

NOHO PARTNERS

04.11.2025 20.30 EET



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tuloskasvu antaa odottaa itseään

NoHon Q3-raportti oli kokonaisuutena vaisu, ja markkinaympäristö on säilynyt odotuksiamme heikompana. Laskeneita tulosennusteita heijastellen tarkistamme NoHon tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 10,0e). Osakkeen arvostus on edullinen, kunhan tuloskasvu realisoituu, ja tähän nojaten toistamme lisää-suosituksen. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat kuitenkin vähissä, ennen tuloskasvun käynnistymistä.

Vaisu Q3-raportti

NoHon Q3-raportti oli kokonaisuutena vaisu, ja se jäi selvästi ennusteista. Liikevaihto kehittyi odotuksia heikommin Suomen ja Norjan markkinan säilyttyä odotettua heikompana. Kannattavuus oli markkinaolosuhteisiin nähden hyvä, ja etenkin Suomen kannattavuus oli erinomainen. Norjan tulos kuitenkin valahti tappiolle, ja se painoi koko konsernin kannattavuutta. Norjan ongelmat vaikuttavatkin olevan selvästi aiempaa sitkeämpiä, ja yhtiö on aloittanut Norjassa uudet, aiempaa järeämmät toimenpiteet, ongelmien korjaamiseksi. Korjaaminen tulee kuitenkin viemään aikaa, ja yhtiö odottaa Norjan olevan kannattavalla pohjalla H1'26 lopussa. Vaikka NoHolla on kiistatta vahvat näytöt toimintojen kääntämisestä, on Norjan toimintaan liittyvä riskitaso kohonnut selvästi lyhyellä aikavälillä. Hopeareunuksena tilanteessa on se, että Norja on selvästi yhtiön pienin maa (osuus liikevaihdosta noin 13 %).

Markkinanäkymien osalta yhtiö otti selvästi aiempaa varovaisemman kannan markkinan elpymiseen ja odottaa markkinan elpyvän kunnolla vasta H2'26. Samalla kuitenkin pikkujoulukauden varauskanta on hyvällä tasolla. Yhtiö toisti odotetusti ohjeistuksensa, ja sen saavuttamisessa ei Suomen vahvan suorituksen jälkeen ole enää epäselvyyttä.

Ennusteita tarkistettu alaspäin, EPS kasvu lykkääntyy

Olemme tarkistaneet tulosennusteitamme alaspäin heikon Q3-raportin myötä. Odotamme markkinan elpyvän asteittain ensi

vuoden aikana, mutta olemme loiventaneet tämän kulmakerrointa. Olemme myös laskeneet kasvuennusteitamme Norjan osalta ja odotamme nyt yksittäisten yksiköiden sulkemisia osana nyt tehtävää saneerausta. Tuloslaskelman alimmilla riveillä olemme nostaneet hieman arviotamme rahoituskuluista ja vähemmistöjen tulososuuksista, sekä laskeneet BBS:ltä tulevaa osuutta osakkuusyhtiön tuloksesta. Näiden vaikutus EPS:ään on merkittävä, etenkin 2026 osalta.

Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä edelleen tervettä liikevaihdon kasvua ja vahvaa liikevoittomarginaalia lähivuosilta. Yhtiön tarinan kannalta kriittinen EPS parannus kuitenkin lykkääntyy, ja odotamme BBS ylöskirjauksesta oikaistun EPS:n lähtevän parantumaan kunnolla vasta H2'26. Osinkoennusteemme ovat ennallaan ja lähivuosien osingon kasvuun ei liity oleellista riskiä. Olemme käsitelleet ennusteitamme tarkemmin tuoreessa [laajassa raportissamme](#).

Arvostuskuva on kaksijakoinen

Lyhyellä tähtäimellä osakkeen arvostuskuva näyttää haastavalta (2025e P/E +20x), ja ilman voimakasta EPS kasvua ei osakkeessa mielestämme ole nousuvaraa. Näemme edelleen yhtiöllä hyvät edellytykset vahvaan EPS:n kasvuun markkinan elpyessä, ja suhteessa tähän arvostus on mielestämme edullinen (2027e P/E 10x). Osakkeen tuotto-odotus saa myös tukea turvallisesta noin 6 %:n tasolla olevasta osinkotuotosta. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat kuitenkin vähissä, ja Norjan ongelmat sekä markkinan elpymisen aikataulu nostavat lyhyen aikavälin epävarmuutta. Näemme kuitenkin tuotto-riskisuhteen riittävän houkuttelevana kärsivälliselle sijoittajalle.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

9,00 EUR
(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:
8,34 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	427	362	395	422
kasvu-%	15 %	-15 %	9 %	7 %
EBIT oik.	41,6	31,9	36,2	39,0
EBIT-% oik.	9,7 %	8,8 %	9,2 %	9,2 %
Nettotulos	11,3	8,8	13,7	18,2
EPS (raportoitu)	0,54	1,53	0,65	0,85
P/E	14,8	5,4	12,9	9,8
P/B	2,1	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	5,8 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2	1,1

