

# NoHo Partners

## Yhtiöraportti

8.5.2024 07:50



Arttu Heikura  
358400828098  
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tuotto-odotus edelleen suotuisa

NoHo julkaisi odotukset täyttäneen Q1-raportin. Liikevaihdon kasvua ajoivat yritysostot sekä kansainvälisten markkinoiden hyvä veto. Suomessa markkinakehitys oli vaisua, jonka johdosta kotimaan kannattavuus jäi hieman odotuksistamme, joskin se säilyi edelleen erittäin hyvällä tasolla. Yhtiö toisti ohjeistuksensa, mutta näkymä loppuvuoteen säilyy edelleen hieman epävarmana. Toistamme 10,0 euron tavoitehintamme sekä osta-suosituksen riski/tuotto-suhteen ollessa edelleen hyvin houkutteleva.

## Torjuntavoitto haastavassa markkinassa

NoHon Q1-liikevaihto kasvoi 23 % 94 MEUR:oon, joka oli linjassa odotuksiin nähden. Etenkin suhteessa hankalaan kotimaan markkinaympäristöön NoHon suoritus oli ensiluokkaista, mikä mielestämme kertoo yhtiön vankasta kilpailuasemasta Suomessa. Suomen sisällä yhtiö onnistui saavuttamaan kasvua Ruoka- ja Fast food -ravintoloissa, kun taas Viihderavintoloiden kvartaalia leimasi haastava markkinaympäristö etenkin yökerhoissa. Kansainvälisesti yhtiö kasvoi merkittävästi yritysjärjestelyjen tukemana, mutta kasvu vanhoissa ravintoloissa oli arviomme mukaan vahvaa. Q1-liikevoitto nousi odotusten mukaisesti 6,9 MEUR:oon (7,3 % liikevaihdesta) kansainvälisten ravintoloiden turvin. Kannattavuuskehitystä Suomessa rajoitti kannattavuusprofiililtaan vahvan yökerhomarkkinan lasku. Tästä huolimatta NoHon kannattavuus on edelleen toimialan kärkeä ja suoritusta heikossa markkinassa voidaan mielestämme pitää torjuntavoittona. Tuloslaskelman alimmilla riveillä nettotulosta oli viimeistä kertaa pilaamassa Eezyn myynnistä seuranneet negatiiviset kirjaukset. Näistä oikaistuna osakekohtainen tulos asetui 0,03 euroon.

## Kohdemarkkinoiden kehitys kaksijakoista

NoHon kohdemarkkinoiden kehitys on ollut kaksijakoista. Kotimaan yökerhoravintoloiden kehitys on ollut vaisua, kun taas klassikkoravintolat ovat pärjänneet tilanteeseen nähden hyvin. Kansainvälisillä markkinoilla pehmeyttä ei käsityksemme mukaan ole ollut havaittavissa, ja esimerkiksi Sveitsissä NoHo on saanut markkinasta merkittävää tukea kasvulleen. Kotimaan markkinapehmydestä huolimatta yhtiö toisti ohjeistuksensa odotetusti, ja uskoo kysyntäympäristön paranevan vuoden loppua kohden. Vanhojen ravintoloiden (like-for-like kasvu) ja osalti Suomen kehitykseen kohdistuu mielestämme epävarmuutta, sillä BKT:n kehityksen arvioidaan olevan vaisua vuonna 2024, eikä koronlaskuilla arviomme mukaan tule olemaan merkittävää ostovoimaa parantavaa vaikutusta vielä 2024 aikana. Ennusteiden mukaisen Q1-raportin jälkeen operatiiviset ennusteemme säilyivät isossa kuvassa ennallaan. Ohjeistuksen tasolla olevat ennusteemme nojaavat NoHon defensiiviseen ravintolaportfolioon sekä yhtiön kyvykkyyteen tehdä tehostavia toimenpiteitä niissä ravintoloissa tai segmenteissä joissa kysyntä ei ole voimakkaimmillaan.

## Osake riski/tuotto-suhteeltaan hyvin houkutteleva

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on mielestämme arvostustason korjaantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta. Seuraavan 12 kuukauden IFRS16-kassavirtavaikutuksella oikaistun P/E-kertoimen (~12x) korjaantuminen lähelle 14x tasoa tarjoaisi itsessään noin 15 %:n tuotto-odotuksen. Kertoimien korjaantuminen tulee kuitenkin todennäköisesti vaatimaan kuluttajien tilanteeseen liittyvän epävarmuuden hälventymistä. Lisäksi tuotto-odotus saa selkeää tukea noin 6 %:n osinkotuotosta. Yhdistäen nämä noin 6 %:n oikaistun EPS-kasvun kanssa, haarukoituu vuosittainen kokonaistuotto-odotus noin 20 %:n tuntumaan. Näemme näin selvän tuotto-odotuksen antavan pitkäjänteiselle sijoittajalle riittävän vastapainon lyhyen tähtäimen markkinaepävarmuuksia heijasteleville riskeille.

## Suositus

### Osta

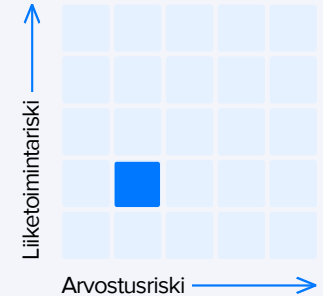
(aik. Osta)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

### Osakekurssi:

8,24



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	372	432	472	502
<b>kasvu-%</b>	19 %	16 %	9 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	36,0	40,2	45,7	48,4
<b>EBIT-% oik.</b>	9,7 %	9,3 %	9,7 %	9,7 %
<b>Nettotulos</b>	7,9	11,1	16,8	18,7
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,38	0,53	0,79	0,88
<b>P/E</b>	20,1	15,7	10,4	9,4
<b>P/B</b>	2,0	2,2	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,7 %	5,7 %	6,1 %	6,5 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,3	1,1	1,1

