

NoHo Partners

Yhtiöraportti

16.2.2024 08:16



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



Arttu Heikura
arttu.heikura@inderes.fi

Iskukunnossa uuteen vuoteen

NoHon Q4-raportti ja sen yhteydessä annettu ohjeistus olivat hyvin linjassa ennusteisiimme. Alkuvuosi tulee talouden alakulosta johtuen olemaan haastava, mutta menon odotetaan piristyvän vuoden toisella puoliskolla. Kasvua tukeekin vuonna 2023 tehdyt yritysostot sekä skaalattavien konseptien laajentuminen. Positiivisia ennustemuutoksia heijastellen nostamme tavoitehinnan 10,0 (aik. 9,5) euroon. Toistamme osta-suosituksen arvostuskuvan säilyessä hyvin houkutteleva.

Vuosi pakettiin operatiivisesti erittäin hyvällä suorituksella

NoHon Q4-liikevaihto kasvoi reilu 20 %:lla 106 MEUR:oon, ollen täysin linjassa 107 MEUR ennusteeseemme nähden. Kasvua ensisijassa ajoi yritysostot, mutta arvioimme myös vanhojen ravintoloiden myynnin kehittyneen suotuisasti hyvän pikkujoulujakson siivittämänä. Liikevoitto oli isossa kuvassa odotustemme mukainen kehittyen vahvasti hyvällä tasolla säilyneen materiaalikatteen ja parantuneen kulutehokkuuden ansiosta. Suomen kannattavuus säilyi odotustemme mukaisesti erinomaisella tasolla ja kansainvälisten liiketoimintojen kannattavuus nousi ennätystasolle. Näemme eritoten kansainvälisen liiketoiminnan suhteellisen kannattavuuden osoituksena yhtiön operatiivisen tehokkuuden parantumisesta ja se vahvistaa luottoa kansainvälisen kasvun kannattavuuden suhteen. Eezyn alaskirjauksista oikaistuna NoHon Q4:n EPS nousi 0,28 euroon, raportoidun tuloksen ollessa tätä puolet matalampi. NoHon hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle 0,43 euron osakekohtaisen osingon jakamista.

Vahva ohjeistus tuo luottamusta kuluvalle vuodelle

Yhtiö ennakoii liikevaihdon olevan noin 430 MEUR ja liikevoittomarginaalin 9,5 % ja tasot ovat tismalleen linjassa ennusteidemme kanssa. Huomautamme, että NoHon on historiassa ollut melko varovainen ohjeistaja, jonka myötä näemme yhtiön odottamien tasojen ylityksen todennäköisenä, etenkin jos markkina elpyy vuoden jälkipuoliskolla. Säilytimme liikevaihtoennusteemme käytännössä ennallaan, kun taas EPS-ennusteemme nousivat laskevien rahoituskustannusten ajamana. Vuoden 2024 liikevaihdon kasvua ajaa etukädessä vuoden 2023 aikana tehtyjen yritysostojen lisäksi nopeasti skaalattavien konseptien (Holy Cow!, F&B ja Camping) laajentaminen. Tuloslaskelman alimman rivin kehitystä tukee Eezyn myynnin myötä väistyvät tulosta rasittavat alaskirjaukset (pl. Q1) sekä ennustamamme velkataakan pieneneminen. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä lähivuosilta reipasta osakekohtaisen tuloksen kasvua. Tätä ajaa kasvavan liikevaihdon myötä kasvava liikevoitto sekä supistuvat rahoituskulut (ilman yrityskauppoja yhtiön taseen velka sulaa ripeästi ja emme mallinna yrityskauppoja). Osinkovirta kasvaa tasaisesti yhtiön kasvavan osingon politiikan mukaisesti.

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

NoHon lähivuosien P/E-kertoimet ovat 10x molemmin puolin. Tasoa voidaan mielestämme pitää houkuttelevana, kun huomioidaan yhtiön hyvät tuloskasvunäkymät ja laskenut riskitaso. Lyhyellä aikavälillä markkinan epävarmuus jarruttaa kertomien nousuvaraa, mutta keskipitkällä aikavälillä NoHon hyväksyttävä arvostus on mielestämme nykyisiä kertoimia korkeammalla. Myös noin 6 %:n osinkotuotto tukee osakkeen tuotto-odotusta. 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:

8,20



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	372	433	471	500
kasvu-%	19 %	16 %	9 %	6 %
EBIT oik.	36,0	40,9	44,3	48,3
EBIT-% oik.	9,7 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %
Nettotulos	7,9	14,3	17,5	20,4
EPS (raportoitu)	0,38	0,68	0,83	0,96

P/E	20,1	12,1	9,9	8,5
P/B	2,0	2,1	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,7 %	6,1 %	6,5 %
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

