

# NoHo Partners

## Yhtiöraportti

16.2.2023 21:10



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



**Kasper Mella**  
+358 45 6717 150  
kasper.mella@inderes.fi

# Ravintolamarkkina on yllättävän defensiivinen

Toistamme NoHon 9,5 euron tavoitehintamme sekä osta-suosituksemme vahvan Q4-raportin jälkeen. Ennustemuutokset ovat jääneet vähäisiksi ja näkymä on olosuhteisiin nähden yllättävän hyvä. Osakkeen riskitaso on myös jatkanut laskuaan näkyvyyden parantuessa ja taseen vahvistuessa. Osakkeen arvostustaso on edelleen varsin edullinen varsinkin kassavirtapohjaisesti, ja osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla tulosestimaattiemme pitäessä. Suurin riski liittyy edelleen heikentyneen taloustilanteen vaikutukseen loppukysyntään.

## Odotetun vahva Q4-raportti

NoHon liikevaihto kasvoi 27 %:lla 88 MEUR:oon ja oli tismalleen linjassa odotuksiemme. Kuluttajien heikentynyt ostovoima ei Q4:llä heijastanut kysyntään. Yhtiön kannattavuus jatkoi vahvaa kehitystään ja liikevoittomarginaali oli 9,5 % ja se sisälsi 0,8 MEUR kertakuluja Norjan kolmen yksikön alasajoon. Tämä huomioiden kannattavuus oli yli 10 % ja hyvin linjassa 10 %:n ennusteeseemme. Yhtiön kone on rajun koronasaneerauksen jälkeen kovassa kunnossa ja korkea liikevaihto heijastuu vahvana marginaalina. Suomen marginaali oli erinomainen 11,8 %, mutta kansainvälisen toiminnan marginaali oli heikko 0,7 % (kertaeristä oikaistuna ~5 %). Kansainvälisen liiketoiminnan marginaali oli toista kvartaalia perättäin heikko ja tämän kääntyminen olisi tärkeää. Eezyn osakkeista tehty kassavirtavaikuttamaton alakirjaus pilasi raportoidun tuloksen.

## Osinkopäätös heijastelee luottamusta tulevaan

Vaikka 2023 EPS jäikin Eezyn alakirjausten seurauksena 0,07 euroon, jakaa yhtiö osinkoa selvästi odotuksiamme enemmän. Yhtiön osinkoehdotus on 0,40 euroa per osake (2022e: 0,20e) ja yhtiö palasikin jo nyt koronan katkaisemalle osingonkasvu-uralle. Vaikka osingon absoluuttinen määrä onkin yhtiön mittakaavassa rajallinen, on osinkopäätös vahva signaali yhtiön luottamuksesta tulevaan. Yhtiön nettovelka laski katsauskaudella odotuksiemme mukaisesti 121 MEUR:oon ja nettovelka suhteessa käyttökatteeseen oli yhtiön tavoitteen mukaisella 3x tasolla. Taseen riskit ovat laskeneet pitkin vuotta ja mielestämme tähän liittyvä riskitaso alkaa olla neutraali.

## Näkymä on yllättävänkin hyvä

Yhtiö ohjeistaa odotetusti yli 350 MEUR:n liikevaihtoa sekä noin 9 %:n liikevoittomarginaalia. Markkinakommentit olivat edelleen varsin positiivisia ja yhtiö ei ole nähnyt markkinassa oleellista heikentymistä kuluttajien ostovoiman laskusta huolimatta. Näemme kuitenkin edelleen selvän riskin kysynnän pehmentymiselle kuluttajien ollessa puristuksessa. Yhtiö lähtee heikentyvään markkinaan erinomaisessa kunnossa ja mikäli markkina ei petä alta kunnolla, on yhtiöllä hyvät edellytykset puolustaa hyvää kannattavuuttaan. Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia ja odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa tuloskehitystä lähivuosilta. Huomautamme sijoittajille, että IFRS 16 -vastuista johtuen NoHon poistot ovat todellisia vuokratuloja suuremmat ja NoHon kassavirtapohjainen EPS on noin 0,10–0,15 euroa suurempi kuin raportoitu tulos. Osinkoennusteet ovat nousseet reippaasti osinkoyllätyksen myötä.

## Tuotto/riski-suhde edelleen houkutteleva

2022 toteutuneella tuloksella P/E-kerroin on Eezyn alakirjauksesta oikaistuna noin 15x ja seuraavalle kahdelle vuodelle 10–13x tasoilla. Kassavirtapohjaiset kertoimet ovat laskelmiemme mukaan 8–11x tasolla. Tasot ovat mielestämme maltilliset, kun huomioidaan yhtiön laskenut riskitaso. Myös osinkotuotto tarjoaa aiempaa vahvempaa tukea kurssille. Pidemmällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin kannalta keskiössä on pääoman allokointi, sillä isosta poistomassasta johtuen yhtiön tase kiertää varsin nopeasti ja yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaan.

