

NoHo Partners

Yhtiöraportti

07.08.2024 08.10 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Loppuvuoden näkymät kaksijakoiset

NoHon Q2-raportti jäi Suomen liiketoiminnan osalta osittaiseksi pettymykseksi. Yhtiö kuitenkin onnistui paikkaamaan kotimaan vaisua kehitystä kansainvälisillä markkinoillaan, joiden avulla konsernin suhteellinen tulostaso jäi toimialaan nähden erittäin hyvälle tasolle. Loppuvuoden näkymä säilyy kaksijakoisena, sillä kotimaassa yhtiön kohdemarkkinaa painaa kuluttajien heikko ostovoima. Keskipitkän aikavälin ennustelaskujen myötä tarkistamme tavoitehintamme 9,0 (aik. 10,0) euroon. Samalla laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) painottaen loppuvuoteen kohdistuvia epävarmuustekijöitä. Tulosvaroitusriskistä huolimatta osake tarjoaa mielestämme riittävän houkuttelevan tuotto/riski-suhteen lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksien vastapainoksi.

Laaja ravintolaportfolio toi suojaa kotimaan markkinahaastavuuksien keskelle

NoHon liikevaihto kasvoi 15 % 107 MEUR:oon, joka oli hieman odotuksiamme vaisumpaa. Kvartaalin kehitys oli hyvin kaksijakoista, sillä kotimaan suoriutumista vaikeutti haastava markkinaympäristö. Sen sijaan NoHo todisti laajan ravintolaportfolion voiman onnistuneen KV-ravintoloiden kvartaalin tukemana. Operatiivinen tehokkuus säilyi hyvällä tasolla, kun henkilöstökulutehokkuus jopa hieman parani vertailukaudesta. KV-ravintoloiden kannattavuuskehitys oli sekini erinomaista, mutta pienempänä segmenttinä sen vaikutus ei riittänyt kompensoimaan kotimaan volyymlaskun myötä heikentynyttä kannattavuutta. Kokonaisuudessaan konsernin liikevoitto (10,7 MEUR tai 9,1 % liikevaihdosta) oli kuitenkin toimialaan nähden hyvällä tasolla, mikä jälleen kerran todistaa NoHon liiketoimintamallin operatiivisen tehokkuuden.

Kansainvälisten ravintoloiden kysyntä hyvällä tasolla, Suomessa taantumisen merkkejä

Suomen ravintolamarkkinan kehitystä on lyhyellä tähtäimellä heikentänyt kuluttajien heikko ostovoima, mikä näkyi H1:n aikana etenkin Viihderavintoloissa. Tämän lisäksi kotimaan yökerhomarkkinadynamiikkaan vaikuttaa toimialan ylikapasiteetti, jota vastaan yhtiö taistelee uudistamalla vanhempia konseptejaan. Norjan ja Sveitsin markkinalla taantumien merkit on käytännössä mitättömät ja Tanskassa NoHon läsnäolo elinvoimaisessa Kööpenhaminassa on tukenut KV-ravintoloiden kehitystä. Teimme odotuksista jääneen Q2-tuloksen sekä kotimaan epävakaiden markkinanäkymien myötä negatiivisia ennustemuutoksia, joidenka myötä tulosennusteemme laskivat keksimäärin reilulla 10 %:lla. Siten kuluva vuoden odotuksemme sijaitsivat hieman yhtiön toistaman ohjeistuksen alapuolella ja pidämme tulosvaroituksen riskiä mahdollisena. Suhdanteen yli katsottaessa näemme NoHolla olevan kuitenkin ainekset kasvattaa tehokkaasti operoituja liiketoimintaansa mm. yritysostoin ja monistettavia konsepteja skaalaamalla. Keskeistä osakkeen arvonkehityksen kannalta on kuitenkin NoHon kyky allokoida pääomia tuottaviin kohteisiin.

Tuotto-odotus säilyy houkuttelevalla tasolla

Yleisellä tasolla näemme NoHon osakkeen arvostustason melko maltillisena. Kuluva vuoden kertoimia nostaa vaisu tulostaso, kun taas ennustettu tuloskasvu korjaa arvostuksen jo hyvin maltilliselle tasolle (2025-26e P/E 11x ja 9x). Markkinoiden hyväksymien kertomien nousu tulee kuitenkin todennäköisesti vaatimaan kuluttajien tilanteeseen liittyvän epävarmuuden hälventymistä, joka arviomme mukaan venähtää vuoden 2025 puolelle. Osakkeen tuotto-odotus saa asteittaisen arvostuskertoimien kohenemisen myötä tukea noin 5 %:n tuloskasvusta sekä 6 %:n osinkotuotosta. Yhdessä nämä muodostavat osakkeen keskipitkän aikavälin vuosittaiseksi tuotto-odotukseksi noin 15 %, mikä mielestämme tarjoaa pitkäjänteiselle sijoittajalle riittävän vastapainon lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksia heijasteleville riskeille.

