

# NoHo Partners

## Yhtiöraportti

9.5.2023 19:30



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



**Kasper Mellas**  
+358 45 6717 150  
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Juhlat jatkuvat

NoHo julkaisi tiistaina odotuksiamme vahvemman Q1-tuloksen. Sekä liikevaihto että kannattavuus kehittyivät erinomaisesti, eikä ravintolamarkkinan heikkenemisestä näy vielä merkkiäkään. Lähivuosien tulosennusteemme ovat hieman nousseet vahvan alkuvuoden siivittämänä, ja yhtiön ohjeistus alkaa näyttää varovaiselta. Osakkeen arvostustaso on mielestämme edelleen varsin edullinen yhtiön vahva tuloskasvupotentiaali ja riskitaso huomioiden. Tarkistamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 9,5e) ja toistamme osta-suosituksemme.

## Vahva tulos kausiluonteisesti vaikealla kvartaalilla

NoHon liikevaihto kasvoi Q1:llä odotuksiamme vahvemmin 75,9 MEUR:oon. Myös kannattavuus ylitti odotuksemme liikevoiton oltua 5,9 MEUR (4,9 MEUR ennuste), mikä vastaa erinomaista 7,8 %:n marginaalia kausiluonteisesti vuoden hiljaisimmalla kvartaalilla. Alkuvuoden vahvan myynnin perusteella kuluttajien ostovoiman laskun negatiivisista vaikutuksista ei siten edelleenkään näy ravintolamarkkinalla merkkejä. NoHo odotetusti toistikin vakaana säilyvää kysyntää vaativan ohjeistuksensa. Ravintolaliiketoiminnan vahvan tuloksen lisäksi NoHo kirjasi Q1:lle 0,6 MEUR:n positiivisen arvonmuutoksen Eezyn osakkeista, mikä kasvatti raportointikauden tulosta. Rahoituskulut, verot ja vähemmistön tulososuus eivät tarjonneet raportilla yllätyksiä, joten osakekohtainen tulos ylitti ennusteemme positiivisen liikevoittoyllätyksen verran (0,09 vs. 0,06 ennuste).

## Ennusteemme nousivat alkuvuoden myynnin ylitettyä odotuksemme

Alkuvuoden vahvan kehityksen jäljiltä olemme hieman nostaneet lähivuosien liikevaihtoennusteitamme. Kuluvalta vuodelta odotamme nyt 381 MEUR:n liikevaihtoa (konsernin ohjeistus ”yli 350”) sekä 9,3 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalia (ohjeistus ”noin 9 %”). Q1-raportin myötä ohjeistus alkaakin näyttää varovaiselta, mutta luonnollisesti se on edelleen riippuvainen yleisen ravintolakysynnän säilymisestä vahvana. Näkemyksemme mukaan edellytykset tälle ovat hyvät, kunhan työttömyys ei lähde kunnolla nousuun. Myös johdon markkinakommentit olivat edelleen varsin positiivisia eikä yhtiö ole nähnyt markkinassa oleellista heikentymistä kuluttajien ostovoiman laskusta huolimatta. Odotamme EPS:n jatkavan vahvaa kasvua myös vuodesta 2023 eteenpäin, kun liikevaihto kasvaa, kannattavuus paranee ja rahoituskulut laskevat vahvan kassavirran sulattaessa velkaa. NoHon suhteellinen kannattavuus ei ennusteissamme enää juurikaan parane nykytasoltaan, joten tuloskasvu on jatkossa yhä selvemmin liikevaihdon kasvun harteilla.

## Tuotto/riski-suhde on edelleen houkutteleva

Lähivuosien P/E-kertoimet ovat Eezyn tulosvaikutuksesta oikaistulla ennusteillamme 10–13x. Tasoa voidaan mielestämme pitää maltillisena, kun huomioidaan yhtiön tuloskasvun ja matalamman velkatason myötä laskenut riskitaso. Myös yli 5 %:n osinkotuotto tarjoaa tukea kurssille. Pidemmällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin kannalta pääoman allokointi ja siinä onnistuminen ovat keskiössä, sillä yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaansa. Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan edelleen vahvan tuotto-odotuksen lyhyen aikavälin markkinariskien vastapainoksi.