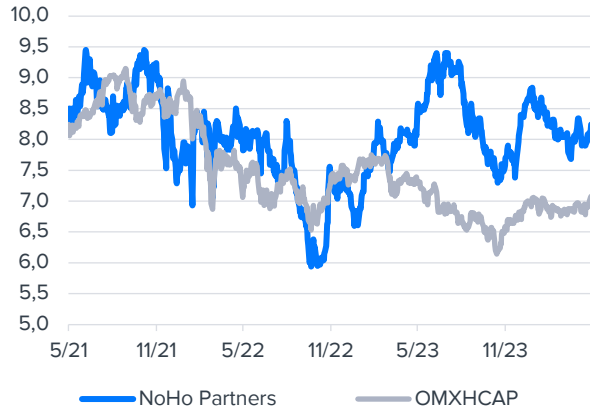
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

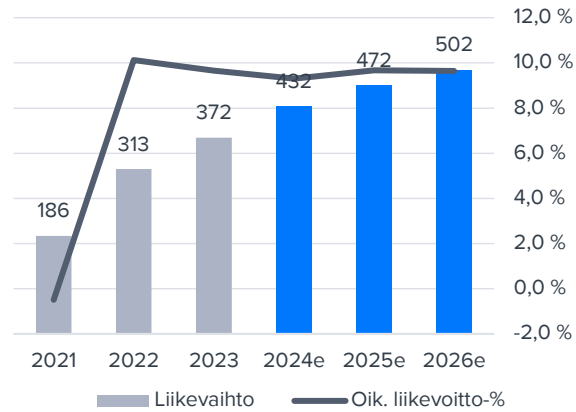
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2024 yhteensä noin 430 MEUR:n liikevaihdon ja noin 9,5 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

## Osakekurssi



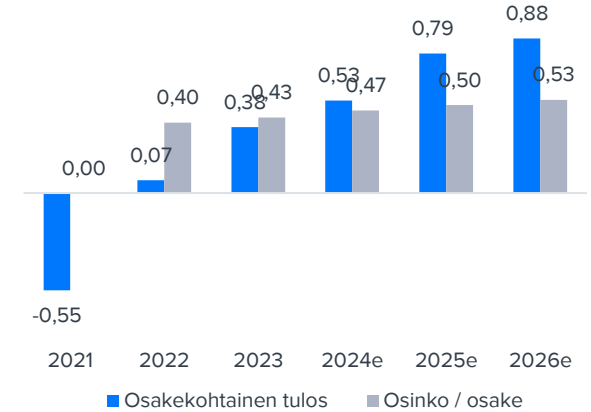
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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
- Yritysoistoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,24	8,24	8,24
Markkina-arvo	174	174	174
Yritysarvo (EV)	542	537	535
P/E (oik.)	15,7	10,4	9,4
P/E	15,7	10,4	9,4
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,9	4,7
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,7	11,1
Osinko/tulos (%)	89,3 %	63,1 %	60,3 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,1 %	6,5 %

Lähde: Inderes

# Hyvä kvartaali haastavassa markkinaympäristössä

## Myynnillisesti hyvä kvartaali heikossa markkinaympäristössä

NoHon Q1-liikevaihto kasvoi 23,1 % 93,5 MEUR:oon, joka oli linjassa sekä meidän että konsensuksen odottamiin lukuihin (94,8 ja 92,7 MEUR). Etenkin suhteessa hankalaan kotimaan markkinaympäristöön NoHon suoritus (Suomi +7 %) oli ensiluokkaista, mikä mielestämme kertoo yhtiön vankasta kilpailuasemasta Suomessa. Suomen sisällä yhtiö onnistui saavuttamaan kasvua Ruoka- ja Fast food -ravintoloissa, kun taas Viihderavintoloiden kvartaalia leimasi haastava markkinaympäristö etenkin opiskelijaravintoloissa. Kansainvälisesti yhtiö kasvoi (+92 %) yritysjärjestelyjen tukemana. BBS:n suhteen yhtiö jatkoi positiivissävytteisillä kommentteillaan, ja uskommekin liiketoiminnan jatkaneen odotuksia vahvempaa kehitystä.

## Tulos jälleen kerran hyvällä tasolla

Konsernin Q1-liikevoitto oli 6,9 MEUR vastaten 7,3 % liikevaihdosta. Kannattavuus oli linjassa analyttikoiden odotuksiin nähden (Inderes 7,2 ja konsensus 6,8 MEUR). Liiketoiminnollisesti Suomen kannattavuus oli

hieman vaisummalla, mutta markkinaan nähden hyvällä 4,5 MEUR:n (6,9 % liikevaihdosta) tasolla, mikä arviomme mukaan selittyi erittäin kannattavien yökerhojen liikevaihdon laskulla. Kansainvälisesti NoHon liikevoitto asettui erinomaiselle 2,3 MEUR:n (8,5 % liikevaihdosta) tasolle. Tuloslaskelman alimmilla riveillä nyt viimeistä kertaa näkyvät Eezyn myynnistä seuraavat arvonalennukset laskivat osakekohtaisen tuloksen -0,03 euroon (Inderes 0,04 ja konsensus 0,03 euroa). Eezyyn liittyvistä kirjauksista oikaistuna EPS oli linjassa odotuksiin nähden (0,03 euroa). Jatkossa vastaavien tulospettymysten tulisi olla takanapäin, sillä myydyistä Eezyn osakkeista ei ole enää NoHon riesaksi.

## Markkinakommenteissa varovaisuutta

NoHo toisti noin 430 MEUR:n ja 9,5 %:n liikevoittomarginaalia viitoittavan ohjeistuksensa odotusten mukaisesti. Yhtiö on ollut perinteisesti varovainen ohjeistaja johtuen sen liiketoiminnalle tärkeästä vuoden viimeisestä kvartaalista. Toisaalta yhtiö on saanut tasapainotettua ravintolaportfoliotaan vähemmän kausiluonteisemmaksi, mikä luo pohjaa ohjeistuksen saavuttamiseen jo alkuvuoden osalta. Markkinanäkymissä yhtiön johto oli Q4:n kommentteja

hieman varovaisempi, mutta odottaa silti kysyntäympäristön hieman paranevan H2:n aikana. Vanhojen ravintoloiden kehitykseen (like-for-like kasvu) kohdistuu mielestämme epävarmuutta, sillä BKT:n kehityksen arvioidaan olevan vaisua vuonna 2024, eikä koronlaskuilla arviomme mukaan tule olemaan merkittävää ostovoimaa parantavaa vaikutusta vielä 2024 aikana. Lisäksi Suomen arvonlisäveromuutoksella saattaa olla vaikutusta myyntihintoihin, mikä puolestaan luo epävarmuutta vuodelle 2025.