Suositus

Lisää

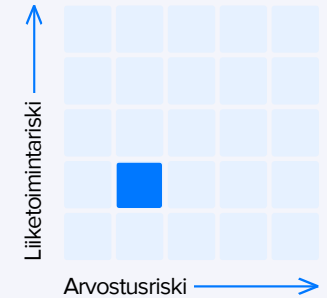
(aik. Osta)

9,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

7,78



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	372	422	463	492
kasvu-%	19 %	13 %	10 %	6 %
EBIT oik.	36,0	37,7	42,5	46,8
EBIT-% oik.	9,7 %	8,9 %	9,2 %	9,5 %
Nettotulos	7,9	8,9	14,9	17,7
EPS (raportoitu)	0,38	0,42	0,70	0,84
P/E	20,1	18,4	11,0	9,3
P/B	2,0	2,1	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,0 %	6,5 %	6,9 %
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

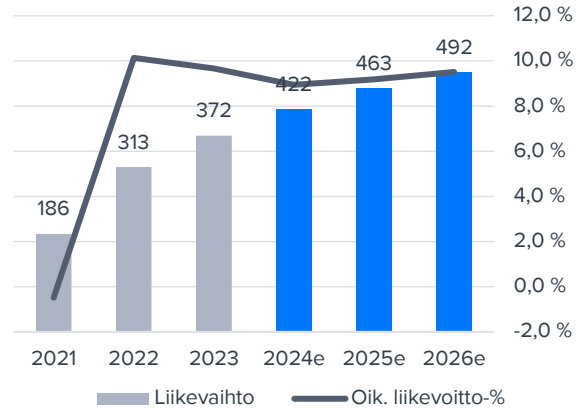
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2024 yhteensä noin 430 MEUR:n liikevaihdon ja noin 9,5 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

Osakekurssi



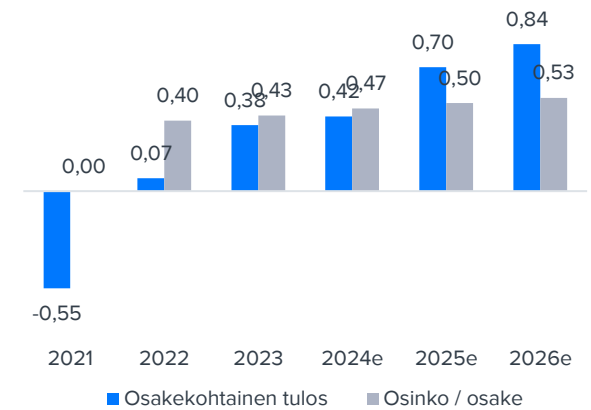
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,78	7,78	7,78
Markkina-arvo	163	163	163
Yritysarvo (EV)	527	524	524
P/E (oik.)	18,4	11,0	9,3
P/E	18,4	11,0	9,3
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,4	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	14,0	12,3	11,2
Osinko/tulos (%)	111,1%	71,0%	63,4%
Osinkotuotto-%	6,0%	6,5%	6,9%

Lähde: Inderes

Raportin valopilkkuna KV-ravintoloiden vahva kehitys

Suomen haastava markkinaympäristö näkyi luvuissa, KV-ravintolat konsernin kasvuajurina

NoHon Q2-liikevaihto kasvoi sille kausiluontoisesti tärkeällä Q2:lla 15 % 107 MEUR:oon, mikä jäi odotuksista jonkin verran (Inderes 115 ja konsensus 113 MEUR). Ennustealitusta selittää katsauskaudella laskenut Suomen liiketoiminta, jonka sisällä laskun päämoottorina toimivat haastavan markkinaympäristön painamat Ruoka- ja Viihderavintolat. HolyCow!-yrityksoston tukeman Kansainvälisen liiketoiminnan kehitys oli ennusteitamme vahvempaa KV-ravintoloiden kasvaessa 111 %:lla. Tanskan lukuihin integroitu 51 %:n omistusosuudella hankittu pakkausmateriaaliyhtiö Triple Tradingin luvut niin ikään kaunistivat kasvuprosentteja jonkin verran.

