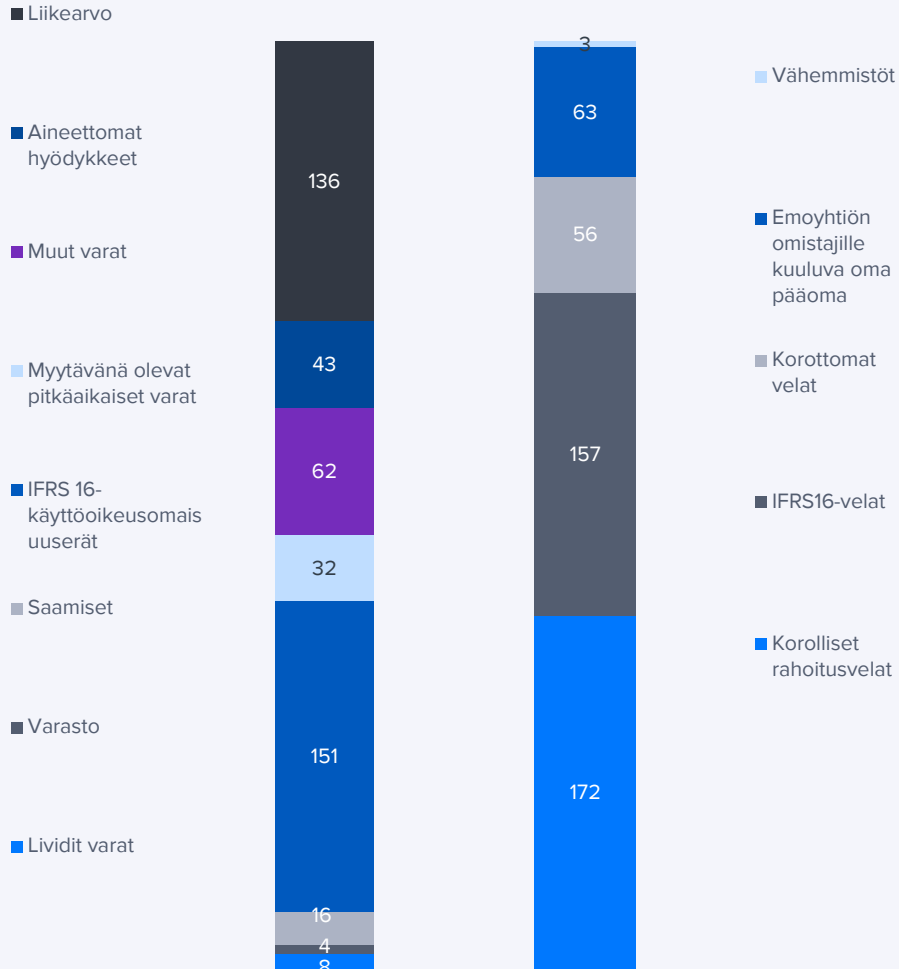
irtaantuminen onnistuu nyt huomattavasti paremmin kuin aiempien sulkujen aikaan, joskin myyntihinta tulisi olemaan selvästi alle nykykurssin.

Q2'22:lla maksuun tulevat yli 20 MEUR:n lainat tullaan rahoittamaan pääosin Eezyn myynnillä ja ennustamme yhtiön irtaantuvan Eezystä kokonaan tähän mennessä. Odotamme yhtiön myös neuvottelevan rahoituspakettinsa uusiksi viimeistään Q2 aikana, kun koronakriisi on jätetty taakse ja Eezyn myynti on supistanut taseen velkataakkaa.

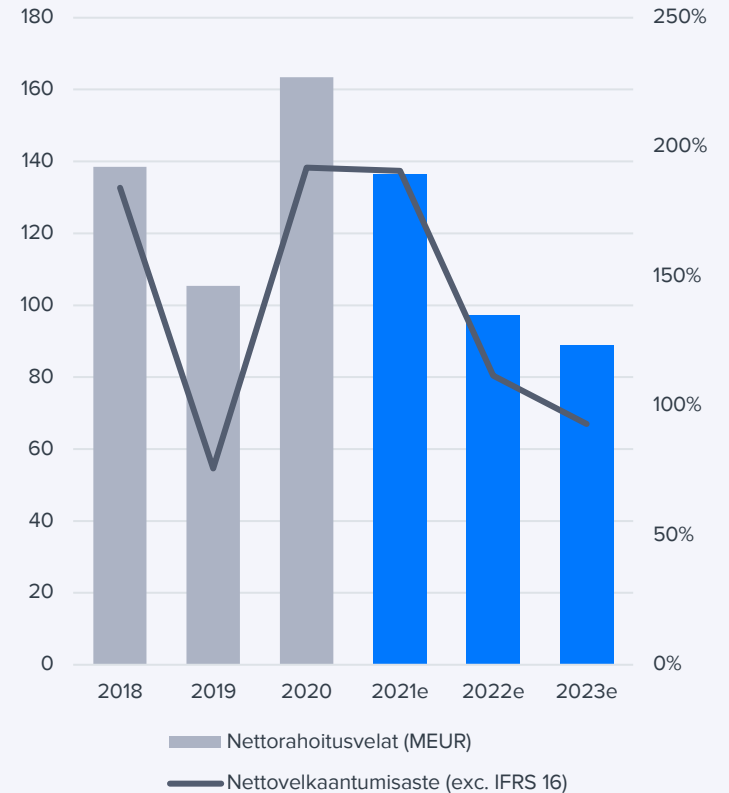
Huomautamme, että yhtiön likviditeettitilanteen seuraaminen on sijoittajan kannalta relevanttia ainoastaan koronakriisin ajan. Koronakriisin hellittäessä yhtiön kassavirta kääntyy vahvasti positiiviseksi ja likviditeetti ei ole enää relevantti riski.