## Suositus

### Osta

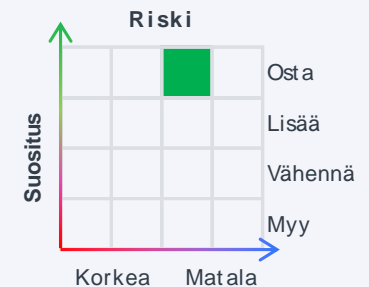
(aik. Osta)

### 10,00 EUR

(aik. 9,50 EUR)

### Osakekurssi:

8,32



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	313	381	404	424
<b>kasvu-%</b>	68 %	22 %	6 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	31,6	35,4	38,4	40,3
<b>EBIT-% oik.</b>	10,1 %	9,3 %	9,5 %	9,5 %
<b>Nettotulos</b>	1,4	14,2	17,1	18,9
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,07	0,68	0,82	0,90
<b>P/E</b>	>100	12,2	10,2	9,2
<b>P/B</b>	2,2	2,1	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,0 %	5,4 %	6,0 %	6,6 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1	1,0

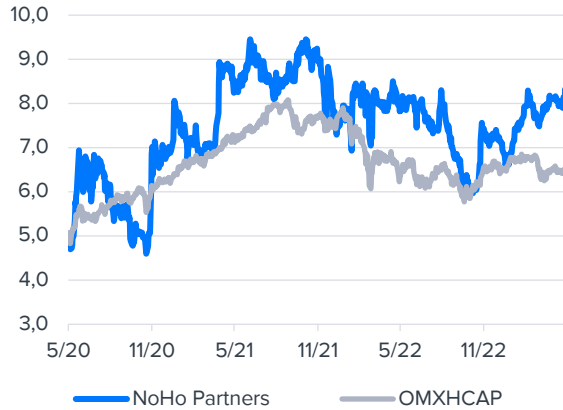
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

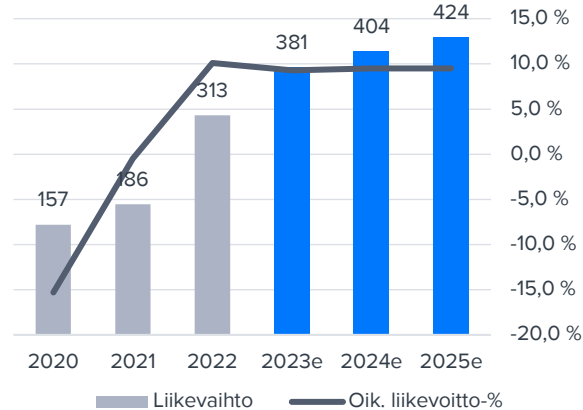
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2023 yhteensä yli 350 miljoonan euron liikevaihdon ja noin 9 prosentin ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

## Osakekurssi



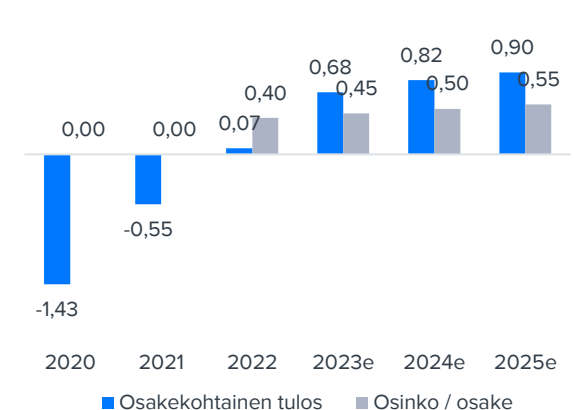
Lähde: Millstream Market Data AB

## 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
<b>Osakekurssi</b>	8,32	8,32	8,32
<b>Markkina-arvo</b>	173	173	173
<b>Yritysarvo (EV)</b>	443	433	425
<b>P/E (oik.)</b>	12,2	10,2	9,2
<b>P/E</b>	12,2	10,2	9,2
<b>P/B</b>	2,1	2,0	1,8
<b>P/S</b>	0,5	0,4	0,4
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	5,3	5,0	4,8
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,5	11,3	10,6
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65,9 %	61,2 %	60,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,4 %	6,0 %	6,6 %