## Kohti kohtuullisempaa velka-asemaa

NoHon velkaisuus (IFRS16 oik. nettovelka/käyttökate) laski vuoden 2023 lopun 3x tasolta 2,8x tienoille velkojen takaisinmaksujen myötä. Tavoitetasoa saavuttamista tukee yhtiön vuolas operatiivinen kassavirta, jota se kirjautti Q1:n aikana reilu 14 MEUR:n edestä (Q1'23: 16,3). Velan hinnan nousu on arviomme mukaan saanut yhtiön kiinnittämään entistä tarkempaa huomiota velka-asemaansa, ja tämä saattaa toimia velkarahoitteisia yritysostoja hidastavana tekijänä kuluvan vuoden aikana.

Ennustetaulukko	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	75,9	93,5	94,8	92,7	91,1	94,8	-1 %	432
Liikevoitto	5,9	6,9	7,2	6,8	6,2	7,2	-4 %	40,2
Tulos ennen veroja	2,9	0,3	1,5	1,3	0,3	2,7	-80 %	20,2
EPS (raportoitu)	0,09	-0,03	0,04	0,03	-0,01	0,05	-171 %	0,53
Liikevaihdon kasvu-%	56,5 %	23,2 %	24,9 %	22,1 %	20,0 %	24,9 %	-1,7 %-yks.	16,0 %
Liikevoitto-%	7,8 %	7,4 %	7,6 %	7,3 %	6,8 %	7,6 %	-0,2 %-yks.	9,3 %

Lähde: Inderes & Vara (konsensus, 4 ennustetta)

## Noho Q1'24: Makoista kehitystä kotimaassa ja ulkomailla



# Pääomamarkkinapäivä tulossa

## NoHo järjestää pääomamarkkinapäivän 22.5.

- NoHon saavuttaessa kuluvan strategiakauden tavoitteensa ennen aikaisesti, tulee yhtiö päivittämään strategiaansa ja kertomaan uudet taloudelliset tavoitteensa tulevalle strategiakaudelle pääomamarkkinapäivällään 22.5.
- Kansainvälinen kasvu ja BBS:n laajentaminen toimivat arviomme mukaan strategian kulmakivinä, unohtamatta jatkuvaa tehokkuuden parantamista. Yhtiön johto alusti pääomamarkkinapäivän antia Q1:n tulospuhelun yhteydessä, ja kertoi keskittyvänsä BBS:n laajentamiseen sekä hakeakseen tälle erimuotoisia rahoitusvaihtoehtoja. Tämä on mielestämme seurausta kohonneesta korkotasosta ja pääomasijoittaja Intera Partnersin tuomista lisäpääomista.
- Uskomme yhtiön tavoittelevan seuraavan strategiakautensa päätteeksi noin 600 MEUR:n liikevaihtoa ja 10 %:n liikevoittomarginaalia. Yhtiö on todistanut kykynsä ylläpitää erinomaista kannattavuustasoa kovan kasvun sekä heikon markkinatilanteen aikoinakin. Lisäksi kasvava läsnäolo ulkomailla saattaa tuoda yhtiölle mittakaavaetuja. Suomen tasaisen mittakaavaedun saavuttaminen on kuitenkin haastavaa, tai yhtiön tulisi kasvattaa itsensä erittäin suureksi peluriksi kullakin KV-markkinalla. Velan käytön uskomme jatkuvan yhtenä arvonluonnin mahdollistajana ja tällöin yhtiö tulee todennäköisimmin tavoittelemaan 2,5x nettovelan suhdetta operatiiviseen käyttökatteeseen. Velan käytön houkuttelevuus on kuitenkin laskenut ja kohonneessa korkoympäristössä ostokohteen hintalappu määrittää enenevässä määrin mahdollisen tuottopotentialin.

# Ennustemuutokset jäivät vähäisiksi

## Ennustemuutokset

- Liikevaihtoennusteemme säilyivät käytännössä ennallaan. Odotamme Suomen markkinaympäristön paranevan oleellisesti vasta vuonna 2025, kun taas kuluvan vuoden kasvua ajaa vuonna 2023 tehdyt epäorgaaniset panostukset (HolyCow, Messukeskus, Norja) sekä kansainvälisten markkinoiden parempi kysyntäympäristö.
- Isossa kuvassa operatiiviset tulosennusteemme säilyivät ennallaan. Alenevat raaka-ainehinnat (2025) tuovat tukea materiaalikatteeseen, jonka johdosta seuraavan vuoden kannattavuusennusteemme nousi hieman. Tästä osa kuitenkin saattaa huveta palkkainflaatioon sekä asiakashintoihin. Suomen kannattavuuskehitystä hidastaa heikko yökerhomarkkina, kun taas odotamme kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden jatkavan paranemistaan mm. tehokkaan HolyCow:n kasvun ja operatiivisten tehokkuuspanostusten turvin.

## 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 yritysostojen voimakasta jatkumista.
- Ennustamme NoHon EPS:n kasvavan vuosittain 6 %:n tahtia (2023-27).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	432	432	0 %	471	472	0 %	500	502	0 %
Liikevoitto	40,7	40,2	-1 %	44,4	45,7	3 %	48,3	48,4	0 %
Tulos ennen veroja	21,5	20,2	-6 %	27,8	29,1	5 %	32,3	32,4	0 %
EPS (oik.)	0,60	0,53	-13 %	0,77	0,79	3 %	0,89	0,88	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,47	0 %	0,50	0,50	0 %	0,53	0,53	0 %

Lähde: Inderes

# Osake ei ole hintalapulla pilattu

## Absoluuttisesti hinnoittelu vaikuttaa varsin houkuttelevalta

NoHon Eezyn alaskirjauksesta oikaistu 2023 tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 12x ja lähivuosien osalta P/E pyörii 10x molemmin puolin. Näitä tasoja voidaan mielestämme pitää houkuttelevana, kun huomioidaan yhtiön hyvät tuloskasvunäkymät ja laskenut riskitaso.

