

# NoHo Partners

## Yhtiöpäivitys

5/12/2019

- Toistamme 11,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää)
- Pidämme Q3-tuloksen jälkeen nähtyä noin 10 % kurssilaskua perusteettomana
- Osakkeen tuotto-odotus on noussut kurssilaskun myötä jälleen houkuttelevalle tasolle

# Perusteeton kurssilasku luo ostopaikan

NoHon osakekurssi on laskenut viimeisimmän [päivityksemme](#) jälkeen noin 10 %. Pidämme nähtyä kurssilaskua perusteettomana ja näkemyksemme mukaan markkinatilanteessa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia. Odotamme yhtiöltä edelleen erinomaista Q4:ää sekä ohjeistuksen nostoa vielä tämän vuoden aikana. Perusteettoman kurssilaskun myötä tuotto-odotus on noussut jälleen houkuttelevalle tasolle. Tästä syystä toistamme 11,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää).

## Kurssilaskulle ei perusteita

NoHon osakekurssi on laskenut viimeisimmän päivityksemme jälkeen noin 10 %. Kurssilasku voimistui tiistaina, kun yhtiön suurimpiin omistajiin kuuluva pääomasijoittaja Intera Partners (omistusosuus 30.11.2019 9,57 %) tiedotti myyvänsä noin puolet omistuksestaan. Interan osakemyynteihin ei liity mielestämme sen suurempaa dramatiikkaa ja irtaantuminen NoHosta oli vain ajan kysymys. Pidämmekin nähtyä kurssilaskua perusteettomana, sillä NoHon näkymissä ei ole tapahtunut käsityksemme mukaan Q3-tuloksen jälkeen oleellisia muutoksia. Odotamme yhtiön vahvan suorittamisen jatkuvan myös pikkujoulukaudella. Yhtiölle tärkeää pikkujoulukautta tukee Suomen talouden yllättävänkin vahvana jatkunut [kehitys ja kuluttajakäynnän kasvu](#). Matkailu- ja Ravintola-alan etujärjestö MaRan jäsenkyselyn perusteella ravintola-alan pikkujoulukauden myynnin odotetaan sujuvan myös hyvin. Mielestämme kaikki tähdet ovat NoHon kannalta tällä hetkellä oikeassa asennossa ja vahvan pikkujoulukauden jälkeen NoHon sijoittajatarinassa tullaan kääntämään katseet jälleen kansainväliseen kasvuun.

## Odotamme positiivista tulosvaroitusta vielä loppuvuoden aikana

Emme ole tehneet ennustemuutoksia viimeisimmän [päivityksemme](#) jälkeen. Ennustamme NoHon jatkuvien toimintojen eli ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan Q4:llä 14 %:lla 77 MEUR:oon ja segmentin liikevoittomarginaalin nousevan 10,1%:iin vertailukauden surkealta 1,7%:n tasolta. NoHo päivitti Q3-tuloksen yhteydessä ohjeistustaan ja sen mukaan yhtiö arvioi saavuttavansa kuluvana vuonna noin 260 MEUR:n liikevaihdon ja yli 10 % liikevoittomarginaalin. Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon ennustetaan olevan noin 260 MEUR ja liikevoittomarginaalin yli 6 %. Kuluvan vuoden ennusteemme ovat kokonaisuudessaan selvästi yhtiön ohjeistuksen yläpuolella ja pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö tulee antamaan positiivisen tulosvaroituksen vielä loppuvuoden aikana.

## Tuotto-odotus houkuttelevalla tasolla

NoHon osakkeen tuotto-odotus on noussut viimeisen kurssilaskun myötä mielestämme houkuttelvalle tasolle. Yhtiön tulos pohjainen arvostus (P/E 2020e: 11x) on noin 38 % alle yhtiön hajanaisen verrokkiryhmän, noin 20 % alle Helsingin pörssin mediaanin ja noin 30 % alle yhtiön historiallisen (2014-2018) tason. Kokonaistuotolaskelmamme (osinkotuotto ~5 % + operatiivinen tuloskasvu 2019-2022 ~10 % + arvostuskertoimien maltillinen nousuvara) puoltaa myös näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta. Tukea arvostukselle antaa myös osakkuusyhtiö VMP, jonka kurssi on noussut viimeisimmän päivityksemme jälkeen voimakkaasti. NoHosta syyskuussa julkaisemamme ja edelleen ajankohtainen laaja raportti on luettavissa [täältä](#).

## Analytytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehintaa

### Osta

(aik. Lisää)



**11,00 EUR**

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi: 9,34 EUR

Potentiaali: 17,8 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

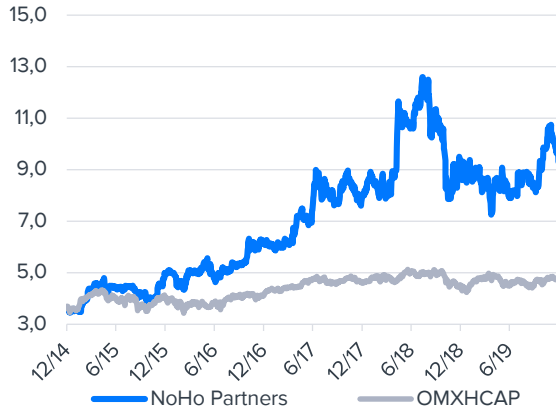
Konsernin liikevaihto on noin 260 MEUR ja liikevoittomarginaali yli 10 %. Ravintolat liikevaihto noin 260 MEUR ja liikevoitto yli 6 %.

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	323	275	299	320
<b>kasvu-%</b>	74 %	-15 %	9 %	7 %
<b>EBIT oik.</b>	7,2	31,0	22,8	25,0
<b>EBIT-% oik.</b>	2,2 %	11,3 %	7,6 %	7,8 %
<b>Nettotulos</b>	3,6	23,6	15,7	18,5
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,19	2,50	0,82	0,96
<b>P/E</b>	45,7	3,7	11,4	9,7
<b>P/B</b>	2,5	1,3	1,3	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,9 %	4,8 %	5,2 %	5,4 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,6	1,4	1,3

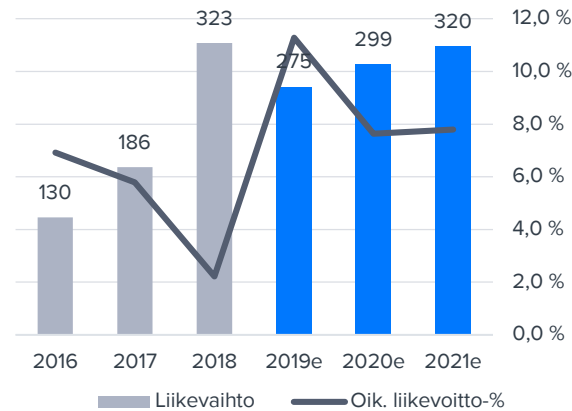
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



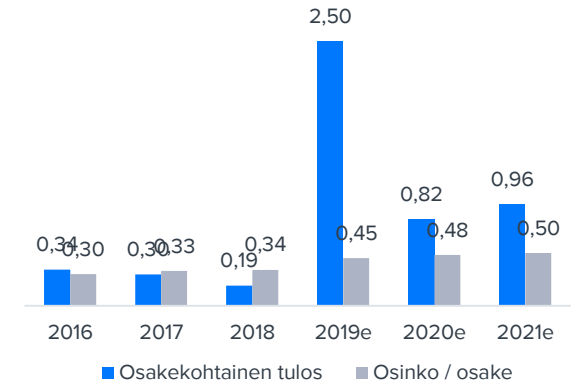
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

### Arvoajurit

- Royal-integraation onnistuminen
- Tanskan käänne
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Osakkuusyhtiö VMP:n kasvu

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Osakkeen riskitaso laskenut selvästi onnistuneen tuloskäänteen myötä
- Osakkeen tuotto-odotus on noussut viimeisimmän kurssilaskun jälkeen houkuttevalle tasolle