# Taloudellinen tilanne 3/3

Tase Q2'21 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys





# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden tausta

NoHon ennustemalli voidaan jakaa kahteen osaan. Lyhyellä aikavälillä (seuraava 12kk) fokus on puhtaasti koronavirussä, kassavirrassa sekä liiketoiminnan ylösajon kulmakertoimessa. Pidemmällä aikavälillä (+12kk) fokus on puolestaan liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalissa sekä liiketoiminnan kasvussa. Ennustemallimme sisältää kasvuinvestointeina F&B:n sekä isot hankkeet, koska pystymme mallintamaan ne järkevällä tasolla. Yritysostojen osalta emme näe niiden mallintamista mielekkäänä, sillä tuleviin yritysjärjestelyihin liittyy aina merkittävää epävarmuutta.

Olemme oikaisseet ennusteestamme pois Eezyn tulososuuden, sillä odotamme NoHon irtaantuvan Eezystä H1'22 loppuun mennessä. Eezyn tulososuuden merkitys numeroihin on hyvin rajallinen ja mielestämme se lähinnä sekoittaa yhtiön numeroita irtaantumisen ollessa käynnissä. Eezyn myyntivoitot ovat luonnollisesti mukana ennusteissamme.

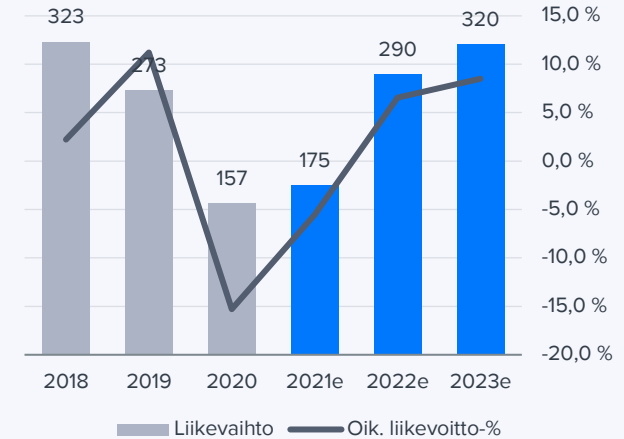
## 2021 – koronaviruksen lopullinen selittäminen

NoHon H1 on sujunut koronaviruksen johdosta erittäin heikosti. Rajoitukset ovat painaneet rajusti yhtiön liikevaihtoa ja tulos on ollut valtioiden tuista huolimatta selvästi tappiolla. Kesäkuussa Suomen rajoitusten helpottaessa yhtiön kassavirta on vihdoin kääntynyt kunnolla plussalle. Myös taseasema on parantunut selvästi kesän aikana, kun käyttöpääoma on pyörinyt oikeaan suuntaan ja Eezyn kurssinousu on nostanut sen omistuksen selvästi.

H2 osalta keskeinen epävarmuus liittyy mahdollisiin uusiin ravintolarajoituksiin. Koronakriisi on mennyt jälleen selvästi heikompaan suuntaan ja tartuntamäärät ovat nousseet rajusti. Yhtiön kannalta keskeiset rajoitukset liittyvät ravintolojen aukioloihin Uudellamaalla ja Pirkanmaalla (~80 % Suomen liikevaihdosta). Yhtiön omien arvioiden mukaan sen kassavirta pysyy nolilla anniskelun loppuessa 21.00. Pidämme nykytiedon valossa varsin epätodennäköisenä, että rajoitukset kiristyisivät näin paljon, sillä sairaalakapasiteetin osalta tilanne koronan osalta on edelleen kohtuullisen hyvä ja lisäksi viranomaisien kommentit eivät ole mielestämme indikoineet selvästi kiristyviä ravintolarajoituksia. Näin ollen odotamme NoHon kassavirran säilyvän positiivisena läpi H2:n, vaikka kuukausitasolla voidaankin käydä vielä miinuksella. Olemme käsitelleet yhtiön likviditeettitilannetta tarkemmin sivulla 23.

Odotamme liiketoiminnan volyymin nousevan asteittain, kun rokotukset etevät ja koronavirusi jää hiljalleen taka-alalle. Yhtiölle tärkeä pikkujoulukausi tulee kuitenkin todennäköisesti olemaan korkeintaan kohtalainen. Operatiivisen tuloksen osalta odotamme loppuvuoden olevan lievästi plussalla. Myös kassavirta tulee säilymään plussalla ja odotamme yhtiön velkataakan laskevan Q2 tasolta. Nettovelkatasoa laskee H2:lla pääosin ennustamme Eezy-osakemyynnit (+20 MEUR).

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## EPS ja DPS



# Ennusteet 2/3

## 2022 kannattavuus on edelleen kysymysmerkki

Lähdemme ennusteissamme siitä, että 2022 tulee olemaan NoHolle normaali vuosi. Vaikka koronaviruksen vaikutus on vielä häiritä hieman yhtiön kausiluontoisesti hiljaisen alkuvuoden kehitystä, ei sillä ole oleellista vaikutusta koko vuoden ennusteisiimme.

NoHo on itse ohjeistanut 2022 liikevaihdon olevan 280 MEUR. Yhtiö myönsi itsekkin strategiainfossa tavoitteen olevan varsin varovainen johtuen koronaviruksen tuomasta epävarmuudesta tapahtumiin, lounasravintoloihin ja yökerhomarkkinaan. Ennustamme itse liikevaihdon olevan 290 MEUR ja mikäli korona ei enää 2022 aiheuta negatiivista vastatuulta yhtiön liiketoiminnalle, on liikevaihdolla hyvät edellytykset ylittää 300 MEUR:n taso. Kokonaisuutena liikevaihtoennusteeseen liittyy mielestämme suhteellisen vähän riskejä.