## Suositus

### Osta

(aik. Osta)

### 9,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

### Osakekurssi:

8,29



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	313	370	390	410
<b>kasvu-%</b>	68 %	18 %	5 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	31,6	33,7	37,1	39,0
<b>EBIT-% oik.</b>	10,1 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %
<b>Nettotulos</b>	1,4	12,8	16,2	18,0
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,07	0,61	0,77	0,86

<b>P/E</b>	>100	13,5	10,7	9,6
<b>P/B</b>	2,2	2,2	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,0 %	5,4 %	6,1 %	6,7 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1	1,0

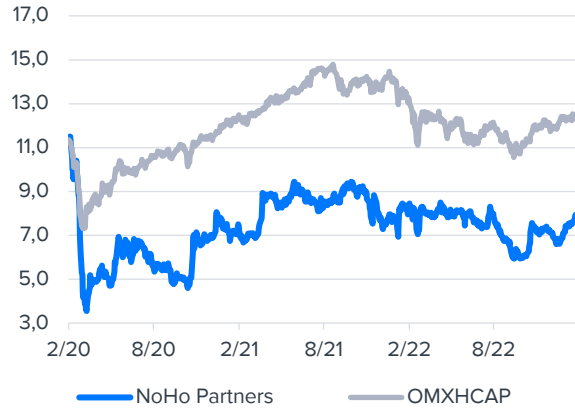
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

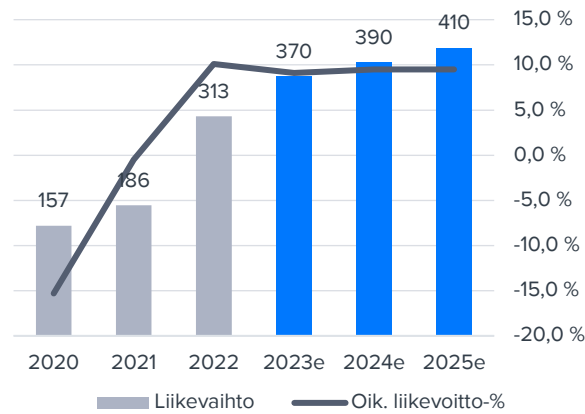
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2023 yhteensä yli 350 miljoonan euron liikevaihdon ja noin 9 prosentin ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

## Osakekurssi



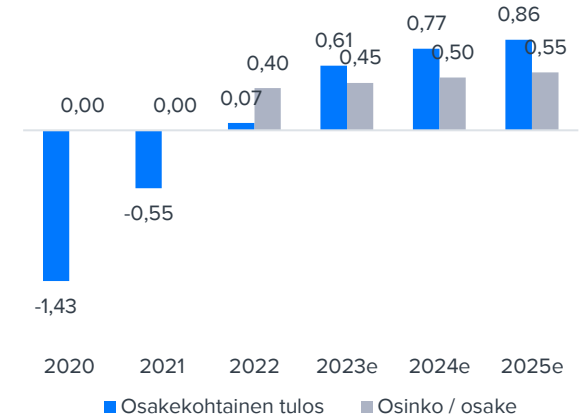
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Pääoman uudelleen allokointi hyvällä tuotolla
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Eezyn kurssinousu



### Riskitekijät

- Suomen talouden hidastuminen
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Velkaantuneisuus tavoitetason ylälaidassa
- Taseen merkittävä liikearvo
- Tulosparannuksen kestävyys

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,29	8,29	8,29
Markkina-arvo	172	172	172
Yritysarvo (EV)	445	436	429
P/E (oik.)	13,5	10,7	9,6
P/E	13,5	10,7	9,6
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,4	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,8	11,0
Osinko/tulos (%)	73,3 %	64,6 %	63,9 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	6,1 %	6,7 %

Lähde: Inderes

# Odotetun vahvat operatiiviset numerot

NoHon liikevaihto kasvoi 27 %:lla 88 MEUR:oon ja oli tismalleen linjassa odotuksiemme kanssa. Liikevaihto elpyi voimakkaasti koronarajoitusten rasittamasta vertailukaudesta ja myös alalle tärkeä pikkujoulukausi on sujunut erittäin hyvin. Kuluttajien heikentynyt ostovoima ei Q4:llä heijastanut kysyntään, mikä on linjassa eri pankkien tarjoamien luottokorttidatojen kanssa. Suomen osuus liikevaihdosta oli 71,4 MEUR ja kansainvälisen toiminnan 16,7 MEUR.