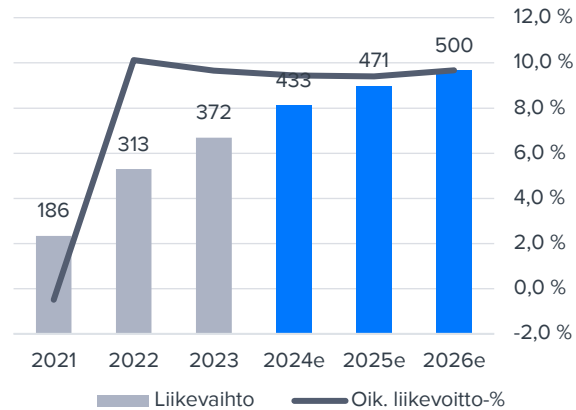
NoHo Partners arvioi saavuttavansa tilikaudella 2024 yhteensä noin 430 MEUR:n liikevaihdon ja noin 9,5 %:n ravintolaliiketoiminnan liikevoittomarginaalin.

Osakekurssi



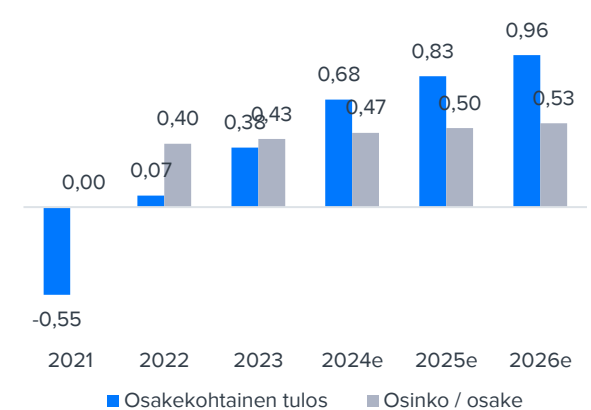
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Pääoman uudelleen allokointi hyvällä tuotolla
- Better Burger Society:n kasvu Euroopassa
- Norjan kannattava kasvu
- Suomen isot hankkeet
- Eezyn kurssinousu



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Markkina-arvo	173	173	173
Yritysarvo (EV)	531	523	513
P/E (oik.)	12,1	9,9	8,5
P/E	12,1	9,9	8,5
P/B	2,1	1,9	1,7
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,0	11,8	10,6
Osinko/tulos (%)	69,1%	60,6%	55,2%
Osinkotuotto-%	5,7%	6,1%	6,5%

Lähde: Inderes

Q4-tulos oli odotetun vahva

Liikevaihto jatkoi hyvässä kasvussa

NoHon liikevaihto kasvoi 22 % 107 MEUR:oon ja oli linjassa meidän sekä konsensusennusteiden kanssa. Liikevaihdon kasvua ajoi pääosin uusperustanta Ruoka- ja Fast Casual -ravintoloissa sekä Holy Cow -yritysjärjestely. Tämän lisäksi arvioimme suorituksen olleen vahvaa vanhoissa ravintoloissa hyvän pikkujoulukauden ansiosta. Suomessa NoHo kasvoi 10 %, kun taas KV-ravintoloiden kasvu oli 73 % yritysjärjestelyiden ajamana. BBS:n suhteen yhtiö jatkoi kommentointia samoilla linjoilla kuin aiemmin, todeten sen kehittyneen odotuksiaan paremmin.

Operatiivinen tulos oli erittäin hyvällä tasolla

Operatiivinen kannattavuus oli odotetun vahvalla tasolla 10,6 MEUR:ssa (9,9 % liikevaihdesta) ja linjassa odotuksiin nähden. Materiaalikate säilyi hyvällä tasolla (75 %), mutta laski hieman vertailukaudesta. Hyvää kannattavuutta paransi liikevaihdon kasvun lisäksi kulutehokkuus. Näemme eritoten kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden (7,9 % liikevaihdesta)

osoituksena yhtiön operatiivisen tehokkuuden parantumisesta, ja koko vuoden positiivinen kehitys kertookin liiketoiminnan olevan sopiva Suomen hyvin suoriutuvan liiketoiminnan kumppaniksi. Suomessa suhteellinen kannattavuus säilyi odotetusti erinomaisella tasolla 10,6 %:ssa ja lievä heikentyminen vertailukaudesta selittyy markkinan pehmentymisellä. Osakekohtaisen tuloksen huomattavaa ennusteylitystä selittävät ennakoitua alemmat nettorahoituskulut sekä vähemmistöjen osuudet. NoHo kirjasi Eezyn myynnistä syntyneen 1,2 MEUR:n alaskirjauksen vasta tammikuulle vastoin meidän odotuksiamme. Näin ollen Q4:n EPS asettui 0,15 euroon ja oli meidän odotuksiamme selvästi parempi. Kaikista Eezyn alaskirjauksista oikaistuna Q4:n EPS oli hyvin vahvalla 0,28 euron tasolla.

