

# NoHo Partners

## Yhtiöpäivitys

13/11/2019

- Tarkistamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme
- Q3-tulos oli operatiivisesti odotetun vahva ja yhtiö jatkoi voimakasta tuloskäännettään
- Osakkeen riskitaso on laskenut selvästi, joka heijastuu myös kohonneena osakekurssina
- Osakkeen aliarvostus on purkautunut, mutta tulospuskun jatkuessa tuotto-odotus edelleen riittävä

# Vakuuttava suorittaminen jatkuu

NoHo Partnersin Q3-tulos oli operatiivisesti jälleen vahva suoritus ja yhtiö jatkoi vakuuttavaa tuloskäännettään. Lähivuosien näkymät ovat edelleen hyvät ja yhtiö tekee tällä hetkellä paljon oikeita asioita. Kohonneiden ennusteiden sekä osakkeen laskeneen riskitason myötä tarkistamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Osakkeen aliarvostus on purkautunut, mutta pidämme tuotto-odotusta edelleen kohtuullisena tuloskasvun jatkuessa. Syksyllä julkaistu laaja raportti on luettavissa [ouheisesta linkistä](#).

## Vahva suorittaminen jatkuu

NoHo jatkoi Q3:lla vahvaa suorittamistaan ja yhtiön operatiivinen tulos oli täysin odotuksiemme mukainen. Yhtiön vertailukelpoisten jatkuvien toimintojen eli ravintolaliiketoiminnan liikevaihto kasvoi Q3:lla 16 % 76,7 MEUR:oon. Ravintolaliiketoiminnan liikevoitto 5,9 MEUR oli täysin linjassa ennusteidemme kanssa ja segmentin kannattavuus nousi Q3:lla vahvalle 7,8 %:n tasolle. Tuloslaskelman alimmat rivit sisälsivät merkittäviä yllätyksiä, kun osa Smilen ylöskirjauksesta kirjattiin liikevoittoon. Kokonaisuutena Smilen lopullinen ylöskirjaus oli hieman aiempia odotuksiamme matalampi ja EPS oli lopulta 1,92 euroa jääden selvästi 2,36 euron ennusteestamme.

## Näkymät ovat hyvät

NoHon sijoittajatarinassa iso kuva on ennallaan ja kuluvalta vuodelta odottamamme Ravintolaliiketoiminnan merkittävä tulosparannus on vahvan Q3-tuloksen jälkeen hyvin vankalla pohjalla. Yhtiö tekee tällä hetkellä paljon oikeita asioita ja markkinatilanne on säilynyt Suomessa kuluvana vuonna yllättävänkin suotuisana. NoHon ensi vuoden näkymiä tukee myös osakkuusyhtiö VMP, jonka tuloskasvunäkymät säilyvät vahvoina hyvänä jatkuvan operatiivisen kehityksen ja Smile-järjestelyn tarjoaman synergia potentiaalin ansiosta.

## Ennusteita tarkistettu ylöspäin

Tarkistimme Q3-tuloksen jälkeen Ravintolat-segmentin lähivuosien liikevaihtoennusteita lievästi ylöspäin vahvan tuloskehityksen myötä. NoHon osakkuusyhtiö VMP:n tulosennusteet nousivat myös hieman yhtiön eilisen [Q3-tulosylytyksen](#) jälkeen. Kokonaisuudessaan ennustamme NoHon ravintolaliiketoiminnalta kuluvalta vuodelta noin 275 MEUR:n liikevaihtoa ja 19,6 MEUR:n liikevoittoa (EBIT-% +7 %). Ennusteemme ovat selvästi yhtiön päivitetyn ohjeistuksen yläpuolella ja pidämmekin varsin todennäköisenä, että yhtiö tulee tarkistamaan ohjeistustaan uudelleen ylöspäin vielä Q4:n aikana.