Kannattavuuteen pientä kolhua Suomen laskeneiden volyymien myötä

Suomen markkinahaastavuuksista ja vahvoista vertailuluvuista huolimatta konsernin kannattavuus säilyi sille tuttuun tapaan hyvällä tasolla (liikevoitto 10,7 MEUR tai 9,1 % liikevaihdosta). Suomen laskenutta liikevoittoa (Q2'24 9,1 % vs. Q2'23 12,3 %) kompensoi odotuksia selvästi parempi KV-ravintoloiden

kannattavuus (Q2'24 9,0 % vs. Q2'23 7,8 %). Arvioimme mukaan KV-kannattavuutta on tukenut yhtäältä voimakas volyymikasvu sekä Sveitsistä ostetun HolyCow!:n tehokas operatiivinen suorittaminen (korkea neliömyynti). Reagoimme NoHon Q2:n kehitykseen laajemmin tulosaamun [kommentissamme](#).

Rahavirta hyvällä tasolla ja velkalasti kutistumassa

NoHon H1:n operatiivinen rahavirta kohosi vertailukauden yläpuolelle 36,6 MEUR:oon. Tämän taustalla oli mm. hieman vertailukautta korkeampi käyttökate sekä vapautunut käyttöpääoma. Vahvan kassavirran tukemana yhtiön velka-asema (Q2'24 liukuva 12-kk: 2,5x) on kutistumassa kohti sen tavoittelemaa noin 2x IFRS16-oik. nettovelka/ käyttökate -suhdelukua. Velkatason lasku lähelle tavoitetasoa sekä tehokas rahavirta antaa yhtiölle jonkin verran liikkumavaraa jatkaa yritysstovetoista kasvuun tulevaisuudessa.

Uusi toimitusjohtaja esittäytyi, strategista sijoitustoimintaa avattiin syvemmin

NoHon hallitus nimitti toimitusjohtaja Aku Vikströmin korvaajaksi syyskuussa aloittavan Jarno Suomisen.

Suominen on ollut mukana yhtiön liiketoiminnan johtamisessa ja kehittämisessä käytännössä perustamisvuodesta saakka, ja siten osallistunut myös NoHon uuden strategian suunnitteluun sekä yhtiön tekemiin strategisiin kasvuhankkeisiin (ml. yrityskaupat). Emme odota Suomisen muuttavan NoHon toimintaa merkittävästi ja hän omaa mielestämme onnistuneesti NoHoa luotsaavalle toimitusjohtajalle vaadittavat elementit.

Tämän lisäksi yhtiö avasi jo CMD:llä kerrotun pakkausmateriaaliyhtiö Triple Trading -enemmistösijoituksen tarkoituksena. Pidämme sijoitusta operatiivisessa mielessä perusteltuna siitä saatavien synergiahyötyjen myötä. Sen sijaan pitäisimme kuitenkin sijoitustoiminnan keskittymistä strategisessa mielessä yhtiön ydinliiketoimintaan eli ravintolapalveluihin perustellumpana, sillä se on asia jossa yhtiöllä löytyy muihin toimijoihin nähden selvä kilpailuetu. Arvioimme tulevien sijoitusten keskittyvän kuitenkin ravintolaliiketoimintaan (mm. Keski-Euroopan Fast food-markkina), mutta toisaalta johto kertoi samankaltaisten ydinliiketoiminnan ulkopuolisten sijoitusten olevan jatkossakin mahdollisia.

Ennustetaulukko	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus	Erutus (%)	2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	93,3	107,0	115,0	112,5	-	-	422
Liikevoitto	10,8	9,7	11,7	11,7	-	-	37,7
Tulos ennen veroja	5,3	4,3	7,2	7,4	-	-	16,9
EPS (raportoitu)	0,16	0,11	0,20	0,20	-	-	0,42
Liikevaihdon kasvu-%	3,4 %	14,7 %	23,2 %	20,6 %	-	-	13,2 %
Liikevoitto-%	11,5 %	9,1 %	10,2 %	10,4 %	-	-	8,9 %

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

NoHo Q2'24: Haastava markkina näkyi luvuissa



Laskusuuntaisia ennustemuutoksia

Ennustemuutokset

- NoHo toisti 430 MEUR:n liikevaihtoa ja noin 9,5 %:n liikevoittomarginaalia indikoivan ohjeistuksensa tilikaudelle 2024.
- Laskimme Suomen liiketoiminnan ennusteita odotettua heikomman Q2-tuloksen sekä haastavalta näyttävän loppuvuoden näkymän myötä. Nousseista KV-ravintoloiden ennusteista huolimatta konsernin liikevaihtoennusteemme laskivat vuositasolla noin kahdella prosentilla.
- Liikevaihdon lasku näkyi tulosennusteissamme reilu 10 %:n laskuna. KV-ravintoloiden kannattavuus on osoittautunut H1-lukujen perusteella odotuksiamme vahvemmaksi, jonka johdosta nostimme Kansainvälisen liiketoiminnan liikevoittoennusteitamme. Pienempänä segmenttinä tämä ei kuitenkaan kompensoinut Suomen liiketoiminnan tuomaa negatiivista vaikutusta.
- Ennustemuutosten jälkeen vuoden 2024 odotuksemme (422 MEUR liikevaihto ja 8,9 %:n liikevoitto-%) on yhtiön ohjeistuksen alapuolella, mikä nostaa tulosvaroituksen riskiä. Jäämme seuraamaan markkinatilastoja etenkin Suomen Viihderavintoloiden osalta, joka oli ennusteparametreissamme eniten laskenut alasegmentti.