NoHon hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle 0,43 euron osakekohtaisen osingon jakamista yhtiön kasvavan osinkopolitiikan mukaisesti.

Ohjeistus viestii selvää kasvua ja vahvaa kannattavuutta

NoHo antoi odotustemme mukaisen 2024 ohjeistuksen viitoittaen liikevaihdon olevan noin 430 MEUR ja suhteellisen kannattavuuden noin 9,5 %. Huomautamme, että NoHon on historiassaan ollut melko varovainen ohjeistamisessa, jolloin emme myöskään yllätyisi tuloksen loppupeleissä olevan tätä parempi. Markkinanäkymissä yhtiö oli varovainen H1:n osalta, mutta näkee myötätuulta tulevan esimerkiksi raaka-aineiden inflaatiopaineen hidastumisesta sekä työvoiman hyvästä saatavuudesta. Ostovoiman puristuksen pahin vaihe on takana, minkä luulisi tuovan jonkinasteista luottamusta talouden heräämiseen H2:lla. Arvioimme kustannusinflaation etenkin palkkojen osalta vaivaavan jonkin verran NoHoa edelleen vuonna 2024, mutta yhtiö on antanut vahvoja näyttöjä kulupohjansa joustavuudesta viimevuosien turbulentissa ympäristössä.

Ennustetaulukko	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	88,1	107,1	106	110	106	- 112	1 %	372
Liikevoitto	8,5	10,6	11,3	11,2	10,6	- 11,7	-6 %	36,0
Tulos ennen veroja	2,2	4,3	2,9	4,8	3,1	- 6,8	51 %	13,0
EPS (raportoitu)	-0,01	0,15	0,05	0,14	0,09	- 0,20	199 %	0,38
Osinko/osake	0,40	0,43	0,45	0,43	0,42	- 0,45	-4 %	0,43
Liikevaihdon kasvu-%	26,8 %	21,6 %	20,3 %	24,4 %	20,3 %	- 27,1 %	1,2 %-yks.	19,0 %
Liikevoitto-%	9,6 %	9,9 %	10,7 %	10,2 %	0,0 %	- 0,0 %	-0,8 %-yks.	9,7 %

Lähde: Inderes & Vara (konsensus, 4 ennustetta)

Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset jäivät vähäisiksi

Ennustemuutokset:

- Liikevaihto- ja liikevoittoennusteemme säilyivät käytännössä ennallaan. NoHon kasvu tulee 2024 jatkumaan vuoden 2023 aikana tehtyjen yritysostojen ja skaalattavien konseptien vetämänä.
- Uskomme NoHon kykenevän ylläpitämään 10 %:n tuntumassa majailevaa liikevoittomarginaalia tulevina vuosina, jota voidaan pitää toimialan kontekstissa erinomaisena suorituksena.
- Ennusteidemme keskeinen riski liittyy edelleen taloustilanteeseen. 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.
- Sijoittajien on syytä huomioida, että NoHon poistot ovat todellisia kassavirtaperusteisia vuokratulua suuremmat, ja tällä on noin 0,10–0,15 euron vaikutus EPS:ään.

Operatiiviset tulosajurit:

- NoHo on koronan jälkeen 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. Pidämme nykyistä noin 40 MEUR:n liikevoittotasoa hyvänä indikaationa yhtiön normaalista tulokunnosta nykyrakenteella.
- Osakekohtaisen tuloksen ennusteemme kasvavan ripeästi lähivuosina, kun liikevoitto kasvaa liikevaihdon kasvun mukana ja rahoituskulut laskevat. Huomautamme, että koska me emme mallinna yrityskauppoja, laskee yhtiön nettovelka ripeästi erinomaisen kassavirran johdosta. Tämä puolestaan laskee rahoituskuluja. Todellisuudessa yhtiö tulee jatkamaan yrityskauppoja, mutta tämän pitäisi puolestaan heijastua ennusteitamme korkeampana liikevoittona.
- Nykyisellä korkotasolla velan lyhentäminen onkin yhtiön omistaja-arvon kannalta myös relevantti vaihtoehto lyhyellä aikavälillä.
- Koska suhteellista kannattavuutta on nykytasolta vaikea enää parantaa, niin nojaa yhtiön arvonaluonti pitkällä aikavälillä yhä vahvemmin kasvuun. Orgaanisesti vetovastuu on BBS:llä ja epäorgaanisesti yritysostojen haetaan kaikista kolmesta pohjoismaasta.