MCAP  
**176**  
MEUR

P/B  
**1,3**  
2019e

Osinko-%  
**4,8%**  
2019e

P/E (oik.)  
**11,4**  
2020e

# Ennustemuutokset

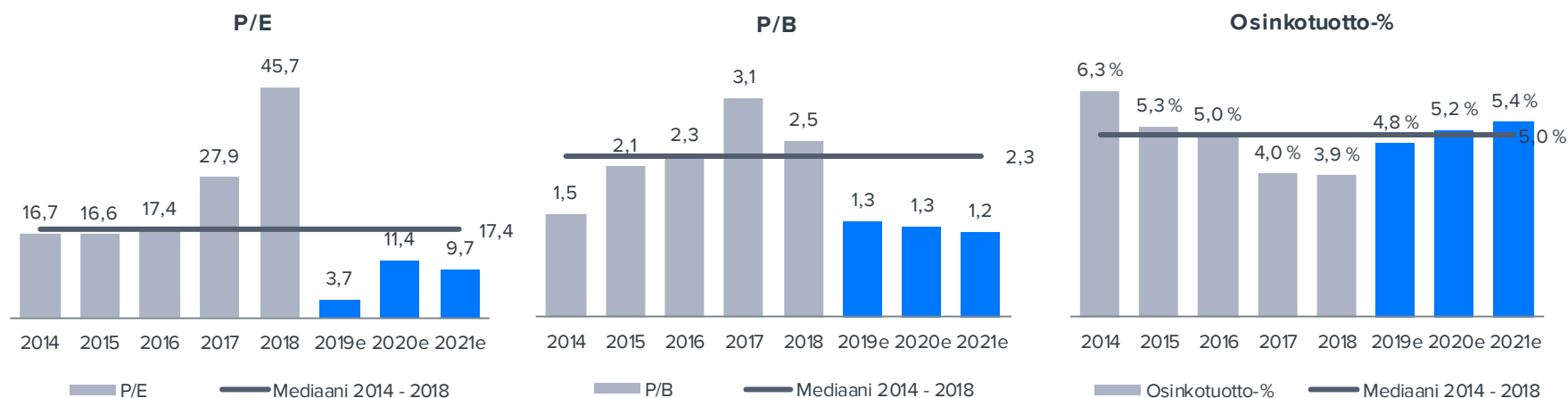
<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2019e</b>	<b>2019e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2021e</b>	<b>2021e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
<b>Liikevaihto</b>	275	275	0 %	299	299	0 %	320	320	0 %
<b>Liikevoitto</b>	31,0	31,0	0 %	22,8	22,8	0 %	25,0	25,0	0 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	28,7	28,7	0 %	20,8	20,8	0 %	23,7	23,7	0 %
<b>EPS (raportoitu)</b>	2,50	2,50	0 %	0,82	0,82	0 %	0,96	0,96	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,45	0,45	0 %	0,48	0,48	0 %	0,50	0,50	0 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakemäärä, milj. kpl	16,4	16,4	16,4	16,6	18,9	19,0	19,2	19,2	19,2
Markkina-arvo	57	84	97	138	164	178	178	178	178
Yritysarvo (EV)	76	110	126	184	324	444	432	414	425
P/E	16,7	16,6	17,4	27,9	45,7	3,7	11,4	9,7	9,4
P/B	1,5	2,1	2,3	3,1	2,5	1,3	1,3	1,2	1,3
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,6	1,4	1,3	1,3
EV/EBIT (oik.)	14,5	15,2	14,0	17,1	45,1	14,3	18,9	16,6	16,3
Osinko/tulos (%)	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	179,4 %	18,0 %	58,8 %	52,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,9 %	4,8 %	5,2 %	5,4 %	6,5 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Jack in the Box	79,58	1699	2736	14,6	14,2	11,5	11,2	3,2	3,1	18,2	17,5	2,2	2,3	
Cheesecake Factory	42,76	1722	1748	14,9	13,4	8,8	7,6	0,8	0,7	16,2	15,3	3,2	3,5	4,4
Restaurant Group	138,50	804	1173	11,0	9,8	7,1	6,5	0,9	0,9	11,8	10,2	4,3	4,9	1,5
J D Weatherspoon	1532,00	1870	2742	17,4	16,7	10,7	9,8	1,3	1,2	21,2	21,0	0,8	0,8	4,8
BJ's Restaurants	39,33	680	801	20,1	18,7	7,5	7,1	0,8	0,7	20,5	19,7	1,3	1,4	3,3
Ibersol	7,56	271	699	22,9	18,4	7,8	7,2	1,5	1,4	9,6	12,1	1,3	1,4	1,3
Shepherd Neame	1169,00	200	297		16,0	10,8	10,6	1,7	1,7	19,3	19,6	2,6	2,6	
Bloomin' Brands	23,48	1841	2812	15,2	14,7	7,7	7,6	0,8	0,7	14,9	13,7	1,7	1,9	17,9
Ruth's Hospitality Group	23,34	621	693	14,4	13,8	10,5	10,0	1,6	1,5	16,5	15,6	2,2	2,6	
Berjaya Food	1,38	114	227	15,9	16,3	9,6	8,1	1,4	1,4	16,8	20,0	3,1	3,4	1,3
Red Robin Gourmet Burgers	27,38	320	482	59,9	41,8	5,2	5,3	0,4	0,4	33,0	42,2			1,0
Mitchells & Butlers	440,50	2197	4166	11,3	11,2	8,2	8,0	1,6	1,6	12,1	11,4			1,0
Texas Roadhouse	57,37	3594	3517	19,2	18,1	12,3	11,5	1,4	1,3	24,2	22,3	2,1	2,2	4,0
Young & Co's Brewery	1615,00	831	1100	19,3	18,2	13,2	11,6	3,1	2,9	22,8	22,4	1,3	1,4	1,3
Del Taco Restaurants	7,14	239	367	13,5	13,0	6,4	6,4	0,8	0,8	15,9	14,7			0,6
Carrols Restaurant Group	7,57	354	752	57,0	23,4	8,9	6,7	0,6	0,5		154,5			1,3