Sijoittajien on myös tärkeä huomioida, että pitkistä IFRS 16 -vastuista johtuen NoHon poistot 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 tuloskertomoissa on mielestämme selkeää 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 kärsivälliselle sijoittajalle erinomainen

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on mielestämme arvostustason korjaantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta. Kertoimien korjaantuminen tulee kuitenkin todennäköisesti vaatimaan kuluttajien tilanteeseen liittyvän epävarmuuden hälventymistä. Lisäksi tuotto-odotus saa selkeää tukea noin 6 %:n osinkotuotosta. Yhdistäen nämä noin 6 %:n oikaistun EPS-kasvun kanssa, haarukoituu kokonaistuotto-odotus yli 20 %:n tuntumaan. Tällöin voimme pitää riskikorjattua tuotto-odotusta hyvin houkuttelevana, mikä perustelee positiivista näkemystä osakkeen suhteen.

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 luonnollisesti myös BBS, joka tullaan 3-5v periodilla takuu varmasti irrottamaan konsernista pääomasijoittajan irtaantumisen yhteydessä.

Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan nykyisellä kurssitasolla kärsivälliselle sijoittajalle erinomaisen tuotto-odotuksen. Osakkeeseen liittyvä riskitaso on tullut selvästi alas viimeisen vuoden aikana, kun taseen riskit ovat laskeneet ja liiketoiminnan ennustettavuus on parantunut. Tässäkin mielessä osakkeen riski-/tuottosuhte näyttyy meille hyvin houkuttelevana nykytasolla.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,24	8,24	8,24
Markkina-arvo	174	174	174
Yritysarvo (EV)	542	537	535
P/E (oik.)	15,7	10,4	9,4
P/E	15,7	10,4	9,4
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,9	4,7
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,7	11,1
Osinko/tulos (%)	89,3 %	63,1 %	60,3 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,1 %	6,5 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

1.

Yritystovetoinen kasvu ja vahva track-record kasvusta

2.

Kannattavuus erinomaisella tasolla

3.

Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva operatiivinen rahavirta

4.

Liiketoimintaa ajetaan reippaalla velkavivulla

5.