Operatiiviset tulosajurit

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

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	431	422	-2 %	472	463	-2 %	501	492	-2 %
Liikevoitto	39,9	37,7	-6 %	45,7	42,5	-7 %	48,4	46,8	-3 %
Tulos ennen veroja	19,9	16,9	-15 %	29,0	25,8	-11 %	32,3	30,8	-5 %
EPS (oik.)	0,52	0,42	-19 %	0,79	0,70	-11 %	0,88	0,84	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,47	0 %	0,50	0,50	0 %	0,53	0,53	0 %

Lähde: Inderes

Houkuttelevalle tuotto-odotukselle useita eri ajureita

Absoluuttisesti hinnoittelu vaikuttaa varsin houkuttelevalta

NoHon Eezyn alaskirjauksesta oikaistu viimeisen 12-kuukauden tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 13x ja kuluvan tilikauden kerroin (2024e P/E 18x) on näkemyksemme mukaan jonkin verran koholla. Tämä on seurausta väliaikaisesti vaisusta tuloskunnosta. Tulevien vuosien hyvä tuloskasvunäkymä sulattelee ennustamamme kertoimet kuitenkin varsin vaatimattomille tasoille (2025-26e P/E 11x ja 9x).

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

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

korkeampia arvostuskertoimia ennen kuin talouden kuva selkeytyy.

Tuotto-odotus on houkutteleva epävarmuus-tekijöistä huolimatta

Tunnistamme NoHon liiketoimintaympäristössä epävarmuuden tekijöitä, jotka nyt ensimmäistä kertaa korona-padon purkauduttua näkyvät yhtiön luvuissa. Haastavaa kotimaan markkinatilannetta peilaten näemme Q2:n yhteydessä toistettuun ohjeistukseen liittyvän osittaista tulosvaroituksen riskiä. Tämä saa meidät ottamaan osakkeen suhteen varoivaisemman kannan suositusta antaessamme.

Osakkeen tuotto-odotus saa asteittaisen arvostuskertoimien kohenemisen myötä tukea noin 5 %:n tuloskasvusta sekä 6 %:n osinkotuotosta. Yhdessä nämä muodostavat osakkeen keskipitkän aikavälin vuosittaiseksi tuotto-odotukseksi noin 15 %, mikä mielestämme tarjoaa pitkäjänteiselle sijoittajalle riittävän vastapainon lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksia heijasteleville riskeille.