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>9,34</b>	<b>178</b>	<b>444</b>	<b>14,3</b>	<b>18,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>11,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>1027</b>	<b>1437</b>	<b>21,8</b>	<b>17,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>18,2</b>	<b>27,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>		<b>680</b>	<b>801</b>	<b>15,9</b>	<b>16,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>16,8</b>	<b>18,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-10 %</b>	<b>17 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>20 %</b>	<b>13 %</b>	<b>-78 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>124 %</b>	<b>128 %</b>	<b>0 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>186</b>	<b>49,4</b>	<b>73,0</b>	<b>102</b>	<b>98,4</b>	<b>323</b>	<b>53,3</b>	<b>67,7</b>	<b>76,7</b>	<b>77,0</b>	<b>275</b>	<b>299</b>	<b>320</b>	<b>339</b>
Ravintolat	122	30,9	45,0	66,2	67,7	210	53,3	67,7	76,7	77,0	275	299	320	339
Henkilöstövuokraus	75,6	20,9	32,1	39,9	34,2	127	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-11,9	-2,4	-4,1	-3,7	-3,5	-13,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>22,4</b>	<b>4,3</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>28,4</b>	<b>16,7</b>	<b>18,8</b>	<b>20,5</b>	<b>18,8</b>	<b>74,7</b>	<b>68,8</b>	<b>72,8</b>	<b>73,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-11,6	-3,4	-4,4	-8,8	-4,6	-21,2	-11,5	-10,5	-10,7	-11,0	-43,7	-46,0	-47,8	-47,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>10,8</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>7,2</b>	<b>5,2</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>31,0</b>	<b>22,8</b>	<b>25,0</b>	<b>26,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,8</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>7,2</b>	<b>5,2</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>31,0</b>	<b>22,8</b>	<b>25,0</b>	<b>26,1</b>
Ravintolat	6,9	0,1	2,1	-1,2	1,2	2,2	1,8	4,0	5,9	7,8	19,4	22,8	25,0	26,1
Henkilöstövuokraus	3,8	0,8	1,0	1,7	1,5	5,0	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	3,4	4,3	3,9	0,0	11,6	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,9	-0,1	-0,7	-1,2	0,5	-1,6	0,1	-2,0	-1,4	-0,8	-4,1	-7,0	-6,8	-6,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>28,7</b>	<b>20,8</b>	<b>23,7</b>	<b>24,9</b>
Verot	-2,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-1,3	0,0	-0,4	-1,1	-1,5	-3,0	-3,1	-3,1	-3,5
Vähemmistöosuudet	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,4	-0,5	-1,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,2
<b>Nettotulos</b>	<b>4,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</b>	<b>23,6</b>	<b>15,7</b>	<b>18,5</b>	<b>19,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,30</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,12</b>	<b>0,19</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>1,92</b>	<b>0,30</b>	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>	<b>0,96</b>	<b>1,00</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,30</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,12</b>	<b>0,19</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>1,92</b>	<b>0,30</b>	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>	<b>0,96</b>	<b>1,00</b>