Ennustemuutokset	2023	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	371	372	0 %	436	433	-1 %	473	471	0 %
Liikevoitto	36,7	36,0	-2 %	41,2	40,9	-1 %	44,6	44,3	-1 %
Tulos ennen veroja	15,5	13,0	-16 %	23,2	22,9	-1 %	27,6	27,7	0 %
EPS (oik.)	0,43	0,38	-12 %	0,66	0,68	3 %	0,82	0,83	1 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,43	-4 %	0,50	0,47	-6 %	0,55	0,50	-9 %

Lähde: Inderes

Arvostus on edullinen

Tulospohjaisesti arvostus on houkutteleva

NoHon tulostaso on koronan väistyttyä tehnyt selvän tasokorjauksen ylöspäin ja nykyinen tulostaso antaa jo maata tulokertoimien alle. NoHon P/E-kerroin vaihtelee 10x molemmin puolin tulevien vuosien aikana, joka on varsin matala huomioiden yhtiön tuloksen merkittävästi parantuneen ennustettavuuden sekä yleisesti laskeneen riskitason. Pidämme tätä tasoa NoHolle hyvinkin houkuttelevana.

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 P/E-kertoimet laskevat lähivuosille selvästi alle 10x tasoille.

Normaalissa ympäristössä NoHon hyväksyttävän arvostustason pitäisi mielestämme olla linjassa Helsingin pörssin historiallisten keskiarvojen kanssa (14–16x). Huomautamme kuitenkin, että tällä hetkellä koko Helsingin pörssiä hinnoitellaan historiallisten tasojen alapuolella johtuen todennäköisesti kohonneesta korkotasosta sekä taantumahuolista. On selvää, että myös tämä painaa NoHolle hyväksyttäviä arvostustasoja. Joka tapauksessa tulokertoimissa on mielestämme selkeää nousuvaraa keskipitkällä aikavälillä. Keskeinen jarru kertoimien nousulle lyhyellä aikavälillä on arviomme mukaan yleiseen taloustilanteeseen sekä kuluttajakäyttäytymiseen liittyvä epävarmuus. Vaikka NoHo onkin todistanut sen oman operatiivisen kyvykkyyden ja ravintolamarkkina on historiassa ollut varsin vähäsyklinen, eivät markkinat tule arviomme mukaan hyväksymään yhtiölle oleellisesti nykyistä korkeampia arvostuskertoimia ennen kuin talouden kuva selkeytyy.

Tuotto-odotus on kärsivälliselle sijoittajalle erinomainen

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on mielestämme arvostustason korjaantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta. Lisäksi tuotto-odotus saa selkeää tukea noin 6 %:n osinkotuotosta.

NoHo on saanut viritettyä tuloskoneensa hurjaan kuntoon ja näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen tuloskunto antaa hyvän kuvan sen täydestä tulospotentiaalista nykyrakenteella. Näin ollen nykytoiminnasta ei ole enää odotettavissa oleellista tuloskasvua ja jatkossa tuloskasvu tulee yhä selvemmin liikevaihdon kasvun kautta.

Pidemmällä aikavälillä ylivoimaisesti tärkein ajuri osakekurssille onkin yhtiön onnistuminen pääoman allokoinnissa. NoHon liiketoimintamalliin kuuluu olennaisena osana kasvuun investoiminen muun muassa yrityskaupoilla ja valikoiduilla laajentumisilla. Pitkällä aikavälillä yhtiön arvonnäkökulman kannalta pääoman allokointi ja siinä onnistuminen ovatkin keskiössä, sillä yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaansa. Näin ollen saavutettu pääoman tuotto ratkaisee lopulta osakkeen arvon kehityksen. Yhtenä keskeisenä arvoajurina on luonnollisesti myös BBS, joka tullaan 3-5v periodilla takuu varmasti irrottamaan konsernista pääomasijoittajan irtaantumisen yhteydessä.