Lähde: Inderes

# Vahva tulos kausiluonteisesti vaikealla kvartaalilla

## Vahva kysyntä siivitti liikevaihdon kovaan kasvuun

NoHon liikevaihto kasvoi odotuksiamme ripeämmin noin 75,9 MEUR:oon. Koronarajoitusten varjostamaan vertailukauteen kasvua kirjattiin siten noin 57 %. Yhtiö oli jo aiemmin kertonut sen tammikuun liikevaihdon kasvaneen 23 % edellisvuoden vastaavasta ajankohdasta, joten myös helmi-maaliskuun kehitys oli lukujen valossa erinomaista. Alkuvuoden vahva myynnin perusteella kuluttajien ostovoiman laskusta ei siten edelleenkään näy ravintolamarkkinalla merkkejä. Suomen osuus liikevaihdosta oli 61,5 MEUR ja kansainvälisen toiminnan 14,4 MEUR.

## Myös kannattavuus oli vahvaa

Liikevaihdon ohella myös kannattavuus ylitti odotuksemme liikevoiton oltua 5,9 MEUR (4,9 MEUR), mikä vastaa vahvaa 7,8 %:n marginaalia. Matalamman liikevaihdon takia odotamme NoHon

kannattavuuden jäävän Q1:llä vuoden muista neljänneksistä, mihin verraten kannattavuuskehitystä voidaan pitää erinomaisena. NoHo näyttääkin jatkaneen nousevan kustannustason taklaamista menestyksekkäästi, sillä kyseessä on yhtiölle jälleen uusi kvartaalikohtainen kannattavuusennätys. Suomen liiketoiminnan liikevoittomarginaali oli erinomainen 8,3 %, mutta myös kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuus koheni selvästi (EBIT-% 5,6). Viime vuoden heikon kehityksen jälkeen onkin tärkeää, että kansainvälisen toiminnan kannattavuus saadaan paremmalle uralle 2023 aikana, mistä Q1-luvut antoivatkin positiivisia signaaleja.

NoHo kirjasi odotetusti Q1:lle 0,6 MEUR:n arvonmuutoksen Eezyn osakkeista, mikä tuki tulosta. Rahoituskulut, verot ja vähemmistön tulososuus eivät tarjonneet yllätyksiä, joten raportoitu osakekohtainen tulos ylitti ennusteemme positiivisen liikevoittoyllätyksen verran (0,09 vs. 0,06 ennuste).

## Ohjeistus säilyi odotetusti ennallaan

NoHo julkisti uuden tiedonantopolitiikkansa mukaisesti myös huhtikuun toteutuneen liikevaihdon, joka oli edellisvuoden tasolla 29 MEUR:ssa. Pidämme kehitystä lupaavana, sillä edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan osui koronasulkujen päättymisen jälkeinen erityisen vahva ravintola- ja palvelukysyntä. Myös johdon kommentit ravintolamarkkinan kehityksestä olivat positiivisia.

Samalla yhtiö toisti odotetusti aiemman ohjeistuksensa, jonka mukaan se odottaa kuluvan vuoden liikevaihtonsa olevan yli 350 MEUR ja liikevoittomarginaalinsa noin 9 %. Q1-raportin myötä ohjeistus alkaakin näyttää varovaiselta, mutta luonnollisesti se on edelleen riippuvainen yleisen ravintolakysynnän säilymistä vahvana.

Ennustetaulukko	Q1'22	Q1'23	Q1'23e	Q1'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	48,5	75,9	72,0				5 %	381
Liikevoitto	-1,3	5,9	4,9				20 %	35,4
Tulos ennen veroja	-4,3	2,9	2,0				45 %	21,9
EPS (raportoitu)	-0,18	0,09	0,06				50 %	0,68
Liikevaihdon kasvu-%	140,6 %	56,5 %	48,5 %				8 %-yks.	21,8 %
Liikevoitto-%	-2,7 %	7,8 %	6,8 %				1 %-yks.	9,3 %

Lähde: Inderes

NoHo Partners Q1'23: Hyvällä jalalla liikkeelle



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset:

- Alkuvuoden odotuksia vahvemman myynnin kehityksen takia loppuvuoden 2023 liikevaihtoennusteemme on noussut noin 3 %.
- Myös liikevoittomarginaalilla mitatun suhteellisen kannattavuuden ennusteemme ovat aavistuksen kohentuneet. NoHon poistot ja rahoituskulut ovat korkeat suhteessa nykytulokseen, jolloin vahvan operatiivisen vivun myötä EPS-ennusteemme nousi 11 %.
- Olemme samalla tarkistaneet liikevaihtoennusteitamme aavistuksen ylöspäin kautta linjan, mikä nosti vuosien 2024–2025e osakekohtaisen tuloksen ennusteitamme noin 5 %.
- Muilta osin ennusteemme ovat pysyneet muuttumattomina.