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	43,0 %	54,5 %	67,6 %	83,0 %	80,9 %	73,9 %	7,8 %	-7,2 %	-25,1 %	-21,8 %	-15,0 %	8,8 %	7,0 %	6,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	19,6 %	22,0 %	148,7 %	-88,6 %	-39,1 %	-33,3 %	467,5 %	165,3 %	1850,2 %	194,1 %	332,1 %	-26,4 %	9,4 %	4,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,1 %	8,7 %	10,4 %	9,0 %	7,4 %	8,8 %	31,3 %	27,7 %	26,7 %	24,4 %	27,2 %	23,0 %	22,7 %	21,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,8 %	1,8 %	4,3 %	0,5 %	2,7 %	2,2 %	9,7 %	12,2 %	12,8 %	10,1 %	11,3 %	7,6 %	7,8 %	7,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,7 %	0,9 %	2,8 %	-1,1 %	2,3 %	1,1 %	5,2 %	3,4 %	47,7 %	7,5 %	17,3 %	5,2 %	5,8 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Q1'19 aksen IFRS16

# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>104</b>	<b>256</b>	<b>423</b>	<b>421</b>	<b>416</b>
Liikearvo	47,0	147	127	128	128
Aineettomat hyödykkeet	19,2	56,5	45,5	43,5	41,0
Käyttöomaisuus	32,4	47,1	207	206	204
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,9	0,2	38,8	38,8	38,8
Muut sijoitukset	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>29,4</b>	<b>50,1</b>	<b>42,6</b>	<b>45,5</b>	<b>48,7</b>
Vaihto-omaisuus	3,0	5,1	5,5	6,6	7,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,8	40,0	31,6	32,9	35,2
Likvidit varat	2,6	5,0	5,5	6,0	6,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>133</b>	<b>306</b>	<b>466</b>	<b>467</b>	<b>465</b>

