

NoHo Partners

Laaja raportti

9/2019

Pöytä on katettu

NoHon alkuvuosi on lähtenyt liikkeelle erinomaisesti ja pöytä on katettu kuluvan vuoden merkittävälle tulosparannukselle. Olemme edelleen luottavia yhtiön lähivuosien voimakkaan tuloskasvun suhteen ja sen realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on hyvällä tasolla. Haluamme kuitenkin nähdä vielä lisää näyttöjä tulosparannuksen jatkumisesta tärkeällä Q3:lla ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista. Toistamme NoHon lisää-suosituksen sekä 10,0 euron tavoitehintamme.

Yritysjärjestelyllä täysiveriseksi ravintolayhtiöksi

NoHo Partners (aik. Restamax) on vuonna 1996 perustettu ja vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö, joka operoi yli 220 seurustelu- ja ruokaravintolaa, viihdekeskusta sekä yökerhoa. Yhtiö laajentui vuonna 2014 henkilöstövuokraukseen (Smile), joka oli osana konsernia aina elokuuhun 2018 asti. Smilen ja VMP:n fuusion myötä NoHosta tuli täysiverinen ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa.

Yritystovetoinen kasvu on dominoinnut viime vuosina kannattavuutta

NoHo on sijoitusprofiililtaan kasvuyhtiö ja se on kasvanut voimakkaasti koko pörssihistoriansa ajan (2013-2018: CAGR 38 %). Yritystotot ovat näytelleet kasvussa merkittävää osaa ja kasvu on ollut laaja-alaista, sillä sekä Ravintolat-segmentti että Smile ovat kasvaneet selvästi toimialojansa nopeammin. Viime vuosien voimakas kasvuhakuisuus on heijastunut yhtiön kannattavuuteen ja yhtiöllä on läpi pörssihistoriansa ollut jatkuvia haasteita saada vahva käyttökate konvertoitua nettotulokseksi. Kuluva vuosi onkin yhtiölle hyvin kriittinen, sillä yhtiön pitää tämän vuoden aikana todistaa, että sen viime vuosien voimakas kasvu on todella ollut kannattavaa ja omistaja-arvoa luovaa.

Yhtiö tekee kuluvana vuonna merkittävän tulosparannuksen

NoHolle kausiluontoisesti vaisu alkuvuosi on lähtenyt erinomaisesti liikkeelle ja yhtiöllä onkin kaikki edellytykset tehdä kuluvana vuonna merkittävä tulosparannus. Tulosparannuksen keskeisinä ajureina ovat Royal-synergiat, ravintolaportfolion saneeraus ja vertailukauden poikkeuksellisten kertaerien poistuminen. Smile-järjestely sekoittaa yhtiön tulosrivejä merkittävän kertatuoton (42 MEUR) johdosta ja suosittelemmekin sijoittajia keskittymään Ravintolat-segmentin kannattavuuteen (EBIT-%), sillä se toimii keskeisenä ajurina osakekurssille. Odotamme Ravintolat-segmentin yltävän kuluvana vuonna 272 MEUR:n liikevaihtoon ja 7,1 %:n liikevoittomarginaaliin. Pidämme segmentin liikevaihto- ja kannattavuusohjeistuksia varovaisina ja uskomme, että yhtiö tulee tarkistamaan ohjeistustaan ylöspäin Q4:n aikana, kun näkyvyys tärkeään pikkujoulukauteen paranee.

Tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla

NoHon sijoittajatarinan kannalta vuosi 2019 on edelleen ratkaiseva. Yhtiön tulee tänä vuonna todistaa, että sen kasvu on ollut kannattavaa ja että Royal-hankinta loi todella omistaja-arvoa. Tulos pohjaisesti NoHon arvostus on 2019e Smile myyntivoitosta oikaistuna neutraali (P/E 14x), mutta 2020 kertoimilla osake on aliarvostettu absoluuttisesti sekä suhteellisesti (P/E 11x). Tulosparannuksen jatkuessa voidaan katseet asteittain kääntää ensi vuoden kertoimiin ja näemmekin kertoimissa asteittaista nousuvaraa. Varsin turvallinen yli 4 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa.

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää



(aik. Lisää)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi: 8,40 EUR

Potentiaali: 19,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Konsernin liikevaihto on noin 390 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 5,8 %. Ravintolat liikevaihto noin 250 MEUR ja liikevoitto yli 6 %. Smile liikevaihto noin 150 MEUR ja liikevoitto noin 5 %.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	323	332	295	306
kasvu-%	74 %	3 %	-11 %	4 %
EBIT oik.	7,2	22,1	22,4	22,7
EBIT-% oik.	2,2 %	6,7 %	7,6 %	7,4 %
Nettotulos	3,6	11,0	14,9	15,6
EPS (raportoitu)	0,19	2,79	0,78	0,81
P/E	45,7	3,0	10,8	10,4
P/B	2,5	1,4	1,3	1,3
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,8 %	5,3 %	5,7 %
EV/Liikevaihto	1,0	1,3	1,5	1,4

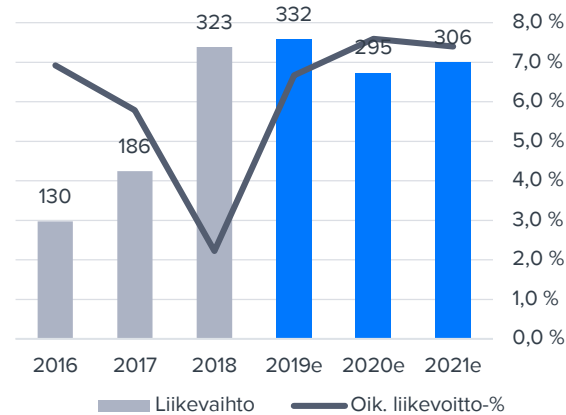
Lähde: Inderes

Osakekurssi



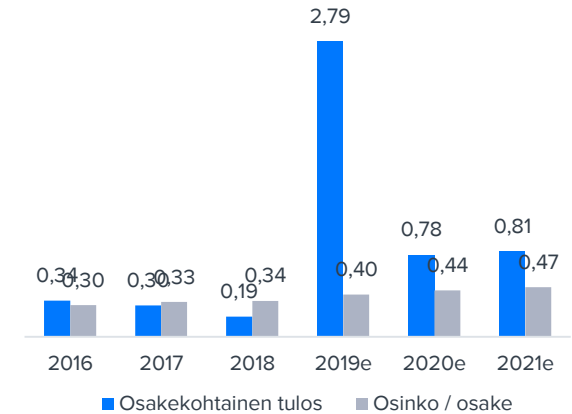
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Royal-integraation onnistuminen
- Tanskan ylösajon onnistuminen
- Yritystovetoinen kasvu
- Osakkuusyhtiö VMP:n kasvu

Riskitekijät

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

Arvostus

- Toteutuneella tuloksella osake on kallis
- Tulosparannuksen realisoituessa osake edullinen
- Osakkeen tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla

MCAP
158
MEUR

P/B
1,4
2019e

Osinko-%
4,8%
2019e

P/E (oik.)
3,0
2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-17
Sijoitusprofiili	18
Toimialakatsaus – Ravintola-ala	19-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-26
Arvonmääritys	27-31
Taulukot	32-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on suomalainen ravintolakonserni, joka operoi yli 220 ravintolaa Suomessa, Norjassa ja Tanskassa. Yhtiöllä on lisäksi merkittävä vähemmistöomistus Helsingin pörssiin listatussa VMP:ssä.

1996

Perustamisvuosi

2013

Listautuminen

323 MEUR (+73% vs. 2017)

Liikevaihto 2018

+38 % (2013-2018)

Raportoidun liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

+26 % (2013-2018)

Ravintolat-segmentin liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

2,2 % (5,8 %)

Oikaistu liikevoitto-%, 2018 (2017)

> 220

Ravintoloiden lukumäärä Q2'19

Lähde: NoHo Partners / Inderes

2013-2015

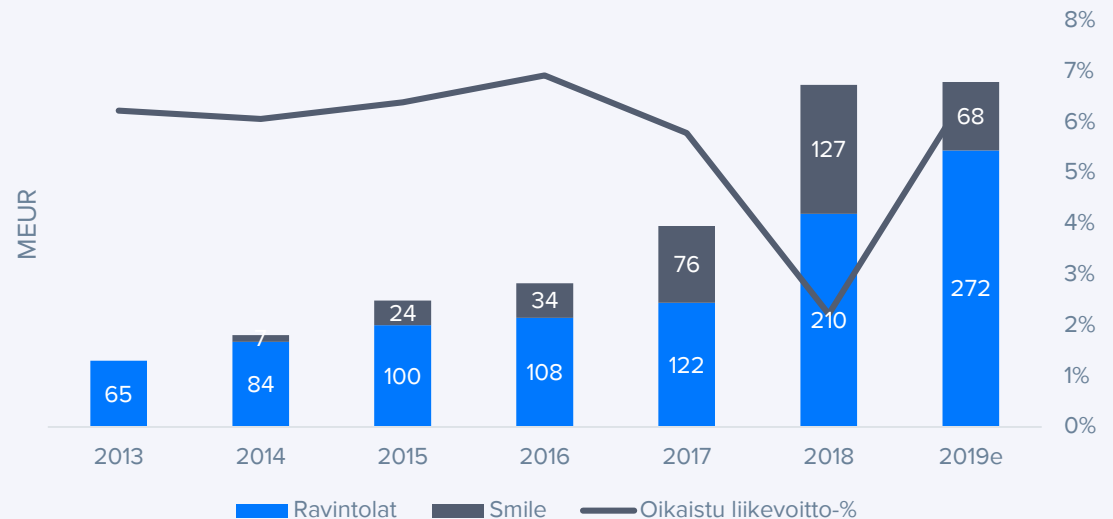
- Restamax (nyk. NoHo Partners) listautuu Helsingin pörssiin päälistalle 2013
- Kasvustrategian kulmakivinä sekä orgaaninen kasvu että yritysostot
- Henkilöstövuokraus osaksi liiketoimintaa vuonna 2014
- Henkilöstövuokrausta aletaan laajentaa HoReCa-sektorin ulkopuolelle
- Yhtiö ilmoittaa vuonna 2015 tavoitteekseen ravintolaliiketoiminnan kansainvälistämisen

2016-2018

- Strategiapäivitys, jonka keskiössä kannattava kasvu kotimaassa ja KV-laajentuminen
- Smile jatkaa laajentumistaan uusille toimialoille
- Yhtiö yrittää Smilen listaamista 2018, mutta IPO epäonnistuu
- 2018 ravintolaliiketoiminta laajentuu Tanskaan
- Yhtiö ostaa Royal Ravintolat ja toteuttaa Suomen ravintolahistorian suurimman yrityskaupan
- Yhtiöstä tulee NoHo Partners
- Uusi johto aloittaa ravintolasalkun siivouksen ja raskaan Royal-integraation

2019-

- Ravintolaliiketoiminta jatkaa kansainvälistymistään ja laajenee Norjaan (4/2019)
- Smile fuusioituu VMP:n kanssa (7/2019)
- Royal-integraation läpivienti
- Kotimaan ravintolaliiketoiminnan kannattavuuden parantaminen



2019 luvuissa Smile mukana vain osan vuodesta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Yritysjärjestelyllä täysiveriseksi ravintolayhtiöksi

NoHo Partners (aik. Restamax) on vuonna 1996 perustettu ja vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö. Yhtiö harjoittaa ravintolaliiketoimintaa (2018: 62 % liikevaihdosta) Suomessa, Tanskassa ja Norjassa ja se operoi yli 220 seurustelu- ja ruokaravintolaa, viihdekeskusta sekä yökerhoa. Ravintolaliiketoiminta tunnetaan muun muassa Elite-, Savoy-, Teatteri-, Stefan's Steakhouse- ja Hanko Sushi-ravintolakonsepteista.

Yhtiö laajensi vuonna 2014 henkilöstövuokrausliiketoimintaan (Smile Henkilöstöpalvelut), joka oli osana konsernia aina elokuuhun 2019 saakka, jolloin Smile yhdistyi henkilöstöpalveluyritys VMP:n kanssa. Henkilöstövuokrausliiketoiminta (2018: 38 % lv:stä) kasvoi NoHon omistuksessa voimakkaasti (2014-2018: CAGR 108 %) ja toimintaa laajennettiin useille uusille asiakastoimialoille. Smile Henkilöstöpalvelut tarjoaa vuokratyönvoimaa muun muassa hotelli- ja ravintola-alalle, teollisuuteen, rakentamiseen, tapahtumiin ja terveydenhuoltoon.

Smilen ja VMP:n yhdistymisen johdosta henkilöstövuokrausliiketoiminta ei ole enää osana konsernia ja se käsitellään kirjanpidossa osakkuusyhtiönä. Fuusion myötä NoHosta tuli täysiverinen ravintolayhtiö.

Sijoitusprofiilina kasvuyhtiö

NoHo on ollut perustamisestaan lähtien kasvuyhtiö. Yhtiö on kasvanut voimakkaasti koko pörssihistoriansa ajan (2013-2018: CAGR 38 %) ja

on ollut yksi Helsingin pörssin nopeimmin kasvavia yhtiöitä. Kasvu on ollut laaja-alaista ja molemmat segmentit ovat kasvaneet selvästi toimialaansa nopeammin. Liiketoimintoja on kasvatettu sekä orgaanisesti että lukuisten yritysostojen avulla.

NoHo on käyttänyt vuosina 2013-2018 yritysostoihin arviomme mukaan noin 100 MEUR. Viime vuosien merkittävimpiin hankintoihin lukeutuvat Royal Ravintolat, Cock's & Cows- ja The Bird-ravintolat, Smile Job Service One ja Smile Banssi sekä Rengasravintolat. Yritysjärjestelyiden track-recordia ja omistaja-arvonluontia tarkastellaan tarkemmin sivulla 15.

Kasvu on dominoinnut viime vuosina kannattavuutta

NoHon viime vuosien voimakas kasvuhakuisuus on heijastunut yhtiön kannattavuuteen ja yhtiöllä on läpi pörssihistoriansa ollut jatkuvia haasteita saada vahva käyttökate konvertoitua nettotulokseksi. 2018 yhtiön kannattavuus laski voimakkaasti ravintolasalkun siivouksen sekä isojen yrityskauppojen integraatioiden myötä.