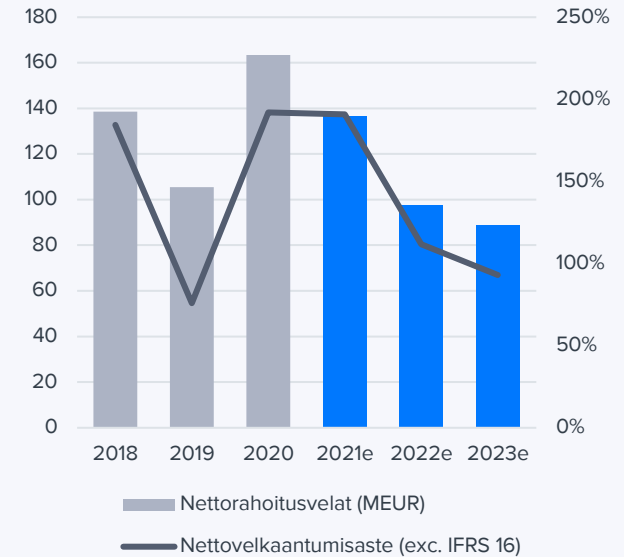
Kannattavuuteen puolestaan liittyy merkittävästi enemmän epävarmuutta. NoHo on koronaviruksen aikana läpikäynyt bruttaalit säästöohjelmat ja yhtiö on itsearvioinut niillä olevan noin 1%:n vaikutus liikevoittoon. Lisäksi yhtiö sulkenut heikosti kannattavia ravintoloita joiden marginaalivaikutuksen tulisi olla noin 1%. Koska Suomen kuluttajien asema on säilynyt läpi koronaviruksen erittäin hyvänä (työllisyys vahva yms.) pitäisi markkinatilanteen olla vastaava kuin 2019. Näin ollen 2019 saavutettu 6,7%:n liikevoittomarginaali tarjoaa mielestämme hyvän pohjan 2022 kannattavuustason haarukoimiseksi.

Lähdemme itse siitä oletuksesta, että kannattavuus paranee selvästi 2019 tasosta johtuen säästöistä ja saneerauksesta. Vaikka yhtiöllä onkin varmasti jonkin verran painetta kulujen kasvun suhteen koronaviruksen hellittäessä, ovat säästöt ja saneerauksen tuomat hyödyt pääosin pysyviä.

Ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 8% joka olisi toteutuessaan yhtiön historian paras ja myös suhteellisesti erittäin hyvä. Huomautamme, että 8%:n liikevoittomarginaali vaatii taakseen sitä että 1) Suomen talouden veto säilyy hyvänä ja 2) koronaviruksen ei aiheuta vastatuulta. Liikevoitto kohoaa ennusteissamme 23,4 MEUR:oon.

Tuloslaskelman alimmilla riveillä rahoituskulut tulevat 2022 aikana laskemaan 2021 tasolta johtuen laskevasta velkataakasta ja Eezyn myynnin jälkeen uudelleenneuvoteltavista rahoituspaketista. Koronaviruksen jäljiltä yhtiöllä on edelleen jonkin verran hyödyntämättömiä verotappioita ja veroaste tulee olemaan alle normaalien tulosuuteen liittyvä merkittävää epävarmuutta ja konservatiivisen arviomme mukaan se on 1,1 MEUR. Kokonaisuutena EPS on ennusteissamme 0,58e, kun Eezyn kertaluontoiset myyntivoitot jätetään huomioimatta (raportoitu EPS 0,81e).

Taseen avainlukujen kehitys



[Katso toimitusjohtajan haastattelu Q2-tulosinfon jälkeen. Aiheina mm. lyhyen aikavälin näkymä ja yhtiön tiekartta ulos kriisistä](#)



# Ennusteet 3/3

## Tase on kunnossa 2022 jälkeen

Tase vahvistuu 2022 aikana merkittävästi, kun NoHo myy loput Eezyn osakkeensa ja kassavirta säilyy selvästi investointeja suurempana. Laskelmiemme mukaan nettovelka tulee 2022 lopussa olemaan alle 100 MEUR ja nettovelka/käyttökate (ifrs-16 oikaistu) suhdeluku noin 2,5x. Vastaava nettovelkaantumisaste olisi noin 120 %. Tase on tässä vaiheessa hyvinkin terve, eikä yhtiöllä ole näkemyksemme mukaan tarvetta vahvistaa sitä enää yhtään enempää. Odotamme yhtiön palaavan myös osingonmaksajaksi 0,30e/osake osingolla. Ennusteemme toteutuessa yhtiöllä olisi kaikki edellytykset nostaa osinkonsa 2019 tason (0,34e) yläpuolelle, mutta koronakriisin sekä yhtiön tulostasoon liittyvän epävarmuuden johdosta pidämme konservatiivista ennustetta perusteltuna.

## 2023-2024 kannattavuus jatkaa parantumistaan

Ennustamme vuosien 2023-2024 liikevaihdon kasvavan noin 10 %:lla vuodessa. Kasvun ajureina toimivat uudet isot hankkeet, F&B sekä markkinan lievä elpyminen 2022 tasolta. 2024 ennusteemme 350 MEUR on alle yhtiön oman 400 MEUR:n tavoitteen johtuen yritysostojen puuttumisesta. Yhtiö on itse kertonut tavoittelevansa Norjasta 50 MEUR:n kasvua yrityskaupoilla ja tämä huomioiden ennusteemme on linjassa yhtiön omien tavoitteiden kanssa.

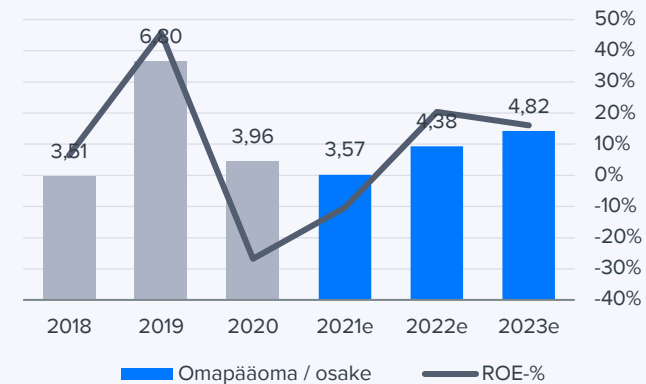
Liikevoittomarginaalin odotamme jatkavan lievään parantumistaan ja nousevan 2024 mennessä 9 %:iin. Vaikka taso onkin alle yhtiön oman 10 %:n

tavoitteen on se erittäin hyvä ja mielestämme tähän yltäminen vaatii yhtiöltä lähes täydellistä suoritusta. Lisäksi olemme edelleen hyvin varauksellisia yhtiön Tanskan liiketoiminnan käänteen suhteen ja emme pidä perusteltuna sen sisällyttämistä ennusteisiin (vaikutus marginaaliin ~0,5 %).