Yhtiön kannattavuus jatkoi vahvaa kehitystään ja liikevoittomarginaali oli 9,5 % ja se sisälsi 0,8 MEUR kertakuluja Norjan kolmen yksikön alasajosta. Tämä huomioiden kannattavuus oli yli 10 % ja hyvin linjassa 10 %:n ennusteeseemme. Yhtiön kone on rajun koronasaneerauksen jälkeen kovassa kunnossa ja korkea liikevaihto heijastuu vahvana marginaalina. Suomen marginaali oli erinomainen 11,8 %, mutta kansainvälisen toiminnan marginaali oli heikko 0,7 % (kertaeristä oikaistuna ~5 %). Kansainvälisen liiketoiminnan marginaali oli toista kvartaalia perättäin heikko ja yhtiön olisikin tärkeää saada kannattavuus paremmalle uralle 2023 aikana. Ennakkoon oli jo

tiedossa, että yhtiö joutuu kirjaamaan alas Eezyn osakepottiaan kurssilaskun seurauksena. Rahoituskulut sekä vähemmistöille kuuluva tulososuus olivat odotetun korkeat. Koska Eezyn alaskirjauksella ei ole verovaiikutusta, oli veroaste suhteessa raportoituun tulokseen todella korkea ja tämä painoi osakekohtaisen tuloksen heikoksi.

## Osinkopäätös heijastelee luottamusta tulevaan

Vaikka koko vuoden EPS jäikin Eezyn alaskirjausten seurauksena 0,07 euroon, jakaa yhtiö osinkoa selvästi odotuksiamme enemmän. Yhtiön osinkoehdotus on 0,40 euroa per osake (2022e: 0,20e) ja yhtiö palasikin jo nyt koronan katkaisemalle osingon kasvu-uralle. Yhtiö myös toteaa, että tavoite on jatkossa kasvattaa osinkoa ja osinkoennusteissamme on selkeitä nousupaineita. Vaikka osingon absoluuttinen määrä onkin yhtiön mittakaavassa rajallinen, on osinkopäätös vahva signaali yhtiön luottamuksesta tulevaan.

Yhtiön nettovelka laski katsauskaudella odotuksiemme mukaisesti 121 MEUR:oon ja

nettovelka suhteessa käyttökatteeseen oli vuoden lopussa noin 3x, mikä on linjassa yhtiön tavoitetasoin kanssa. Yhtiön taseeseen liittyvät riskit ovat laskeneet pitkin vuotta tuloksen parantuessa sekä velkamäärän supistuessa ja mielestämme taseen riskitaso alkaa olla neutraali.

## Odotettu ohjeistus

Raportin ennalta ylivoimaisesti kiinnostavin asia oli ohjeistus. Ohjeistus on täysin odotuksiemme mukainen ja yhtiö odottaa yli 350 MEUR:n liikevaihtoa sekä noin 9 %:n liikevoittomarginaalia meidän ennusteidemme ollessa 352 MEUR (ei sisällä Messukeskuksen tuoretta sopimusta) ja 9,1 %. Asiakaskysyntä on jatkunut vahvana ja yhtiö arvioi sen jatkuvan hyvällä tasolla vuonna 2023 epävarmuuksista huolimatta. Yhtiö kertoi raportin yhteydessä myös tammikuun myynnin ja se kehittynyt erittäin hyvin liikevaihdon ylittäessä reippaasti 2019 tason. Yhtiö tulee jatkossa raportoimaan tulosraporttien yhteydessä aina seuraavan kuukauden liikevaihdon.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot
Liikevaihto	69,5	88,1	88,0				0 %	313
Liikevoitto	6,7	8,4	8,8				-5 %	31,6
Tulos ennen veroja	3,9	2,1	2,7				-22 %	9,1
EPS (raportoitu)	0,08	-0,01	0,03				-133 %	0,09
Osinko/osake	0,00	0,40	0,20				100 %	0,40
Liikevaihdon kasvu-%	119,9 %	26,7 %	26,6 %				0,1 %-yks.	68,1 %
Liikevoitto-%	9,6 %	9,5 %	10,0 %				-0,5 %-yks.	10,1 %

Lähde: Inderes

## Q4-tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset

- Liikevaihtoennusteemme ovat nousseet lievästi Q4:llä toteutettujen uusien avausten (orgaaninen ja epäorgaaninen) seurauksena. Lähdemme 2023 ennusteissamme liikkeelle siitä, että yhtiön volyymi ei kasva taantuman johdosta ja näin ollen kasvu tulee: 1) Q1:n normalisoituvasta volyymistä (Q1'22 vaikutti vielä korona) 2) jo tehdyistä yrityskaupoista (Messukeskuksen sopimus liitetty mukaan ennusteisiin) ja 3) 2022 aikana tehdyistä hinnankorotuksista. Ennusteemme eivät huomio uusia yrityskauppoja, joita yhtiö tulee varmasti tekemään seuraavan 12kk aikana.
- Kannattavuuden osalta ennusteemme ovat ennallaan ja pidämme hieman alle 10 %:n liikevoittotasoa kestäväenä yhtiölle pidemmälläkin aikavälillä.
- Rahoituskulujen osalta ennusteita on tarkistettu jälleen ylöspäin johtuen kohonneesta korkotasosta. Myös vähemmistöjen tulososuutta nostettu hieman.
- Kokonaisuutena 2023 EPS-ennusteemme on laskenut 2023 osalta 6 %:lla, mutta 2024 osalta se on pysynyt ennallaan
- Odotamme Eezyn irtaantumisen toteutuvan 2023 aikana ilman myyntivoittoa.
- Osinkoennusteita tarkistettu ylös selvästi 2022 osinkopäätöksen seurauksena.