2019 on yhtiölle hyvin kriittinen vuosi, sillä yhtiön pitää tämän vuoden aikana todistaa, että sen viime vuosien voimakas kasvu on todella ollut kannattavaa ja omistaja-arvoa luovaa.

Vahva kasvullinen omistajuus

NoHon sijoitusprofiilissa heijastuu kasvuhakuisuuden lisäksi vahva kasvullinen omistajuus, sillä yhtiön perustajat omistavat yhtiöstä edelleen merkittävän osan ja myös johtoryhmällä on merkittävät omistukset yhtiössä.

NoHo Partnersin liiketoimintarakenne (2018)

NoHo	
Liikevaihto 323 MEUR, EBIT (oik.) 7,2 MEUR	
Ravintolat	Henkilöstövuokraus
Lv. 210 MEUR EBIT 2,2 MEUR EBIT-% 1,1 %	Lv. 127 MEUR EBIT 5,0 MEUR EBIT-% 3,9 %
<ul style="list-style-type: none">RuokaravintolatViihdeYökerhotFast CasualTapahtumatKansainvälinen liiketoiminta	<ul style="list-style-type: none">Hotelli-, ravintola- ja cateringTapahtumat ja promootiotTeollisuus, rakentaminen ja logistiikkaTerveydenhuolto ja lääkäritSuorarekryointi ja työvoiman tuonti

Liikevaihdon jakauma 2018



Liikevoiton jakauma 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli Ravintolat

Liiketoimintamallin keskiössä konseptipohjainen lähestymistapa

NoHon ravintolaportfolio koostuu yli 220 ravintolasta. Yhtiön liiketoimintamallin keskiössä on konseptipohjainen lähestymistapa, jolla se pyrkii välttämään ketjumaista toimintamallia. NoHolla oli vuonna 2018 yhteensä yli 100 ravintolakonseptia, joista noin 20 on monistettavia konsepteja. Monistettavista konsepteista esimerkkejä ovat muun muassa Stefan Stakehouse, Viihdemaailma Ilona ja Hanko Sushi. Paikallisiksi, ei-monistettaviksi konsepteiksi lukeutuvat esimerkiksi Savoy, Löyly ja Näsilinna.

Konseptipohjaisen lähestymistavan suurin etu on se, että yhtiöllä on mahdollisuus olla osana koko elämysten maailmaa, mikä mahdollistaa suuremman markkinaosuuden saavuttamisen tietyllä markkina-alueella. NoHolla on esimerkiksi Jyväskylässä, Helsingissä ja Tampereella lounasravintoloita, illallispaiikkoja, illanviettopaiikkoja (pubit ja pelisalit) sekä yökerhoja. Yhtiö voi myös kasvattaa markkinaosuuttaan tarjoamalla useita kilpailevia konsepteja eri kategorioihin (esim. useita lounaspaiikkoja).

Monistettavissa olevat ravintolakonseptit operoivat omilla brändeillään, joten kuluttaja ei itseasiassa tiedosta käyvänsä saman omistajan ravintoloissa. Pidämme perusteltuna, että yhtiö pitääkin NoHon pelkästään pörssibrändinä ja pois kuluttajien tietoisuudesta. Näkemyksemme mukaan kuluttajamielikuva voisi kärsiä, mikäli yhtiö alkaisi korostamaan markkinoinnissa ja viestinnässä ravintoloiden kuulumista NoHo-konserniin.

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.

Konseptipohjaisen liiketoimintamallin heikkoutena on tiettyjen skaalaetujen puute. Konseptipohjainen malli ei esimerkiksi mahdollista valtakunnallista markkinointia, sillä jokaista konseptia täytyy mainostaa erikseen. Näkemyksemme mukaan NoHolla pitäisi olla kokoluokkansa ansiosta edellytykset hyödyntää merkittävästi nykyistä enemmän kanta-asiakasjärjestelmän tai erilaisten digitaalisten markkinointikanavien potentiaalia. Esimerkiksi Ravintolat.fi-sivustonsa kanssa yhtiö on mielestämme epäonnistunut.

Konseptipohjaisella mallilla on neutraali vaikutus esimerkiksi panimo- ja tukkusopimuksiin, sillä yhtiö saa käytännössä niistä samat hyödyt sekä konsepti- että ketkupohjaisella lähestymistavalla. Arviomme mukaan valtaosa kaikkien ravintoloiden hankinnasta menee saman hankintaputken läpi. Henkilöstöresurssien tehokkuus riippuu ennemminkin paikallisesta kokoluokasta, eikä niinkään konseptien lukumäärästä.

Konseptimallissa ravintolayksiköiden 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 liiketoimintatavoitteita ei saavuteta. Partneri- eli yhtiökumppanimallissa NoHo huolehtii puolestaan tarvittavista tukitoiminnoista. Vertailemme eri liiketoimintamalleja tarkemmin sivulla 11.

Päämarkkina-alueet ja ravintolaverkosto

NoHolla on liiketoimintaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa. Ravintolaliiketoiminnan päämarkkina-alue on Suomi ja sen osuus Ravintola-segmentin liikevaihdosta on noin yli 85 %. NoHon ravintolaverkosto on Suomessa melko kattava ja yhtiöllä on ravintoloita 21 paikkakunnalla. Yhtiöllä on vahva markkina-asema erityisesti Tampereella, Jyväskylässä, Oulussa, Rukalla ja Royal Ravintolat-yrityksoston myötä myös pääkaupunkiseudulla. Kattavasta ravintolaverkostosta huolimatta yhtiö on maantieteellisesti tarkasteltuna aliedustettuna tietyissä kaupungeissa (esim. Turku).

Vuonna 2018 tehdyn yritysstoston (Cock's & Cows- ja The Bird-yhtiöt) myötä yhtiö laajeni kotimarkkinoiden ulkopuolelleen Tanskaan. NoHolla on Tanskassa yhteensä 23 ravintolaa, jotka sijaitsevat Kööpenhaminassa, Århusissa ja Lyngbyssä.

NoHo aloitti keväällä ravintolaliiketoiminnan Norjassa perustamalla yhteisyrityksen paikallisten kumppanien kanssa (NoHon omistusosuus 80 %). Yhteisyritys hankki tiettyjen Carpe Diem- ja Crea Diem-tytär-yhtiöiden osakekannat ja 70 %:n omistuksen Trobbelskytter AS:n osakekannasta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Yritysjärjestely käsitti 15 ravintolan kokonaisuuden, jonka liikevaihto oli arviomme mukaan 20-30 MEUR. Yritysjärjestelyn myötä yhtiöllä on ravintolaliiketoimintaa neljässä Norjan kaupungissa (Oslo, Tromssa, Trondheim ja Drammen).

Neljä liiketoiminta-alueetta

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

Ruokaravintolat on ravintolaliiketoiminnan suurin liiketoiminta-alue liikevaihdolla mitattuna. Sen osuus ravintolaliiketoiminnan liikevaihdosta oli noin 46 % vuonna 2018. NoHolla on Suomessa yli 60 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 Stakehouse, Sandro ja American Diner. Ruokaravintolat ovat tyypillisesti avoinna suuren osan viikosta ja myös päivän sisällä ne ovat auki yleensä lounaasta myöhäisiltaan. Näin ollen ruokaravintoloiden käyttöasteet ovat tyypillisesti melko korkeita. Ruokaravintolat sitovat suhteessa enemmän henkilöstöresursseja ja niiden materiaalikate on yökerhoja ja viihderavintoloita alhaisempi. Täten niiden liikevoittomarginaalit ovat tyypillisesti yökerho- ja viihderavintolaliiketoimintaa heikompia. Alhaisemman kannattavuustason vastapainona ruokaravintoloiden riskiprofiili on selvästi yökerholiiketoimintaa alhaisempi.

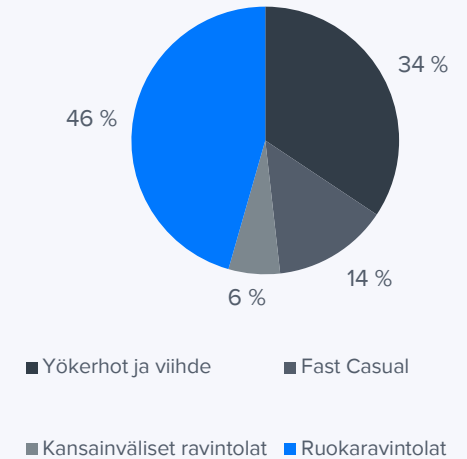
Ruokaravintolaliiketoiminnassa markkina-alueen voitot jakautuvat tavallisesti tasaisemmin useiden toimijoiden kesken.

Yökerhot ja viihderavintolat on ravintolaliiketoiminnan toiseksi suurin liiketoiminta-alue (2018: 34 % liikevaihdosta). NoHolla on Suomessa yli 70 yökerhoa ja viihderavintolaa ja ne sijaitsevat ruokaravintoloiden tapaan eri puolilla Suomea. Yökerhot ja viihderavintolat-liiketoiminta-alueen tarjontaan kuuluvat yökerhot, sporttibaarit, pubit, biljardisalit ja pakohuoneet. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa London, Viihdemaailma Ilona ja Space Bowling & Billiard.

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 kaksi suosituinta yökerhoa ovat lähtökohtaisesti erittäin kannattavia ja kolmanneksi suosituimmalla on myös edellytykset hyvään kannattavuuteen. Kaupungin kolmen suosituimman yökerhon ulkopuolelle jäävien on vaikea saavuttaa hyvää kannattavuustasoa ilman erikoistumista (poikkeuksena Helsinki).

Ravintoloiden liikevaihtojakauma 2018



Brändejä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Viihderavintolat 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.

Ravintolaliiketoiminnan kolmanneksi suurin liiketoiminta-alue on Fast Casual-ravintolat. Fast Casual-ravintoloiden liikevaihto oli viime vuonna noin 34 MEUR ja sen osuus ravintolaliiketoiminnan liikevaihdosta oli noin 14 %. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat Pizzeria Luca, Hanko Sushi, Pizzarium, Ravintola Hook, Classic American Diner ja Sticky Wingers. NoHolla on yli 30 Fast Casual-ravintolaa.

NoHon Fast Casual-brändit ovat monistettavia konsepteja ja liiketoiminta on luonteeltaan skaalautuvaa. Fast Casual-ravintoloissa keskiostokset ovat tyypillisesti matalia. Ravintoloiden käyttöasteet ovat kuitenkin korkeat, sillä ne ovat avoinna lähes viikon jokaisena päivänä aina lounasajasta iltaan asti.

Yhtiö on ottanut vastikään kansainvälistymisen ensiaskeleet Tanskan (2018) ja Norjan (2019) yritysostojen avulla ja kansainvälisten ravintoloiden osuus liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (2018: 6 %). Kansainväliseen ravintolatarjontaan kuuluu ruoka-, fast casual- ja viiheravintoloita, pubeja sekä gin- ja craft-olut-baareja. Liiketoiminta-

alueen brändejä ovat muun muassa Cock's and Cows ja Ruby.

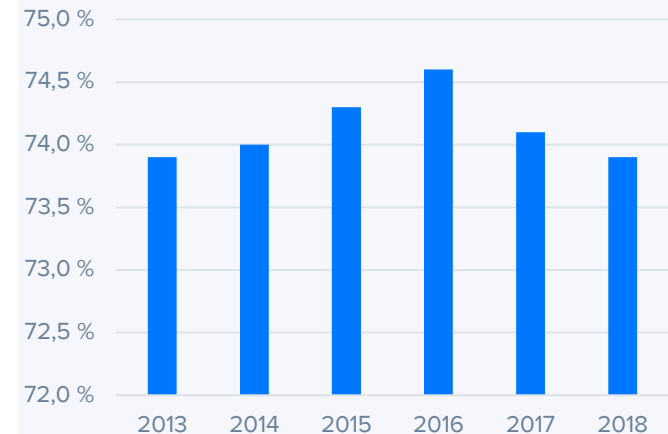
Kulurakenne

Ravintolaliiketoiminnan keskeisiä tunnuslukuja ovat materiaalikate-% ja henkilöstökulu-%. Materiaalikate kertoo yhtiön sisään ostaman tavaran myyntikatetason ja siihen vaikuttaa merkittävästi yhtiön oma skaala, myyntimix ja yleinen suhdannetilanne. Ravintolaliiketoiminnan materiaalikate oli vuonna 2018 73,9 % ja sen kehitys on ollut viimeisen viiden vuoden aikana hyvin vakaata (73,9-74,6 %).

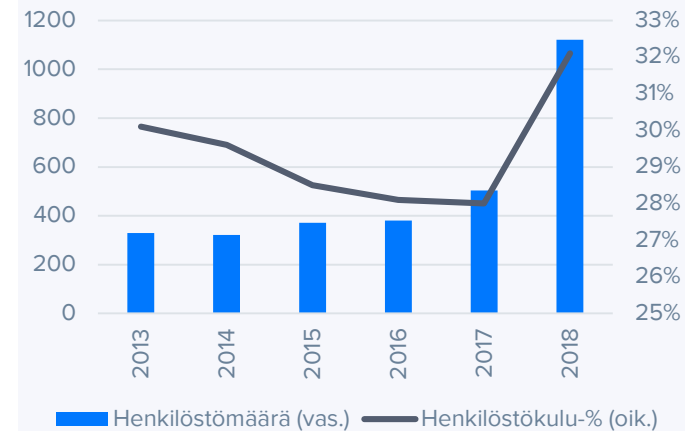
Henkilöstökulut olivat vuonna 2018 32,1 % liikevaihdosta. Ravintolaliiketoiminnan henkilöstökulu-% laski koko yhtiön pörssihistorian ajan aina vuoteen 2017 asti, mutta viime vuonna ravintolaliiketoiminnan henkilöstökulu-% nousi 4,1 %-yksikköä Royal Ravintolat-yritysoston myötä.

Henkilöstökulujen nousu selittyi Royal Ravintoloiden ja Restamaxin erilaisilla jakaumilla osa- ja kokoaikaisten työntekijöiden välillä. Royal Ravintoloissa osa-aikaisina työskenteli vain noin 10 % henkilöstöstä, kun vanhalla Restamaxilla osa-aikaisten osuus oli noin 30 %. NoHo pyrkii osana Royal-integraatiota joustavoittamaan henkilöstörakennettaan vastatakseen paremmin kysynnässä tapahtuviin viikon sisäisiin vaihteluihin. Uudella joustavammalla henkilöstörakenteella ja toimintamallilla NoHo tavoittelee noin 3,5 MEUR:n kustannussynergioita.