## Tuotto-odotus edelleen riittävällä tasolla

NoHon sijoittajatarinan kannalta vuosi 2019 on edelleen ratkaiseva. Yhtiön tulee tänä vuonna todistaa, että sen kasvu on ollut kannattavaa ja että Royal-hankinta loi todella omistaja-arvoa. Ensimmäisen kolmen kvartaalin erinomaisen suorituksen jälkeen on tähän liittyvä riskitaso laskenut selvästi ja mielestämme NoHon sijoittajatarina alkaa hiljalleen siirtyä seuraavaan kansainvälisen kasvun vaiheeseen. Tämän seurauksena olemme valmiit antamaan arvostuksessa yhä enemmän painoa 2020 numeroille. Vuoden 2019 merkittävästä kertatuotoista oikaistu P/E-kerroin on näkemysksemme mukaan suhteellisen neutraali ~15x. Tulosparannuksen jatkuessa vuonna 2020 P/E-kerroin laskee alle 13x tasolle ja selvästi alle Helsingin pörssiin (2019e P/E 17x) sekä yhtiön hajanaisen verrokkiryhmän (2020e P/E 18x). Näemmekin arvostuksessa asteittaista nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa ja yli 4 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa.

## Analytytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Lisää)



**11,00 EUR**

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi: 10,30 EUR

Potentiaali: 6,8 %

### Ohjeistus

(Tarkennus)

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

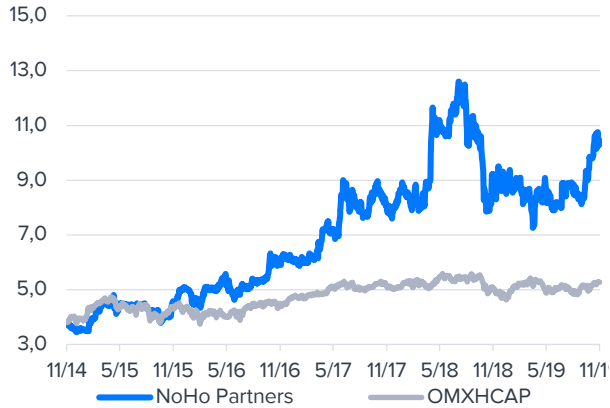
## Avainluvut

	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	4,2	12,8	10,9
<b>P/B</b>	2,5	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,9 %	4,3 %	4,6 %	4,8 %
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,7	1,5	1,4

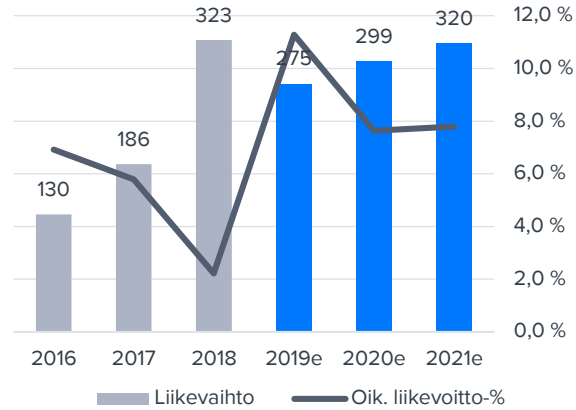
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



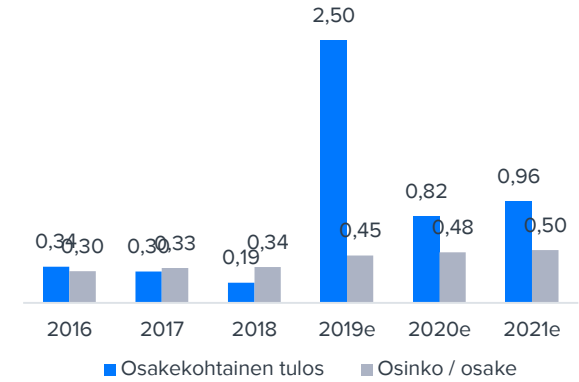
Lähde: Thomson Reuters

## 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

- Osake järkevästi hinnoiteltu
- Selvä kurssinousu nykytasolta vaatii tuloskasvun jatkumista
- Osakkeen riskitaso laskenut selvästi tuloskäänteen onnistumisen myötä
- Osakkeen tuotto-odotus edelleen riittävällä tasolla

MCAP  
**199**  
MEUR

P/B  
**1,5**  
2019e

Osinko-%  
**4,3%**  
2019e

P/E (oik.)  
**12,8**  
2020e

# Vahva suorittaminen jatkuu

## Operatiivinen tulos odotusten mukainen

NoHo raportoi eilen täysin odotuksiemme mukaisen operatiivisen Q3-tuloksen. Smile-irtaantumiseen liittyvät kirjaukset sekoittivat kuitenkin raportoituja lukuja huomattavan paljon ja raportoidut luvut poikkesivat merkittävästi ennusteistamme.