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

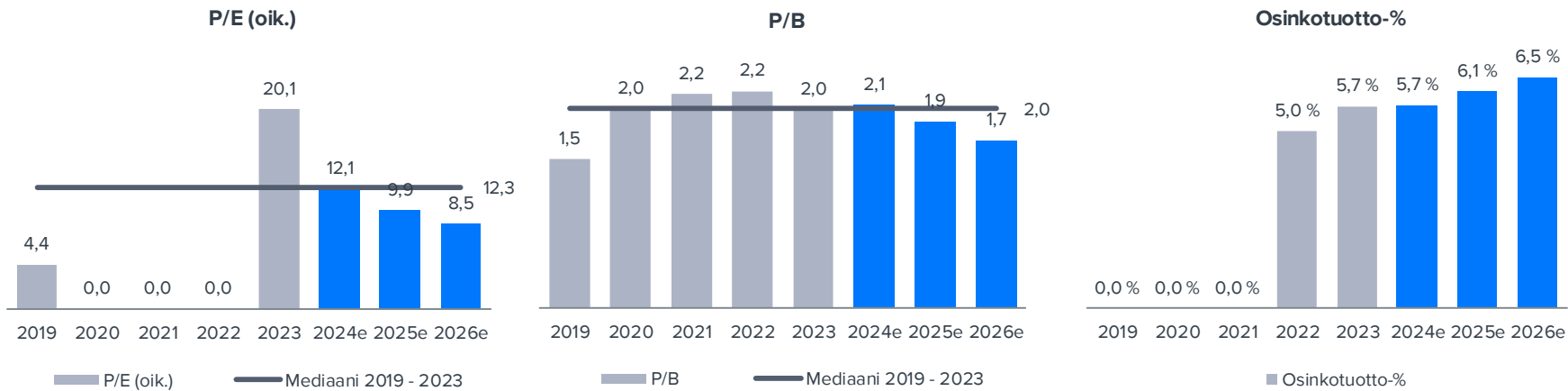
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Markkina-arvo	173	173	173
Yritysarvo (EV)	531	523	513
P/E (oik.)	12,1	9,9	8,5
P/E	12,1	9,9	8,5
P/B	2,1	1,9	1,7
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,0	11,8	10,6
Osinko/tulos (%)	69,1 %	60,6 %	55,2 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,1 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,3	8,06	7,29	7,99	7,54	8,20	8,20	8,20	8,20
Markkina-arvo	196	155	140	165	158	173	173	173	173
Yritysarvo (EV)	497	478	436	445	536	531	523	513	501
P/E (oik.)	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	12,1	9,9	8,5	7,8
P/E	4,4	neg.	neg.	>100	20,1	12,1	9,9	8,5	7,8
P/B	1,5	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	1,9	1,7	1,5
P/S	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,7	17,1	9,4	5,6	6,0	5,3	5,1	4,8	4,6
EV/EBIT (oik.)	16,5	neg.	neg.	14,0	14,9	13,0	11,8	10,6	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	69,1 %	60,6 %	55,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	5,7 %	6,1 %	6,5 %	7,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Restaurant Group													
J D Weatherspoon	1141	2414	15,4	14,0	8,3	7,8	1,0	1,0	19,3	15,8			2,3
BJ's Restaurants	766	826	25,9	22,2	7,4	7,0	0,6	0,6	27,2	23,2		0,7	2,1
Ibersol	281	322	9,6	8,0	3,5	2,9	0,7	0,7	14,8	11,8	4,0	6,0	0,7
Bloomin' Brands	2163	2826	9,2	8,7	5,8	5,5	0,7	0,6	10,4	9,6	3,9	4,3	4,3
Ruth's Hospitality Group													
Berjaya Food	214	344	11,6	10,2	6,6	6,0	1,6	1,4	12,4	10,8	4,8	5,4	2,0
Red Robin Gourmet Burgers	152	265	27,2	11,8	3,7	3,1	0,2	0,2		19,4			
Mitchells & Butlers	1706	3585	11,2	10,1	7,5	6,9	1,2	1,1	11,4	9,4			0,6
Young & Co's Brewery	616	828	12,4	10,5	7,6	6,6	1,8	1,6	16,7	15,4	2,0	2,1	79,8
NoHo Partners (Inderes)	173	531	13,0	11,8	5,3	5,1	1,2	1,1	12,1	9,9	5,7	6,1	2,1
Keskiarvo	880	1426	15,3	11,9	6,3	5,7	1,0	0,9	16,0	14,4	3,7	3,7	13,1
Mediaani	691	827	12,0	10,3	7,0	6,3	0,9	0,8	14,8	13,6	4,0	4,3	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			9 %	14 %	-24 %	-18 %	39 %	33 %	-18 %	-27 %	44 %	41 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	313	75,9	93,3	96,0	107	372	94,8	115	106	117	433	471	500	529
Suomen liiketoiminta	251	61,5	77,4	75,5	78,2	293	69,8	84,8	79,0	82,8	316	336	352	368
Kansainvälinen liiketoiminta	61,5	14,4	15,9	20,5	28,9	79,7	25,0	30,6	27,4	33,7	117	135	148	161
Käyttökate	79,5	18,3	23,0	22,1	25,7	89,1	22,1	27,1	25,0	26,3	100	102	106	109
Poistot ja arvonalennukset	-47,8	-12,4	-12,2	-13,4	-15,1	-53,1	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-59,6	-57,3	-57,8	-58,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	7,2	12,2	10,1	11,4	40,9	44,3	48,3	51,1
Liikevoitto	31,7	5,9	10,8	8,7	10,6	36,0	7,2	12,2	10,1	11,4	40,9	44,3	48,3	51,1
Suomen liiketoiminta	28,3	5,1	9,5	7,8	8,3	30,7	5,6	9,8	7,9	8,7	31,9	33,9	36,9	38,7
Kansainvälinen liiketoiminta	3,4	0,8	1,2	1,0	2,3	5,3	1,6	2,5	2,2	2,7	9,0	10,4	11,4	12,4
Nettorahoituskulut	-22,5	-3,0	-5,5	-8,2	-6,3	-23,0	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-18,0	-16,6	-16,0	-15,4
Tulos ennen veroja	9,2	2,9	5,3	0,5	4,3	13,0	2,7	7,7	5,6	6,9	22,9	27,7	32,3	35,7
Verot	-4,3	-0,5	-1,2	-0,6	-0,3	-2,6	-0,6	-1,6	-1,2	-1,4	-4,8	-5,8	-6,8	-7,5
Vähemmistöosuudet	-3,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-2,5	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-3,8	-4,4	-5,1	-5,6
Nettotulos	1,5	1,9	3,4	-0,5	3,1	7,9	1,6	5,1	3,3	4,3	14,3	17,5	20,4	22,5
EPS (oikaistu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	0,08	0,24	0,16	0,21	0,68	0,83	0,96	1,05
EPS (raportoitu)	0,07	0,09	0,16	-0,02	0,15	0,38	0,08	0,24	0,16	0,21	0,68	0,83	0,96	1,05