Lähde: Inderes

2019 alkaen IFRS16

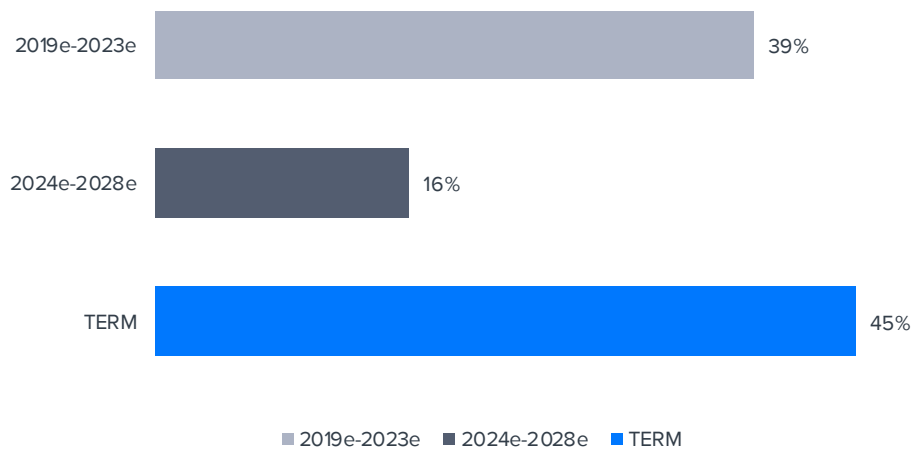
Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>46,9</b>	<b>75,1</b>	<b>140</b>	<b>148</b>	<b>157</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,2	-0,5	40,5	47,6	56,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	25,0	25,0	25,0
Uudelleenarvostusrahasto	40,5	66,9	66,9	66,9	66,9
Muu oma pääoma	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	2,0	8,8	8,0	8,0	8,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>40,2</b>	<b>108</b>	<b>201</b>	<b>193</b>	<b>180</b>
Laskennalliset verovelat	1,9	10,2	8,0	8,0	8,0
Varaukset	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	34,6	90,5	190	182	169
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,7	6,3	2,0	2,0	2,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>45,9</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>126</b>	<b>128</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	11,7	53,2	63,4	60,5	56,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,2	69,3	60,4	65,8	72,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>133</b>	<b>306</b>	<b>466</b>	<b>467</b>	<b>465</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,2</b>	<b>31,0</b>	<b>22,8</b>	<b>25,0</b>	<b>26,1</b>	<b>25,9</b>	<b>25,4</b>	<b>25,2</b>	<b>25,0</b>	<b>24,3</b>	<b>24,7</b>	
+ Kokonaispoistot	21,2	43,7	46,0	47,8	47,0	46,5	46,3	46,1	46,1	46,2	46,4	
- Maksetut verot	7,3	-5,2	-3,1	-3,1	-3,5	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,1	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	16,8	-0,9	3,0	3,4	1,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>52,1</b>	<b>68,2</b>	<b>67,3</b>	<b>72,0</b>	<b>70,2</b>	<b>68,4</b>	<b>67,8</b>	<b>67,4</b>	<b>67,3</b>	<b>66,8</b>	<b>67,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	-4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-176,2	-172,5	-44,0	-43,0	-44,0	-45,0	-45,0	-46,0	-46,0	-47,0	-47,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-120,4</b>	<b>-108,6</b>	<b>23,3</b>	<b>29,0</b>	<b>26,2</b>	<b>23,4</b>	<b>22,8</b>	<b>21,4</b>	<b>21,3</b>	<b>19,8</b>	<b>19,4</b>	
+/- Muut	0,0	174	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-120,4	65,2	23,3	29,0	26,2	23,4	22,8	21,4	21,3	19,8	19,4	335
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>64,9</b>	<b>21,6</b>	<b>25,0</b>	<b>21,0</b>	<b>17,5</b>	<b>15,8</b>	<b>13,9</b>	<b>12,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>175</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		389	324	303	278	257	239	223	210	197	186	175
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>389,2</b>										
- Korolliset velat		-144										
+ Rahavarat		4,96										
-Vähemmistöosuus		-18,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,42										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>226,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,90</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	130,0	185,9	323,2	<b>274,7</b>	<b>299,0</b>
Käyttökate	19,4	22,4	28,4	<b>74,7</b>	<b>68,8</b>
Liikevoitto	9,0	10,8	7,2	<b>31,0</b>	<b>22,8</b>
Voitto ennen veroja	7,9	8,0	5,6	<b>28,7</b>	<b>20,8</b>
Nettovoitto	5,6	4,9	3,6	<b>47,4</b>	<b>15,7</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	97,7	133,1	305,7	<b>465,7</b>	<b>466,5</b>
Oma pääoma	43,9	46,9	75,1	<b>140,4</b>	<b>147,5</b>
Liikearvo	37,9	47,0	147,4	<b>126,9</b>	<b>127,9</b>
Nettovelat	30,7	43,8	138,7	<b>248,3</b>	<b>236,2</b>