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

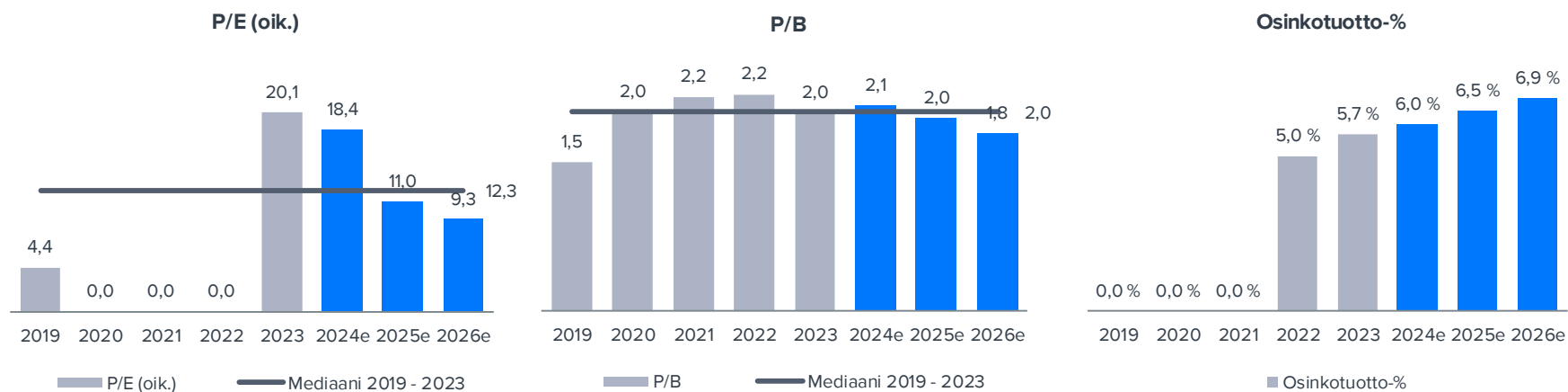
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,78	7,78	7,78
Markkina-arvo	163	163	163
Yritysarvo (EV)	527	524	524
P/E (oik.)	18,4	11,0	9,3
P/E	18,4	11,0	9,3
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,4	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	14,0	12,3	11,2
Osinko/tulos (%)	111,1 %	71,0 %	63,4 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,3	8,06	7,29	7,99	7,54	7,78	7,78	7,78	7,78
Markkina-arvo	196	155	140	165	158	163	163	163	163
Yritysarvo (EV)	497	478	436	445	536	527	524	524	522
P/E (oik.)	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	18,4	11,0	9,3	8,4
P/E	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	18,4	11,0	9,3	8,4
P/B	1,5	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	1,8	1,7
P/S	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,7	17,1	9,4	5,6	6,0	5,4	5,1	4,8	4,6
EV/EBIT (oik.)	16,5	neg.	neg.	14,0	14,9	14,0	12,3	11,2	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	111,1 %	71,0 %	63,4 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	6,0 %	6,5 %	6,9 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Restaurant Group													
J D Weatherspoon	1037	2333	14,5	13,4	8,1	7,6	1,0	1,0	16,8	13,9			2,2
BJ's Restaurants	623	666	22,1	17,4	6,3	5,8	0,5	0,5	20,7	18,9		0,9	1,8
Ibersol	290	371	14,1	10,6	4,3	3,6	0,8	0,8	19,4	15,1	2,2	2,9	0,8
Bloomin' Brands	1343	2105	7,0	7,1	4,5	4,3	0,5	0,5	7,1	6,6	5,6	6,1	3,3
Ruth's Hospitality Group													
Berjaya Food	211	363	1445,5	15,4	13,7	9,9	2,3	2,0		18,1	2,5	2,9	2,2
Red Robin Gourmet Burgers	84	196		19,9	3,8	3,1	0,2	0,2					
Mitchells & Butlers	2054	3813	11,3	10,4	7,7	7,2	1,3	1,2	12,3	10,7			0,8
Young & Co's Brewery	626	1048	15,9	12,7	9,9	8,0	2,3	1,9	15,9	15,4	2,2	2,3	76,8
NoHo Partners (Inderes)	163	527	14,0	12,3	5,4	5,1	1,2	1,1	18,4	11,0	6,0	6,5	2,1
Keskiarvo	783	1362	218,6	13,4	7,3	6,2	1,1	1,0	15,4	14,1	3,1	3,0	12,5
Mediaani	624	857	14,5	13,0	7,0	6,5	0,9	0,9	16,3	15,1	2,3	2,9	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			-4 %	-5 %	-22 %	-22 %	37 %	29 %	13 %	-27 %	158 %	126 %	-2 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	313	75,9	93,3	96,0	107	372	93,5	107	106	115	422	463	492	523
Suomen liiketoiminta	251	61,5	77,4	75,5	78,2	293	65,7	73,6	75,4	79,9	295	314	330	346
Kansainvälinen liiketoiminta	61,5	14,4	15,9	20,5	28,9	79,7	27,8	33,4	31,0	34,8	127	148	162	177
Käyttökate	79,5	18,3	23,0	22,1	25,7	89,1	21,5	24,5	24,6	26,5	97,1	103	109	115
Poistot ja arvonalennukset	-47,8	-12,4	-12,2	-13,4	-15,1	-53,1	-14,6	-14,8	-15,0	-15,0	-59,4	-60,9	-62,6	-65,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	6,9	9,7	9,6	11,5	37,7	42,5	46,8	49,6
Liikevoitto	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	6,9	9,7	9,6	11,5	37,7	42,5	46,8	49,6
Suomen liiketoiminta	28,3	5,1	9,5	7,8	8,3	30,7	4,5	6,7	6,8	8,4	26,4	29,9	33,0	34,6
Kansainvälinen liiketoiminta	3,4	0,8	1,2	1,0	2,3	5,3	2,4	3,0	2,8	3,1	11,3	12,6	13,8	15,0
Nettorahoituskulut	-22,5	-3,0	-5,5	-8,2	-6,3	-23,0	-6,5	-5,4	-4,5	-4,4	-20,8	-16,6	-16,0	-15,4
Tulos ennen veroja	9,2	2,9	5,3	0,5	4,3	13,0	0,4	4,3	5,1	7,1	16,9	25,8	30,8	34,2
Verot	-4,3	-0,5	-1,2	-0,6	-0,3	-2,6	-0,4	-0,9	-1,1	-1,5	-3,9	-6,0	-7,1	-7,9
Vähemmistöosuudet	-3,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-2,5	-0,5	-1,2	-1,0	-1,4	-4,1	-5,0	-5,9	-6,6
Nettotulos	1,5	1,9	3,4	-0,5	3,1	7,9	-0,5	2,3	3,0	4,2	8,9	14,9	17,7	19,7
EPS (oikaistu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,20	0,42	0,70	0,84	0,92
EPS (raportoitu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,20	0,42	0,70	0,84	0,92