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	68,2 %	56,5 %	3,4 %	11,6 %	21,6 %	19,0 %	24,9 %	23,7 %	10,8 %	8,8 %	16,3 %	8,7 %	6,1 %	5,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-3622,2 %	-447,1 %	-34,8 %	4,0 %	24,4 %	13,5 %	22,2 %	13,4 %	15,5 %	7,8 %	13,7 %	8 %	9,1 %	5,7 %
Käyttökate-%	25,4 %	24,1 %	24,6 %	23,1 %	24,0 %	23,9 %	23,3 %	23,5 %	23,5 %	22,6 %	23,2 %	21,6 %	21,2 %	20,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,1 %	7,8 %	11,5 %	9,1 %	9,9 %	9,7 %	7,6 %	10,6 %	9,5 %	9,8 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %	9,6 %
Nettotulos-%	0,5 %	2,5 %	3,6 %	-0,5 %	2,9 %	2,1 %	1,7 %	4,4 %	3,1 %	3,7 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	420	517	508	511	514
Liikearvo	141	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	38,0	46,3	46,5	46,9	47,2
Käyttöomaisuus	210	265	263	266	268
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	18,0	10,6	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	13,0	14,1	14,6	15,1	15,6
Vaihtuvat vastaavat	33,3	59,1	61,4	66,7	70,7
Vaihto-omaisuus	5,6	7,7	8,7	9,4	10,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	21,8	39,5	39,0	42,4	45,0
Likvidit varat	5,2	11,3	13,1	14,3	15,2
Taseen loppusumma	453	576	569	578	585

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	82,0	107	112	120	130
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	4,4	6,8	12,1	19,7	29,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	70,2	71,1	71,1	71,1	71,1
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	7,2	28,7	28,7	28,7	28,7
Pitkäaikaiset velat	251	304	300	295	288
Laskennalliset verovelat	9,2	10,9	11,4	11,9	12,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	236	279	274	269	261
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Lyhytaikaiset velat	120	165	158	164	167
Korolliset velat	59,9	81,0	68,6	67,2	65,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,8	82,0	86,6	94,2	99,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Taseen loppusumma	453	576	569	578	585