## Operatiiviset tulosajurit

- NoHo 2022 aikana todistanut, että sen tulostaso on tehnyt pysyvän tasoloikan koronan aikana tehdyn saneerauksen ansiosta. Yhtiön fokus on myös siirtynyt aiempaa voimakkaammin kannattavuuteen sekä pääoman tuottoon, mikä on osakkeenomistajan näkökulmasta erinomainen asia.
- Talustilanteen heikentyminen tulee väistämättä iskemään myös NoHoon ja tämä on ennusteidemme ylivoimaisesti suurin riski lyhyellä aikavälillä. Ennusteemme heijastelevat skenaariota, jossa kuluttajien ostovoima on koetuksella ja luottamus alhaalla, mutta työttömyys ei oleellisesti heikkene. Työttömyyden lähtiessä voimakkaasti kasvuun olisi sillä negatiivinen vaikutus ennusteisiimme.
- EPS tekee selvän tasokorjauksen 2024, kun liikevaihto kasvaa, kannattavuus paranee ja rahoituskulut laskevat vahvan kassavirran sulattaessa velkaa (emme mallinna M&A:ta)
- NoHon kannattavuus ei enää juurikaan parane nykytasolta ja näin ollen tuloskasvu on jatkossa yhä selvemmin liikevaihdon kasvun harteilla. Liikevaihdon kasvun osalta yhtiö on selvästi terävöittänyt fokustaan ja fokus tulee olemaan 1) toimivien konseptien ostamisessa, 2) F&B:n skaalaamisessa ja 3) isoissa ”blockbuster”-hankkeissa (esim. Nokia Areena). Kasvu on nykyisellä 10 %:n kannattavuustasolla selvästi aiempaa kannattavampaa ja kasvun arvonluonnista ei olisi näillä kannattavuustasoilla epäselvyyttä.

Ennustemuutokset	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Tot	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
Liikevaihto	313	313	0 %	352	370	5 %	375	390	4 %
Liikevoitto	32,0	31,6	-1%	32,0	33,7	5 %	35,6	37,1	4 %
Tulos ennen veroja	12,7	9,1	-28 %	20,2	19,7	-2 %	24,2	24,3	0 %
EPS (oik.)	0,26	0,07	-74 %	0,65	0,61	-6 %	0,77	0,77	1 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,40	100 %	0,35	0,45	29 %	0,40	0,50	25 %

Lähde: Inderes

## Katso toimitusjohtajan haastattelu:



# Tuotto-/riskisuhde edelleen houkutteleva

## Tulospohjainen arvostus ei ole korkea

NoHon tulostaso on koronan myötä tehnyt pysyvän tasokorjauksen ja toteutunut tulostaso alkaa antaa hyvin maata tuloskertoimien alle. 2022 Eezyn alaskirjauksesta oikaistulla tuloksella P/E-kerroin on noin 15x, joka on mielestämme neutraali taso. Lähivuosien vastaavat tuloskertoimet pyörivät 10–13x tasolla, jota voidaan jo mielestämme pitää houkuttelevana yhtiön laskenut riskitaso huomioiden. Sijoittajien on myös tärkeä huomioida, että pitkistä IFRS 16 -vastuista johtuen NoHon poistot ovat todellisia vuokratulujaa suuremmat ja tällä on noin 0,10–0,15 euron osakekohtainen vaikutus NoHon EPS:ään. Tämä huomioiden yhtiön tuloskertoimet laskevat lähivuosina 8–11x tasolle.

Normaalissa ympäristössä NoHon hyväksyttävän arvostustason pitäisi olla linjassa Helsingin pörssin historiallisten keskiarvojen kanssa (14–16x). Nykyisessä korkeampien korkojen ympäristössä taso olisi todennäköisesti lähempänä haarukan alalaitaa. Tässä mielessä tuloskertoimissa on selkeää nousuvaraa, kunhan ennusteisiin liittyvä epävarmuus häviää. Tällä hetkellä keskeinen epävarmuus liittyy taloustilanteen vaikutukseen NoHon kysyntään. Vaikka historiallisesti toimiala onkin ollut varsin defensiivinen, ovat kuluttajat saaneet aiemmissa kriiseissä enemmän tukea myös laskevasta korkotasosta. Nyt myös korkotasoa nousee ripeästi ja näin kovaa iskua eivät kuluttajat ole kokeneet todella pitkään aikaan. Suhtaudumme edelleen luottavaisesti NoHon kykyyn navigoida onnistuneesti läpi tulevan talousmyrskyn, mutta mielestämme on kuitenkin selvää, että markkinat eivät tule hyväksymään NoHolle merkittävästi nykyistä korkeampaa arvostusta ennen kuin saamme todisteita yhtiön suoriutumisesta heikossa markkinassa.