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

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	420	517	507	513	523
Liikearvo	141	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	38,0	46,3	42,8	39,5	36,4
Käyttöomaisuus	210	265	266	275	287
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	18,0	10,6	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	13,0	14,1	14,6	15,1	15,6
Vaihtuvat vastaavat	33,3	59,1	59,8	65,5	69,7
Vaihto-omaisuus	5,6	7,7	8,4	9,3	9,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	21,8	39,5	37,9	41,6	44,3
Likvidit varat	5,2	11,3	12,8	14,0	14,9
Taseen loppusumma	453	576	566	578	593

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	82,0	107	107	112	119
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,4	6,8	6,7	11,7	18,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	70,2	71,1	71,1	71,1	71,1
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	7,2	28,7	28,7	28,7	28,7
Pitkäaikaiset velat	251	304	304	303	304
Laskennalliset verovelat	9,2	10,9	11,4	11,9	12,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	236	279	278	277	277
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Lyhytaikaiset velat	120	165	156	164	170
Korolliset velat	59,9	81,0	69,5	69,2	69,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,8	82,0	84,3	92,5	98,4
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Taseen loppusumma	453	577	566	578	593

DCF-laskelma

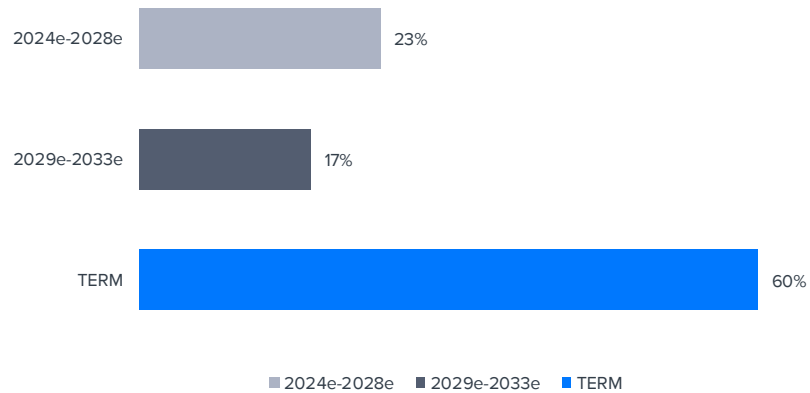
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	13,2 %	9,7 %	6,4 %	6,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	8,9 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	36,0	37,7	42,5	46,8	49,6	48,4	49,9	51,4	50,0	51,5	52,3	
+ Kokonaispoistot	53,1	59,4	60,9	62,6	65,0	67,5	69,2	71,0	72,9	74,8	76,9	
- Maksetut verot	-2,0	-3,9	-6,0	-7,1	-7,9	-7,3	-8,3	-8,6	-8,3	-8,6	-7,0	
- verot rahoituskuluista	-5,3	-4,9	-3,9	-3,8	-3,6	-3,5	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-5,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,5	3,2	3,7	2,7	2,8	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	0,8	
Operatiivinen kassavirta	86,9	91,5	97,2	101	106	107	109	112	113	116	118	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-149,4	-48,1	-66,7	-72,2	-75,0	-74,0	-76,2	-78,5	-80,8	-83,2	-85,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-54,5	43,5	30,5	29,0	30,9	32,6	32,8	33,5	32,0	32,7	32,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-54,5	43,5	30,5	29,0	30,9	32,6	32,8	33,5	32,0	32,7	32,7	671
Diskontattu vapaa kassavirta		42,4	28,0	24,9	25,0	24,8	23,4	22,5	20,2	19,4	18,2	373
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		622	579	551	526	501	477	453	431	411	391	373
Velaton arvo DCF		622										
- Korolliset velat		-360										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,0										
Oman pääoman arvo DCF		235										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,2										

Pääoman kustannus (WACC)