NoHon vertailukelpoisten jatkuvien toimintojen eli ravintolaliiketoiminnan liikevaihto kasvoi Q3:lla 16 % 76,7 MEUR:oon. Ravintolaliiketoiminnan kasvua vetivät Q3:lla Ruokaravintolat (+16 %) ja KV-ravintolaliiketoiminta (+153 %). Yökerhoissa ja viihderavintoloissa liikevaihto laski noin 4 % ja Fast casualissa noin 3 % yksiköiden sulkemisista johtuen.

Raportoitu Q3-liikevoitto 9,8 MEUR ylitti selvästi 5,9 MEUR:n ennusteemme. Ravintolaliiketoiminnan liikevoitto 5,9 MEUR oli täysin linjassa ennusteidemme kanssa ja segmentin kannattavuus

nousi vahvalle 7,8 %:n tasolle.

Tuloslaskelman alimmat rivit sisälsivät merkittäviä yllätyksiä, kun osa Smilen ylöskirjauksesta kirjattiin liikevoittoon. Kokonaisuutena Smilen lopullinen ylöskirjaus oli hieman aiempia odotuksiamme matalampi ja EPS oli lopulta 1,92 euroa jääden selvästi 2,36 euron ennusteestamme.

## Tanskan kehitys herättää pieniä huolia

NoHo kommentoi Q3-raportissa etenemistään KV-ravintolaliiketoiminnassa. Yhtiön mukaan Norjan liiketoiminnat ovat kehittyneet selvästi odotettua paremmin, mutta Tanskan liiketoimintojen kannattavuuskehitys on jäänyt pettymykseksi. NoHo vaihtoi Q3:lla Tanskan liiketoimintojen maajohtoon ja vei läpi hallinnon säästöohjelman ja yhtiön olisikin mielestämme ensiarvoisen tärkeää kyetä osoittamaan, että myös Tanskaan laajentuminen oli

osakkeenomistajien kannalta oikea liike. Ennen Tanskan ongelmien korjaantumista emme myöskään pidä uusien maiden avaamista järkevänä.

## Ohjeistusta tarkistettiin varovaisesti ylöspäin

NoHo päivitti Q3-tuloksen yhteydessä myös ohjeistustaan Smilen irtaantumisen ja ravintolaliiketoiminnan loppuvuoden näkymistä johtuen. Yhtiö arvioi nyt saavuttavansa kuluvana vuonna noin 260 MEUR:n liikevaihdon ja yli 10 % liikevoittomarginaalin. Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon ennustetaan olevan noin 260 MEUR ja liikevoittomarginaalin yli 6 %.

Päivitettyä ohjeistusta voidaan mielestämme pitää edelleen varsin varovaisena, kun otetaan huomioon yllättävänkin suotuisana säilynyt markkinatilanne ja se, kuinka voimakkaasti NoHon tuloksenteko painottuu pikkujoulukauteen.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	102	76,7	74,2				3 %	275
Liikevoitto	0,5	9,8	5,9				67 %	31,0
Tulos ennen veroja	-0,7	8,7	4,1				114 %	27,5
EPS (oik.)	-0,06	1,92	2,36				-18 %	2,49
Liikevaihdon kasvu-%	83,0 %	-25,1 %	-27,5 %				2,5 %-yks.	-15,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	0,5 %	12,8 %	7,9 %				4,9 %-yks.	11,3 %

Lähde: Inderes

Ravintolat 12kk rullaava liikevoitto (MEUR)



# Katseet asteittain ensi vuoteen

## Keskeiset ennustemuutokset

Kuluvan vuoden liikevaihto- ja tulosenusteemme muutuivat merkittävästi Smile-irtaantumisen sekoittamien Q3-lukujen jälkeen. NoHo käsitteli Q3-tuloksessa Smilen lopetettuna toimintona myös alkuvuoden osalta ja olemme päivittäneet ennustemallimme vastaamaan yhtiön uutta raportointikäytäntöä.