Isoista korkokuluista (korot +IFRS 16 laskennalliset

korot) ja vähemmistöjen tulososuudesta johtuen EPS on äärimmäisen herkkä pienillekin muutoksille kannattavuudessa. Sivun reunassa olevissa graafeissa olemme havainnollistaneet NoHon osakekohtaista hintaa eri kannattavuus- ja arvostustasoilla. Olemme hieman leventäneet haarukoita aiemmasta tuloskertoimien osalta, sillä korkojen nousun myötä koko pörssin arvostustasot ovat tehneet tasokorjauksen alaspäin. Ylempi taulukko heijastelee kuluvan vuoden liikevaihtotasolla tehtävää tulosta ja alempi strategiakauden 400 MEUR:n tavoitetta. Mielestämme 2024 jälkeen NoHolle voitaisi perustella myös korkeampi arvostustaso, kun yhtiöllä on selvästi pidempi kannattavan kasvun track-record.

Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan edelleen vahvan tuotto-odotuksen lyhyen aikavälin markkinariskien vastapainoksi. Yhtiön riskitaso on laskenut 2022 aikana selvästi, kun tase on tervehtynyt, rahoitus on uudelleenjärjestelty, koronan uhka on väistynyt ja kannattavuusparannus on todistettu. Näin ollen sijoittaja voi siirtää katsettaan myös mahdollisen taantumun yli, sillä vaikka tulos kärsisikin kuluvana vuonna odotuksiamme enemmän taantumasta, ei ole syytä epäillä, ettei NoHo yltäisi vahvaan kannattavuuteen taantumun jälkeen.

## Pääoman tuotto ratkaisee kurssikehityksen

Pitkällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin kannalta keskiössä on pääoman allokointi. Isoista poistomassasta johtuen yhtiön tase kiertää varsin nopeasti ja tämä yhdessä vahvan kassavirran kanssa johtaa tilanteeseen, jossa pääomaa allokoidaan jatkuvasti isoja määriä takaisin liiketoimintaan. Mielestämme tämän pääoman uudelleenallokoinnin tuottoprosentti ratkaiseekin osakkeen kulmakertoimen. Onkin rohkaisevaa, että yhtiö on ottanut pääoman tuoton aiempaa vahvemmin mukaan strategiaansa.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,29	8,29	8,29
Markkina-arvo	172	172	172
Yritysarvo (EV)	445	436	429
P/E (oik.)	13,5	10,7	9,6
P/E	13,5	10,7	9,6
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,4	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,8	11,0
Osinko/tulos (%)	73,3 %	64,6 %	63,9 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	6,1 %	6,7 %

Lähde: Inderes

		Liikevoitto-%				
		7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
P / E	10	3,7	4,9	6,0	7,2	8,4
	12	4,5	5,9	7,2	8,6	10,0
	14	5,2	6,8	8,5	10,1	11,7
	16	6,0	7,8	9,7	11,5	13,4
	18	6,7	8,8	10,9	13,0	15,0
	20	7,4	9,8	12,1	14,4	16,7

## Oletukset:

- 370 MEUR liikevaihto (2023e)
- Tämän hetken rahoituskulut oikaistuna Eezy-omistuksella
- Normaali vähemmistöjen tulososuus ja veroaste

		Liikevoitto-%				
		7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
P / E	10	5,0	6,5	7,8	9,1	10,4
	12	6,0	7,8	9,3	10,9	12,5
	14	7,0	9,1	10,9	12,7	14,5
	16	8,0	10,4	12,5	14,5	16,6
	18	9,0	11,7	14,0	16,3	18,7
	20	10,0	13,0	15,6	18,2	20,8

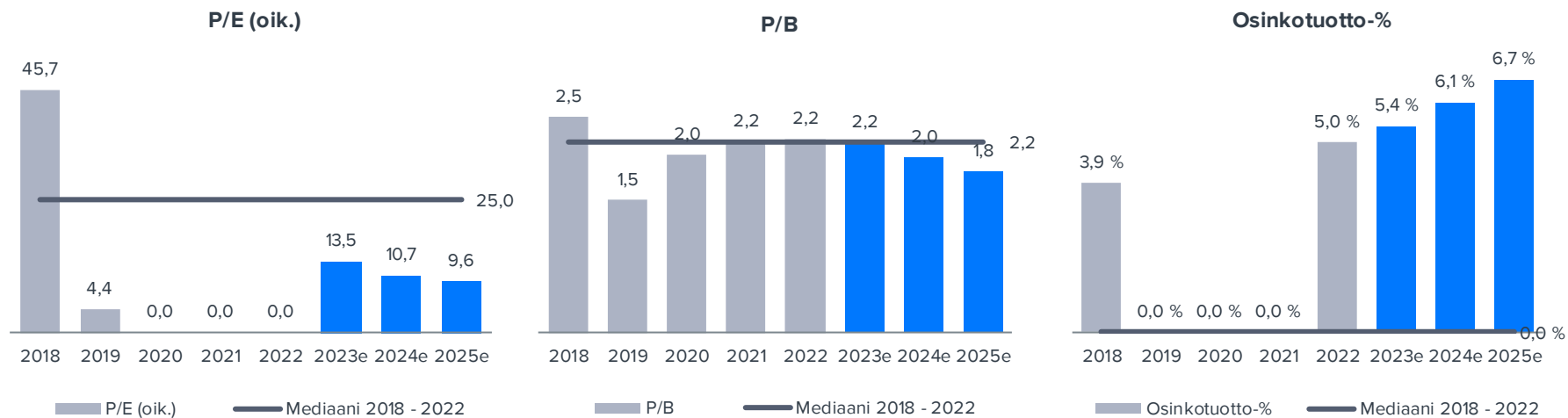
## Oletukset:

- 400 MEUR liikevaihto (2024 tavoitetaso)
- Sen hetken rahoituskulut oikaistuna Eezy-omistuksella
- Normaali vähemmistöjen tulososuus ja veroaste

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,66	10,3	8,06	7,29	7,99	<b>8,29</b>	<b>8,29</b>	<b>8,29</b>	<b>8,29</b>
Markkina-arvo	164	196	155	140	165	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>
Yritysarvo (EV)	324	472	478	436	445	<b>445</b>	<b>436</b>	<b>429</b>	<b>419</b>
P/E (oik.)	45,7	4,4	neg.	neg.	>100	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,6</b>	<b>8,8</b>
P/E	45,7	4,4	neg.	neg.	>100	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,6</b>	<b>8,8</b>
P/B	2,5	1,5	2,0	2,2	2,2	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
P/S	0,5	0,7	1,0	0,8	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/EBITDA (oik.)	11,4	6,3	17,1	9,4	5,6	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
EV/EBIT (oik.)	45,1	15,4	neg.	neg.	14,1	<b>13,2</b>	<b>11,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>
Osinko/tulos (%)	179,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	591,4 %	<b>73,3 %</b>	<b>64,6 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	<b>5,4 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Restaurant Group	297	928	19,6	15,7	8,8	7,6	0,9	0,8	35,4	16,5		2,7	0,7
J D Weatherspoon	728	2263	20,8	18,5	9,8	9,3	1,1	1,1	23,5	16,6		0,9	1,7
BJ's Restaurants	742	771	40,1	26,8	8,1	7,3	0,6	0,6	44,1	31,1	0,8	0,8	2,4
Ibersol	286	415	10,7	11,3	4,2	3,6	0,9	0,9	17,4	13,7	1,7	2,0	1,0
Bloomin' Brands	2047	2731	8,4	8,2	5,5	5,4	0,6	0,6	9,2	8,6	2,5	2,8	5,2
Ruth's Hospitality Group	542	550	11,8	11,3	7,6	7,3	1,1	1,0	14,1	13,6			
Berjaya Food	461	576	11,6	10,8	7,2	6,8	2,4	2,2	15,2	13,5	3,1	3,1	3,7
Red Robin Gourmet Burgers	154	288			4,5	4,1	0,2	0,3					1,3
Mitchells & Butlers	1073	2999	14,3	11,8	8,3	7,3	1,2	1,1	15,6	10,4			0,4
Young & Co's Brewery	658	847	13,8	13,3	8,3	8,1	2,1	2,0	19,4	19,2	1,8	1,8	96,1
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>170</b>	<b>443</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>13,3</b>	<b>10,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>699</b>	<b>1237</b>	<b>16,8</b>	<b>14,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>21,5</b>	<b>15,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>12,5</b>
<b>Mediaani</b>	<b>600</b>	<b>809</b>	<b>13,8</b>	<b>11,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>17,4</b>	<b>13,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-5 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>20 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>214 %</b>	<b>210 %</b>	<b>30 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>186</b>	<b>48,5</b>	<b>90,2</b>	<b>86,0</b>	<b>88,1</b>	<b>313</b>	<b>72,0</b>	<b>98,0</b>	<b>97,0</b>	<b>103</b>	<b>370</b>	<b>390</b>	<b>410</b>	<b>430</b>
Ravintolat	186	48,5	90,2	86,0	88,1	313	72,0	98,0	97,0	103	370	390	410	430
Eezy (aik. Henkilöstövuokraus)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>46,2</b>	<b>10,4</b>	<b>27,7</b>	<b>20,2</b>	<b>21,1</b>	<b>79,4</b>	<b>16,9</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>22,5</b>	<b>82,1</b>	<b>84,6</b>	<b>86,4</b>	<b>88,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-47,1	-11,7	-11,6	-11,8	-12,7	-47,8	-12,0	-12,0	-12,2	-12,2	-48,4	-47,5	-47,5	-47,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>16,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>31,6</b>	<b>4,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>33,7</b>	<b>37,1</b>	<b>39,0</b>	<b>40,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>16,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>31,6</b>	<b>4,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>33,7</b>	<b>37,1</b>	<b>39,0</b>	<b>40,9</b>