Materiaalikate-%



Henkilöstömäärä ja henkilöstökulu-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Yhtiön mukaan osa-aikaisten työntekijöiden osuus koko henkilöstöstä tulee asettumaan lähitulevaisuudessa todennäköisesti noin 20 %:iin. Henkilöstötehokkuus tulee paranemaan näkemyksemme mukaan Royal-integraation myötä selvästi, mutta emme usko ravintoloiden saavuttavan historiallista henkilöstökulutasoja Royalin ja Restamaxin erilaisesta henkilöstörakenteesta johtuen.

Vähemmistöt

NoHo Partnersilla oli H1'19 lopussa yli 20 ravintolaliiketoimintaan liittyvää tytäryhtiötä, joissa sillä on mukana vähemmistöosakkaita. Vähemmistöomistukset vaihtelevat pienistä muutaman prosentin osuuksista kymmenien prosenttien omistuksiin. Tyypillisesti vähemmistöomistajat omistavat ravintoloista noin 30 %. Liiketoiminnallisesti merkittävimmät vähemmistöomistukset ovat Norjan ja Tanskan tytäryhtiöissä.

Vähemmistöomistukset ovat syntyneet pääasiassa yrityskauppojen myötä ja niiden tarkoituksena on sitouttaa vanhat omistajat NoHon liiketoimintaan (partnerimalli). 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.

Vähemmistöjen arvonmääritys

Vähemmistö-omistusten arvonmääritys on erittäin hankalaa, sillä näkyvyys yksittäisten ravintoloiden kehitykseen on hyvin heikko. Lisäksi NoHolla on käytössä aina osakassopimukset, jotka käsityksemme mukaan lähtökohtaisesti velvoittavat vähemmistöomistajat työskentelemään yhtiössä ja riitatilanteissa ne mahdollistavat suhteellisen matalan lunastushinnan. Käsityksemme mukaan vähemmistöyritykset ovat pääsääntöisesti raskaasti velkaisia emoyhtiölle. NoHo ottaa näistä lainoista korkoa joka näin ollen dilutoi vähemmistöomistajien saamaa kassavirtaa. Näistä tekijöistä johtuen vähemmistöjen arvoa ei voi suoraan suhteuttaa niiden osuuteen yhtiön liikevaihdosta. NoHo kertoi Q2'19 lopussa sen määräysvallattomien omistajien osuuksien arvoksi 15,9 MEUR. Katsauskauden jälkeen yhtiö on toteuttanut [Pihkan hankinnan](#) ja arviomme mukaan Q3'19 tilanne on noin 18 MEUR. Laskelmiemme perusteella tämä kuvastaa kohtuullisen hyvin vähemmistöomistajille kuuluvan osuuden käypää arvoa ja olemme käyttäneet tätä laskelmissamme.

Ravintoloiden suurimmat vähemmistöt

Yhtiö	Omistusosuus
Casselli Oy	58 %
Koskimax Oy	60 %
Beaniemax	60 %
El Rey Group Oy	60 %
Purmax Oy	60 %
Sisäsataman Terassi Oy	60 %
Nordic Gourmet Oy	66 %
Dinnermax	70 %
Northmax	70 %
Somax Oy	70 %
Soolo Max Oy	70 %
Suomen Siipiravintolat Oy	70 %
Trobbelskyter AS	70 %
Pihka Oy	70 %
Rivermax Oy	72 %
Nordic Hospitality Partners Denmark A/S	75 %
Skohan Oy	75 %
Poolmax	76 %
Tunturimax Oy	76 %
Crea Diem AS	80 %

Ketju- ja konseptimallin erot ja ravintolatyypin liiketoimintalogiikka

Ketju- ja konseptimallin erot

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

Ravintolatyypin liiketoimintalogiikka

Ravintolatyppi	Yökerho	Ruoka	Viihderavintolat	Fast Casual
Materiaalikate	75-85%	65-75%	70-80%	65-75%
Kiinteät kulut	35-45%	30-40%	25-30%	30-40%
Käytettävyys (aukioloaika)	Matala	Korkea	Korkea	Korkea
Herkkyys käyttöasteelle	Suuri	Maltillinen	Matala	Maltillinen
Elinikä	4-7v	5-10v	5-10v	5-15v
Tulospotentiaali	Korkea	Kohtuullinen	Kohtuullinen	Kohtuullinen
Riskiprofiili	Korkea	Maltillinen	Matala	Maltillinen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Uuden strategian keskeisinä teemoina kannattava kasvu ja kansainvälistyminen

NoHo esitti marraskuussa 2018 nimenmuutoksen yhteydessä päivitetyn strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2019-2021. Uuden strategian keskeisinä teemoina ovat kannattava kasvu ja kansainvälistyminen. NoHon strategian kolme kulmakiveä ovat:

1. Kannattava kasvu kotimaan kasvukeskuksissa ja isoissa tapahtumissa orgaanisesti, uusperustannalla, yritysostoin ja digitaalisesti
2. Kansainvälinen laajentuminen partnerimallia hyödyntäen Pohjois-Euroopan markkinoille
3. Kannattava kasvu henkilöstövuokrauspalveluissa orgaanisesti ja yritysostoin

Suomessa yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua erityisesti skaalautuvan Fast Casual-liiketoiminnan (esim. Hanko Sushi & Luca) orgaanisen kasvun, ravintolaportfolion kehittämisen ja selektiivisten yritysostojen avulla.

Pohjois-Euroopan fragmentoituneille ravintolamarkkinoille laajentumisessa avainasemassa ovat liiketoimintamahdollisuuksia kartoittavat paikalliset partnerit. Yhtiön mukaan laajentuminen voi tapahtua joko paikallisia olemassa olevia konsepteja laajentamalla, uudelle markkinalle Suomessa jo toimiviksi todettuja ravintolakonsepteja tuomalla tai yritysostojen avulla.

Henkilöstövuokrausliiketoiminnassa (Smile) strategiakaudella orgaanisen kasvun ajureina toimivat markkinaosuuden kasvu,

palvelutarjonnan laajentaminen ja uusille asiakastoimialoille laajentuminen.

Taloudelliset tavoitteet

NoHon strategiakauden 2019-2021 numeeriset taloudelliset tavoitteet koskevat liikevaihtoa ja kannattavuutta. Yhtiön tavoitteet ovat erittäin kunnianhimoiset, mutta vahvan track-recordin ansiosta pidämme niitä saavutettavina (track-record sivulla 14). Taloudelliset tavoitteet ovat:

1. **Konsernitaso:** yli 600 MEUR:n liikevaihto ja noin 7,5% liikevoittomarginaali vuoden 2021 loppuun mennessä.
2. **Ravintolat-segmentti:** noin 350 MEUR:n liikevaihto ja noin 8 % liikevoittomarginaali 2021 loppuun mennessä.
3. **Henkilöstövuokraus-segmentti:** noin 300 MEUR:n liikevaihto ja noin 6,5 % liikevoittomarginaali 2021 loppuun mennessä. VMP-fusion jälkeen Smilen tavoitteet eivät luonnollisesti ole enää relevantteja.
4. **Osingonjakopolitiikaksi** yhtiö on linjannut vuosittain kasvavan osingon.

Strategiakausi jakautuu kahteen osaan, josta ensimmäinen keskittyy yhtiön perustan kuntoon laittamiseen sekä merkittävään kannattavuusparannukseen (H2'18-2019). Yhtiö on edennyt kannattavuusparannuksensa kanssa hyvin ja ravintolaportfolion saneeraus, Royal-integraatio ja uusi organisaatiomalli ovat mahdollistaneet merkittävän tulosparannuksen H1'19 aikana. Strategiakauden jälkipuolisko keskittyy kannattavaan kasvuun etenkin kansainvälisesti.

Kansainvälistyminen on looginen askel kasvutarinassa

Suhtaudumme NoHon kansainvälistymistä ja kannattavaa kasvua painottavaan strategiaan lähtökohtaisesti positiivisesti. Yhtiö on kasvattanut kotimaan ravintolaliiketoimintaa viime vuosien aikana merkittävästi ja Royal Ravintolat-yritysoston jälkeen markkinaosuuksien kasvattaminen tulee käymään Suomessa yhä haastavammaksi.

Kansainvälistyminen voi näkemyksemme mukaan tarjota yhtiölle merkittäviä synergiaetuja mm. hankinnassa. Lisäksi kansainvälisen mittakaavan ravintolaliiketoiminta mahdollistaa toimivaksi todennettujen ravintolakonseptien viemisen muihin maihin alhaisilla kustannuksilla.

NoHon kansainvälistymisessä keskeistä osaa näyttelevät yritysostot. Onnistuneet yritysostot ovatkin kriittisiä kansainvälistymisstrategian menestyksen kannalta. Yhtiön track-record tähänastisista kansainvälisistä yritysostoista on vaihteleva ja esimerkiksi Tanskan varsin kallista yritysostoa ei voida pitää täysin onnistuneena. Kansainvälistymisen toinen merkittävä riski liittyy markkinatuntemukseen. Uusiin kohdemaihin laajentuminen edellyttää paikallisen ravintolamarkkinan syvällistä tuntemusta ja paikallistuntemuksen mahdollisesta puutteesta voi muodostua merkittävä riskitekijä. Paikallistuntemukseen liittyvää riskiä yhtiö pyrkii hallitsemaan vahvan paikallistuntemuksen omaavien vähemmistöomistajien avulla. Nämä seikat huomioiden yhtiön olisikin mielestämme tärkeää edetä kansainvälisillä markkinoilla maltillisesti.

NoHon strateginen kehitys



Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liikevaihto vuonna 2015 113,6 MEUR
- ROI keskimäärin 11,4 %
- Nettovelkaantumisaste keskimäärin 48 %
- Osingonjakosuhte keskimäärin 78 %

Lähde: NoHo Partners, Inderes

Toteutunut

- Liikevaihto yli 180 MEUR jo vuonna 2017 (2018: 323 MEUR)
- Kannattavuus heikkenee selvästi sekä käyttökate-että liikevoittotasolla
- Osinko lievässä kasvussa

Strategiakausi 2019-2021

- Royal-integraation läpivienti
- Tanskan ja Norjan toimintojen ylösajo
- Selektiiviset yritysostot
- Smilestä irtautuminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yritysosot ovat merkittävä osa kasvustrategiaa

Kasvu on näytellyt keskeistä roolia NoHon strategiassa ja yhtiö on kasvanut historiansa aikana sekä ravintolaliiketoiminnassa (2013-2018: CAGR 26 %) että henkilöstövuokrauksessa (2014-2018: CAGR 108 %) selvästi toimialojaan nopeammin.

NoHo on investoinut listautumisen jälkeen voimakkaasti liiketoiminnan kasvattamiseen ja laskelmiemme mukaan yhtiö on käyttänyt vuosina 2013-2018 investointeihin yhteensä noin 150 MEUR, josta yrityskauppojen osuus on noin 100 MEUR. Näillä investoinneilla yhtiö on saanut uutta liikevaihtoa 258 MEUR ja uutta liikevoittoa 3,1 MEUR. Sijoittajan on syytä huomata, että yhtiön vuoden 2018 tulostasoa oli poikkeuksellisen matala isoista yritysostoista ja poikkeuksellisista kertaeristä johtuen. Näkemyksemme mukaan kuluvan vuoden liikevoitto (2019e: 22,1 MEUR) antaa huomattavasti realistisemmän kuvan yhtiön normaalista tulostasosta ja sen pohjalta laskettuna investoinnit ovat tuottaneet uutta liikevoittoa noin 18 MEUR ja sijoitetun pääoman tuotto on ollut laskelmiemme mukaan noin 12 %.

Ravintolat-segmentin viime vuosien yritysjärjestelyt

Ravintolat-segmentti on tehnyt 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-yritysosto toi mukanaan selkeitä synergioita ja

sen avulla NoHo laajensi liiketoimintaansa Poriin sekä vahvisti markkina-asemaansa Helsingin ja Jyväskylän ravintolamarkkinoilla. Yritysoson kokonaiskauppahinta oli 17,5 MEUR ja kaupan arvostuskertoimia voidaan pitää varsin huokeina (EV/EBITDA 3,9x ja EV/EBIT 4,3x). Edullisia kertoimia kuitenkin dilutoi se, että yhtiö rahoitti kaupan pääosin omilla osakkeilla, jotka olivat kaupantekohetkellä selvästi aliarvostettuja.

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

Viime vuonna toteutettu Tanskan yritysosto (Cock's & Cows- ja The Bird-yhtiöt) oli Royal Ravintolat-hankinnan tapaan strategisesti looginen, sillä toimivaksi todennettujen ravintolakonseptien hankkiminen mahdollisti ravintolaliiketoiminnan kansainvälistämisen kohtuullisen alhaisella riskitasolla (vrt. uusperustanta). Yritysosto ei näkemyksemme mukaan kuitenkaan asettanut kaikkia sille asetettuja tavoitteita ja esimerkiksi Kööpenhaminan lentokentän The Bird-ravintola osoittautui kannattamattomaksi investoinniksi. Yritysososta maksettu 22 MEUR:n kauppahinta oli myös korkea (EV/EBITDA 11x) ja Tanskan laajentumisen onnistuminen tulee lopulta riippumaan siitä miten hyvin liiketoimintaa onnistustaan tulevina vuosina kasvattamaan

paikallisten kumppanien kanssa.

NoHo laajentui kuluvana vuonna Norjaan järjestelyllä, joka oli rakenteeltaan hyvin samankaltainen Tanskan yritysoston kanssa. Yhtiö toteutti järjestelyn Tanskasta poiketen edullisilla arvostuskertoimilla (EV/EBITDA < 5), mikä pienentää sen riskitasoa selvästi.