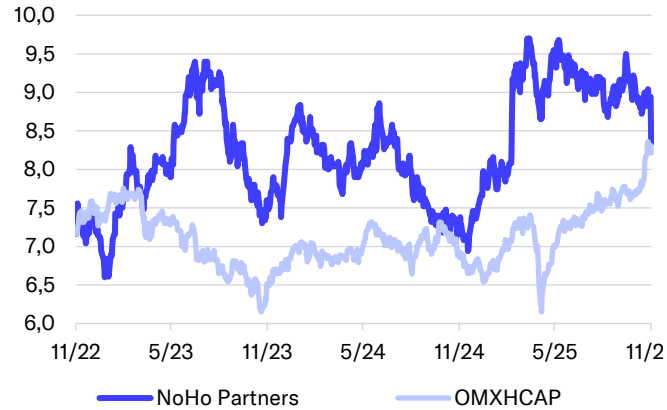
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

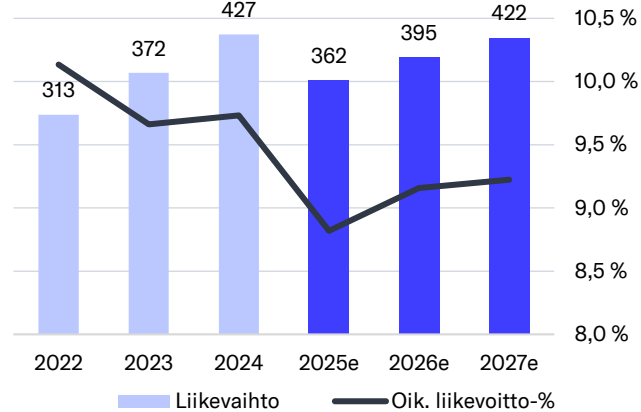
NoHo Partners arvioi, että tilikaudella 2025 Suomen liiketoiminnan kannattavuus pysyy nykyisellä hyvällä tasolla (2024 EBIT-% : 10,2 %) ja konsernin osakekohtainen tulos (2024 EPS: 0,54 euroa) kasvaa.

Osakekurssi



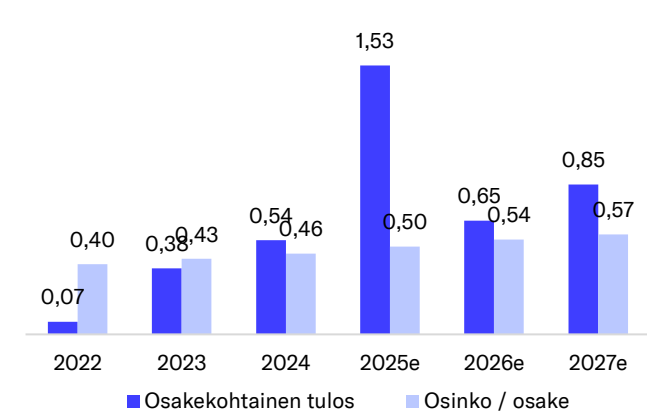
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Norjan ja Tanskan kannattava kasvu
- Suomen kannattava kasvu
- Monistettavien ravintolakonseptien skaalaus
- BBS:n arvonnousu ja irtaantuminen
- Kansainväliset yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Taseen merkittävä liikearvo
- Yritystoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen
- Väärien kumppanien valinta kansainvälisessä toiminnassa
- Velkaantuminen mukavuusalueen ylläpidossa

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,34	8,34	8,34
Markkina-arvo	176	177	178
Yritysarvo (EV)	486	483	480
P/E (oik.)	5,4	12,9	9,8
P/E	5,4	12,9	9,8
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,6	5,1	5,3
EV/EBIT (oik.)	15,2	13,4	12,3
Osinko/tulos (%)	32,6 %	83,4 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Vaisu Q3-raportti

Pehmeä liikevaihto haastavassa markkinassa

NoHon Q3-liikevaihto oli 91 MEUR, ja BBS-järjestelystä oikaistuna se kasvoi katsauskaudesta 3 %:lla. Kasvu sai selvää tukea useista yrityskaupoista, ja laskelmiemme mukaan orgaanisesti liikevaihto laski hieman heikon markkinan mukana. Liikevaihto jäi selvästi 97 MEUR:n ennusteestamme, ja suurimpana selittävänä tekijänä oli Norjan heikkous sekä Suomen tapahtumaravintolat.