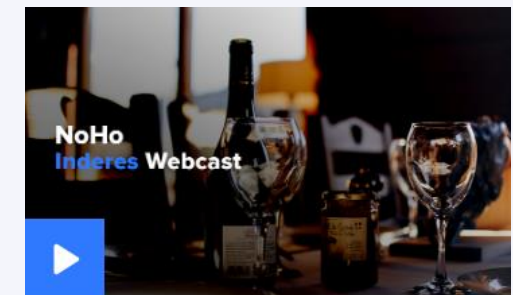
## Operatiiviset tulosajurit:

- NoHo on viimeisen 12kk 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
- Taloustilanteen 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 tällä negatiivinen vaikutus ennusteisiimme.
- EPS jatkaa ennusteissamme vahvaa kasvua myös vuodesta 2023 eteenpäin, kun liikevaihto kasvaa, kannattavuus paranee ja rahoituskulut laskevat vahvan kassavirran sulattaessa velkaa (emme mallinna M&A:ta).
- NoHon suhteellinen kannattavuus ei enää juurikaan parane nykytasolta ja näin ollen tuloskasvu on jatkossa yhä selvemmin liikevaihdon kasvun harteilla.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	370	381	3 %	390	404	4 %	410	424	3 %
Liikevoitto	33,7	35,4	5 %	37,1	38,4	4 %	39,0	40,3	3 %
Tulos ennen veroja	19,7	21,9	11 %	24,3	25,6	5 %	27,0	28,3	5 %
EPS (oik.)	0,61	0,68	11 %	0,77	0,82	5 %	0,86	0,90	5 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,45	0 %	0,50	0,50	0 %	0,55	0,55	0 %

Lähde: Inderes

Katso Q1-tulosinfo oheisesta linkistä:



# Vahva tuotto-odotus markkinariskien vastapainoksi

NoHon tulostaso on koronan väistyttyä tehnyt selvän tasokorjauksen ylöspäin ja nykyinen tulostaso antaa jo maata tulokertoimien alle. Eezyn tulosvaikutuksesta oikaistulla ennusteellamme 2023 P/E-kerroin on noin 13x, joka on mielestämme neutraali taso. Lähivuosien vastaavat tulokertoimet pyöivät kuitenkin 9–10x 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 kassavirtaperusteisia vuokratuloja suuremmat, ja tällä on noin 0,10–0,15 euron vaikutus EPS:ään. Tämä huomioiden yhtiön tulokertoimet laskevat lähivuosina 8–9x tasolle.

Normaalissa ympäristössä NoHon hyväksyttävän arvostustason pitäisi mielestämme olla linjassa Helsingin pörssin historiallisten keskiarvojen kanssa (14–16x), vaikka nykyisessä korkeampien korkojen ympäristössä taso olisi todennäköisesti lähempänä haarukan alalaitaa. Joka tapauksessa tulokertoimissa on mielestämme selkeää nousuvaraa, kunhan ennusteisiin liittyvä epävarmuus hälvenee. Keskeinen epävarmuus liittyy edelleen siihen, miten heikentyvä taloustilanne vaikuttaa NoHon kysyntään. Vaikka alkuvuonna ravintolapalveluiden kysyntä säilyikin vahvana, ei taantumalle ominaista työttömyyden kasvua ole isossa kuvassa vielä näkynyt. Tämä taas on pitänyt käytettävissä olevia tuloja pinnalla, vaikka isoon osaan kuluttajista korkojen ja muiden kulujen nousu osuukin. Näin ollen on liian aikaista julistaa NoHon tulostason pitävän myös selvästi heikommassa taloustilanteessa, vaikka historiallisesti toimiala onkin ollut varsin defensiivinen. Arviomme mukaan markkinat eivät kuitenkaan tule hyväksymään NoHolle merkittävästi nykyistä korkeampaa arvostusta ennen kuin taloustilanne selkeytyy. Vahvistuneen taseensa johdosta yhtiön riskitaso on kuitenkin

laskenut selvästi, ja suhtaudumme edelleen luottavaisesti NoHon kykyyn navigoida onnistuneesti läpi syklien.