Kasvava osinkovirta

## Potentiaali



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

---

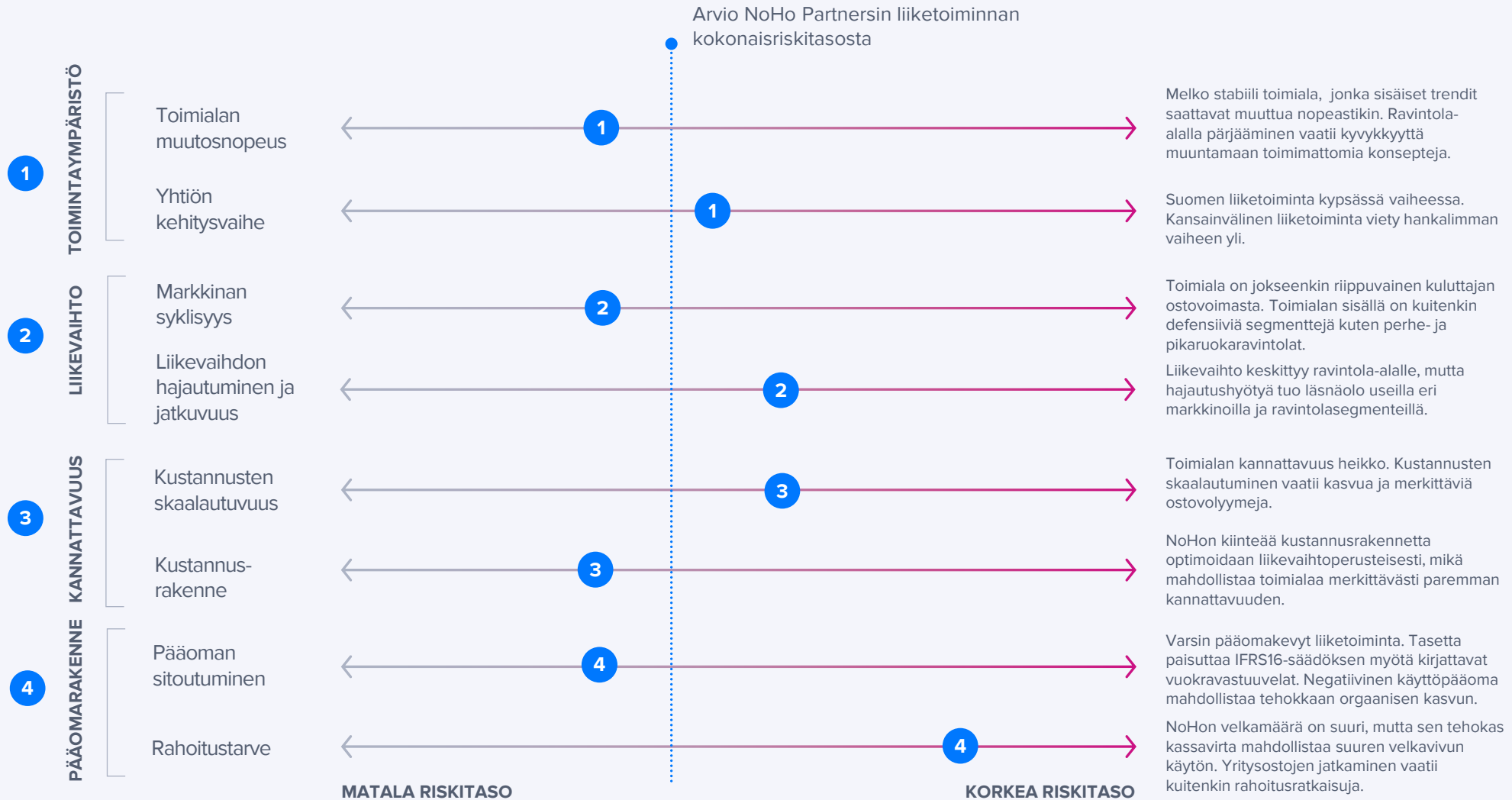
## Riskit



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

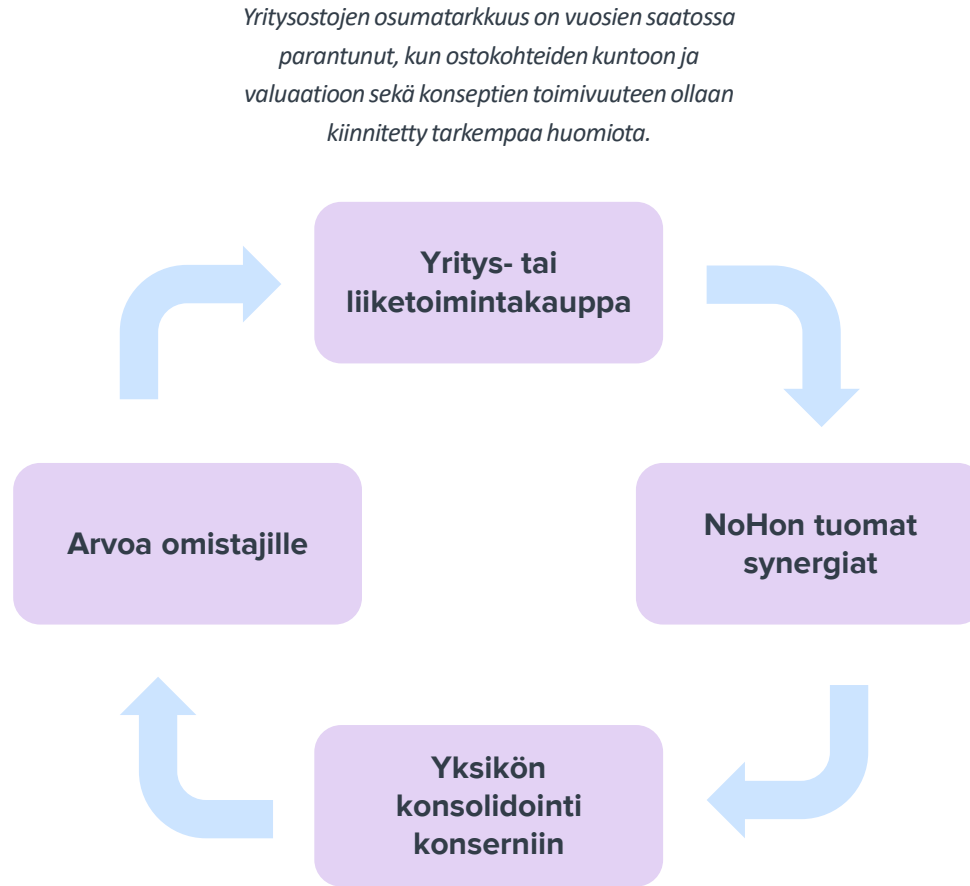


# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# NoHon arvonluontimalli yritysostoissa

	Käyttökatekerroin
Yritystokohde	4-5x
Synergiat mukaanlukien	3-4x
Konsolidointi	5-8x



*Yritystojen osumatarkkuus on vuosien saatossa parantunut, kun ostokohteiden kuntoon ja valuatioon sekä konseptien toimivuuteen ollaan kiinnitetty tarkempaa huomiota.*

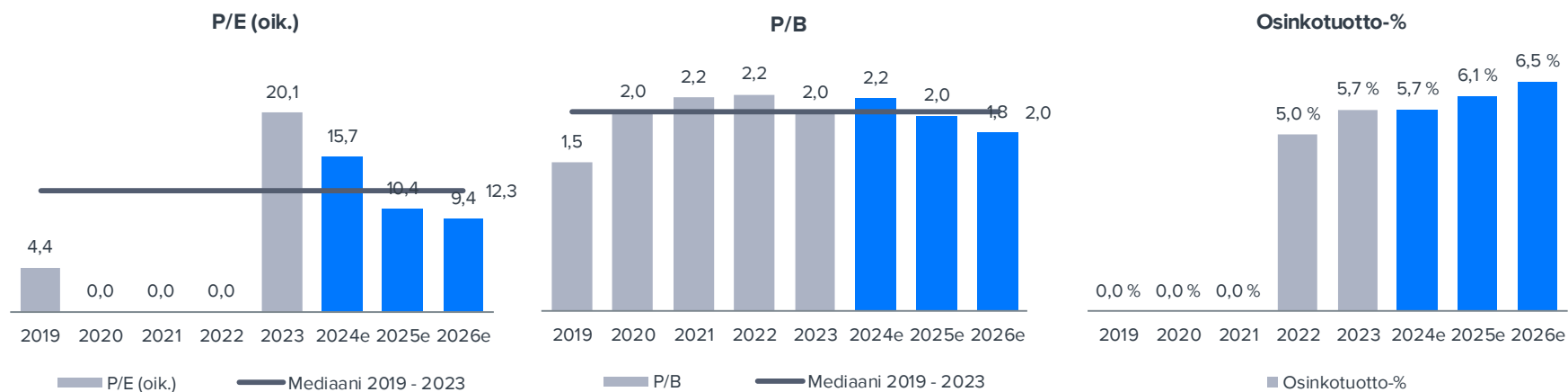
*Synergioita syntyy ostovolyymien yhdistämisestä sekä NoHon hoitaessa hallintoa ja tehostaessa toimintoja. Yksi merkittävimmistä kiinteiden kulujen optimointikohteista on aukioloaikojen ja työvuorojen suunnittelu liikevaihto-orientoituneesti.*