Tuloslaskelman alemmilla riveillä tehokkuuden pitäisi parantua, kun rahoituskulut jatkavat laskuaan ja vähemmistöjen suhteellinen osuus pienenee. Odotamme EPS:n kohoavan 0,90 euroon.

2024 ennustamamme EPS on tismalleen sama kun ennen koronakriisiä odottamamme tulostaso vuodelle 2021. Tuloksen painopiste on muuttunut selvästi, sillä Eezyn osuus tuloksesta on laskenut nollaan ja vastaavasti Ravintolat-segmentin osuus noussut selvästi. Nykyisellä kapasiteetilla ja orgaanisella kasvulla meidän on vaikea nähdä, että NoHon tulospotentiaali olisi merkittävästi tätä suurempi. Tästä seuraavalle tasolle tuloskasvu tuleekin yhä selvemmin liikevaihdon kasvusta sekä mahdollisista yritysjärjestelyistä.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Arvostus 1/2

## Arvonmäärittäminen

NoHon arvonmäärittäminen on tällä hetkellä poikkeuksellisen hankalaa. Koronakriisin johdosta historiallinen tulostaso ei anna mitään tukea arvostukselle ja myös tuleviin ennusteisiin liittyy jälleen poikkeuksellisen paljon epävarmuutta (mikä on yhtiön tulospotentiaali ja koska koronakriisi ei enää häiritse liiketoimintaa). Verrokkiryhmästä tuen hakeminen on myös hankalaa, sillä verrokkiyhtiöt ovat NoHon tapaan koronakriisin runteleimia. Kassavirtalaskelma soveltuu NoHolle myös kohtuullisen heikosti, sillä valtavien IFRS16-poistojen myötä DCF on äärimmäisen herkkä marginaalisille muutoksille ennusteparametreissa.

Nojaammekin NoHon arvonmäärittämissämme tällä hetkellä poikkeuksellisen vahvasti osakkeen lähivuosien tuotto-odotukseen. Kokonaisuutena näemme edelleen osakkeen kokonaistuotto-odotuksen houkuttelevana tulosparannuksen realisoituessa.

## Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Olemme oheisissa matriiseissa havainnollistaneet liikevoittomarginaalin sekä hyväksyttävän arvostustason vaikutusta osakekurssiin. Ylemmässä graafissa olemme heijastelleet yhtiön nykyistä tilannetta. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen liikevaihtopotentiaali on noin 300 MEUR ja lisäksi rahoituskulut ovat suhteellisen korkeat. Liikevoittomarginaalissa emme pidä yhtiön tavoittelemaa 10 %:n tasoa realistisena nykyvolyymillä. Yhtiölle on tässä vaiheessa vaikea perustella pörssin historiallista keskiarvoa korkeampaa arvostusta (P/E 14-16x) johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta.

Kuten matriisista näkyy, on se äärimmäisen herkkä yhtiön liikevoittomarginaalille.

Ennustamallamme 8-9 %:n vahvalla marginaalilla sekä neutraalilla arvostustasolla olisi yhtiön käypä arvo 8-11 euroa per osake. Tämä on myös linjassa 12kk tavoitehintamme kanssa, sillä näkemyksemme mukaan vuoden päästä markkinalla alkaa olla varsin hyvä käsitys NoHon sen hetkisestä tulospotentiaalista.

Alemmassa matriisissa olemme puolestaan hahmotelleet yhtiön strategiakauden loppupuolen potentiaalia. 400 MEUR:n liikevaihtotavoite on mielestämme 2024 mennessä hyvin realistinen, mutta liikevoiton suhteen suhtaudumme edelleen epäilevästi 10 %:n tasoon. Kasvava liikevoitto valuu kuitenkin erittäin tehokkaasti tulokseen, sillä tuloslaskelmassa liikevoiton alapuoliset erät skaalautuvat pääosin hyvin. Lisäksi 2024 NoHolle olisi mielestämme perusteltua soveltaa korkeampaa arvostustasoa, kun yhtiöllä on näyttää ehjä track-record useamman vuoden kannattavasta kasvusta. 8-9 %:n liikevoitolla sekä 16-18 P/E-kertoimella laskettuna käypä arvo olisi 14-19 euroa per osake. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että osakekurssi tuplasi nykytasolta seuraavan kolmen vuoden aikana. Vuosituottona tämä tarkoittaisi erittäin vahvaa noin 25 % tasoa. Tuotto-odotus nojaa käytännössä täysin kurssinousuun, sillä odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vasta keväällä 2023 ja osinkojen osuus kokonaistuotossa on marginaalinen. Huomautamme sijoittajille että NoHon tarjoaman tuotto-odotuksen pitääkin olla suhteellisen korkea johtuen kohollaan olevasta riskitasosta.

## Lyhyen aikavälin osakekurssipotentiali

		Liikevoitto-%						
		5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
P / E	10	1,9	3,1	4,4	5,6	6,8	8,1	9,3
	12	2,3	3,7	5,2	6,7	8,2	9,7	11,1
	14	2,6	4,4	6,1	7,8	9,6	11,3	13,0
	16	3,0	5,0	7,0	8,9	10,9	12,9	14,9
	18	3,4	5,6	7,8	10,1	12,3	14,5	16,7
	20	3,8	6,2	8,7	11,2	13,6	16,1	18,6

### Oletukset

300 MEUR liikevaihto

Tämän hetken rahoituskulut oikaistuna Eezy-omistuksella

Arvio vähemmistöjen normaalista tulososuudesta

21% veroaste

## Pidemmän aikavälin osakekurssipotentiali

		Liikevoitto-%						
		5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
P / E	10	4,0	5,7	7,3	9,0	10,6	12,3	13,9
	12	4,9	6,8	8,8	10,8	12,7	14,7	16,7
	14	5,7	8,0	10,3	12,6	14,9	17,2	19,5
	16	6,5	9,1	11,7	14,4	17,0	19,6	22,2
	18	7,3	10,2	13,2	16,2	19,1	22,1	25,0
	20	8,1	11,4	14,7	17,9	21,2	24,5	27,8

### Oletukset

400 MEUR liikevaihto

Rahoituskulut paketin uudelleenneuvottelun ja Eezy:n myynnin jälkeen

Arvio vähemmistöjen normaalista tulososuudesta

21% veroaste

# Arvostus 2/2

## Verrokkiryhmäarvostus

NoHolle on tarjolla varsin heikkolaatuinen verrokkiryhmä (s.30), sillä 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 normaalioloissa se antaisi kohtuullisen indikaation NoHon hyväksyttävästä arvostustasosta. Koronakriisistä johtuen merkittävä osa ryhmän yhtiöistä on ajautunut NoHon tapaan ongelmiin, mikä heikentää vertailuryhmän käytettävyyttä selvästi.