Kokonaisuutena näemme NoHon tarjoavan edelleen vahvan tuotto-odotuksen lyhyen aikavälin markkinariskien vastapainoksi. Yhtiön riskitaso on laskenut viimeisen vuoden 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 taantumaman yli, sillä vaikka tulos kärsisikin kuluvana vuonna odotuksiamme enemmän taantumasta, ei mielestämme ole syytä epäillä, etteikö NoHo yltäisi vahvaan kannattavuuteen syklin yli katsovalla perspektiivillä.

Sivun reunassa olevissa graafeissa olemme havainnollistaneet NoHon osakkeen hintaa eri kannattavuus- ja arvostusoletuksilla. Ylempi taulukko heijastelee kuluvan vuoden liikevaihtotasolla tehtävää tulosta ja alempi strategiakauden 400 MEUR:n tavoitetta. Mielestämme 2024 jälkeen NoHolle voitaisiin perustella myös korkeampi arvostustaso, kun yhtiöllä on selvästi pidempi kannattavan kasvun track-record.

## Pääoman tuotto ratkaisee kurssikehityksen

NoHon liiketoimintamalliin kuuluu olennaisena osana kasvuun investoiminen muun muassa yrityskaupoilla ja valikoiduilla laajentumisilla. Pitkällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin 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. Onkin rohkaisevaa, että yhtiö on ottanut pääoman tuoton aiempaa vahvemmin mukaan strategiaansa.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,32	8,32	8,32
Markkina-arvo	173	173	173
Yritysarvo (EV)	443	433	425
P/E (oik.)	12,2	10,2	9,2
P/E	12,2	10,2	9,2
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,0	4,8
EV/EBIT (oik.)	12,5	11,3	10,6
Osinko/tulos (%)	65,9 %	61,2 %	60,9 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	6,0 %	6,6 %

Lähde: Inderes

		Liikevoitto-%				
		7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
P / E	10	4,0	5,2	6,3	7,5	8,7
	12	4,8	6,2	7,6	9,0	10,5
	14	5,5	7,2	8,9	10,6	12,2
	16	6,3	8,2	10,2	12,1	14,0
	18	7,1	9,3	11,4	13,6	15,7
	20	7,9	10,3	12,7	15,1	17,5

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

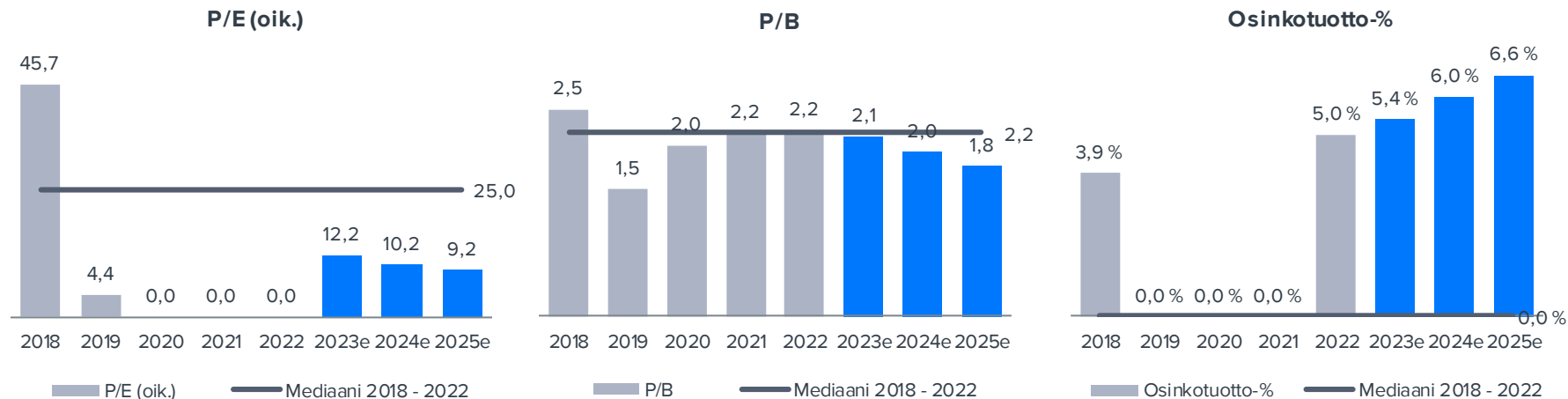
Oletukset:

- 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>8,32</b>	<b>8,32</b>	<b>8,32</b>	<b>8,32</b>
Markkina-arvo	164	196	155	140	165	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>
Yritysarvo (EV)	324	472	478	436	445	<b>443</b>	<b>433</b>	<b>425</b>	<b>414</b>
P/E (oik.)	45,7	4,4	neg.	neg.	>100	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>
P/E	45,7	4,4	neg.	neg.	>100	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>
P/B	2,5	1,5	2,0	2,2	2,2	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</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>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>
EV/EBIT (oik.)	45,1	15,4	neg.	neg.	14,1	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>9,8</b>
Osinko/tulos (%)	179,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	591,4 %	<b>65,9 %</b>	<b>61,2 %</b>	<b>60,9 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	<b>5,4 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>7,2 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	
Restaurant Group	409	1108	19,6	16,2	9,9	8,5	1,0	1,0	29,7	18,2			1,6	0,9
J D Weatherspoon	1114	2491	22,5	19,8	10,7	10,0	1,2	1,1	36,9	25,3			0,4	2,1
BJ's Restaurants	641	668	40,5	23,0	7,4	6,4	0,5	0,5	42,4	26,3			0,9	1,9
Ibersol	321	244	7,1	6,3	2,8	2,4	0,6	0,6	20,4	12,8	19,0		1,7	1,2
Bloomin' Brands	1853	2467	7,3	7,1	4,8	4,7	0,6	0,6	7,9	7,5	4,1		4,6	9,2
Ruth's Hospitality Group	624	632	13,4	13,5	8,2	8,1	1,3	1,2	16,7	16,3				
Berjaya Food	351	461	9,7	9,0	6,0	5,7	2,0	1,8	12,1	10,7	3,9		4,7	2,9
Red Robin Gourmet Burgers	181	325		193,2	5,4	6,6	0,3	0,3						1,5
Mitchells & Butlers	1221	3185	14,9	12,3	8,6	7,6	1,2	1,2	17,4	11,6				0,5
Young & Co's Brewery	677	870	13,9	13,4	8,4	8,1	2,1	2,0	19,2	18,9	1,8		1,9	94,4
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>173</b>	<b>443</b>	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>5,4</b>		<b>6,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>739</b>	<b>1245</b>	<b>16,5</b>	<b>31,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>22,5</b>	<b>16,4</b>	<b>7,2</b>		<b>2,2</b>	<b>12,7</b>
<b>Mediaani</b>	<b>632</b>	<b>769</b>	<b>13,9</b>	<b>13,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>19,2</b>	<b>16,3</b>	<b>4,0</b>		<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-10 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>6 %</b>	<b>2 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>37 %</b>		<b>259 %</b>	<b>13 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	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>75,9</b>	<b>100,0</b>	<b>99,0</b>	<b>106</b>	<b>381</b>	<b>404</b>	<b>424</b>	<b>444</b>
Ravintolat	186	48,5	90,2	86,0	88,1	313	75,9	100,0	99,0	106	381	404	424	444
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>18,1</b>	<b>21,5</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>	<b>84,0</b>	<b>85,9</b>	<b>87,7</b>	<b>90,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-47,1	-11,7	-11,6	-11,8	-12,7	-47,8	-12,2	-12,0	-12,2	-12,2	-48,6	-47,5	-47,4	-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>5,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,6</b>	<b>35,4</b>	<b>38,4</b>	<b>40,3</b>	<b>42,2</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>5,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,6</b>	<b>35,4</b>	<b>38,4</b>	<b>40,3</b>	<b>42,2</b>
Ravintolat	-1,2	-1,7	16,5	8,4	8,4	31,6	5,9	9,5	9,4	10,6	35,4	38,4	40,3	42,2
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	-3,0	-3,5	-3,5	-3,5	-13,5	-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>2,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>7,1</b>	<b>21,9</b>	<b>25,6</b>	<b>28,3</b>	<b>31,0</b>
Verot	2,4	0,7	-2,1	-1,4	-1,5	-4,3	-0,5	-1,3	-1,2	-1,5	-4,5	-5,5	-6,1	-6,7
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-1,6	-1,0	-0,9	-3,4	-0,5	-0,9	-0,8	-1,0	-3,2	-3,0	-3,3	-3,6
<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>1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>14,2</b>	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>	<b>20,7</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>0,09</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,68</b>	<b>0,82</b>	<b>0,90</b>	<b>0,99</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>0,09</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,68</b>	<b>0,82</b>	<b>0,90</b>	<b>0,99</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	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 %	56,5 %	10,9 %	15,1 %	20,3 %	21,8 %	6,0 %	5,0 %	4,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-96,3 %	-82,5 %	-1012,6 %	113,3 %	25,3 %	#####	-447,1 %	-42,4 %	12,0 %	26,2 %	12,0 %	8 %	5,0 %	4,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	24,8 %	21,4 %	30,7 %	23,5 %	24,0 %	25,4 %	23,8 %	21,5 %	21,8 %	21,5 %	22,1 %	21,3 %	20,7 %	20,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-0,5 %	-3,5 %	18,3 %	9,8 %	9,5 %	10,1 %	7,8 %	9,5 %	9,5 %	10,0 %	9,3 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	-5,7 %	-7,2 %	10,0 %	-4,5 %	-0,3 %	0,4 %	2,5 %	3,9 %	3,9 %	4,3 %	3,7 %	4,2 %	4,4 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>431</b>	<b>420</b>	<b>399</b>	<b>397</b>	<b>398</b>
Liikearvo	137	141	141	141	141
Aineettomat hyödykkeet	40,4	38,0	36,8	36,0	35,3
Käyttöomaisuus	209	210	208	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>44,5</b>	<b>47,1</b>	<b>49,4</b>
Vaihto-omaisuus	5,0	5,6	7,6	8,1	8,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	16,3	21,8	28,6	30,3	31,8
Likvidit varat	6,4	5,2	7,6	8,1	8,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>459</b>	<b>453</b>	<b>444</b>	<b>444</b>	<b>448</b>