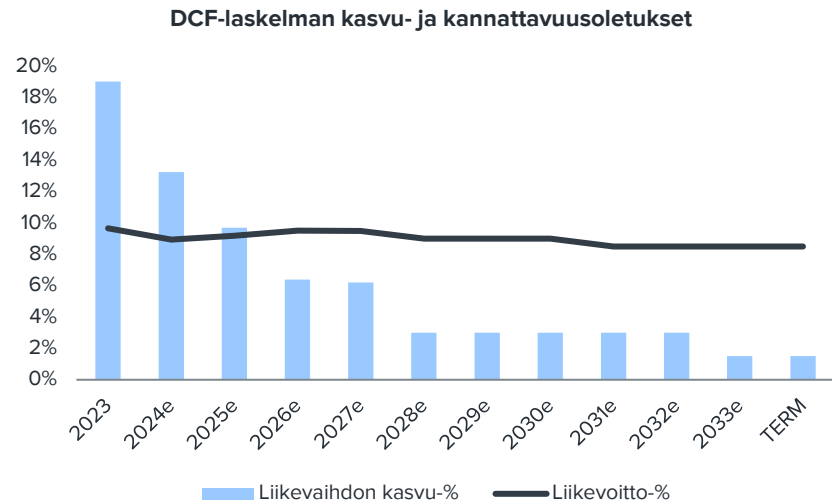
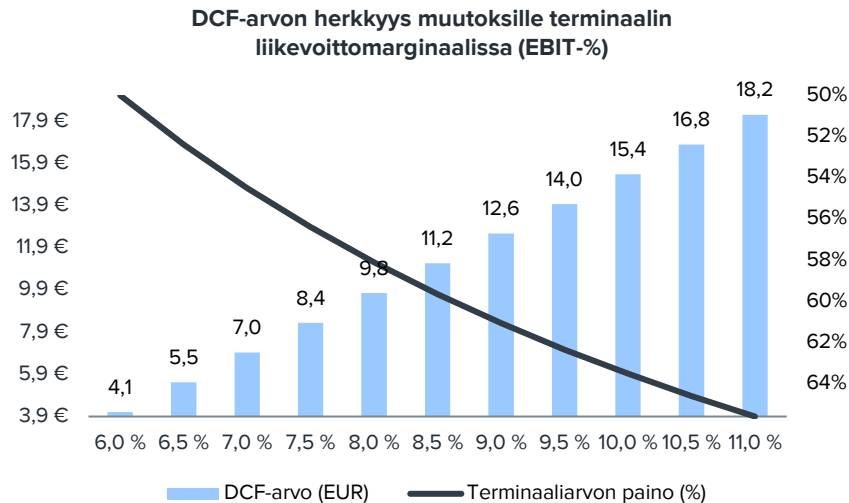
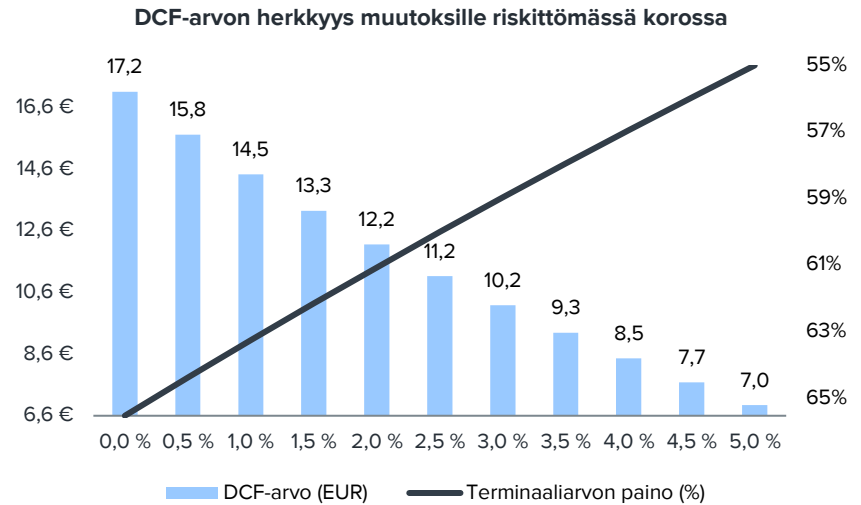
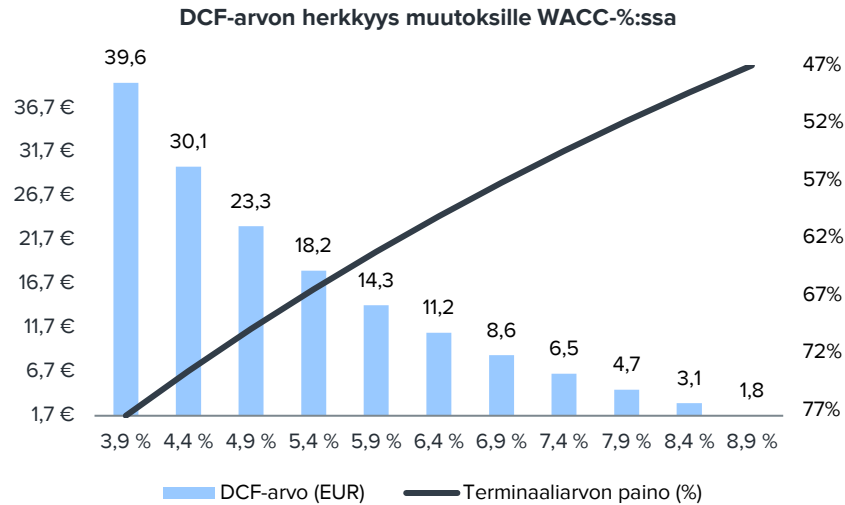
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	65,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	186,0	312,8	372,3	421,6	462,5	EPS (raportoitu)	-0,55	0,07	0,38	0,42	0,70
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	97,1	103,4	EPS (oikaistu)	-0,55	0,07	0,38	0,42	0,70
Liikevoitto	-0,9	31,7	36,0	37,7	42,5	Operat. kassavirta / osake	2,89	3,54	4,14	4,36	4,61
Voitto ennen veroja	-12,8	9,2	13,0	16,9	25,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	1,03	-2,60	2,07	1,45
Nettovoitto	-10,6	1,5	7,9	8,9	14,9	Omapääoma / osake	3,34	3,61	3,72	3,71	3,93
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,40	0,43	0,47	0,50
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	459,3	453,3	576,5	566,3	578,3	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	19 %	13 %	10 %
Oma pääoma	69,4	82,0	106,8	106,7	111,7	Käyttökateen kasvu-%	65 %	72 %	12 %	9 %	6 %
Liikearvo	137,1	141,0	181,3	181,3	181,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-96 %	-3622 %	13 %	5 %	13 %
Nettovelat	322,3	290,6	349,2	334,7	331,8	EPS oik. kasvu-%	-61 %	-113 %	418 %	13 %	66 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	24,8 %	25,4 %	23,9 %	23,0 %	22,4 %
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	97,1	103,4	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	8,9 %	9,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	1,8	4,5	3,2	3,7	Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	8,9 %	9,2 %