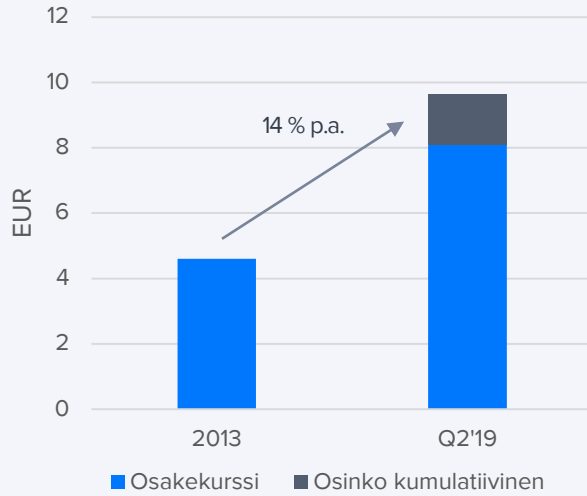
Smile-omistuksen arvonluonti

Henkilöstövuokraus tuli osaksi yhtiön liiketoimintaa vuonna 2014 ja Smile kasvoi NoHon omistusaikana merkittäväksi toimijaksi Suomen henkilöstöpalvelualalla. Smileä kasvatettiin NoHon omistuksessa lukuisten yritysostojen avulla ja segmentin yritysostoihin on käytetty laskelmiemme mukaan vuosina 2014-2018 noin 45 MEUR. Viime vuosien merkittävimpiä yritysostoja ovat vuoden 2014 Staff Invest-hankinta (9 MEUR), vuoden 2017 Smile Banssi- ja Smile Job Services-hankinnat (17 MEUR) sekä vuoden 2018 Adicio-yrityskauppa (6 MEUR).

Smilen velattomaksi arvoksi muodostui elokuussa hyväksytyssä Smile-VMP-fuusiossa 82 MEUR (NoHon omistusosuus järjestelyhetkellä noin 75 %). Kauppahintaa voidaan pitää erinomaisena, kun se suhteutetaan Smileen investoituihin pääomiin. NoHo sai laskelmiemme mukaan Smileen omistusaikana sijoitetuille pääomille noin 17 % keskimääräisen vuosituoton (vuosituotto laskettu painotettuna keskiarvona suhteuttamalla yritysostoinvestoinnit niiden ajankohtaan). Smile-omistuksen kehitystä ja sen arvonluontia voidaan pitää täten erinomaisena.

Yritysjärjestelyt ja omistaja-arvo yhteenveto

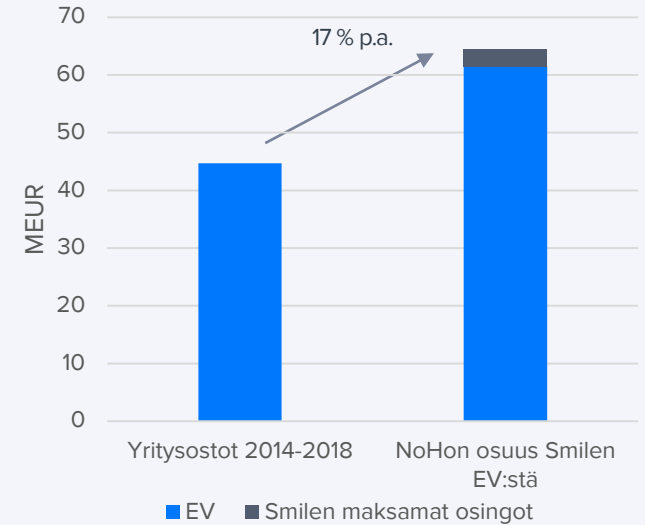
Osakkeen kokonaistuotto



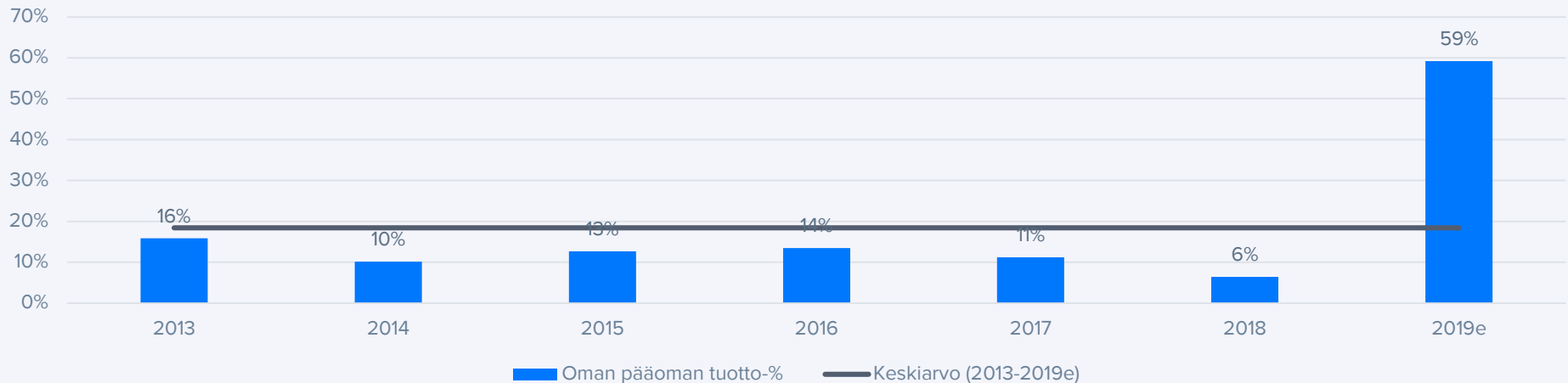
Oma pääoman/osake kehitys *



Smile-omistuksen arvonluonti **



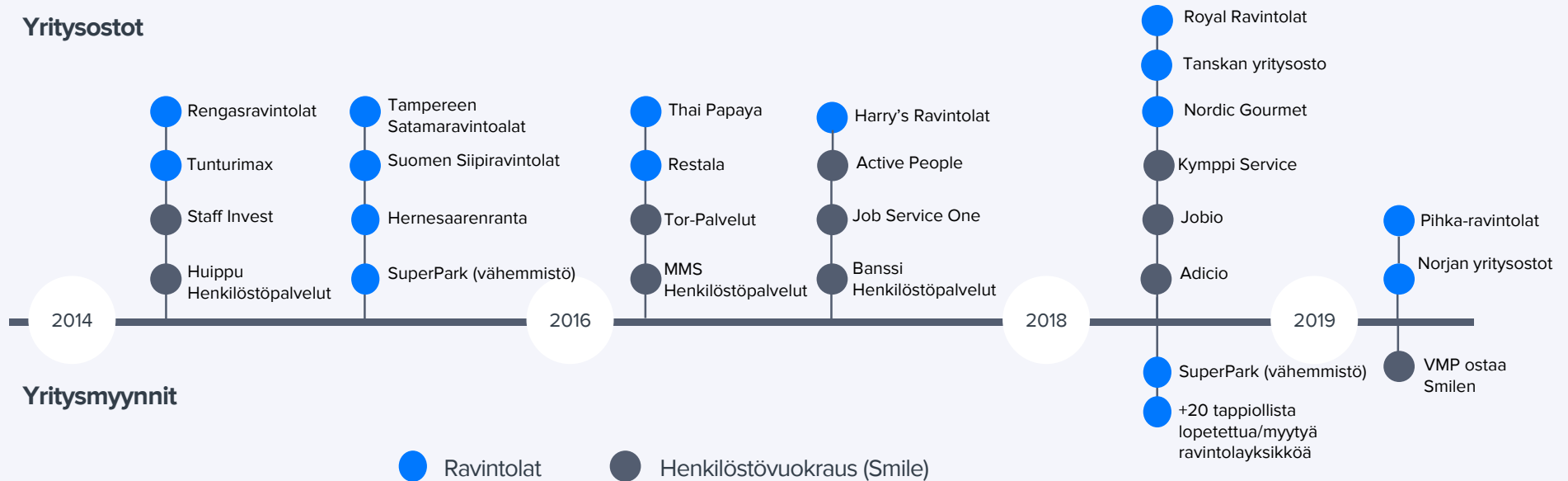
Oman pääoman tuotto



* Omasta pääomasta oikaistu vähemmistöt ja hybridilaina

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

NoHon keskeisiä yrityskauppoja 2014-2019



Lähde: NoHo Partners

NoHon ravintolaliiketoiminnan yrityskauppastrategia

- Selektiivisiä yritysostoja kotimaan kasvukeskuksista
- Yritysostoilla ravintolaportfoliota täydentäviä konsepteja
- Yritysostot isoissa tapahtumissa
- Uusille markkina-alueille laajentuminen yritysostojen avulla

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Yritystovetoinen kasvu

2.

Vahva track-record kasvusta

3.

Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva operatiivinen rahavirta

4.

Defensiivinen liiketoiminta

5.

Kannattavuuden realisoituminen tuloslaskelman alimmille riveille asti

Potentiaali



- Kotimaan tulosparannuksen realisoituminen
- Yritystotot
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Osakkuusyhtiö VMP:n kasvu

Riskit



- Suomen talouden hidastuminen
- Tulosparannuksen realisoituminen
- Kansainvälistyminen

Toimialakatsaus – Ravintola-ala

Pohjois-Euroopan ravintolamarkkina

NoHo on uuden strategian myötä määrittänyt kohdemarkkinakseen Pohjois-Euroopan ravintolamarkkinat. Pohjois-Euroopan ravintolamarkkina on hyvin fragmentoitunut ja jo 20 ravintolan kokonaisuudella on mahdollista saavuttaa merkittäviä skaalaetuja ja olla alueellisesti merkittävä toimija.

NoHon arvion mukaan Pohjois-Euroopan markkinoiden koko on noin 100 miljardia euroa. Käsitksemme mukaan yhtiön määrittelemä Pohjois-Euroopan markkina pitää sisällään Pohjoismaiden (pois lukien Islanti), Saksan, Ranskan, Puolan ja Hollannin ravintolamarkkinat. Saksan ravintolamarkkinaa NoHo ei tarkastele kokonaisuutena vaan kaupungeittain.

Suuri markkinapotentiaali selittyi kohdemarkkinoiden suuremmalla väkiluvulla ja eroilla ravintolapalveluiden kulutuksessa. Yhtiön mukaan muut pohjoismaalaiset (pl. Islanti) kuluttavat ravintolapalveluita 1,5-2,5-kertaa enemmän kuin suomalaiset.

Ravintola-ala on kasvanut Pohjoismaissa huomattavasti yleistä talouskasvua nopeammin. Toimiala on kasvanut Tanskassa, Norjassa ja Ruotsissa selvästi Suomea nopeammin. Suomen ravintola-alan hitampaan kasvuun on vaikuttanut heikko talouskehitys eurokriisin jälkeen.

Suomen ravintolamarkkina

Suomen ravintolamarkkinan koko oli noin 5,5 miljardia euroa vuonna 2018. Ravintola-ala pitää

sisällään pikaruokaravintolat ja kahvilat sekä A-, B- ja C-segmentin ravintolat. Vuonna 2018 voimaan astuneen alkoholilain muutoksen myötä A-, B-, ja C-oikeuksista luovuttiin ja ravintolat saavat anniskella kaikkia alkoholijuomia yhdellä luvalla.

Ravintola-alan myynti on kasvanut Suomessa vuosina 2006-2018 keskimäärin (CAGR) 2,5 % vuodessa ja toimialan kasvu on ollut muiden Pohjoismaiden tapaan selvästi Suomen yleistä talouskasvua nopeampaa. Alan kasvua ovat ajaneet erityisesti pikaruokaravintoloiden ja kahviloiden sekä A- ja B-segmentin ravintoloiden vahva kehitys.

Ravintola-ala on Suomessa trendinomaisessa kasvussa ja alan liikevaihtokehitys on ollut yli kahden vuosikymmenen ajan positiivista vuotta 2009 (globaali finanssikriisi) lukuun ottamatta. Toimiala selvisi suhteellisen vähällä vuoden 2009 taantumasta, sillä alan liikevaihto laski vain 2 % Suomen BKT:n supistuessa yli 8 %. Edellä mainitut seikat ovat osoitus ravintola-alan defensiivisyydestä ja sen taustalla vallitsevista trendeistä. Toimialan keskeisiä trendejä on kuvailtu tarkemmin seuraavalla sivulla.

Suomen talouden viime vuosien hyvä vire on heijastunut positiivisesti ravintola-alan kehitykseen ja ravintola-alan kokonaisynti on kasvanut viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin 5,6 % vuodessa. Maailmantalouden heikkenneet näkymät tulevat väistämättä vaikuttamaan myös ravintola-alaan, emmekä usko lähivuosien kehityksen olevan yhtä vauhdikasta. Vahvoista trendeistä johtuen uskomme kasvun säilyvän

kuitenkin positiivisena.

Toimiala tulee jatkamaan konsolidoitumistaan

Suomen ravintola-ala on hyvin pirstaloitunut ja alalla on viimeisimmän tilaston mukaan yli 10 000 toimijaa. Ravintola-alan yrityksistä valtaosa (97 %) on alle 2 MEUR:n liikevaihtoa tekeviä. Vaikka pienten ravintolayritysten lukumäärä on suuri, edustavat ne vain 51 % alan kokonaisyntistä. Yli 40 MEUR:n liikevaihtotasoon yltäviä yrityksiä on alalla puolestaan alle kymmenen ja niiden osuus alan kokonaisyntistä on arviomme mukaan reilu viidennes.

Uskomme, että ravintola-ala tulee jatkamaan konsolidoitumistaan tulevina vuosina. Ravintola-alalla konsolidaatiolle on olemassa selkeät liiketaloudelliset perusteet, sillä esimerkiksi hallinnosta ja sisäänostoista saatavat synergiat ovat merkittävät.

NoHon konseptipohjaisesta liiketoimintamallista johtuen yhtiö kilpailee käytännössä kaikkien ravintolamarkkinoilla toimivien yritysten kanssa. Ravintola-alan suurin toimija on 500 ravintolan S-ryhmä, jonka ravintolaliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2018 noin 528 MEUR. Vuonna 2018 NoHon toteuttaman Royal Ravintolat-yritysoston myötä NoHo (210 MEUR) ja Restel (215 MEUR) jakavat käytännössä ravintolamarkkinan kakkospaikan.