DCF-laskelma

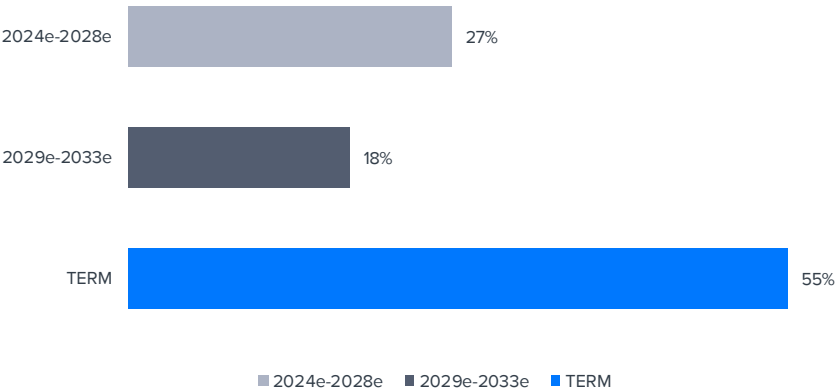
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	16,3 %	8,7 %	6,1 %	5,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	9,4 %	9,4 %	9,7 %	9,6 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	36,0	40,9	44,3	48,3	51,1	49,1	50,5	52,0	50,6	52,1	52,9	
+ Kokonaispoistot	53,1	59,6	57,3	57,8	58,2	58,6	59,0	59,5	60,1	60,6	61,0	
- Maksetut verot	-2,0	-4,8	-5,8	-6,8	-7,5	-6,7	-7,6	-7,9	-7,6	-7,9	-6,9	
- verot rahoituskuluista	-4,6	-3,8	-3,5	-3,4	-3,3	-3,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-4,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,5	4,2	3,4	2,6	2,7	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	0,8	
Operatiivinen kassavirta	86,9	96,1	95,7	98,6	101	99,2	100	102	102	103	104	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-149,3	-49,9	-60,0	-60,0	-60,0	-61,0	-62,0	-63,0	-63,0	-63,0	-67,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-54,4	46,2	35,7	38,6	41,2	38,2	38,4	39,1	38,6	40,4	36,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-54,4	46,2	35,7	38,6	41,2	38,2	38,4	39,1	38,6	40,4	36,6	663
Diskontattu vapaa kassavirta		43,6	31,4	31,7	31,6	27,4	25,7	24,4	22,5	22,0	18,6	337
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		616	572	541	509	478	450	425	400	378	356	337
Velaton arvo DCF		616										
- Korolliset velat		-360										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		238										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,3										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %

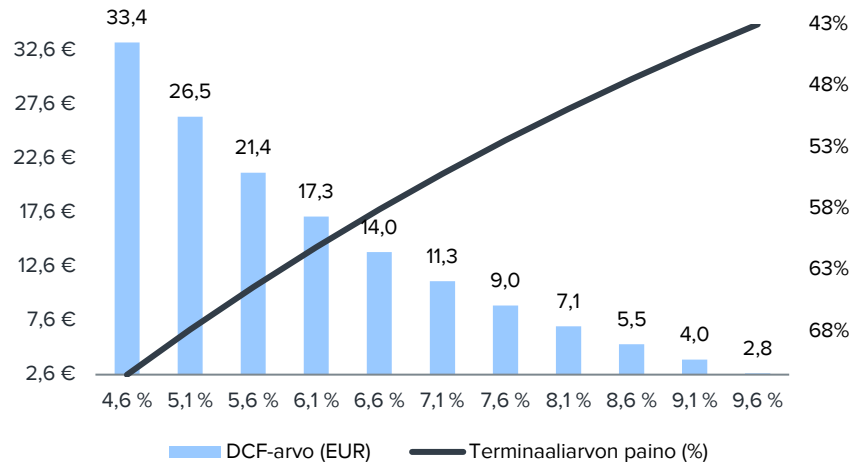
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