Verrokkiryhmän arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimille johtuen EV-pohjaisten kertoimien heikosta käytettävyydestä (mm. IFRS16 käsitellyt). 2021 kertoimet voidaan tarkastelussa suosiolla unohtaa (erilaiset koronatuot, rajoitukset yms.) ja fokus kannattaa siirtää 2022 numeroihin. 2022 verrokkiryhmän varsin hajanainen mediaani P/E-kerroin on 16x, joka on itseasiassa yllättävän hyvin linjassa sektorin viimevuosien arvostustason kanssa (P/E 16-18x).

Vertailuryhmän historialliset kertoimet ovat kokonaisuutena varsin korkeat ja näkemyksemme mukaan korkeat kertoimet heijastelevat verrokkiryhmän painotusta Yhdysvaltoihin, jossa pörssin arvostustasot ovat selvästi Eurooppaa korkeammat sekä liiketoiminnan varsin defensiivistä luonnetta.

Mielestämme NoHon on toistaiseksi perusteltua hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään johtuen sen pienemmästä kokoluokasta sekä arvostuserosta Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä.

Lisäksi NoHon riskiprofiili on myös toistaiseksi verrokkiryhmää korkeampi johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta ja korkeasta velkataakasta. Mikäli yhtiön tulosparannus realisoituu suunnitellusti, taseen riskitaso laskee ja yhtiö siirtyy takaisin kestäväälle kasvu-uralle, voitaisiin NoHolle asteittain perustella verrokkiryhmän mukainen arvostustaso.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallin käytettävyys NoHolle on heikentynyt selvästi IFRS16-muutosten myötä. Isosta velkavivusta ja negatiivisesta käyttöpääomasta johtuen NoHon DCF-malli on hyvin herkkä jo pienille muutoksille ennusteoletuksissa. Yhden prosenttiyksikön muutos pitkän aikavälin kannattavuusoletuksissa tai investointitasoissa heilauttaa lopputulosta usealla eurolla ja näin ollen pidämme DCF:n antamaa arvoa lähinnä indikaatiivisena ja emme anna sille oleellista painoa analysissämme.

DCF-laskelmassamme odotamme yhtiön kasvun hidastuvan 2024 jälkeen selvästi ja kannattavuus kääntyy 2024 jälkeen loivaan laskuun. Terminaalijakson kannattavuus on 7,5 % joka on selvästi alle yhtiön oman tavoitteen, mutta samalla yhtiön historian paras taso. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 10,7 %, mutta kovan velkavivun seurauksena WACC-% painuu varsin alhaiseksi 6,0 %:iin. Tuottovaatimus on korkea ja selvästi yli yhtiön normaalin tason johtuen koronakriisistä ja taseen korkeasta velkataakasta. DCF:n mukainen arvo on laskelmassamme hieman yli 10 euroa ja linjassa tavoitehintamme kanssa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä (s. 32).

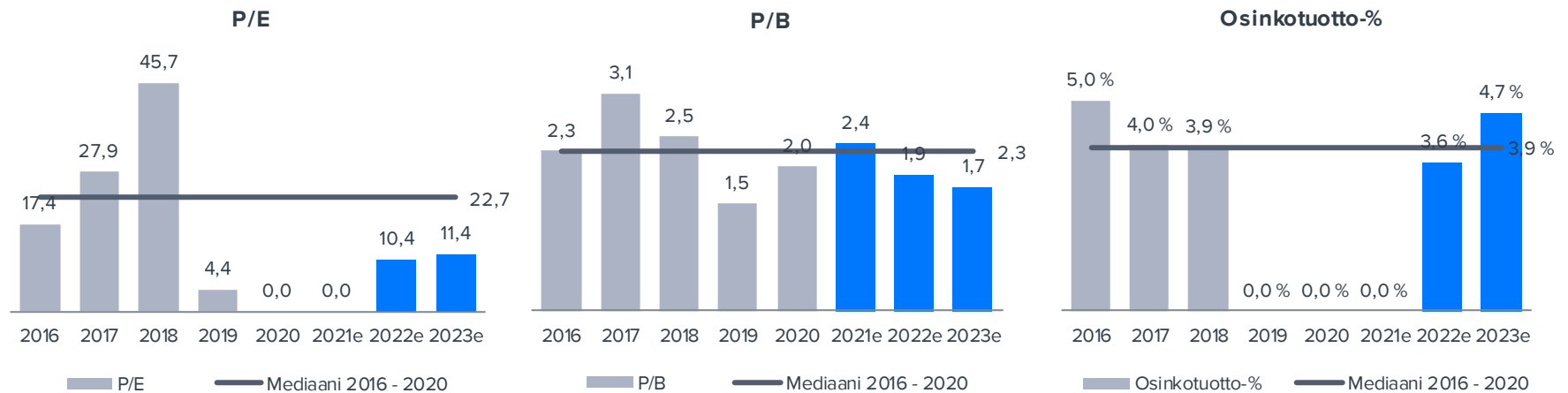
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,43	8,43	8,43
Osakemäärä, milj. kpl	19,2	19,2	19,2
Markkina-arvo	162	162	162
Yritysarvo (EV)	426	420	411
P/E (oik.)	neg.	14,5	11,4
P/E	neg.	10,4	11,4
P/B	2,4	1,9	1,7
P/S	0,9	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	2,4	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	10,2	5,9	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	37,0 %	54,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,6 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,95	8,30	8,66	10,3	8,06	<b>8,43</b>	<b>8,43</b>	<b>8,43</b>	<b>8,43</b>
Osakemäärä, milj. kpl	16,4	16,6	18,9	19,0	19,2	<b>19,2</b>	<b>19,2</b>	<b>19,2</b>	<b>19,2</b>
Markkina-arvo	97	138	164	196	155	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>162</b>
Yritysarvo (EV)	126	184	324	472	478	<b>426</b>	<b>420</b>	<b>411</b>	<b>399</b>
P/E (oik.)	17,4	27,9	45,7	4,4	neg.	<b>neg.</b>	<b>14,5</b>	<b>11,4</b>	<b>9,3</b>
P/E	17,4	27,9	45,7	4,4	neg.	<b>neg.</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,3</b>
P/B	2,3	3,1	2,5	1,5	2,0	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
P/S	0,7	0,7	0,5	0,7	1,0	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	1,7	3,0	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,5	8,2	11,4	6,3	17,1	<b>10,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>
Osinko/tulos (%)	87,9 %	111,0 %	179,4 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>37,0 %</b>	<b>54,3 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,0 %	3,9 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,4 %</b>