Tarkistimme Q3-tuloksen jälkeen Ravintolat-segmentin lähivuosien liikevaihtoennusteita lievästi ylöspäin vahvaa tuloskehitystä ja suotuisana säilynyttä toimintaympäristöä heijastellen (MaRa: ravintola-alan kasvu Suomessa 1-8/2019: ~5 %).

NoHon osakkuusyhtiö VMP:n tulosenusteet nousivat myös hieman yhtiön eillisen [Q3-tulosyhtymän](#) jälkeen. Pidämme varsin todennäköisenä, että VMP tulee siirtymään IFRS-kirjanpitoon ja luopumaan tämän myötä

liikearvopoistoista. IFRS-siirtymän toteutuessa VMP:n tulostaso tekisi selvän tasokorjauksen ja tämä kasvattaisi NoHon tulososuutta yhtiöstä Q4'19 alkaen.

Teimme Q3-tuloksen jälkeen myös pieniä tarkistuksia lähivuosien osinkoennusteisiimme. NoHo on jakanut historiassaan valtaosan tuloksestaan osinkoina ja yhtiö kommentoi Q3-tuloksen yhteydessä varsin selvästi, että se haluaa profiloitua myös jatkossa hyvänä osingonmaksajana. Kuluvan vuoden osingonjakoa tukee NoHon Q3:lle kirjaama Smilen myyntivoitto (verojen jälkeen noin 33 MEUR). Nostimme vuoden 2019 osinkoennusteemme 0,45 euroon ja vuoden 2020 0,48 euroon.

## Katseet asteittain ensi vuoteen

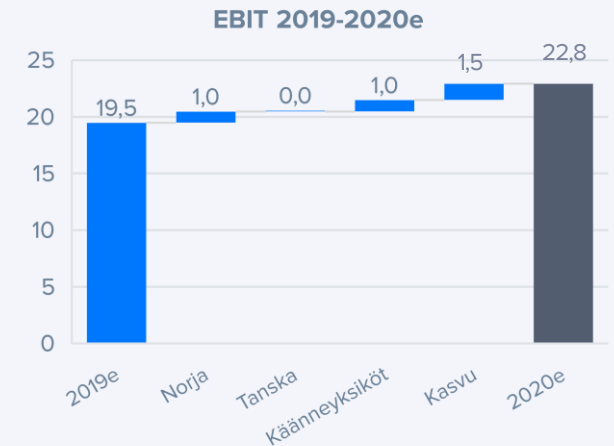
Vahvan Q3-raportin jälkeen on mielestämme varsin selvää, että NoHo tulee tekemään myös Q4:llä erinomaisen tuloksen. Kokonaisuutena vuoden 2019 tuloksesta on muodostumassa vahva ja yhtiön

tuloskäänte on onnistunut jopa odotuksiamme paremmin.

NoHolla on näkemyksemme mukaan varsin hyvät edellytykset jatkaa tulosparannustaan myös ensi vuonna ja uskomme, että yhtiö tulee siirtymään hiljalleen kansainvälisen kasvun seuraavaan vaiheeseen. Ensi vuoden keskeisimmät tuloskasvuajurit ovat näkemyksemme mukaan 1) Norjan tulosparannus, 2) Suomen ravintolasalkun käänneyksiköt ja 3) liiketoiminnan terve orgaaninen kasvu. Olemme varovaisuusperiaatteen vuoksi laskeneet Tanskan tulosparannusennusteemme nollaan ensi vuoden osalta. Tanskan käänne onnistuessa on ensivuoden ennusteissamme edelleen nousuvaraa. Ensivuoden noin 23 MEUR:n liikevoittotaso (2020 EBIT: 7,6 %) kuvastaa mielestämme jo varsin hyvin Ravintolat-toiminnan täyttä potentiaalia ja jatkossa yhtiön arvon kasvu tulee perustumaan yhä enemmän kasvuun.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	332	275	-17 %	295	299	1 %	306	320	4 %
Liikevoitto	22,1	31,0	40 %	22,4	22,8	2 %	22,7	25,0	10 %
Tulos ennen veroja	16,6	28,7	73 %	18,7	20,8	11 %	20,0	23,7	18 %
EPS (raportoitu)	2,79	2,50	-11 %	0,78	0,82	5 %	0,81	0,96	19 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,45	13 %	0,44	0,48	9 %	0,47	0,50	6 %