Toimialakatsaus – Ravintola-ala

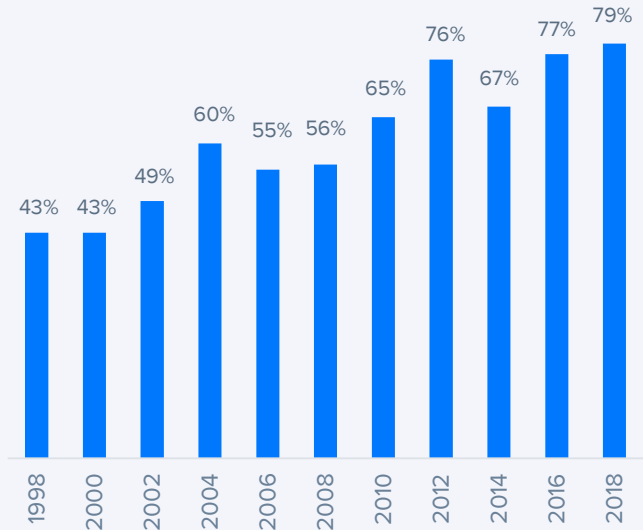
Toimialan trendit

Ravintola-ala on kasvanut Suomessa viimeisen vuosikymmenen ajan selvästi talouskasvua nopeammin. Suomen ravintolamaailma on muuntautumassa selkeästi eurooppalaiseen suuntaan missä arvostus ulkona syömistä ja laadukasta ruokaa ja juomaa kohtaan yleisesti kasvaa. Ravintola-alan keskeisiä trendejä ovat:

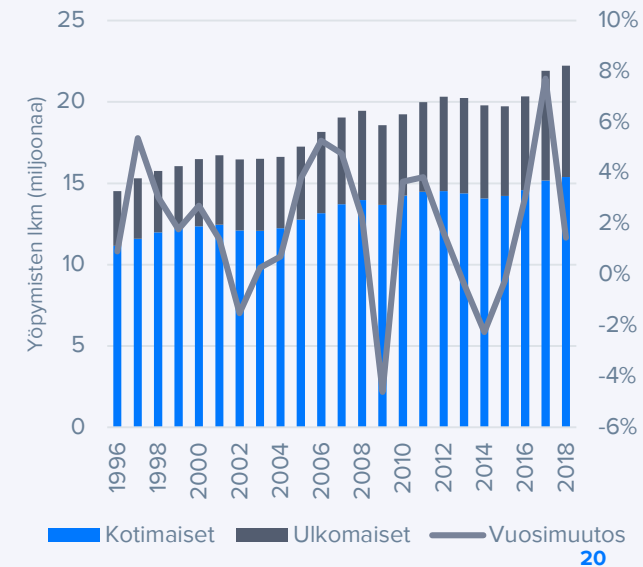
- **Ulkona ruokail yleistyy.** Ulkona ruokailusta on tullut kahdessa vuosikymmenessä yhä tavanomaisempaa.
- **Juomakulttuurista on tullut vastuullisempaa.** Muutokseen on vaikuttanut muun muassa lisääntynyt terveystietoisuus.
- **Matkailun kasvu Suomessa.** Ulkomaisten matkailijoiden määrä Suomessa on kasvanut viimeisen 20 vuoden aikana tasaisesti. Kasvanut kiinnostus Suomesta matkailumaana kasvattaa ravintolapalveluiden kysyntää. Ukrainan kriisistä johtuneilla Venäjän vastaisilla pakotteilla oli negatiivinen vaikutus matkailijoiden määrään vuonna 2014.
- **Elämyshakuisuus ja digitaaliset palvelut.** Kuluttajista on tullut elämyshakuisempia ja ravintolakokemuksilta odotetaan yhä enemmän. Digitaaliset palvelut (esim. Wolt ja Foodora) muuttavat myös ruokailukokemusta.
- **Vastuullinen kuluttaminen.** Kuluttajat ovat yhä kiinnostuneempia ruoan alkuperästä ja ympäristövaikutuksista, mikä heijastuu muun muassa lähi- ja kasvisruoan kysyntään.

- **Lainsäädäntö ja alkoholiverotus.** Vuonna 2018 voimaan tullut alkoholilain uudistus paransi ravintoloiden toimintaedellytyksiä. Uuden alkoholilain myötä anniskeluravintolat voivat päättää vapaasti muun muassa aukioloajoista ja juomavalikoimista. Suomessa kaavailaan korotuksia alkoholin ja virvoitusjuomien verotukseen, jotka astuvat voimaan mahdollisesti vuoden 2020 alussa. Mahdolliset veronkorotukset heijastuisivat todennäköisesti negatiivisesti alkoholin ravintolamyyntiin.

Ulkona ruokailu viimeisen 20v:n aikana

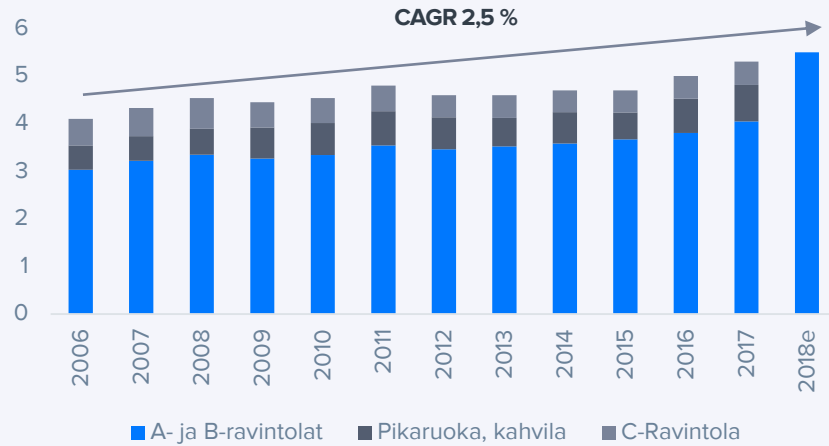


Vuosittaiset yöpymisvuorokaudet Suomen majoitusliikkeissä

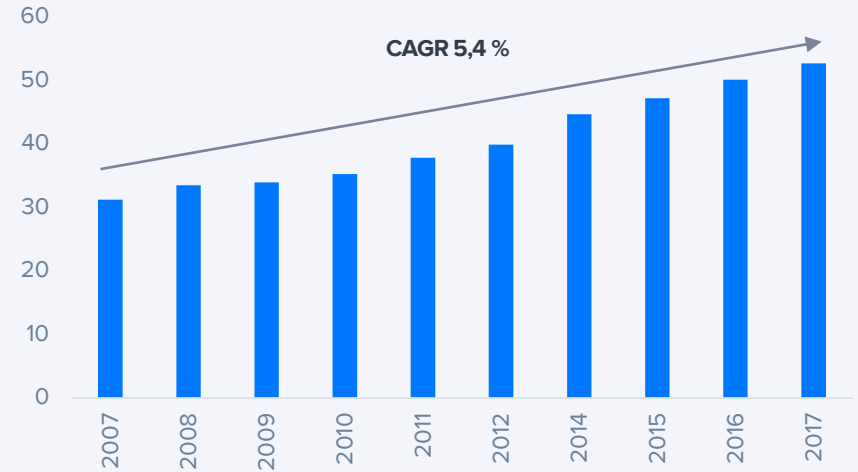


Toimialakatsaus – Ravintola-ala

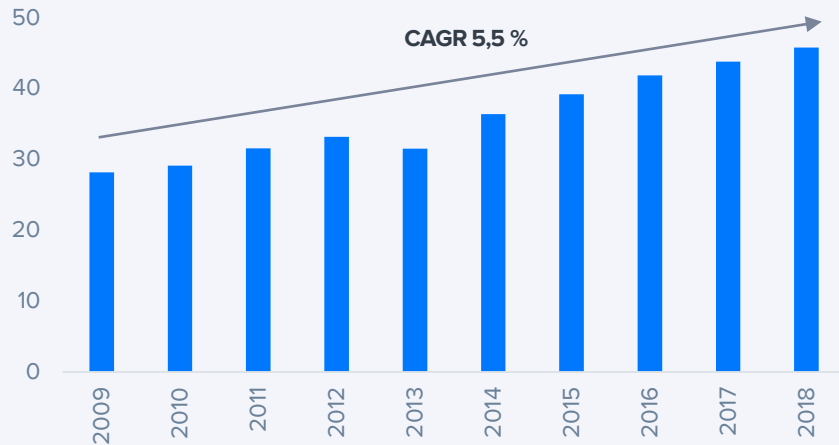
Suomen ravintola-alan kokonaismyynti mrd. EUR



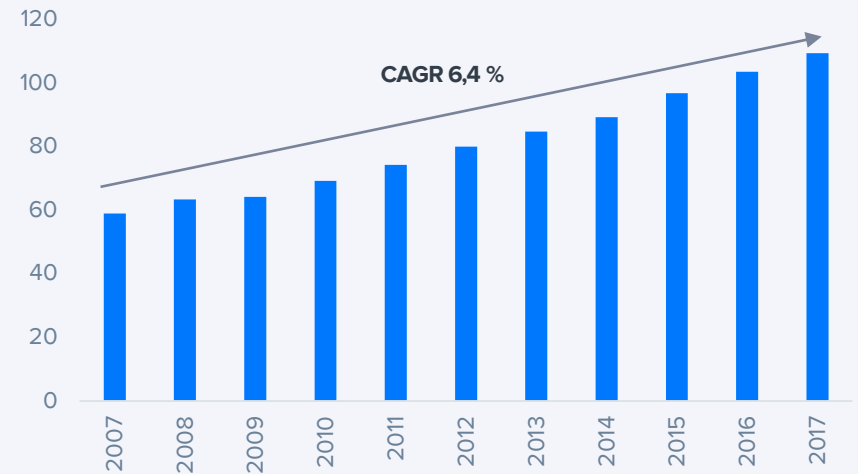
Norjan ravintola-alan kokonaismyynti mrd. NOK



Tanskan ravintola-alan kokonaismyynti mrd. DKK



Ruotsin ravintola-alan kokonaismyynti mrd. SEK



Taloudellinen tilanne

Taserakenne

NoHon liiketoiminta sitoo vain vähän kiinteää omaisuutta ja valtaosa taseen pääomista on sitoutunut yrityskaupoista syntyneeseen aineettomaan omaisuuteen. Yhtiön taseen loppusumma oli Q2'19:lla 525 MEUR, josta aineettoman omaisuuden osuus oli 217 MEUR. Aineeton omaisuus koostuu yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta ja muista aineettomista hyödykkeistä. Muut aineettomat hyödykkeet pitävät sisällään mm. tavaramerkkejä sekä kilpailukiello- ja asiakassopimuksia. Yhtiön liikearvoon ei ole kohdistunut viime vuosina alaskirjauksia, emmekä näe alaskirjausriskiä merkittävänä, kunhan yhtiön indikoima tulosparannus realisoituu 2019 aikana.

Käyttöomaisuutta yhtiöllä oli Q2'19:lla 234 MEUR:n edestä. Käyttöomaisuus koostuu ravintoloihin liittyvistä omaisuuseristä (koneet & kalusto) ja IFRS16-standardin mukaisesta vuokravastuiden nykyarvon suuruutta vastaavasta omaisuuserästä. Lyhytaikaiset varat sisältävät pääasiassa myyntisaamisia ja varastoon sitoutuu pääomia vain vähän.

NoHon oma pääoma oli Q2'19: lopussa 103 MEUR, johon sisältyy 25 MEUR:n hybridilaina (kuponkikorko kiinteä 9 %). Nettovelkaa yhtiöllä oli taseessa Q2'19 lopussa 321 MEUR (IFRS 16-vuokravastuiden osuus ~181 MEUR).

IFRS 16-standardin vaikutukset

Vuoden alussa voimaantulleella IFRS 16 Vuokrasopimukset-standardilla oli huomattavia

vaikutuksia yhtiön tuloslaskelmaan ja taseeseen. IFRS 16-standardin myötä vuokrasopimuksiin liittyvien vastuiden nykyarvo on esitettävä taseen vastattavaa-puolella velkana ja vastaavaa-puolella omaisuuseränä (käyttöomaisuus).

Vuokrasopimusten uuden kirjanpitokäsittelyn myötä taseen tunnusluvut heikkenivät selvästi ja yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q2'19 lopussa 310 %. IFRS 16-vuokravastuista oikaistuna yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q2'19:lla noin 135 %.

Tuloslaskelmassa vuokratulot siirtyivät puolestaan liiketoiminnan muista kuluista poistoihin ja rahoituskuluihin, minkä seurauksena käyttökate kasvoi merkittävästi, eikä käyttökate ole enää vertailukelpoinen luku NoHolle (yhtiö lopetti käyttökateen kommentoinnin Q1-tuloksen yhteydessä). Uudella kirjanpitostandardilla on noin 2,4 MEUR:n vuositason negatiivinen vaikutus yhtiön liikevoittoon ja vastaavasti noin 0,5 MEUR:n negatiivinen vaikutus voittoon ennen veroja. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään NoHossa kertaeristä oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen, sillä se antaa mielestämme parhaan kuvan yhtiön operatiivisesta kehityksestä.

Negatiivinen käyttöomaisuuden mahdollistaa kasvun ilman merkittävää pääoman sitoutumista

Ravintolaliiketoiminnan luonteesta johtuen NoHon käyttöomaisuus on selvästi negatiivinen. Ravintolat saavat maksut asiakkailta tyypillisesti heti ja tavarantoimittajaehdot ovat hyvät. Negatiivisen käyttöomaisuuden ansiosta liiketoiminnan kasvattaminen ei sido merkittäviä pääomia.

NoHon käyttöomaisuuden tehokkuus tulee parantumaan Smile-järjestelyn myötä, sillä henkilöstövuokrauksessa käyttöomaisuusmäärät ovat selvästi ravintolaliiketoimintaa suuremmat.