*Konsolidoinnin myötä yritysostokohdetta ruvetaan hinnoittelemaan NoHolle suotujen kertoimien mukaisesti, jolloin ostokohteen EV nousee huomattavasti alkuperäisestä ostohinnasta*

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,3	8,06	7,29	7,99	7,54	<b>8,24</b>	<b>8,24</b>	<b>8,24</b>	<b>8,24</b>
Markkina-arvo	196	155	140	165	158	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>
Yritysarvo (EV)	497	478	436	445	536	<b>542</b>	<b>537</b>	<b>535</b>	<b>533</b>
P/E (oik.)	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	<b>15,7</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>
P/E	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	<b>15,7</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>
P/B	1,5	2,0	2,2	2,2	2,0	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
P/S	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,7	17,1	9,4	5,6	6,0	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>
EV/EBIT (oik.)	16,5	neg.	neg.	14,0	14,9	<b>13,5</b>	<b>11,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	<b>89,3 %</b>	<b>63,1 %</b>	<b>60,3 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	<b>5,7 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>7,1 %</b>

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	1047	2346	14,8	13,6	8,2	7,7	1,0	1,0	17,4	14,4			2,2
BJ's Restaurants	728	764	22,4	19,9	6,9	6,5	0,6	0,6	25,4	20,7		0,8	2,0
Ibersol	296	336	11,1	8,3	3,9	3,0	0,8	0,7	17,7	12,3	3,8	5,7	0,8
Bloomin' Brands	1936	2566	8,2	8,2	5,3	5,0	0,6	0,6	9,5	8,7	4,2	4,4	4,6
Ruth's Hospitality Group													
Berjaya Food	258	396	18,5	13,8	11,5	8,1	2,2	2,0	23,1	16,0	3,1	3,0	2,4
Red Robin Gourmet Burgers	111	259		20,8	4,8	3,9	0,2	0,2					
Mitchells & Butlers	1699	3570	11,1	10,1	7,4	6,9	1,2	1,1	11,1	9,3			0,6
Young & Co's Brewery	594	805	12,2	9,7	7,6	6,2	1,8	1,4	15,6	14,5	2,2	2,3	74,3
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>174</b>	<b>542</b>	<b>13,5</b>	<b>11,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>15,7</b>	<b>10,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>2,2</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>833</b>	<b>1380</b>	<b>14,0</b>	<b>13,0</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,1</b>	<b>13,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>12,4</b>
<b>Mediaani</b>	<b>661</b>	<b>784</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>17,4</b>	<b>14,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>10 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>43 %</b>	<b>36 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>64 %</b>	<b>104 %</b>	<b>1 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>313</b>	<b>75,9</b>	<b>93,3</b>	<b>96,0</b>	<b>107</b>	<b>372</b>	<b>93,5</b>	<b>115</b>	<b>106</b>	<b>117</b>	<b>432</b>	<b>472</b>	<b>502</b>	<b>532</b>
Suomen liiketoiminta	251	61,5	77,4	75,5	78,2	293	65,7	84,8	79,0	82,8	312	333	349	366
Kansainvälinen liiketoiminta	61,5	14,4	15,9	20,5	28,9	79,7	27,8	30,6	27,4	33,7	120	139	152	166
<b>Käyttökate</b>	<b>79,5</b>	<b>18,3</b>	<b>23,0</b>	<b>22,1</b>	<b>25,7</b>	<b>89,1</b>	<b>21,5</b>	<b>26,8</b>	<b>25,1</b>	<b>26,4</b>	<b>99,8</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>119</b>
Poistot ja arvonalennukset	-47,8	-12,4	-12,2	-13,4	-15,1	-53,1	-14,6	-15,0	-15,0	-15,0	-59,6	-63,9	-65,6	-68,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>36,0</b>	<b>6,9</b>	<b>11,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>40,2</b>	<b>45,7</b>	<b>48,4</b>	<b>51,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>36,0</b>	<b>6,9</b>	<b>11,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>40,2</b>	<b>45,7</b>	<b>48,4</b>	<b>51,2</b>
Suomen liiketoiminta	28,3	5,1	9,5	7,8	8,3	30,7	4,5	9,3	7,9	8,7	30,5	35,0	36,7	38,4
Kansainvälinen liiketoiminta	3,4	0,8	1,2	1,0	2,3	5,3	2,4	2,5	2,2	2,7	9,7	10,7	11,7	12,7
Nettorahoituskulut	-22,5	-3,0	-5,5	-8,2	-6,3	-23,0	-6,5	-4,5	-4,5	-4,5	-20,0	-16,6	-16,0	-15,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>13,0</b>	<b>0,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>20,2</b>	<b>29,1</b>	<b>32,4</b>	<b>35,8</b>
Verot	-4,3	-0,5	-1,2	-0,6	-0,3	-2,6	-0,4	-1,6	-1,2	-1,5	-4,6	-6,7	-7,5	-8,3
Vähemmistöosuudet	-3,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-2,5	-0,5	-1,4	-1,1	-1,4	-4,4	-5,6	-6,2	-6,9
<b>Nettotulos</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>7,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>11,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,7</b>	<b>20,7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,53</b>	<b>0,79</b>	<b>0,88</b>	<b>0,97</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,53</b>	<b>0,79</b>	<b>0,88</b>	<b>0,97</b>

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

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>420</b>	<b>517</b>	<b>514</b>	<b>520</b>	<b>530</b>
Liikearvo	141	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	38,0	46,3	42,8	39,5	36,4
Käyttöomaisuus	210	265	273	282	295
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>33,3</b>	<b>59,1</b>	<b>61,2</b>	<b>66,9</b>	<b>71,0</b>
Vaihto-omaisuus	5,6	7,7	8,6	9,4	10,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	21,8	39,5	38,9	42,5	45,1
Likvidit varat	5,2	11,3	13,1	14,3	15,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>453</b>	<b>576</b>	<b>575</b>	<b>587</b>	<b>601</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>82,0</b>	<b>107</b>	<b>109</b>	<b>116</b>	<b>124</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,4	6,8	8,9	15,7	23,9
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>251</b>	<b>304</b>	<b>307</b>	<b>305</b>	<b>305</b>
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	282	279	279
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	14,1	14,1	14,1	14,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>159</b>	<b>167</b>	<b>172</b>
Korolliset velat	59,9	81,0	70,5	69,7	69,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,8	82,0	86,4	94,5	100
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>453</b>	<b>577</b>	<b>575</b>	<b>587</b>	<b>601</b>