Lähde: Inderes



# Tuotto-odotus edelleen riittävällä tasolla

## Arvostuksessa asteittaista nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa

NoHon sijoittajatarinan kannalta vuosi 2019 on edelleen ratkaiseva. Yhtiön tulee tänä vuonna todistaa, että sen kasvu on ollut kannattavaa ja että Royal-hankinta loi todella omistaja-arvoa. Ensimmäisen kolmen kvartaalin erinomaisen suorituksen jälkeen on tähän liittyvä riskitaso laskenut selvästi. Tämän seurauksena olemme valmiit antamaan arvostuksessa yhä enemmän painoa vuoden 2020 ennusteille.

NoHon kuluvaan vuoden merkittävästä kertatuotoista oikaistu P/E-kerroin on näkemysemme mukaan suhteellisen neutraali ~15x (raportoitu 4x). Tulosparannuksen jatkuessa vuonna 2020 P/E-kerroin laskee alle 13x tasolle ja selvästi alle Helsingin pörssin mediaaniin (2019e P/E 17x) sekä yhtiön hajanaisen verrokkiryhmän (2020e P/E 18x). Näemmekin arvostuksessa asteittaista nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa ja yli 4 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa.

Kassavirtamallimme puoltaa myös näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta (11,81 euroa/osake). Merkittävästä velkavivusta ja negatiivisesta käyttöpääomasta johtuen kassavirtamalli on NoHon tapauksessa kuitenkin hyvin herkkä pienille muutoksille ennusteoletuksissa. Näin ollen pidämme DCF:n antamaa arvoa lähinnä indikaatiivisena.

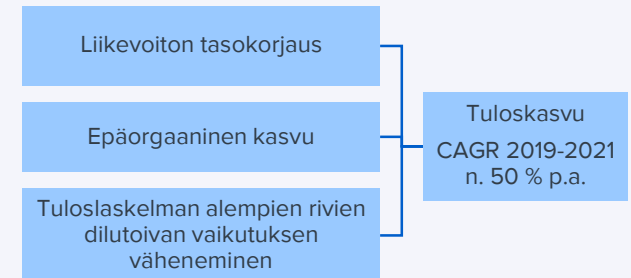
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	19,2	19,2
Markkina-arvo	199	199	199
Yritysarvo (EV)	465	453	435
P/E	4,2	12,8	10,9
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,4
EV/EBIT (oik.)	15,0	19,8	17,4
Osinko/tulos (%)	18,0 %	58,8 %	52,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,6 %	4,8 %

Lähde: Inderes

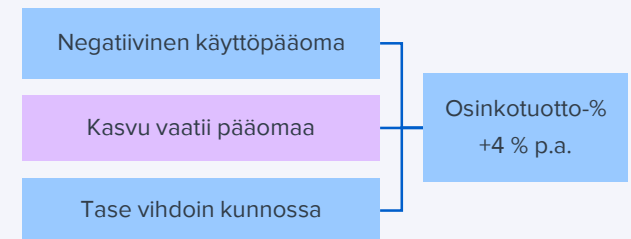
## Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

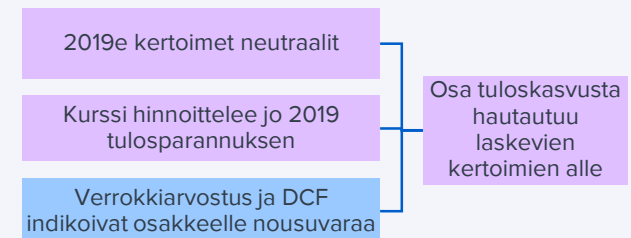
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit

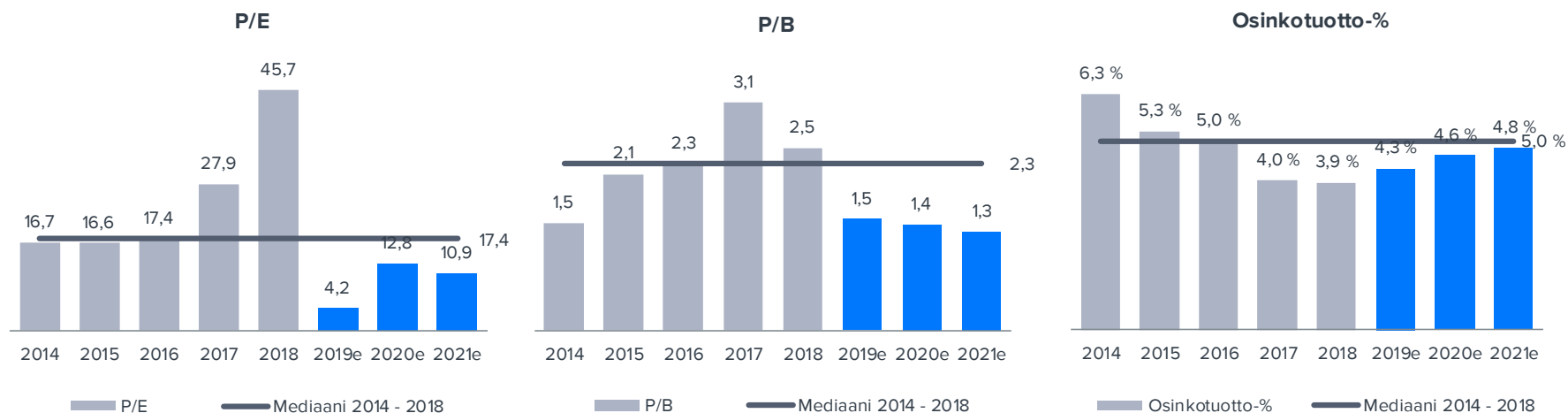


Osakkeen kokonaistuotto-odotus  
(n. 10-15 % p.a.)

# 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	199	199	199	199
Yritysarvo (EV)	76	110	126	184	324	465	453	435	446
P/E	16,7	16,6	17,4	27,9	45,7	4,2	12,8	10,9	10,5
P/B	1,5	2,1	2,3	3,1	2,5	1,5	1,4	1,3	1,5
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBIT (oik.)	14,5	15,2	14,0	17,1	45,1	15,0	19,8	17,4	17,1
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%	4,3%	4,6%	4,8%	5,8%