Ravintolat	-1,2	-1,7	16,5	8,4	8,4	31,6	4,9	9,3	9,2	10,3	33,7	37,1	39,0	40,9
Eezy (aik. Henkilöstövuokraus)	0,3	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-11,9	-3,0	-3,4	-9,8	-6,3	-22,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-14,0	-12,8	-12,0	-11,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-12,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>12,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>9,1</b>	<b>1,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>19,7</b>	<b>24,3</b>	<b>27,0</b>	<b>29,7</b>
Verot	2,4	0,7	-2,1	-1,4	-1,5	-4,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,4	-4,1	-5,2	-5,8	-6,4
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-1,6	-1,0	-0,9	-3,4	-0,2	-0,8	-0,8	-1,0	-2,8	-2,9	-3,2	-3,5
<b>Nettotulos</b>	<b>-10,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>9,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>	<b>18,0</b>	<b>19,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,04</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>	<b>0,86</b>	<b>0,95</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,44</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,04</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>	<b>0,86</b>	<b>0,95</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	18,7 %	140,6 %	161,5 %	39,0 %	26,7 %	68,1 %	48,5 %	8,6 %	12,8 %	16,9 %	18,3 %	5,4 %	5,1 %	4,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-96,3 %	-82,5 %	-1012,6 %	113,3 %	25,3 %	-3630,7 %	-388,0 %	-43,6 %	9,7 %	22,6 %	6,7 %	10 %	5,1 %	4,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	24,8 %	21,4 %	30,7 %	23,5 %	24,0 %	25,4 %	23,5 %	21,7 %	22,1 %	21,8 %	22,2 %	21,7 %	21,1 %	20,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-0,5 %	-3,5 %	18,3 %	9,8 %	9,5 %	10,1 %	6,8 %	9,5 %	9,5 %	10,0 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	-5,7 %	-7,2 %	10,0 %	-4,5 %	-0,3 %	0,4 %	1,3 %	3,8 %	3,8 %	4,3 %	3,5 %	4,1 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>431</b>	<b>420</b>	<b>400</b>	<b>397</b>	<b>399</b>
Liikearvo	137	141	141	141	141
Aineettomat hyödykkeet	40,4	38,0	36,8	36,0	35,3
Käyttöomaisuus	209	210	209	209	211
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	30,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	3,3	18,0	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	10,3	13,0	11,0	9,0	9,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>28,4</b>	<b>33,3</b>	<b>43,3</b>	<b>45,6</b>	<b>47,9</b>
Vaihto-omaisuus	5,0	5,6	7,4	7,8	8,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	16,3	21,8	27,8	29,3	30,8
Likvidit varat	6,4	5,2	7,4	7,8	8,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>459</b>	<b>453</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	<b>446</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>69,4</b>	<b>82,0</b>	<b>86,5</b>	<b>93,3</b>	<b>101</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	5,8	4,4	8,9	15,7	23,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	58,4	70,2	70,2	70,2	70,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	5,0	7,2	7,2	7,2	7,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>262</b>	<b>251</b>	<b>231</b>	<b>222</b>	<b>216</b>
Laskennalliset verovelat	5,3	9,2	7,0	5,0	4,0
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	253	236	218	211	206
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,6	6,1	6,1	6,1	6,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>128</b>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>129</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	75,8	59,9	54,6	52,8	51,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	52,2	60,2	70,3	74,1	77,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>459</b>	<b>453</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	<b>446</b>