# DCF-laskelma

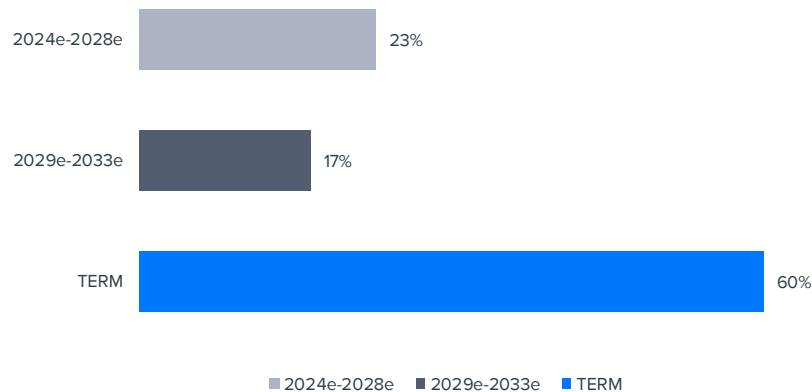
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	16,0 %	9,4 %	6,1 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	9,3 %	9,7 %	9,7 %	9,6 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>36,0</b>	<b>40,2</b>	<b>45,7</b>	<b>48,4</b>	<b>51,2</b>	<b>49,3</b>	<b>50,8</b>	<b>52,3</b>	<b>50,9</b>	<b>52,4</b>	<b>53,2</b>	
+ Kokonaispoistot	53,1	59,6	63,9	65,6	68,1	70,7	72,5	74,3	76,3	78,3	80,5	
- Maksetut verot	-2,0	-4,6	-6,7	-7,5	-8,3	-7,4	-8,4	-8,8	-8,4	-8,8	-7,2	
- verot rahoituskuluista	-5,3	-4,7	-3,9	-3,8	-3,6	-3,5	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-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	4,1	3,7	2,6	2,7	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>86,9</b>	<b>94,6</b>	<b>103</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>116</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	
+ 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	-55,9	-69,5	-75,1	-78,0	-77,3	-79,7	-82,0	-84,5	-87,0	-88,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-54,5</b>	<b>38,7</b>	<b>33,2</b>	<b>30,3</b>	<b>32,1</b>	<b>33,2</b>	<b>33,3</b>	<b>34,1</b>	<b>32,5</b>	<b>33,3</b>	<b>33,7</b>	
+/- 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	38,7	33,2	30,3	32,1	33,2	33,3	34,1	32,5	33,3	33,7	692
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>37,2</b>	<b>30,0</b>	<b>25,7</b>	<b>25,6</b>	<b>24,8</b>	<b>23,4</b>	<b>22,5</b>	<b>20,2</b>	<b>19,4</b>	<b>18,4</b>	<b>378</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		626	588	558	533	507	482	459	436	416	397	378
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>626</b>										
- Korolliset velat		-360										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>239</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,3</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