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	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Jack in the Box	84,87	1987	2895	15,5	14,9	12,1	11,6	3,4	3,3	19,4	17,7	1,9	2,1	
Cheesecake Factory	42,40	1715	1727	14,7	13,2	8,6	7,5	0,8	0,6	16,1	15,2	3,2	3,5	4,4
Restaurant Group	139,40	784	1155	10,8	9,6	7,1	6,4	0,9	0,9	11,6	9,7	4,3	5,0	1,5
J D Weatherspoon	1517,00	1828	2699	17,2	16,6	10,6	9,7	1,3	1,2	20,7	20,3	0,8	0,8	4,7
BJ's Restaurants	40,56	705	826	20,7	19,2	7,7	7,3	0,8	0,7	21,1	20,3	1,2	1,4	3,4
Ibersol	7,70	273	701	21,6	21,2	10,1	9,4	1,5	1,4	12,3	12,0	1,3	1,4	1,2
Shepherd Neame	1147,00	199	295			10,8	10,6	1,7	1,7	19,1	19,4	2,6	2,7	
Bloomin' Brands	23,02	1813	2788	15,0	14,6	7,7	7,5	0,7	0,7	14,6	13,5	1,7	1,9	17,5
Ruth's Hospitality Group	24,27	649	721	15,0	14,4	10,9	10,4	1,7	1,6	17,5	16,6	2,1	2,4	
Berjaya Food	1,39	116	175	12,1	12,5	7,3	6,3	1,1	1,1	16,9	20,2	3,1	3,3	1,3
Red Robin Gourmet Burgers	26,60	312	475	181,2	39,3	5,1	5,1	0,4	0,4	28,9	35,9			0,9
Mitchells & Butlers	438,00	2186	4146	11,4	11,2	8,2	8,0	1,6	1,6	12,0	11,4			1,0
Texas Roadhouse	58,44	3677	3600	19,6	18,4	12,6	11,8	1,4	1,3	24,7	22,7	2,1	2,2	4,0
Young & Co's Brewery	1590,00	820	1016	17,9	16,9	12,3	10,8	2,9	2,7	22,2	21,9	1,4	1,5	1,3
Del Taco Restaurants	7,74	260	389	14,2	13,7	6,7	6,7	0,8	0,9	17,2	15,9			0,7
Carrols Restaurant Group	7,66	360	760	41,3	21,0	8,4	6,6	0,6	0,5	139,3	26,6			1,3
<b>NoHo Partners (Inderes)</b>	<b>10,30</b>	<b>196</b>	<b>462</b>	<b>14,9</b>	<b>19,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>12,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>1046</b>	<b>1439</b>	<b>28,5</b>	<b>17,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>25,8</b>	<b>18,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>
<b>Mediaani</b>		<b>705</b>	<b>826</b>	<b>15,5</b>	<b>14,9</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>18,3</b>	<b>18,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-4 %</b>	<b>33 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>43 %</b>	<b>31 %</b>	<b>-77 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>120 %</b>	<b>120 %</b>	<b>12 %</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 alkaen 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

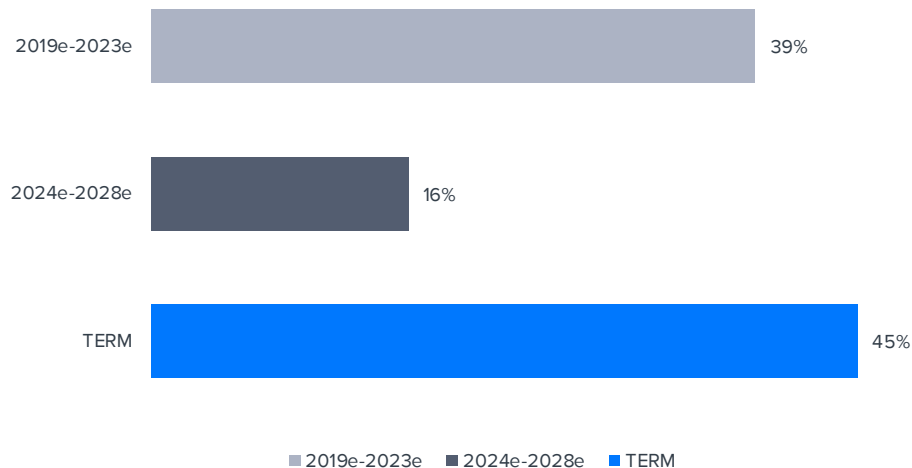
2019 alkaen IFRS16

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>64,6</b>	<b>21,5</b>	<b>24,9</b>	<b>20,9</b>	<b>17,4</b>	<b>15,8</b>	<b>13,8</b>	<b>12,8</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>175</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		388	323	301	277	256	238	222	209	196	185	175
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>387,6</b>										
- Korolliset velat		-144										
+ Rahavarat		4,96										
-Vähemmistöosuus		-18,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,42										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>224,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,81</b>										