Tase tervehtyi Smile-järjestelyn myötä

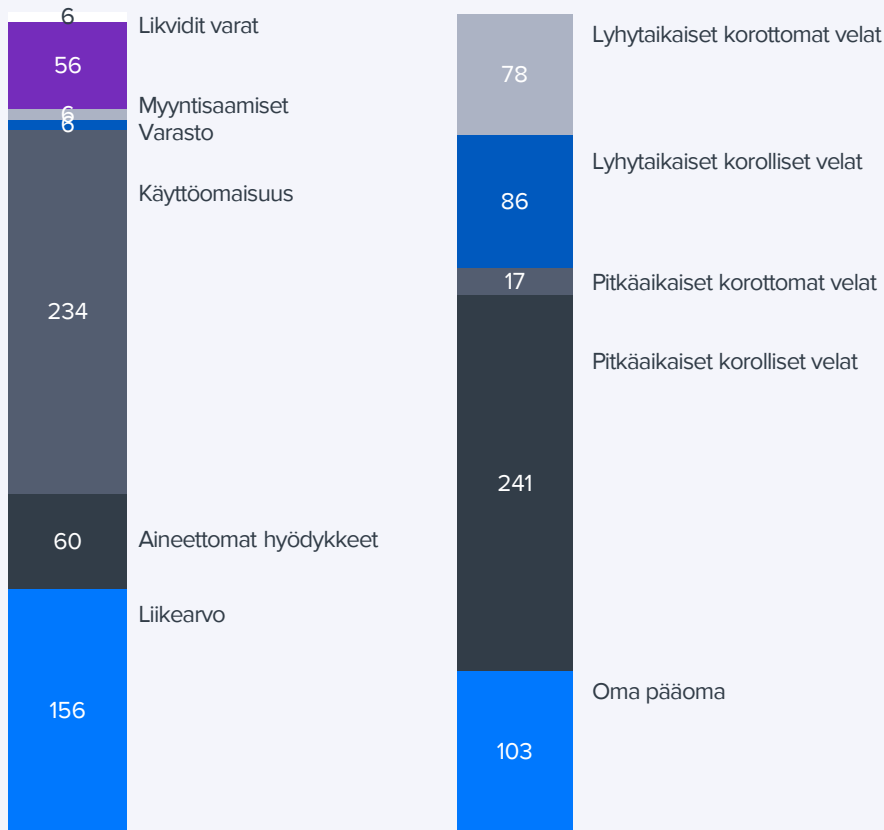
Yhtiön taseasema parani selvästi elokuussa toteutetun Smile-järjestelyn myötä huomattavasti. Smilen ja VMP:n fuusion myötä Smilen velat siirtyivät yhdistyneen yhtiön taseeseen ja NoHo ylöskirjasi Smile-omistustaan 42 MEUR:lla. Järjestelyn seurauksena NoHon IFRS16-vastuista oikaistut nettovelat vähenivät 110 MEUR:oon ja IFRS 16-vastuista oikaistu nettovelkaantumisaste laskee alle 100 %:iin. Smile-järjestely paransi yhtiön taloudellista liikkumavaraa merkittävästi ja uskomme yhtiön lunastavan maaliskuussa liikkeeseen laskemansa hybridilainan loppuvuoden aikana.

Kassavirta ja osinko

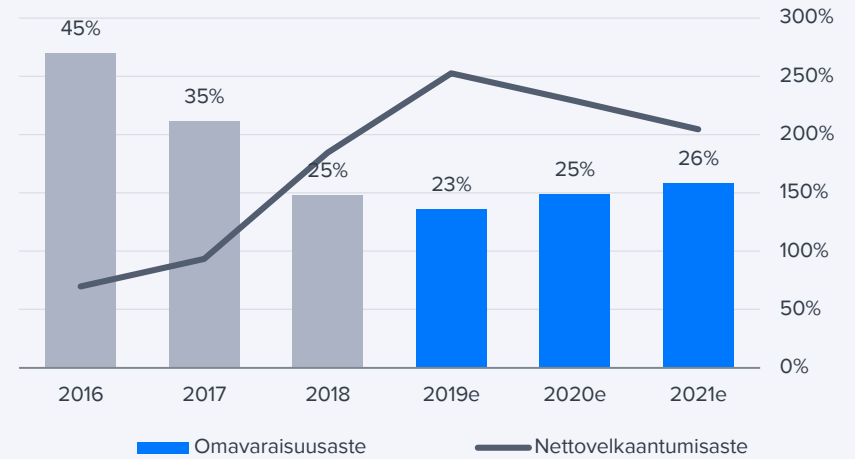
Yhtiön liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina vahvalla tasolla ja negatiivisen käyttöomaisuuden myötä yhtiön asiakkaat ovat toimineet pitkälti kasvun rahoittajina. Voimakkaasta yritysostovetoisesta kasvusta huolimatta yhtiö on kyennyt pitämään yllä korkeaa osingonjakosuhdetta. Smile-järjestelyn myötä yhtiön käyttöomaisuuden hallinta tehostuu ja uskomme, että yhtiö kykenee jatkamaan lähivuosina korkean osingonjakosuhteen ylläpitämistä.

Taloudellinen tilanne

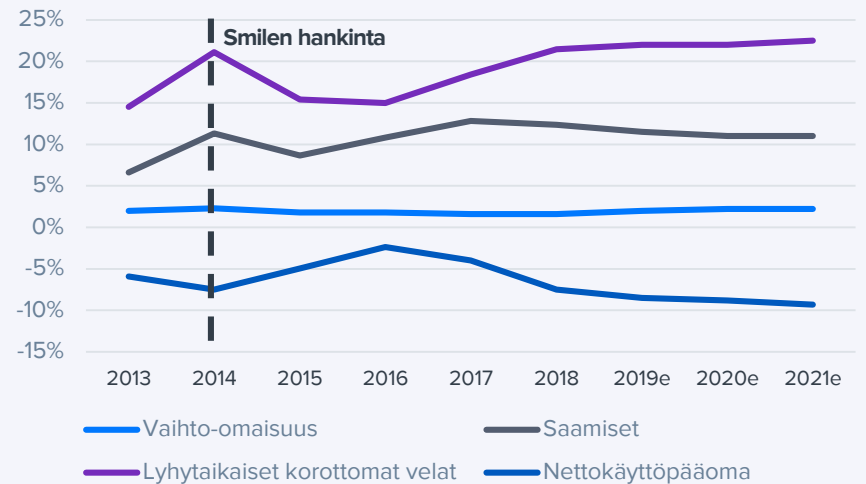
Tase Q2'19 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Nettokäyttöpääoma



Ennusteet 1/3

Ennusteiden tausta

NoHo tulee jatkamaan kuluvan vuoden jälkeen strategiansa mukaista kansainvälistä kasvua ja yritysostot tulevat näyttämään siinä merkittävää osaa. Emme näe tulevien yritysostojen mallintamista mielekkäänä, sillä tuleviin yritysjärjestelyihin liittyy aina merkittävää epävarmuutta. Ennustemallimme perustuukin siis puhtaasti orgaaniseen kasvuun. Tämän johdosta suosittelemme sijoittajia fokusoitumaan lyhyen aikavälin tuloskehitykseen, sillä pitkän aikavälin ennusteet tulevat muuttumaan merkittävästi yrityskauppojen seurauksena.

2019 - merkittävä tulosparannus

NoHolle kausiluontoisesti vaisu alkuvuosi lähti erinomaisesti liikkeelle ja yhtiön liikevaihto kasvoi H1'19 Royalin ja muiden yritysostojen ajamana 47 %:lla 181 MEUR:oon ja liikevoitto yli kaksinkertaistui 8,5 MEUR:oon. Ravintolat-segmentin liikevaihto kasvoi 59 %:lla 121 MEUR:oon ja liikevoitto nousi 5,7 MEUR:oon (H1'18: 2,2 MEUR). Ravintoloiden kannattavuus on parantunut H1:n aikana selvästi vertailukaudesta (EBIT-%: H1'19: 4,7 % vs. H1'18: 3,0 %) Royal-synergioiden ja ravintolaportfolion saneerauksen ansiosta. Yhtiö ilmoittikin Q2-raportin yhteydessä, että Royal-integraation synergiat tulevat ylittämään aiemmin arvioidun 6 MEUR:n tason. Smile jatkoi H1:llä kasvuaan yrityskauppojen vetämänä ja liikevaihto nousi 68 MEUR:oon (+27 %) ja liikevoitto 2,8 MEUR:oon.

Hyvin sujunut alkuvuosi kasvatti luottamustamme yhtiötä kohtaan ja NoHolla onkin kaikki edellytykset tehdä kuluvana vuonna merkittävä tulosparannus. Tulosparannuksen keskeisinä ajureina ovat Royal-synergiat, ravintolaportfolion saneeraus ja vertailukauden poikkeuksellisten

kertaerien poistuminen. Tulosparannuksen askelmerkit ovat näkemyksemme mukaan poikkeuksellisen selkeät ja sen saavuttaminen on hyvin pitkälti yhtiön omassa käsissä.

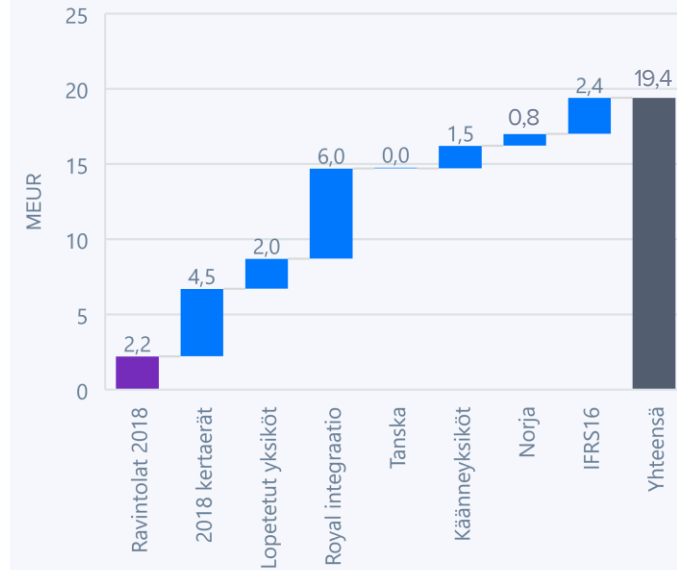
NoHon ohjeistuksen mukaan konsernin kuluvan vuoden liikevaihto on noin 390 MEUR ja liikevoittomarginaali on noin 5,8 %. Yhtiö ohjeistaa Ravintolat-segmentin liikevaihdon olevan noin 250 MEUR ja liikevoittomarginaalin yli 6 %. Smile'n kuluvan vuoden liikevaihdoksi yhtiö ohjeistaa puolestaan noin 150 MEUR ja liikevoittomarginaaliksi noin 5 %.

Ennustamme konsernitason liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 2,6 %:lla 332 MEUR:oon ja liikevoitoksi 22,1 MEUR (EBIT-% 6,7 %). Smile näkyy konsernitason liikevaihto- ja liikevoitoluvuissa ainoastaan ensimmäisen yhdeksän kuukauden ajan ja siitä eteenpäin se raportoidaan osakkuusyhtiönä. Ravintolat-segmentin odotamme yltävän kuluvana vuonna 272 MEUR:n liikevaihtoon ja 7,1 %:n liikevoittomarginaaliin.

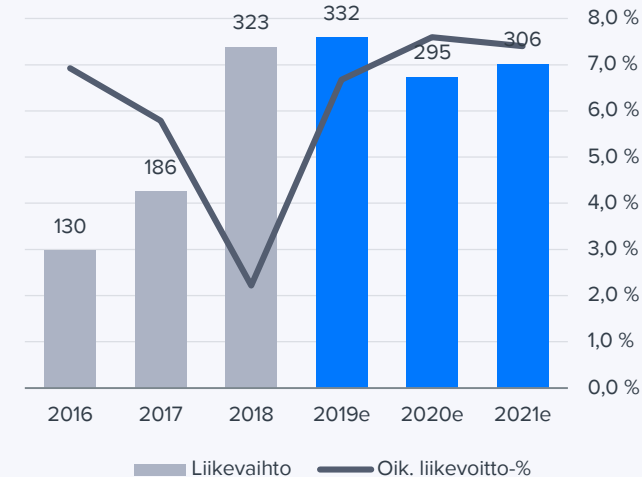
Uskomme, että NoHo tulee päivittämään ohjeistustaan syksyllä sekä Smile'n että Ravintolat-segmentin osalta. Smile-VMP-fuusion toteuduttua yhtiö tulee poistamaan ohjeistuksestaan Smile-viittaukset. Pidämme myös todennäköisenä, että yhtiö tulee tarkistamaan Ravintolat-segmentin varovaisia liikevaihto- ja kannattavuusohjeistuksia ylöspäin Q4:n aikana, kun näkyvyys tärkeään pikkujoulukauteen paranee.

Yhtiön osakekohtainen tulos (2019e: 2,79 euroa) kasvaa kuluvana vuonna rajusti Smile'n 42 MEUR:n ylöskirjauksen johdosta ja suosittelemmekin sijoittajia keskittymään Ravintolat-segmentin kannattavuuteen (EBIT-%), sillä se toimii keskeisenä ajurina osakekurssille.

Ravintolat EBIT 2018-2019e



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

2020 kannattavuus jatkaa parantumistaan

Yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa tulosparannustaan myös ensi vuonna. Ravintolat-segmentin vuoden 2020 liikevaihtokehitystä tukee Norjan kuluvan vuoden yrityskauppa, mutta raportoitua liikevaihtoa painaa Smilen poistuminen konsernista. Ennustamme Ravintolat-segmentin liikevaihdon kasvavan 8,3 %:lla 295 MEUR:oon ja liikevoiton asettuvan 22,4 MEUR:oon (EBIT-% 7,6 %).

Ravintolaliiketoiminnan vuoden 2020 kannattavuusparannuksen taustalla on täysimääräisesti näkyvät Royal-integraation henkilöstökulusynergijat ja Tanskan liiketoiminnan kääntyminen. 7,6 %:n liikevoittomarginaali alkaa olla lähellä yhtiön vuoden 2021 8 %:n tavoitetasoa ja mielestämme se kuvastaa kohtuullisen hyvin nykymuotoisen Ravintolat-segmentin täyttä kannattavuuspotentiaalia.

2020 konsernin tulos saa merkittävää tukea VMP-osakkuusyhtiöltä jonka tuloksesta NoHo kirjaa osuuden osakkuusyhtiöt riville. Nojaamme VMP:n ennusteissamme [VMP-analyysiimme](#) ja olemme toistaiseksi varsin konservatiivisia odotuksissamme johtuen talouden kasvaneesta epävarmuudesta ja huonosta läpinäkyvyydestä fuusioon liittyen.

Konsernin tulos saa vuonna 2020 myös merkittävää tukea poikkeuksellisen matalasta veroasteesta, kun yhtiö pääsee hyödyntämään vanhoja osakkuusyhtiöiden tappioita (mm. Gastromax). Smile-järjestelyn kertatuotoista oikaistuna osakekohtainen tulos kasvaa noin 33 %:lla 0,78 euroon. Vuoden 2020 tulos on veroastetta lukuun ottamatta täysin operatiivinen.