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	19,4	22,4	28,4	<b>74,7</b>	<b>68,8</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,5	4,3	16,8	<b>-0,9</b>	<b>3,0</b>
Operatiivinen kassavirta	14,9	24,0	52,1	<b>68,2</b>	<b>67,3</b>
Investoinnit	-13,9	-33,7	-176,2	<b>-172,5</b>	<b>-44,0</b>
Vapaa kassavirta	1,2	-7,0	-120,4	<b>65,2</b>	<b>23,3</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Laine Capital Oy	26,9 %
PIMU CAPITAL	12,5 %
Mika Niemi	11,8 %
Intera Partners	9,6 %
Evli Suomi pienyhtiöt	4,5 %
Sign systems Finland	3,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,34	0,30	0,19	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>
EPS (oikaistu)	0,34	0,30	0,19	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>
Operat. kassavirta / osake	0,91	1,44	2,76	<b>3,59</b>	<b>3,50</b>
Vapaa kassavirta / osake	0,07	-0,42	-6,37	<b>3,43</b>	<b>1,21</b>
Omapääoma / osake	2,64	2,70	3,51	<b>6,96</b>	<b>7,26</b>
Osinko / osake	0,30	0,33	0,34	<b>0,45</b>	<b>0,48</b>

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	14 %	43 %	74 %	<b>-15 %</b>	<b>9 %</b>
Käyttökäteen kasvu-%	17 %	15 %	27 %	<b>163 %</b>	<b>-8 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	20 %	-33 %	<b>332 %</b>	<b>-26 %</b>
EPS oik. kasvu-%	11 %	-13 %	-36 %	<b>1217 %</b>	<b>-67 %</b>
Käyttökate-%	14,9 %	12,1 %	8,8 %	<b>27,2 %</b>	<b>23,0 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	6,9 %	5,8 %	2,2 %	<b>11,3 %</b>	<b>7,6 %</b>
Liikevoitto-%	6,9 %	5,8 %	2,2 %	<b>11,3 %</b>	<b>7,6 %</b>
ROE-%	13,5 %	11,2 %	6,4 %	<b>47,7 %</b>	<b>11,5 %</b>
ROI-%	12,0 %	12,8 %	4,6 %	<b>10,7 %</b>	<b>7,1 %</b>
Omavaraisuusaste	45,0 %	35,2 %	24,6 %	<b>30,1 %</b>	<b>31,6 %</b>
Nettovelkaantumisaste	69,8 %	93,4 %	184,5 %	<b>176,9 %</b>	<b>160,1 %</b>

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,5	8,2	11,4	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>
EV/EBIT (oik.)	14,0	17,1	45,1	<b>14,3</b>	<b>18,9</b>
P/E (oik.)	17,4	27,9	45,7	<b>3,7</b>	<b>11,4</b>
P/B	2,3	3,1	2,5	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,0 %	3,9 %	<b>4,8 %</b>	<b>5,2 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenettelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.4.2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10.5.2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
9.8.2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22.9.2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
7.11.2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21.2.2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26.3.2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13.4.2018	Osta	12,00 €	9,85 €
11.5.2018	Lisää	12,00 €	11,05 €
8.6.2018	Lisää	12,00 €	11,00 €
8.8.2018	Vähennä	12,00 €	12,00 €
12.10.2018	Osta	10,00 €	7,99 €
7.11.2018	Osta	10,00 €	8,60 €
28.11.2018	Lisää	10,00 €	9,10 €
15.2.2019	Lisää	10,00 €	8,54 €
25.3.2019	Lisää	9,00 €	8,00 €
4.4.2019	Lisää	9,00 €	7,80 €
8.5.2019	Lisää	10,00 €	8,90 €
7.8.2019	Lisää	10,00 €	8,82 €
23.9.2019	Lisää	10,00 €	8,40 €
13.11.2019	Lisää	11,00 €	10,30 €
5.12.2019	Osta	11,00 €	9,34 €

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**