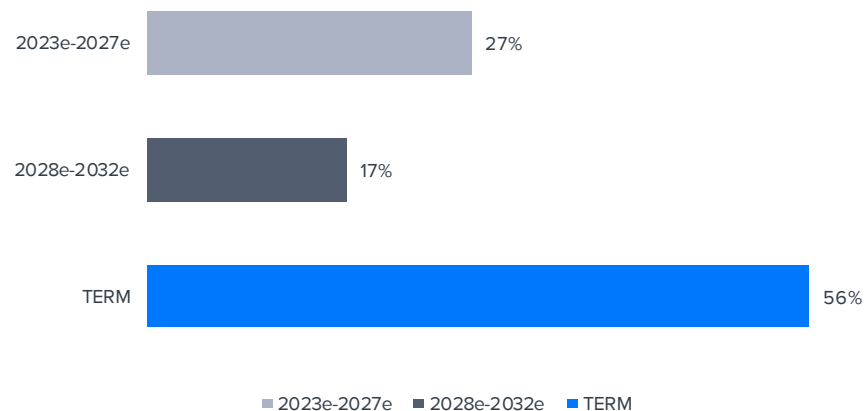
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>69,4</b>	<b>82,0</b>	<b>87,9</b>	<b>95,6</b>	<b>104</b>
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	5,8	4,4	10,3	18,0	26,4
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>230</b>	<b>220</b>	<b>213</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	216	208	203
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>126</b>	<b>129</b>	<b>131</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	75,8	59,9	54,1	52,1	50,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	52,2	60,2	72,4	76,7	80,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>459</b>	<b>453</b>	<b>444</b>	<b>444</b>	<b>448</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,1 %	21,8 %	6,0 %	5,0 %	4,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	10,1 %	9,3 %	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>35,4</b>	<b>38,4</b>	<b>40,3</b>	<b>42,2</b>	<b>38,9</b>	<b>37,7</b>	<b>38,8</b>	<b>40,0</b>	<b>41,2</b>	<b>41,8</b>	
+ Kokonaispoistot	47,8	48,6	47,5	47,4	47,8	48,1	48,7	49,2	49,6	49,9	50,2	
- Maksetut verot	-3,1	-4,7	-5,5	-7,1	-5,7	-3,9	-3,6	-5,9	-6,1	-6,4	-5,9	
- verot rahoituskuluista	-4,9	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-3,1	
+ 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	3,4	2,2	1,9	1,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	0,7	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>73,6</b>	<b>79,9</b>	<b>79,8</b>	<b>80,0</b>	<b>83,8</b>	<b>81,9</b>	<b>81,6</b>	<b>81,0</b>	<b>82,4</b>	<b>83,7</b>	<b>83,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	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>49,9</b>	<b>32,8</b>	<b>31,0</b>	<b>34,8</b>	<b>30,9</b>	<b>30,6</b>	<b>30,0</b>	<b>31,4</b>	<b>32,7</b>	<b>29,7</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	49,9	32,8	31,0	34,8	30,9	30,6	30,0	31,4	32,7	29,7	584
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>47,9</b>	<b>29,5</b>	<b>26,1</b>	<b>27,5</b>	<b>22,9</b>	<b>21,3</b>	<b>19,6</b>	<b>19,2</b>	<b>18,7</b>	<b>15,9</b>	<b>313</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		561	514	484	458	431	408	386	367	348	329	313
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>561</b>										
- Korolliset velat		-286										
+ Rahavarat		5,2										
-Vähemmistöosuus		-7,2										
-Osinko/pääomapalautus		-8,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>255</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>12,3</b>										

Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso 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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	156,8	186,1	312,8	<b>380,9</b>	<b>403,9</b>	EPS (raportoitu)	-1,43	-0,55	0,07	<b>0,68</b>	<b>0,82</b>
Käyttökate	28,0	46,2	79,4	<b>84,0</b>	<b>85,9</b>	EPS (oikaistu)	-1,43	-0,55	0,07	<b>0,68</b>	<b>0,82</b>
Liikevoitto	-24,0	-0,9	31,6	<b>35,4</b>	<b>38,4</b>	Operat. kassavirta / osake	1,25	2,89	3,56	<b>3,84</b>	<b>3,82</b>
Voitto ennen veroja	-34,9	-12,8	9,1	<b>21,9</b>	<b>25,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,77	-0,14	1,05	<b>2,40</b>	<b>1,57</b>
Nettovoitto	-27,5	-10,6	1,4	<b>14,2</b>	<b>17,1</b>	Omapääoma / osake	3,96	3,34	3,61	<b>3,88</b>	<b>4,23</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>443,9</b>	<b>444,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-43 %	19 %	68 %	<b>22 %</b>	<b>6 %</b>
Oma pääoma	81,0	69,4	82,0	<b>87,9</b>	<b>95,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	-63 %	65 %	72 %	<b>6 %</b>	<b>2 %</b>
Liikearvo	135,2	137,1	141,0	<b>141,0</b>	<b>141,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-178 %	-96 %	-3631 %	<b>12 %</b>	<b>8 %</b>
Nettovelat	317,8	322,3	290,6	<b>262,9</b>	<b>252,5</b>	EPS oik. kasvu-%	-161 %	-61 %	-112 %	<b>910 %</b>	<b>19 %</b>
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	17,8 %	24,8 %	25,4 %	<b>22,1 %</b>	<b>21,3 %</b>
Käyttökate	28,0	46,2	79,4	<b>84,0</b>	<b>85,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	-15,3 %	-0,5 %	10,1 %	<b>9,3 %</b>	<b>9,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	13,0	1,9	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	Liikevoitto-%	-15,3 %	-0,5 %	10,1 %	<b>9,3 %</b>	<b>9,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	24,1	55,7	73,6	<b>79,9</b>	<b>79,8</b>	ROE-%	-26,8 %	-15,1 %	2,0 %	<b>18,3 %</b>	<b>20,2 %</b>
Investoinnit	-34,6	-58,0	-64,4	<b>-30,0</b>	<b>-47,0</b>	ROI-%	-5,9 %	0,1 %	8,6 %	<b>9,6 %</b>	<b>10,7 %</b>
Vapaa kassavirta	-14,8	-2,7	21,7	<b>49,9</b>	<b>32,8</b>	Omavaraisuusaste	18,1 %	15,1 %	18,1 %	<b>19,8 %</b>	<b>21,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	392,4 %	464,5 %	354,4 %	<b>299,0 %</b>	<b>264,0 %</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>5,3</b>	<b>5,0</b>						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	14,1	<b>12,5</b>	<b>11,3</b>						
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	<b>12,2</b>	<b>10,2</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>5,4 %</b>	<b>6,0 %</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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>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 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**