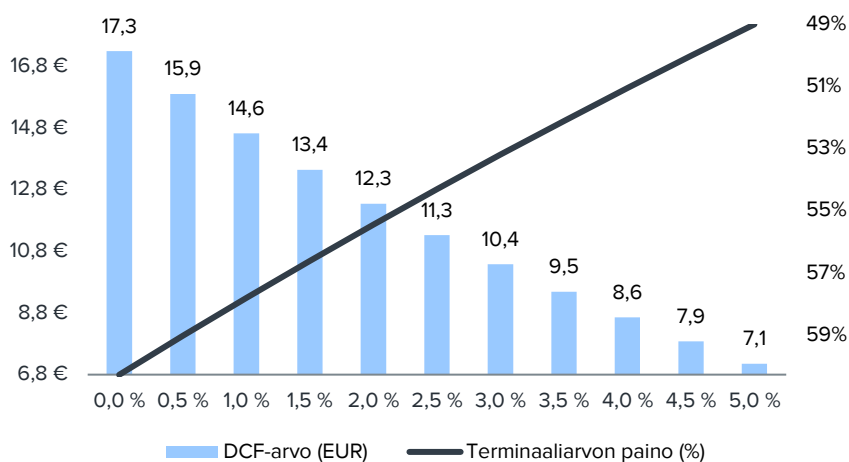


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

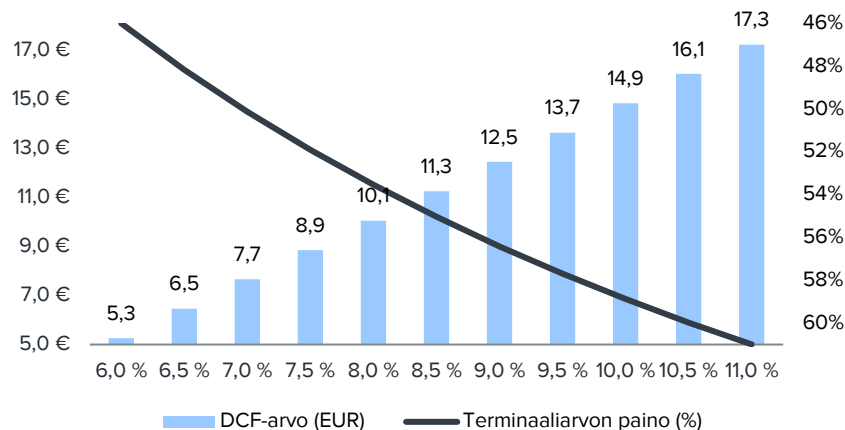
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



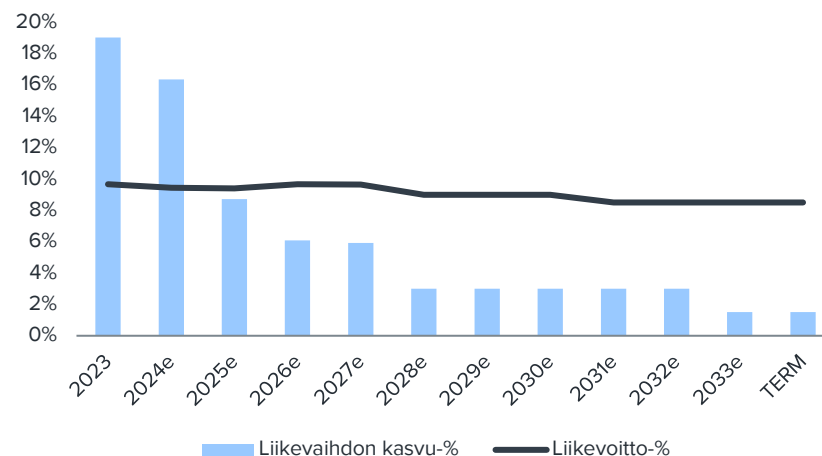
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	186,0	312,8	372,3	433,2	470,9	EPS (raportoitu)	-0,55	0,07	0,38	0,68	0,83
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	100,5	101,6	EPS (oikaistu)	-0,55	0,07	0,38	0,68	0,83
Liikevoitto	-0,9	31,7	36,0	40,9	44,3	Operat. kassavirta / osake	2,89	3,54	4,14	4,56	4,52
Voitto ennen veroja	-12,8	9,2	13,0	22,9	27,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,14	1,03	-2,59	2,19	1,69
Nettovoitto	-10,6	1,5	7,9	14,3	17,5	Omapääoma / osake	3,34	3,61	3,72	3,96	4,30
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,40	0,43	0,47	0,50
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	459,3	453,3	576,4	569,5	577,9	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	19 %	16 %	9 %
Oma pääoma	69,4	82,0	106,8	112,1	119,7	Käyttökateen kasvu-%	65 %	72 %	12 %	13 %	1 %
Liikearvo	137,1	141,0	181,3	181,3	181,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-96 %	-3622 %	13 %	14 %	8 %
Nettovelat	322,3	290,6	349,1	329,8	321,5	EPS oik. kasvu-%	-61 %	-113 %	418 %	81 %	21 %
						Käyttökate-%	24,8 %	25,4 %	23,9 %	23,2 %	21,6 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,4 %	9,4 %
Käyttökate	46,2	79,5	89,1	100,5	101,6	Liikevoitto-%	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,4 %	9,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	1,8	4,5	4,2	3,4	ROE-%	-15,1 %	2,2 %	10,3 %	17,7 %	20,1 %
Operatiivinen kassavirta	55,7	73,3	86,9	96,1	95,7	ROI-%	0,1 %	8,6 %	8,5 %	8,9 %	9,8 %
Investoinnit	-58,0	-64,4	-149,3	-49,9	-60,0	Omavaraisuusaste	15,1 %	18,1 %	18,5 %	19,7 %	20,7 %
Vapaa kassavirta	-2,7	21,3	-54,4	46,2	35,7	Nettovelkaantumisaste	464,5 %	354,4 %	326,8 %	294,2 %	268,6 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,4	1,2	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	9,4	5,6	6,0	5,3	5,1						
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,0	14,9	13,0	11,8						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	12,1	9,9						
P/B	2,2	2,2	2,0	2,1	1,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,7 %	5,7 %	6,1 %						

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 neuvonantajia. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen 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 sijoittavassa 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 €
09/08/2023	Lisää	10,00 €	9,14 €
07/11/2023	Osta	9,50 €	7,54 €
16/02/2023	Osta	10,00 €	8,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajietieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**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.**