Lähde: Inderes



# Vertailuryhmä

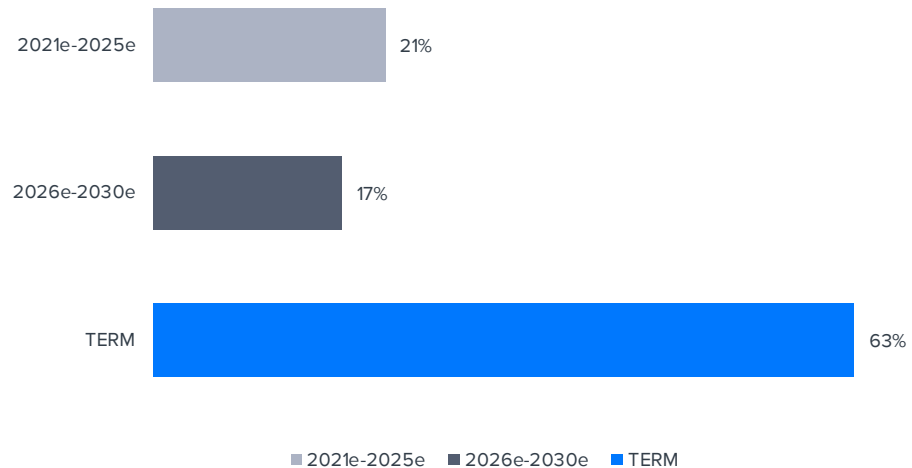
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Jack in the Box	102,50	1905	2914	11,9	12,5	10,2	10,5	3,0	2,9	14,3	14,2	1,6	1,8	
Cheesecake Factory	42,79	1941	2198	17,3	13,1	10,7	8,6	0,9	0,8	18,0	13,1	0,0	2,2	2,9
Restaurant Group	125,60	1129	2097		25,5	40,6	15,0	3,4	2,2		26,4			2,1
J D Weatherspoon	1116,00	1707	3343		21,7	56,9	11,7	3,6	1,6		23,0		0,8	4,8
BJ's Restaurants	38,45	787	782	66,3	14,9	10,0	6,4	0,8	0,7	63,4	17,6	0,4	1,1	2,8
Ibersol	5,96	217	674		40,8	8,8	6,3	1,8	1,5		29,4	0,8	0,8	1,7
Shepherd Neame	980,50	172	281			95,5	9,9	2,6	1,6		16,1		2,4	
Bloomin' Brands	25,11	1987	2629	8,1	8,4	5,6	5,7	0,7	0,7	9,4	9,3		1,6	100,0
Ruth's Hospitality Group	19,38	594	580	15,3	12,0	9,1	7,9	1,6	1,4	17,8	13,8			
Berjaya Food	1,89	146	266	14,2	13,1	6,5	6,3	1,8	1,6	17,2	15,7	1,6	1,9	2,0
Red Robin Gourmet Burgers	24,82	348	478	61,7	24,8	5,8	5,1	0,5	0,4		25,5			3,3
Mitchells & Butlers	286,00	2020	4421		13,2	40,7	8,6	3,5	1,8		12,5			0,9
Texas Roadhouse	88,87	5305	5069	18,9	16,8	13,5	12,1	1,7	1,6	24,3	21,4	1,3	1,9	5,4
Young & Co's Brewery	1590,00	902	1194		21,4		12,1	9,3	3,4		29,4	1,0	1,3	
Del Taco Restaurants	8,43	263	351	14,8	14,4	7,1	6,5	0,8	0,8	17,8	15,5	1,9	1,9	1,4
Carrols Restaurant Group	3,95	175	530	33,3	27,6	6,3	4,9	0,4	0,4			10,2		1,2
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>8,43</b>	<b>162</b>	<b>426</b>	<b>-43,8</b>	<b>22,1</b>	<b>10,2</b>	<b>5,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-13,6</b>	<b>14,5</b>	<b>0,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>1264</b>	<b>1642</b>	<b>26,2</b>	<b>18,7</b>	<b>21,8</b>	<b>8,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>22,8</b>	<b>18,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>10,7</b>
<b>Mediaani</b>		<b>845</b>	<b>782</b>	<b>16,3</b>	<b>14,9</b>	<b>10,0</b>	<b>8,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>17,8</b>	<b>16,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-369 %</b>	<b>48 %</b>	<b>2 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>39 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-176 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>93 %</b>	<b>-5 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-24,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>23,4</b>	<b>27,2</b>	<b>31,5</b>	<b>30,6</b>	<b>31,6</b>	<b>30,6</b>	<b>29,5</b>	<b>30,4</b>	<b>30,9</b>	
+ Kokonaispoistot	52,0	46,9	48,0	44,4	44,8	44,9	44,9	45,0	45,0	45,0	45,0	
- Maksetut verot	-1,3	-0,2	-2,7	-4,2	-5,1	-5,0	-5,2	-5,0	-4,7	-4,9	-5,0	
- verot rahoituskuluista	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	
+ 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	-0,8	8,7	-0,2	2,7	2,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>24,1</b>	<b>48,5</b>	<b>67,0</b>	<b>68,6</b>	<b>72,4</b>	<b>70,0</b>	<b>70,8</b>	<b>70,1</b>	<b>69,4</b>	<b>70,1</b>	<b>70,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-34,6	-39,0	-44,0	-47,0	-45,0	-45,0	-45,0	-45,0	-45,0	-45,0	-47,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-14,1</b>	<b>9,5</b>	<b>23,0</b>	<b>21,6</b>	<b>27,4</b>	<b>25,0</b>	<b>25,8</b>	<b>25,1</b>	<b>24,4</b>	<b>25,1</b>	<b>22,7</b>	
+/- Muut	-0,6	4,5	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-14,8	13,9	27,5	21,6	27,4	25,0	25,8	25,1	24,4	25,1	22,7	519
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>13,6</b>	<b>25,4</b>	<b>18,8</b>	<b>22,5</b>	<b>19,4</b>	<b>18,9</b>	<b>17,4</b>	<b>15,9</b>	<b>15,5</b>	<b>13,2</b>	<b>302</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		482	468	443	424	402	382	363	346	330	315	302
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>482</b>										
- Korolliset velat		-321										
+ Rahavarat		3,12										
-Vähemmistöosuus		-2,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,00										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>194</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,08</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>273</b>	<b>50,1</b>	<b>19,0</b>	<b>56,0</b>	<b>31,6</b>	<b>157</b>	<b>20,2</b>	<b>34,5</b>	<b>56,5</b>	<b>64,0</b>	<b>175</b>	<b>290</b>	<b>320</b>	<b>350</b>
Ravintolat	273	50,1	19,0	56,0	31,6	157	20,2	34,5	56,5	64,0	175	290	320	350
Eezy (aik. Henkilöstövuokraus)	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	0,0
Eliminoinnit	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	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>75,1</b>	<b>4,4</b>	<b>7,7</b>	<b>14,1</b>	<b>1,7</b>	<b>28,0</b>	<b>1,7</b>	<b>9,7</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>41,6</b>	<b>71,4</b>	<b>71,6</b>	<b>76,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-44,5	-11,0	-16,2	-11,2	-13,6	-52,0	-11,4	-11,5	-12,0	-12,0	-46,9	-48,0	-44,4	-44,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>30,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-9,7</b>	<b>19,0</b>	<b>27,2</b>	<b>31,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>30,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>23,4</b>	<b>27,2</b>	<b>31,5</b>
Ravintolat	18,5	-6,7	-8,1	2,2	-11,9	-24,5	-9,7	-1,8	2,4	3,8	-5,3	23,4	27,2	31,5
Eezy (aik. Henkilöstövuokraus)	0,6	0,1	-0,3	0,7	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	11,6	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
Nettorahoituskulut	-5,2	-3,3	-2,3	-2,6	-2,7	-11,0	-2,3	-3,7	-2,5	-2,5	-11,0	-8,5	-7,0	-7,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>25,3</b>	<b>-9,9</b>	<b>-10,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>-34,9</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-16,3</b>	<b>14,9</b>	<b>20,2</b>	<b>24,5</b>
Verot	-1,5	1,0	1,6	0,2	2,6	5,4	1,3	1,3	0,0	-0,1	2,5	-2,7	-4,2	-5,1
Vähemmistöosuudet	-3,0	0,9	0,4	-0,3	1,7	2,6	1,3	0,8	0,0	-0,2	1,9	-1,1	-1,8	-2,0