## Rahavirran jakauma 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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	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	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	130,0	185,9	323,2	<b>274,7</b>	<b>299,0</b>	EPS (raportoitu)	0,34	0,30	0,19	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>
Käyttökate	19,4	22,4	28,4	<b>74,7</b>	<b>68,8</b>	EPS (oikaistu)	0,34	0,30	0,19	<b>2,50</b>	<b>0,82</b>
Liikevoitto	9,0	10,8	7,2	<b>31,0</b>	<b>22,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,91	1,44	2,76	<b>3,59</b>	<b>3,50</b>
Voitto ennen veroja	7,9	8,0	5,6	<b>28,7</b>	<b>20,8</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,07	-0,42	-6,37	<b>3,43</b>	<b>1,21</b>
Nettovoitto	5,6	4,9	3,6	<b>47,4</b>	<b>15,7</b>	Omapääoma / osake	2,64	2,70	3,51	<b>6,96</b>	<b>7,26</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,30	0,33	0,34	<b>0,45</b>	<b>0,48</b>

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	97,7	133,1	305,7	<b>465,7</b>	<b>466,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	43 %	74 %	<b>-15 %</b>	<b>9 %</b>
Oma pääoma	43,9	46,9	75,1	<b>140,4</b>	<b>147,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	17 %	15 %	27 %	<b>163 %</b>	<b>-8 %</b>
Liikearvo	37,9	47,0	147,4	<b>126,9</b>	<b>127,9</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	20 %	-33 %	<b>332 %</b>	<b>-26 %</b>
Nettovelat	30,7	43,8	138,7	<b>248,3</b>	<b>236,2</b>	EPS oik. kasvu-%	11 %	-13 %	-36 %	<b>1217 %</b>	<b>-67 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	14,9 %	12,1 %	8,8 %	<b>27,2 %</b>	<b>23,0 %</b>
Käyttökate	19,4	22,4	28,4	<b>74,7</b>	<b>68,8</b>	Oik. Liikevoitto-%	6,9 %	5,8 %	2,2 %	<b>11,3 %</b>	<b>7,6 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,5	4,3	16,8	<b>-0,9</b>	<b>3,0</b>	Liikevoitto-%	6,9 %	5,8 %	2,2 %	<b>11,3 %</b>	<b>7,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	14,9	24,0	52,1	<b>68,2</b>	<b>67,3</b>	ROE-%	13,5 %	11,2 %	6,4 %	<b>47,7 %</b>	<b>11,5 %</b>
Investoinnit	-13,9	-33,7	-176,2	<b>-172,5</b>	<b>-44,0</b>	ROI-%	12,0 %	12,8 %	4,6 %	<b>10,7 %</b>	<b>7,1 %</b>
Vapaa kassavirta	1,2	-7,0	-120,4	<b>65,2</b>	<b>23,3</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>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Laine Capital Oy	25,3 %
PIMU CAPITAL	17,7 %
Intera Partners	11,8 %
Mika Niemi	9,6 %
Evli Suomi pienyhtiöt	4,5 %
Sign systems Finland	4,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,5	8,2	11,4	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>
EV/EBIT (oik.)	14,0	17,1	45,1	<b>14,9</b>	<b>19,7</b>
P/E (oik.)	17,4	27,9	45,7	<b>4,1</b>	<b>12,6</b>
P/B	2,3	3,1	2,5	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,0 %	3,9 %	<b>4,4 %</b>	<b>4,7 %</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 prosenttieroön. 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 analyytikon 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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
06/04/2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10/05/2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
05/07/2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
09/08/2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22/09/2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
07/11/2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21/02/2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26/03/2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13/04/2018	Osta	12,00 €	9,85 €
11/05/2018	Lisää	12,00 €	11,05 €
08/06/2018	Lisää	12,00 €	11,00 €
08/08/2018	Vähennä	12,00 €	12,00 €
12/10/2018	Osta	10,00 €	7,99 €
07/11/2018	Osta	10,00 €	8,60 €
28/11/2018	Lisää	10,00 €	9,10 €
15/02/2019	Lisää	10,00 €	8,54 €
25/03/2019	Lisää	9,00 €	8,00 €
04/04/2019	Lisää	9,00 €	7,80 €
08/05/2019	Lisää	10,00 €	8,90 €
07/08/2019	Lisää	10,00 €	8,82 €
23/09/2019	Lisää	10,00 €	8,40 €
13/11/2019	Lisää	11,00 €	10,30 €

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.**