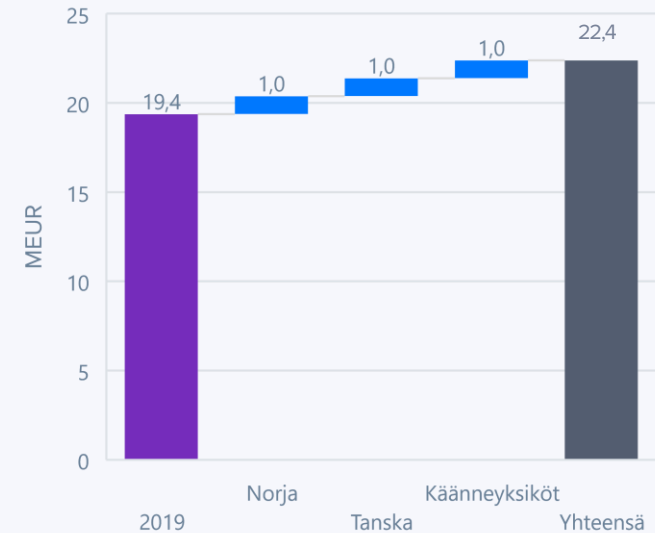
Kasvuvaihe takaisin silmään

NoHo tulee jatkamaan kuluvan vuoden jälkeen strategiansa mukaista kansainvälistä kasvua ja yritysostot tulevat näyttämään siinä merkittävää osaa. Arviomme mukaan yhtiön tavoitteena on kasvattaa merkittävästi Norjan sekä Tanskan liiketoimintoja ja lisäksi pidämme suhteellisen varmana, että yhtiö laajentaa myös Ruotsiin sopivan ostokohteen löytyessä.

Yhtiöllä on taseensa puolesta edelleen kohtuullisesti liikkumavaraa yrityskauppoihin ja arviomme mukaan yhtiöllä on seuraavan kolmen vuoden aikana osingonjaosta riippuen noin 60-80 MEUR käytettävissä yritysjärjestelyihin. Tämä luku ei huomioi oman osakkeen käyttöä tai Smilen divestointia ja nämä huomioiden yhtiöllä on vielä merkittävästi enemmän liikkumavaraa. Näin ollen tase ei Smile-järjestelyn jälkeen enää ole esteenä kasvulle.

Yhtiön siirtyessä takaisin kasvupolulle, on sen mielestämme ensiarvoisen tärkeää pitää huolta myös kannattavuudesta ja samalla varmistaa kasvun kannattavuus. Viimeisen 12kk aikainen Ravintolasalkun siivous todisti sen, että yhtiöllä karkasi vuosien 2015-2018 kovassa kasvussa mopo käsistä ja kasvu ei ollut kaikilta osin kannattavaa. Mielestämme yhtiön tulisikin kyetä ylläpitämään hyvää liikevoittomarginaalia ja edetä maltillisin askelin uusien maiden avauksissa. Sijoittajan kannalta turvallisinta olisi yksittäisten maiden selkeä haltuunotto ja markkina-aseman vahvistus, ennen uusien maiden avauksia.

EBIT 2019-2020e



EPS ja DPS 2016-2021e



Ennusteet - Yhteenveto

Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	86,7	114	130	186	323	332	295	306	319
Käyttökate (EBITDA)	12,0	16,5	19,4	22,4	28,4	68,3	71,8	70,9	70,8
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	5,3	7,3	9,0	10,8	7,2	22,1	22,4	22,7	23,6
Liikevoitto (EBIT)	5,3	7,3	9,0	10,8	7,2	22,1	22,4	22,7	23,6
Tulos ennen veroja	4,7	6,0	7,9	8,0	5,6	16,6	18,7	20,0	21,0
Nettotulos	3,4	5,0	5,6	4,9	3,6	11,0	14,9	15,6	16,4
Vapaa kassavirta	-20,2	-3,7	1,2	-7,0	-120,4	70,4	21,7	25,9	23,2
Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	33,2 %	31,1 %	14,4 %	43,0 %	73,9 %	2,6 %	-11,2 %	4,0 %	4,0 %
Käyttökate-%	13,8 %	14,6 %	14,9 %	12,1 %	8,8 %	20,6 %	24,4 %	23,1 %	22,2 %
Oik. liikevoitto-%	6,1 %	6,4 %	6,9 %	5,8 %	2,2 %	6,7 %	7,6 %	7,4 %	7,4 %
Liikevoitto-%	6,1 %	6,4 %	6,9 %	5,8 %	2,2 %	6,7 %	7,6 %	7,4 %	7,4 %
ROE-%	10,1 %	12,7 %	13,5 %	11,2 %	6,4 %	59,2 %	12,8 %	12,6 %	12,5 %
ROI-%	10,3 %	10,7 %	12,0 %	12,8 %	4,6 %	7,4 %	6,5 %	6,9 %	7,3 %
Omavaraisuusaste	46,9 %	44,2 %	45,0 %	35,2 %	24,6 %	25,1 %	27,3 %	29,0 %	30,6 %
Nettovelkaantumisaste	48,4 %	73,1 %	69,8 %	93,4 %	184,5 %	219,4 %	199,2 %	178,0 %	160,9 %
						<i>Luvut IFRS16 mukaisia 2019 alkaen</i>			
Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekohtainen tulos	0,21	0,31	0,34	0,30	0,19	2,79	0,78	0,81	0,85
Kassavirta / osake	-1,23	-0,22	0,07	-0,42	-6,37	3,70	1,13	1,35	1,21
Osinko / osake	0,22	0,27	0,30	0,33	0,34	0,40	0,44	0,47	0,51
Omapääoma / osake	2,41	2,42	2,64	2,70	3,51	5,95	6,26	6,63	7,01

Lähde: Inderes

Arvostus 1/2

Arvonmäärittäminen

NoHon arvonmäärittäminen on helpottunut merkittävästi viimeisen 12kk aikana, kun konsernirakenne on yksinkertaistunut (Smilen myynti) ja yhtiön fokus on siirtynyt käyttökatteesta tuloslaskelman alemmille riveille.

Olemme tarkastelleet NoHon arvoa absoluuttisten ja suhteellisten kertoimien sekä kassavirtalaskelman kautta. Näemme edelleen osakkeen kokonaistuotto-odotuksen houkuttelevana tulosparannuksen realisoituessa ja toistamme lisää-suosituksemme 10,0 euron tavoitehinnalla. 10,0 euron tavoitehinta on linjassa käyttämiemme arvonmäärittämenetelmien kanssa.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

NoHo Partnersin osakkeen tuotto-odotus nojaa käytännössä täysin ennustamaamme tulosparannukseen. Vuoden 2018 surkealla tuloksella NoHon tulos pohjainen arvostus on todella korkea ja ilman merkittävää tulosparannusta on yhtiön kertoimissa merkittävää laskuvaraa.

Yhtiön tulosparannus on H1'19 aikana edistynyt hyvin ja olemme varsin luottavaisia tulosparannuksen suhteen. Tulosparannuksen realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on mielestämme edelleen hyvä ja tätä kokonaistuottoa tukee kasvava yli 4 %:n osinkotuotto.

Arvostuskertoimet

NoHon arvostuskertoimia tarkasteltaessa keskitymme käytännössä täysin P/E-kertoimiin ja

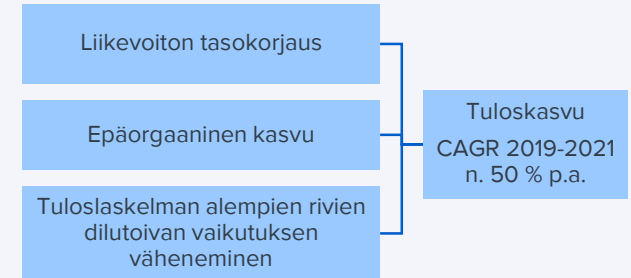
osinkotuottoihin. Näkemyksemme mukaan EV-pohjaisten kertoimien käytettävyys NoHolla on heikentynyt merkittävästi IFRS16-muutosten myötä ja näin ollen EV-pohjaiset kertoimet ovat monelta osin harhaanjohtavia. P/E-kertoimen tarkastelu on mielestämme myös perusteltua, koska yhtiön tulee todistaa markkinoille, että se kykenee tuottamaan tulosta myös peräriiville asti. NoHon 2019 tuloskertoimet painuvat todella alhaisiksi johtuen Q3:lla tapahtuvasta Smile-osakkeiden ylöskirjauksesta. Raportoidusta tuloksesta laskettu P/E-kerroin laskee 3x tasolle ja Smilen myynnistä oikaistu P/E-kerroin on noin 14x. Taso on mielestämme varsin neutraali ja emme näe siinä oleellista nousuvaraa. 2020 ennustamamme tulosparannuksen jatkuessa P/E-kerroin laskee noin 11x tasolle, joka on sekä absoluuttisesti että suhteellisesti alhainen.

Näemmekin yhtiön absoluuttisissa kertoimissa asteittaista nousuvaraa, kun yhtiön tulosparannus jatkaa etenemistään ja markkinan luottamus tulosparannusta kohtaan kasvaa.

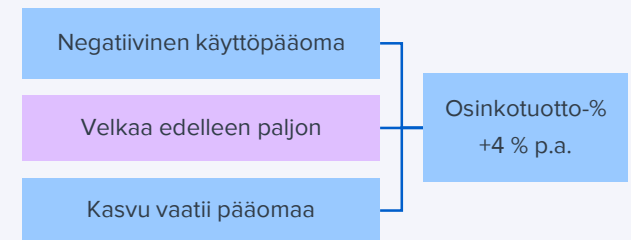
Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

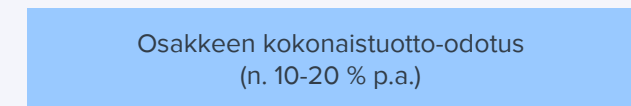
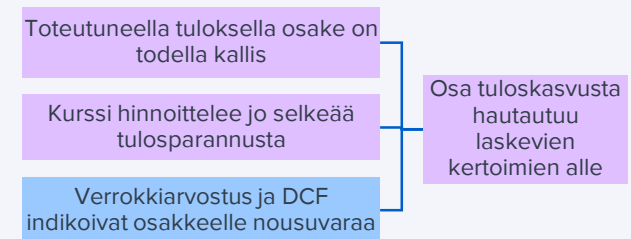
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus 2/2

Verrokkiryhmäarvostus

NoHolle on tarjolla varsin heikkolaatuinen verrokkiryhmä, 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 mielestämme se antaa kokonaisuutena kohtuullisen indikaation NoHon hyväksyttävästä arvostuksesta. Verrokkiryhmän arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimille johtuen EV-pohjaisten kertoimien heikosta käytettävyydestä.

Koska yhtiön verrokkiryhmä koostuu täysin ravintolayhtiöistä, tulee osakkuusyhtiö VMP:n oikaista NoHon luvuista. Käytämme verrokkiryhmän arvonmäärityksessä poikkeuksellisesti vuoden 2020 tulosta, sillä vuoden 2019 tulos sisältää edelleen osin Smilen tuloksen, verot, vähemmistöosuudet sekä sen velkojen korot. 2020 tuloksesta olemme oikaisseet VMP:n ennustamamme tulososuuden (2020e 3,5 MEUR) ja vastaavasti olemme lisänneet arvonmäärityksemme lopputulokseen VMP:n osakkeiden nykyhinnan (37,6 MEUR tai 2,0 euroa/osake).

Vertailuryhmän keskimääräiset kertoimet ovat kokonaisuutena varsin korkeat (2019-2020e P/E-kertoimet 18x) ja näkemyksemme mukaan korkeat kertoimet heijastelevat verrokkiryhmän painotusta Yhdysvaltoihin, jossa pörssin arvostustasot ovat selvästi Eurooppaa korkeammat sekä liiketoiminnan varsin defensiivistä luonnetta. Näkemyksemme mukaan NoHoa tulee hinnoitella alennuksella suhteessa sen verrokkiryhmään johtuen sen pienemmästä kokoluokasta sekä arvostuserosta Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä. Lisäksi NoHon

riskiprofiili on myös toistaiseksi verrokkiryhmää korkeampi johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta. Näkemyksemme mukaan hyväksyttävä alennus NoHolle on tällä hetkellä noin 20 %. Mikäli yhtiön tulosparannus onnistuu suunnitelmien mukaan H2'19 aikana, laskee yhtiön riskiprofiili selvästi ja tämä puolestaan pienentää vaadittavaa alennusta. Verrokkiryhmän kautta laskettu käypä arvo NoHolle on 10,6 euroa joka on hyvin linjassa tavoitehintamme kanssa.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallin käytettävyys NoHolle on heikentynyt selvästi IFRS16-muutosten myötä. Olemme oikaisseet DCF-laskelmastamme pois IFRS16 vuokratavuut, sillä näkemyksemme mukaan ne eivät ole todellista velkaa. Isosta velkavivusta ja negatiivisesta käyttöpääomasta johtuen NoHon DCF-malli on hyvin herkkä jo pienille muutoksille ennusteoletuksissa. Näin ollen pidämme DCF:n antamaa arvoa lähinnä indikaatiivisena ja emme anna sille oleellista painoa analyysissämme.

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että NoHon kasvu hidastuu yleisen markkinakasvun tasolle vuoden 2022 jälkeen. Lisäksi ennustamme kannattavuuden kääntyvän 2022 jälkeen laskuun ja terminaalikannattavuusennusteemme on 6,4 % ja linjassa yhtiön pörssihistorian mediaanin kanssa. Etenkin kannattavuusennusteet ovat varsin varovaiset ja ne heijastelevat epävarmuutta yhtiön kannattavuusparannukseen liittyen. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 9,2 %, mutta kovan velkavivun seurauksena WACC-% painuu varsin alhaiseksi 7,4 %:iin. DCF:n mukainen arvo on laskelmassamme hieman yli 10 euroa ja linjassa tavoitehintamme kanssa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.