<b>Nettotulos</b>	<b>20,8</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-10,3</b>	<b>-26,9</b>	<b>-9,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>	<b>17,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,35</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,46</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,54</b>	<b>-1,43</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,62</b>	<b>0,58</b>	<b>0,74</b>	<b>0,90</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>2,35</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,46</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,54</b>	<b>-1,43</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,11</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,39</b>	<b>0,81</b>	<b>0,74</b>	<b>0,90</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-15,6 %	-6,0 %	-71,9 %	-27,0 %	-57,9 %	-42,5 %	-59,8 %	81,1 %	0,8 %	102,4 %	11,7 %	65,6 %	10,3 %	9,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	325,9 %	-227,7 %	-202,0 %	-71,1 %	-269,8 %	-178,5 %	47,5 %	-78,6 %	-93,3 %	-113,6 %	-59,4 %	-295 %	43,3 %	15,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	27,5 %	8,8 %	40,6 %	25,2 %	5,4 %	17,8 %	8,3 %	28,1 %	25,5 %	24,8 %	23,8 %	24,6 %	22,4 %	21,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	11,2 %	-13,2 %	-44,3 %	5,2 %	-37,5 %	-15,3 %	-48,3 %	-5,2 %	0,3 %	2,5 %	-5,6 %	6,5 %	8,5 %	9,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	16,4 %	-17,1 %	-46,3 %	0,3 %	-32,6 %	-17,6 %	-46,9 %	-10,1 %	3,8 %	5,2 %	-4,3 %	5,4 %	4,4 %	5,0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>437</b>	<b>428</b>	<b>402</b>	<b>379</b>	<b>381</b>
Liikearvo	129	135	136	136	136
Aineettomat hyödykkeet	48,5	44,6	42,8	41,8	43,6
Käyttöomaisuus	216	197	189	186	187
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	39,4	39,2	19,6	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	3,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verosaamiset	0,9	8,9	11,0	11,0	11,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>33,7</b>	<b>20,7</b>	<b>28,3</b>	<b>38,0</b>	<b>41,9</b>
Vaihto-omaisuus	5,9	3,7	5,3	5,8	6,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	24,1	13,5	19,3	26,1	28,8
Likvidit varat	3,6	3,1	3,5	5,8	6,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>471</b>	<b>448</b>	<b>431</b>	<b>417</b>	<b>423</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>137</b>	<b>81,0</b>	<b>71,5</b>	<b>87,1</b>	<b>95,4</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	46,4	17,6	10,1	25,7	34,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	57,7	58,4	58,4	58,4	58,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	7,8	4,8	2,8	2,8	2,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>221</b>	<b>232</b>	<b>219</b>	<b>193</b>	<b>188</b>
Laskennalliset verovelat	6,3	7,6	7,0	7,0	7,0
Varaukset	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	207	220	208	182	177
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,7	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>113</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>136</b>	<b>140</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	64,9	101	89,2	78,1	75,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	48,1	34,8	50,8	58,0	64,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>471</b>	<b>448</b>	<b>431</b>	<b>417</b>	<b>423</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	323,2	272,8	156,8	<b>175,2</b>	<b>290,0</b>	EPS (raportoitu)	0,19	2,35	-1,43	<b>-0,39</b>	<b>0,81</b>
Käyttökate	28,4	75,1	28,0	<b>41,6</b>	<b>71,4</b>	EPS (oikaistu)	0,19	2,35	-1,43	<b>-0,62</b>	<b>0,58</b>
Liikevoitto	7,2	30,6	-24,0	<b>-5,3</b>	<b>23,4</b>	Operat. kassavirta / osake	2,76	3,29	1,25	<b>2,52</b>	<b>3,49</b>
Voitto ennen veroja	5,6	25,3	-34,9	<b>-16,3</b>	<b>14,9</b>	Vapaa kassavirta / osake	-6,37	-5,23	-0,77	<b>0,72</b>	<b>1,43</b>
Nettovoitto	3,6	44,6	-27,5	<b>-7,5</b>	<b>15,6</b>	Omapääoma / osake	3,51	6,80	3,96	<b>3,57</b>	<b>4,38</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	Osinko / osake	0,34	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,30</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	305,7	470,8	448,3	<b>430,5</b>	<b>416,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	74 %	-16 %	-43 %	<b>12 %</b>	<b>66 %</b>
Oma pääoma	75,1	137,0	81,0	<b>71,5</b>	<b>87,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	27 %	164 %	-63 %	<b>49 %</b>	<b>72 %</b>
Liikearvo	147,4	128,8	135,2	<b>136,2</b>	<b>136,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-33 %	326 %	-178 %	<b>-59 %</b>	<b>-295 %</b>
Nettovelat	138,7	268,0	317,8	<b>293,7</b>	<b>254,7</b>	EPS oik. kasvu-%	-36 %	1139 %	-161 %	<b>-57 %</b>	<b>-193 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	8,8 %	27,5 %	17,8 %	<b>23,8 %</b>	<b>24,6 %</b>
Käyttökate	28,4	75,1	28,0	<b>41,6</b>	<b>71,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	2,2 %	11,2 %	-15,3 %	<b>-5,6 %</b>	<b>6,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	16,8	-6,2	-0,8	<b>8,7</b>	<b>-0,2</b>	Liikevoitto-%	2,2 %	11,2 %	-15,3 %	<b>-3,0 %</b>	<b>8,1 %</b>
Operatiivinen kassavirta	52,1	62,6	24,1	<b>48,5</b>	<b>67,0</b>	ROE-%	6,4 %	45,6 %	-26,8 %	<b>-10,3 %</b>	<b>20,4 %</b>
Investoinnit	-176,2	-186,3	-34,6	<b>-39,0</b>	<b>-44,0</b>	ROI-%	4,6 %	9,7 %	-5,9 %	<b>-1,4 %</b>	<b>6,5 %</b>
Vapaa kassavirta	-120,4	-99,4	-14,8	<b>13,9</b>	<b>27,5</b>	Omavaraisuusaste	24,6 %	29,1 %	18,1 %	<b>16,6 %</b>	<b>20,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	184,5 %	195,6 %	392,4 %	<b>411,1 %</b>	<b>292,6 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	1,0	1,7	3,0	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>						
EV/EBITDA (oik.)	11,4	6,3	17,1	<b>10,2</b>	<b>5,9</b>						
EV/EBIT (oik.)	45,1	15,4	neg.	<b>neg.</b>	<b>22,1</b>						
P/E (oik.)	45,7	4,4	neg.	<b>neg.</b>	<b>14,5</b>						
P/B	2,5	1,5	2,0	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>						
Osinkotuotto-%	3,9 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>3,6 %</b>						