Operatiivinen kassavirta	55,7	73,3	86,9	91,5	97,2	ROE-%	-15,1 %	2,2 %	10,3 %	11,4 %	18,5 %
Investoinnit	-58,0	-64,4	-149,4	-48,1	-66,7	ROI-%	0,1 %	8,6 %	9,3 %	8,2 %	9,4 %
Vapaa kassavirta	-2,7	21,3	-54,5	43,5	30,5	Omavaraisuusaste	15,1 %	18,1 %	18,5 %	18,8 %	19,3 %
						Nettovelkaantumisaste	464,5 %	354,4 %	326,9 %	313,8 %	297,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA	9,4	5,6	6,0	5,4	5,1						
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,0	14,9	14,0	12,3						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	18,4	11,0						
P/B	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,7 %	6,0 %	6,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/04/2020	Vähennä	5,20 €	5,18 €
28/05/2020	Vähennä	6,00 €	5,70 €
10/06/2020	Vähennä	6,50 €	6,26 €
07/07/2020	Vähennä	7,00 €	6,84 €
12/08/2020	Vähennä	6,50 €	6,12 €
05/10/2020	Lisää	6,00 €	4,85 €
11/11/2020	Lisää	7,50 €	6,86 €
12/01/2021	Vähennä	7,50 €	7,70 €
19/02/2021	Vähennä	7,50 €	7,10 €
09/04/2021	Vähennä	8,50 €	8,94 €
12/05/2021	Vähennä	8,50 €	8,27 €
14/06/2021	Lisää	10,00 €	9,05 €
11/08/2021	Lisää	10,00 €	8,57 €
18/08/2021	Lisää	10,00 €	8,34 €
10/11/2021	Lisää	10,00 €	9,24 €
26/11/2021	Lisää	9,00 €	8,12 €
23/12/2021	Vähennä	8,00 €	7,29 €
18/02/2022	Vähennä	9,00 €	8,46 €
19/04/2022	Lisää	9,00 €	7,90 €
11/05/2022	Lisää	9,00 €	7,82 €
23/06/2022	Lisää	9,00 €	8,00 €
10/08/2022	Osta	10,00 €	8,30 €
09/11/2022	Osta	9,50 €	7,34 €
17/02/2023	Osta	9,50 €	8,29 €
10/05/2023	Osta	10,00 €	8,32 €
09/08/2023	Lisää	10,00 €	9,14 €
07/11/2023	Osta	9,50 €	7,54 €
16/02/2024	Osta	10,00 €	8,20 €
02/04/2024	Osta	10,00 €	7,94 €
08/05/2024	Osta	10,00 €	8,24 €
07/08/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**