Arvostus suhteessa verrokkiryhmään

Verrokkiryhmän P/E (x)	18
NoHon nettotulos 2020e (MEUR)	14,9
VMP tuloksen oikaisu (MEUR)	-3,5
Oikaistu nettotulos 2020e (MEUR)	11,4
Arvo (MEUR)	205
Hyväksyttävä alennus-%	-20 %
Ravintolaliiketoiminnan arvo (MEUR)	164
VMP omistuksen oikaisu	38
Käypä arvo (MEUR)	201
Per osake (EUR)	10,6

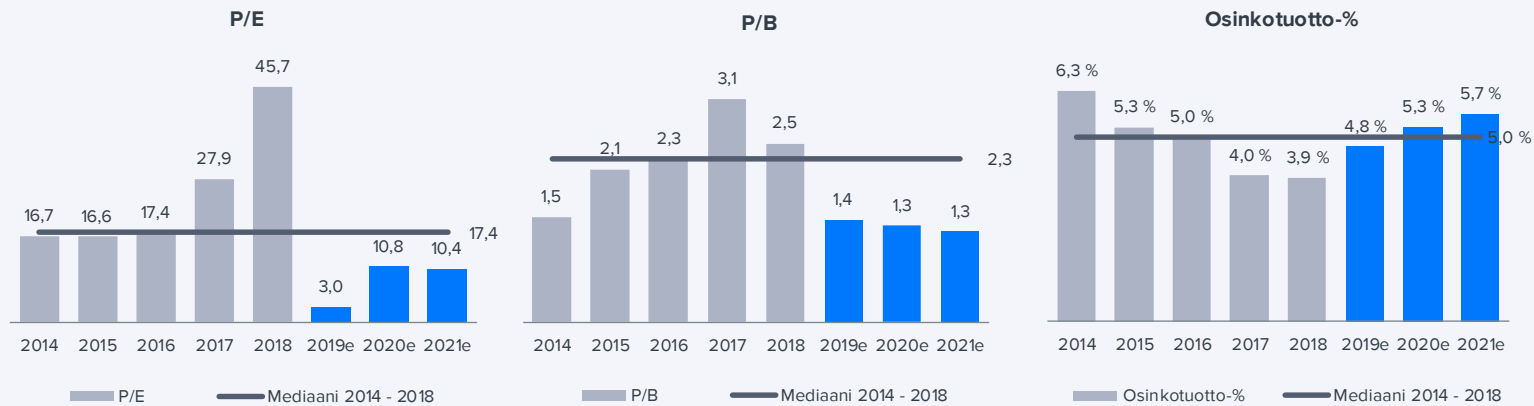
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	8,40	8,40	8,40
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	19,2	19,2
Markkina-arvo	160	160	160
Yritysarvo (EV)	440	429	414
P/E	3,0	10,8	10,4
P/Kassavirta	2,3	7,4	6,2
P/B	1,4	1,3	1,3
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,3	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	6,4	6,0	5,8
EV/EBIT (oik.)	19,9	19,2	18,3
Osinko/tulos (%)	14,3 %	56,8 %	58,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,3 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,50	5,10	5,95	8,30	8,66	8,40	8,40	8,40	8,40
Osakemäärä, milj. kpl	16,4	16,4	16,4	16,6	18,9	19,0	19,2	19,2	19,2
Markkina-arvo	57	84	97	138	164	160	160	160	160
Yritysarvo (EV)	76	110	126	184	324	440	429	414	403
P/E	16,7	16,6	17,4	27,9	45,7	3,0	10,8	10,4	9,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	81,0	neg.	neg.	2,3	7,4	6,2	6,9
P/B	1,5	2,1	2,3	3,1	2,5	1,4	1,3	1,3	1,2
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	6,4	6,7	6,5	8,2	11,4	6,4	6,0	5,8	5,7
EV/EBIT (oik.)	14,5	15,2	14,0	17,1	45,1	19,9	19,2	18,3	17,1
Osinko/tulos (%)	105,3%	88,1%	87,9%	111,0%	179,4%	14,3%	56,8%	58,0%	60,0%
Osinkotuotto-%	6,3%	5,3%	5,0%	4,0%	3,9%	4,8%	5,3%	5,7%	6,2%

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Jack in the Box	86,82	2027	2933	15,7	15,1	12,3	11,8	3,4	3,3	19,9	18,0	1,8	2,1	
Cheesecake Factory	42,16	1701	1712	14,7	12,9	8,7	7,3	0,8	0,6	16,0	15,0	3,3	3,5	2,7
Restaurant Group	138,40	764	1114	10,8	9,5	7,0	6,3	0,9	0,9	11,4	9,6	4,4	5,1	1,5
J D Weatherspoon	1541,00	1815	2622	17,5	17,1	10,8	10,5	1,3	1,3	20,4	19,9	0,8	0,8	4,7
BJ's Restaurants	39,26	726	796	18,6	17,1	7,3	6,9	0,8	0,7	19,8	18,0	1,2	1,4	2,9
Ibersol	8,22	293	722	21,3	20,4	10,7	10,0	1,5	1,5	11,8	11,5	1,6	1,7	1,3
Shepherd Neame	1097,00	182	278			10,7	10,4	1,7	1,6	17,4	17,0	2,8	2,9	
Bloomin' Brands	19,30	1515	2502	13,4	12,9	6,8	6,6	0,7	0,7	12,3	11,3	2,1	2,2	16,0
Ruth's Hospitality Group	20,20	550	588	12,3	11,8	8,9	8,4	1,4	1,3	14,4	13,6	2,5	2,5	
Berjaya Food	1,49	124	182	12,7	12,9	7,7	7,4	1,1	1,1	18,1	19,3	3,0	3,2	1,4
Red Robin Gourmet Burgers	34,39	403	554	42,9	38,0	5,7	5,7	0,5	0,5	31,0	35,8			1,2
Mitchells & Butlers	367,50	1743	3607	10,4	10,2	7,5	7,3	1,5	1,4	10,1	9,6			0,8
Texas Roadhouse	53,31	3353	3236	18,3	16,9	11,6	10,9	1,3	1,2	23,3	21,3	2,2	2,4	3,6
Del Frisco's Restaurant Group	7,98	241	559	37,5	24,1	11,0	9,6	1,2	1,1					0,0
Greene King	842,20	2912	5080	12,3	12,5	9,4	9,6	2,1	2,1	12,9	13,4	3,9	3,9	1,2
Young & Co's Brewery	1590,00	781	964	17,7	16,7	12,1	10,7	2,9	2,7	21,7	22,1	1,4	1,4	1,3
Del Taco Restaurants	11,19	375	503	17,8	16,0	8,3	8,2	1,1	1,1	22,3	19,7			1,0
Carrols Restaurant Group	8,38	336	735	27,4	17,9	7,7	6,4	0,6	0,5	73,9	27,7			1,4
NoHo Partners (Inderes)	8,40	160	440	19,9	19,2	6,4	6,0	1,3	1,5	3,0	10,8	4,8	5,3	1,4
Keskisarvo		1049	1515	18,9	16,6	9,1	8,6	1,4	1,3	21,0	17,8	2,4	2,6	2,7
Mediaani		726	796	17,5	16,0	8,8	8,3	1,2	1,2	18,1	18,0	2,2	2,4	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				13%	20%	-27%	-28%	7%	24%	-83%	-40%	113%	120%	0%

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

DCF-laskelma

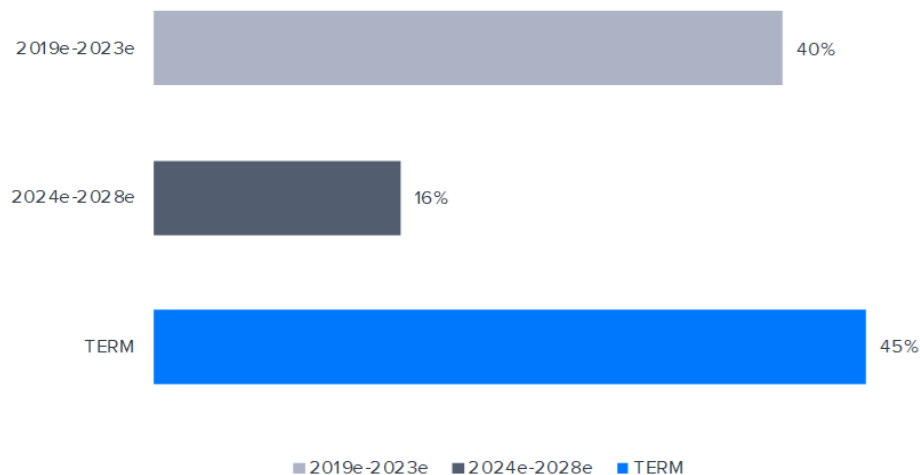
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	7,2	22,1	22,4	22,7	23,6	23,4	23,2	22,7	22,4	22,5	22,9	
+ Kokonaispoistot	21,2	46,2	49,4	48,2	47,2	46,7	46,4	46,2	46,2	46,2	46,4	
- Maksetut verot	7,3	-3,3	-2,6	-3,1	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0	-3,1	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-1,3	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,2	
+ 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	16,8	4,0	-2,3	2,6	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	
Operatiivinen kassavirta	52,1	67,8	65,7	68,9	67,2	66,0	65,6	64,9	64,8	64,9	65,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-176,2	-189,5	-44,0	-43,0	-44,0	-45,0	-45,0	-46,0	-46,0	-47,0	-46,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-120,4	-121,7	21,7	25,9	23,2	21,0	20,6	18,9	18,8	17,9	18,4	
+/- Muut	0,0	192	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-120,4	70,4	21,7	25,9	23,2	21,0	20,6	18,9	18,8	17,9	18,4	317
Diskontattu vapaa kassavirta		68,9	19,8	22,0	18,4	15,5	14,1	12,1	11,2	9,9	9,5	164
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta		365	296	276	254	236	221	206	194	183	173	164
Velaton arvo DCF		365,1										
- Korolliset velat		-144										
+ Rahavarat		4,96										
- Vähemmistöosuus		-18,0										
- Osinko/pääomapalautus		-6,42										
Oman pääoman arvo DCF		202,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,63										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	186	49,4	73,0	102	98,4	323	80,2	100	74,2	77,0	332	295	306	319
Ravintolat	122	30,9	45,0	66,2	67,7	210	53,3	67,7	74,2	77,0	272	295	306	319
Henkilöstövuokraus	75,6	20,9	32,1	39,9	34,2	127	30,3	37,2	0,0	0,0	67,5	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-11,9	-2,4	-4,1	-3,7	-3,5	-13,7	-3,4	-4,5	0,0	0,0	-7,9	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	22,4	4,3	7,6	9,3	7,3	28,4	15,2	17,5	16,9	18,8	68,3	71,8	70,9	70,8
Poistot ja arvonalennukset	-11,6	-3,4	-4,4	-8,8	-4,6	-21,2	-12,5	-11,8	-11,0	-11,0	-46,2	-49,4	-48,2	-47,2
Liikevoitto	10,8	0,9	3,1	0,5	2,6	7,2	2,7	5,8	5,9	7,8	22,1	22,4	22,7	23,6
Ravintolat	6,9	0,1	2,1	-1,2	1,2	2,2	1,8	4,0	5,9	7,8	19,4	22,4	22,7	23,6
Henkilöstövuokraus	3,8	0,8	1,0	1,7	1,5	5,0	1,0	1,8	0,0	0,0	2,8	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
Nettorahoituskulut	-2,9	-0,1	-0,7	-1,2	0,5	-1,6	0,1	-2,3	-2,0	-2,0	-6,2	-7,2	-7,2	-7,2
Tulos ennen veroja	8,0	0,8	2,4	-0,7	3,1	5,6	2,8	3,4	4,1	6,3	16,6	18,7	20,0	21,0
Verot	-2,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-1,3	0,0	-0,9	-0,9	-1,4	-3,3	-2,6	-3,1	-3,3
Vähemmistöosuudet	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-0,2	-1,0	-0,9	-0,3	-2,3	-1,2	-1,3	-1,4
Nettotulos	4,9	0,4	2,0	-1,2	2,3	3,6	2,7	1,1	44,8	4,5	53,1	14,9	15,6	16,4
EPS (oikaistu)	0,30	0,02	0,11	-0,06	0,12	0,19	0,14	0,06	2,36	0,24	2,79	0,78	0,81	0,85
EPS (raportoitu)	0,30	0,02	0,11	-0,06	0,12	0,19	0,14	0,06	2,36	0,24	2,79	0,78	0,81	0,85

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	43,0 %	54,5 %	67,6 %	83,0 %	80,9 %	73,9 %	62,3 %	37,6 %	-27,5 %	-21,8 %	2,6 %	-11,2 %	4,0 %	4,0 %
Käyttökate-%	12,1 %	8,7 %	10,4 %	9,0 %	7,4 %	8,8 %	18,9 %	17,5 %	22,7 %	24,4 %	20,6 %	24,4 %	23,1 %	22,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	1,8 %	4,3 %	0,5 %	2,7 %	2,2 %	3,4 %	5,8 %	7,9 %	10,1 %	6,7 %	7,6 %	7,4 %	7,4 %
Nettotulos-%	2,7 %	0,9 %	2,8 %	-1,1 %	2,3 %	1,1 %	3,3 %	1,1 %	60,4 %	5,9 %	16,0 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Q1'19 alkaen IFRS16

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	104	256	439	433	428
Liikearvo	47,0	147	127	128	128
Aineettomat hyödykkeet	19,2	56,5	45,5	44,5	43,6
Käyttöomaisuus	32,4	47,1	222	217	212
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	2,9	0,2	40,0	40,0	40,0
Muut sijoitukset	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	29,4	50,1	51,5	44,8	46,6
Vaihto-omaisuus	3,0	5,1	6,6	6,5	6,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,8	40,0	38,2	32,4	33,7
Likvidit varat	2,6	5,0	6,6	5,9	6,1
Taseen loppusumma	133	306	490	478	475

Lähde: Inderes

2019 alkaen IFRS16

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	46,9	75,1	131	138	145
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,2	-0,5	46,1	53,4	60,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	40,5	66,9	66,9	66,9	66,9
Muu oma pääoma	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	2,0	8,8	18,0	18,0	18,0
Pitkäaikaiset velat	40,2	108	219	211	200
Laskennalliset verovelat	1,9	10,2	10,2	10,2	10,2
Varaukset	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	34,6	90,5	201	193	182
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,7	6,3	6,3	6,3	6,3
Lyhytaikaiset velat	45,9	123	140	129	130
Lainat rahoituslaitoksilta	11,7	53,2	67,1	64,4	60,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,2	69,3	73,0	64,8	68,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	133	306	490	478	475

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**