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 (välttämät 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 arvon 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 yksilöitynä 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 investointipankkiliketoimintaa.

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.

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
12.10.2018	Osta	10,00 €	7,99 €
7.11.2018	Osta	10,00 €	8,60 €
28.11.2018	Lisää	10,00 €	9,10 €
15.2.2019	Lisää	10,00 €	8,54 €
25.3.2019	Lisää	9,00 €	8,00 €
4.4.2019	Lisää	9,00 €	7,80 €
8.5.2019	Lisää	10,00 €	8,90 €
7.8.2019	Lisää	10,00 €	8,82 €
23.9.2019	Lisää	10,00 €	8,40 €
13.11.2019	Lisää	11,00 €	10,30 €
5.12.2019	Osta	11,00 €	9,34 €
5.3.2020	Lisää	11,00 €	10,20 €
12.3.2020	Lisää	7,50 €	7,10 €
18.3.2020	Vähennä	4,50 €	4,44 €
3.4.2020	Vähennä	5,20 €	5,18 €
28.5.2020	Vähennä	6,00 €	5,70 €
10.6.2020	Vähennä	6,50 €	6,26 €
7.7.2020	Vähennä	7,00 €	6,84 €
12.8.2020	Vähennä	6,50 €	6,12 €
5.10.2020	Lisää	6,00 €	4,85 €
11.11.2020	Lisää	7,50 €	6,86 €
12.1.2021	Vähennä	7,50 €	7,70 €
19.2.2021	Vähennä	7,50 €	7,10 €
9.4.2021	Vähennä	8,50 €	8,94 €
12.5.2021	Vähennä	8,50 €	8,27 €
14.6.2021	Lisää	10,00 €	9,05 €
11.8.2021	Lisää	10,00 €	8,57 €
18.8.2021	Lisää	10,00 €	8,43 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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 analyysiä 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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**