# DCF-laskelma

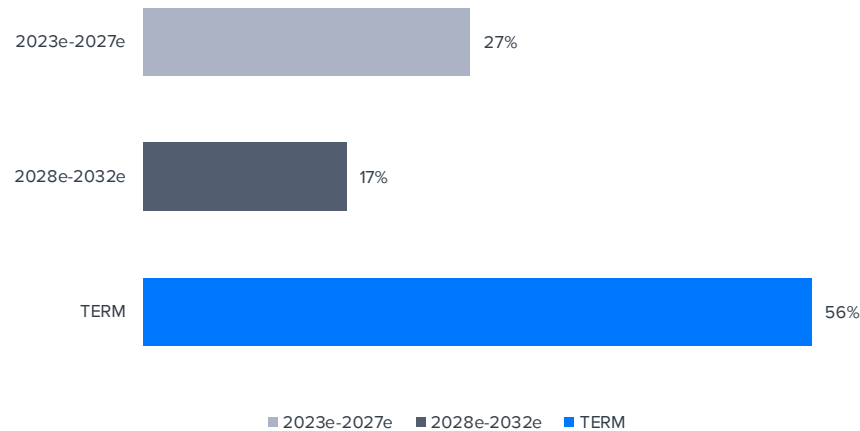
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,1%	18,3%	5,4%	5,1%	4,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,5%	1,5%
Liikevoitto-%	10,1%	9,1%	9,5%	9,5%	9,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,6</b>	<b>33,7</b>	<b>37,1</b>	<b>39,0</b>	<b>40,9</b>	<b>37,6</b>	<b>36,5</b>	<b>37,6</b>	<b>38,7</b>	<b>39,9</b>	<b>40,5</b>	
+ Kokonaispoistot	47,8	48,4	47,5	47,5	47,8	48,1	48,8	49,2	49,6	49,9	50,2	
- Maksetut verot	-3,1	-4,3	-5,2	-6,8	-5,4	-3,6	-3,4	-5,6	-5,9	-6,1	-5,5	
- verot rahoituskuluista	-4,9	-2,9	-2,8	-2,6	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,9	2,4	1,9	1,9	1,9	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	0,7	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>73,6</b>	<b>77,2</b>	<b>78,5</b>	<b>79,0</b>	<b>82,8</b>	<b>80,9</b>	<b>80,7</b>	<b>80,1</b>	<b>81,4</b>	<b>82,6</b>	<b>82,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. liis.	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-64,4	-30,0	-47,0	-49,0	-49,0	-51,0	-51,0	-51,0	-51,0	-51,0	-54,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>11,7</b>	<b>47,2</b>	<b>31,5</b>	<b>30,0</b>	<b>33,8</b>	<b>29,9</b>	<b>29,7</b>	<b>29,1</b>	<b>30,4</b>	<b>31,6</b>	<b>28,7</b>	
+/- Muut	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	21,7	47,2	31,5	30,0	33,8	29,9	29,7	29,1	30,4	31,6	28,7	563
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>44,6</b>	<b>27,9</b>	<b>24,9</b>	<b>26,3</b>	<b>21,8</b>	<b>20,3</b>	<b>18,6</b>	<b>18,3</b>	<b>17,8</b>	<b>15,2</b>	<b>298</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		533	489	461	436	410	388	367	349	331	313	298
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>533</b>										
- Korolliset velat		-286										
+ Rahavarat		5,2										
-Vähemmistöosuus		-7,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,00										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>236</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,3</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0%
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0%
Vieraan pääoman kustannus	5,0%
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75%
Likviditeettipremio	2,00%
Riskitön korko	2,5%
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,7%</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,7%</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	156,8	186,1	312,8	<b>370,0</b>	<b>390,0</b>	EPS (raportoitu)	-1,43	-0,55	0,07	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>
Käyttökate	28,0	46,2	79,4	<b>82,1</b>	<b>84,6</b>	EPS (oikaistu)	-1,43	-0,55	0,07	<b>0,61</b>	<b>0,77</b>
Liikevoitto	-24,0	-0,9	31,6	<b>33,7</b>	<b>37,1</b>	Operat. kassavirta / osake	1,25	2,89	3,56	<b>3,71</b>	<b>3,76</b>
Voitto ennen veroja	-34,9	-12,8	9,1	<b>19,7</b>	<b>24,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,77	-0,14	1,05	<b>2,27</b>	<b>1,51</b>
Nettovoitto	-27,5	-10,6	1,4	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>	Omapääoma / osake	3,96	3,34	3,61	<b>3,81</b>	<b>4,12</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,40	<b>0,45</b>	<b>0,50</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	448,3	459,3	453,3	<b>442,9</b>	<b>442,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-43 %	19 %	68 %	<b>18 %</b>	<b>5 %</b>
Oma pääoma	81,0	69,4	82,0	<b>86,5</b>	<b>93,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	-63 %	65 %	72 %	<b>3 %</b>	<b>3 %</b>
Liikearvo	135,2	137,1	141,0	<b>141,0</b>	<b>141,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-178 %	-96 %	-3631 %	<b>7 %</b>	<b>10 %</b>
Nettovelat	317,8	322,3	290,6	<b>265,6</b>	<b>256,3</b>	EPS oik. kasvu-%	-161 %	-61 %	-112 %	<b>808 %</b>	<b>26 %</b>
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	17,8 %	24,8 %	25,4 %	<b>22,2 %</b>	<b>21,7 %</b>
Käyttökate	28,0	46,2	79,4	<b>82,1</b>	<b>84,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	-15,3 %	-0,5 %	10,1 %	<b>9,1 %</b>	<b>9,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	13,0	1,9	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	Liikevoitto-%	-15,3 %	-0,5 %	10,1 %	<b>9,1 %</b>	<b>9,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	24,1	55,7	73,6	<b>77,2</b>	<b>78,5</b>	ROE-%	-26,8 %	-15,1 %	2,0 %	<b>16,6 %</b>	<b>19,6 %</b>
Investoinnit	-34,6	-58,0	-64,4	<b>-30,0</b>	<b>-47,0</b>	ROI-%	-5,9 %	0,1 %	8,6 %	<b>9,1 %</b>	<b>10,3 %</b>
Vapaa kassavirta	-14,8	-2,7	21,7	<b>47,2</b>	<b>31,5</b>	Omavaraisuusaste	18,1 %	15,1 %	18,1 %	<b>19,5 %</b>	<b>21,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	392,4 %	464,5 %	354,4 %	<b>307,0 %</b>	<b>274,7 %</b>
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,0	2,3	1,4	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>						
EV/EBITDA (oik.)	17,1	9,4	5,6	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	14,1	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>						
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	<b>13,3</b>	<b>10,6</b>						
P/B	2,0	2,2	2,2	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,0 %	<b>5,5 %</b>	<b>6,1 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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 tehdyin arviot 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 analyytiikoilla 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyteenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyteenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyteen 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 liikeyteen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes 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.**