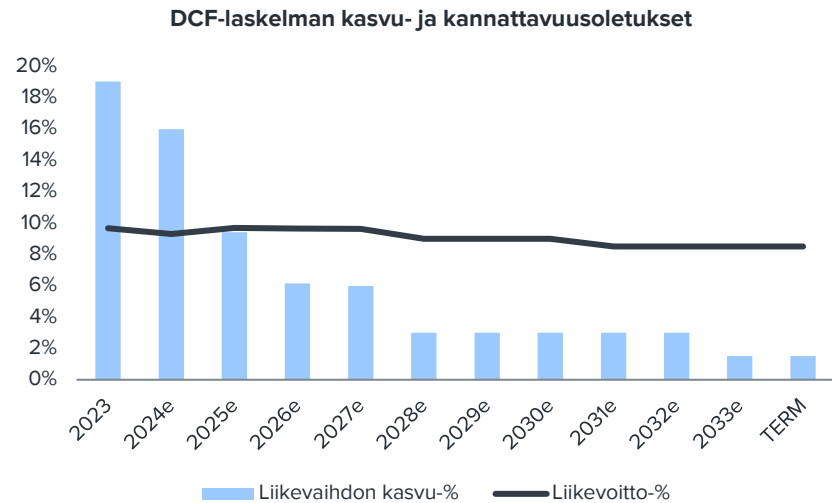
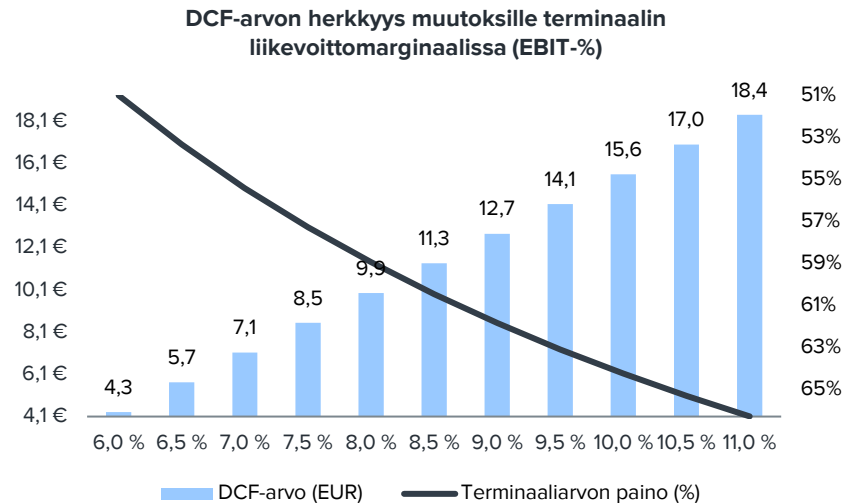
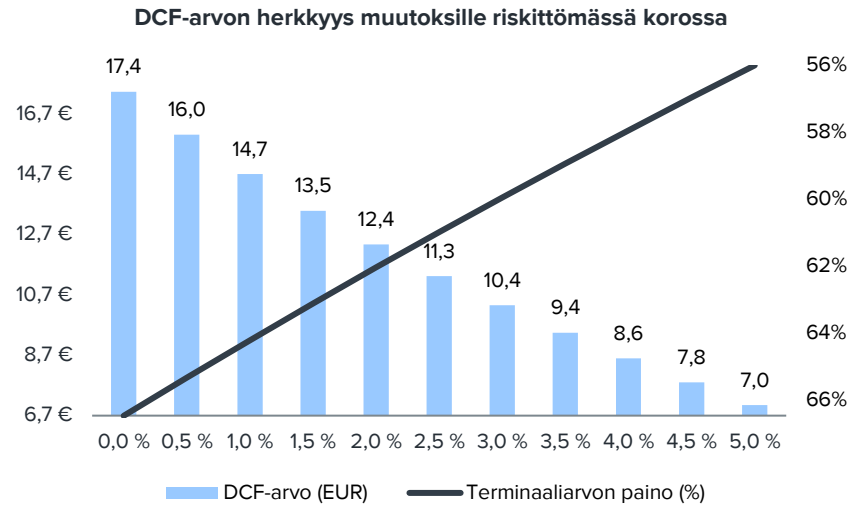
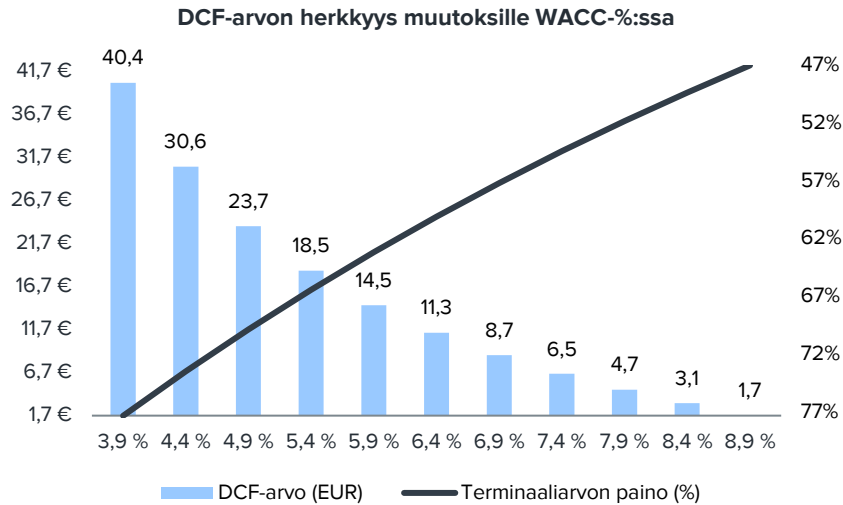
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	65,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksottain



# 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	<b>431,8</b>	<b>472,4</b>	EPS (raportoitu)	-0,55	0,07	0,38	<b>0,53</b>	<b>0,79</b>
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	<b>99,8</b>	<b>109,7</b>	EPS (oikaistu)	-0,55	0,07	0,38	<b>0,53</b>	<b>0,79</b>
Liikevoitto	-0,9	31,7	36,0	<b>40,2</b>	<b>45,7</b>	Operat. kassavirta / osake	2,89	3,54	4,14	<b>4,49</b>	<b>4,85</b>
Voitto ennen veroja	-12,8	9,2	13,0	<b>20,2</b>	<b>29,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	1,03	-2,60	<b>1,84</b>	<b>1,57</b>
Nettovoitto	-10,6	1,5	7,9	<b>11,1</b>	<b>16,8</b>	Omapääoma / osake	3,34	3,61	3,72	<b>3,80</b>	<b>4,11</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,40	0,43	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	459,3	453,3	576,5	<b>575,4</b>	<b>587,2</b>	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	19 %	<b>16 %</b>	<b>9 %</b>
Oma pääoma	69,4	82,0	106,8	<b>108,9</b>	<b>115,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	65 %	72 %	12 %	<b>12 %</b>	<b>10 %</b>
Liikearvo	137,1	141,0	181,3	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-96 %	-3622 %	13 %	<b>12 %</b>	<b>14 %</b>
Nettovelat	322,3	290,6	349,2	<b>339,2</b>	<b>334,3</b>	EPS oik. kasvu-%	-61 %	-113 %	418 %	<b>40 %</b>	<b>51 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	24,8 %	25,4 %	23,9 %	<b>23,1 %</b>	<b>23,2 %</b>
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	<b>99,8</b>	<b>109,7</b>	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	<b>9,3 %</b>	<b>9,7 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	1,8	4,5	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	<b>9,3 %</b>	<b>9,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	55,7	73,3	86,9	<b>94,6</b>	<b>102,8</b>	ROE-%	-15,1 %	2,2 %	10,3 %	<b>14,0 %</b>	<b>20,1 %</b>
Investoinnit	-58,0	-64,4	-149,4	<b>-55,9</b>	<b>-69,5</b>	ROI-%	0,1 %	8,6 %	9,3 %	<b>8,7 %</b>	<b>9,9 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,7	21,3	-54,5	<b>38,7</b>	<b>33,2</b>	Omavaraisuusaste	15,1 %	18,1 %	18,5 %	<b>18,9 %</b>	<b>19,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	464,5 %	354,4 %	326,9 %	<b>311,6 %</b>	<b>288,8 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,4	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>						
EV/EBITDA (oik.)	9,4	5,6	6,0	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>						
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,0	14,9	<b>13,5</b>	<b>11,7</b>						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	<b>15,7</b>	<b>10,4</b>						
P/B	2,2	2,2	2,0	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,7 %	<b>5,7 %</b>	<b>6,1 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 yhtiössä. 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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 €

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.**