Kannattavuus olosuhteisiin nähden hyvä, mutta Norja herättää huolia

NoHo jatkoi onnistuneesti kannattavuutensa puolustamista, ja konsernin liikevoittomarginaali oli absoluuttisesti ja etenkin suhteellisesti hyvä 8,3 %, vaikka se jäikin hieman 8,8 %:n ennusteestamme. Ennustealitius tuli täysimääräisesti Norjasta, missä liiketoiminta valahti tappiolle Q3:lla. Yhtiö totesikin, että aiemmat toimenpiteet Norjan kääntämiseksi eivät ole olleet riittäviä ja

lisätoimenpiteet on aloitettu. Norjan ongelmat vaikuttavat selvästi aiempaa sitkeämmiltä, ja tämä herättää luonnollisesti huolta maan pitkän aikavälin näkymistä. Yhtiön tavoitteena on nyt palauttaa Norja takaisin voitolliseksi H1'26 loppuun mennessä, mikä kertoo ongelmien sitkeydestä. Ongelma on käsityksemme mukaan edelleen yksittäisissä ravintoloissa sekä vaikeassa markkinassa, ja näin ollen ongelmien ei pitäisi olla rakenteellisia.

Suomessa kannattavuus oli vaisuun markkinatilanteeseen nähden jopa hämmäntävän vahva 10,5 %, ja selvästi ennusteitamme parempi. Myös Tanskan kannattavuus on säilynyt hyvällä tasolla. Konsernin liikevoitto oli lopulta 7,6 MEUR jäaden 8,5 MEUR:n ennusteestamme. Tuloslaskelman alimmilla riveillä vähemmistöille kuuluva tulososuus sekä veroaste olivat odotuksiamme korkeampia ja EPS jäi vaisuksi 0,09 euroon (Q3'25e: 0,16e).

Markkinan elpyminen antaa odottaa itseään

Markkinanäkymien osalta NoHo odotetusti kertoi, ettei markkina ole lähtenyt toipumaan sen aiemmin toivomalla tavalla. Markkinatilanne Suomessa on edelleen vaisu johtuen heikosta kuluttajaluottamuksesta, ja yhtiö potki toiveet markkinan elpymisestä ensi vuoden jälkipuoliskolle.

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa Suomen liiketoiminnan kannattavuuden pysyvän 2024 hyvällä tasolla ja osakekohtaisen tuloksen kasvavan. Osakekohtainen tulos kasvaa tänä vuonna rajusti BBS-järjestelyn johdosta ja erinomaisen Q3 kannattavuuden osalta Suomen liiketoiminnan kannattavuus on linjassa edellisvuoden kanssa. Pikkujouluukauden näkymiä yhtiö ei avannut tarkemmin raportissa.

Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli Q3'25 lopussa 3,1x ja yli yhtiön tavoitetason. Tällä hetkellä tase antaakin vain rajallisesti liikkumavaraa yritysjärjestelyjä ajatellen.

Ennustetaulukko	Q3'24	Q3'25	Q3'25e	Q3'25e	Konsensus		Erotus (%)		2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	107	91	97	95	91,4	- 96,5	-6 %		362
Liikevoitto	9,9	7,6	8,5	8,7	8,4	- 9,7	-11 %		31,9
Tulos ennen veroja	4,4	3,1	4,5	0,0			-31 %		14,2
EPS (raportoitu)	0,14	0,09	0,16	0,16	0,15	- 0,18	-42 %		1,53
Liikevaihdon kasvu-%	11,0 %	-14,3 %	-8,8 %	-11,3 %		-	-5,4 %-yks.		-15,3 %
Liikevoitto-%	9,3 %	8,3 %	8,8 %	9,2 %	9,2 %	- 10,1 %	-0,5 %-yks.		8,8 %

Lähde: Inderes & Vara & Bloomberg (konsensus, 4 ennustetta)

NoHo Partners Q3'25: "Puolustustaistelua"



Ennustemuutokset

Ennusteita laskettu kautta linjan

Olemme tarkistaneet tulosennusteitamme alaspäin heikon Q3-raportin myötä. Odotamme markkinan elpyvän asteittain ensi vuoden aikana, mutta olemme loiventaneet tämän kulmakerrointa. Olemme myös laskeneet kasvuennusteitamme Norjan osalta ja odotamme nyt yksittäisten yksiköiden sulkemisia osana nyt tehtävää saneerausta.

Kannattavuuden osalta Suomen ennusteissa ei ole tapahtunut muutoksia, mutta Norjan ongelmien pitkittyminen painaa luonnollisesti kansainvälisen toiminnan kannattavuutta.

Tuloslaskelman alimmilla riveillä olemme nostaneet hieman arviotamme rahoituskuluista ja vähemmistöjen tulososuuksista sekä laskeneet BBS:ltä tulevaa osuutta osakkuusyhtiön tuloksesta. Näiden vaikutus EPS:ään on merkittävä, etenkin 2026 osalta. 2025 tulos ennen veroja

lasku on puhtaasti tekninen, kun olemme siirtäneet BBS:n ylöskirjauksen tuloslaskelman alemmille riveille.

EPS parannus viivästyy

Kokonaisuutena ennustelaskujen myötä odotamme vertailukelpoisen liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna muutamalla prosentilla ja liikevoiton laskevan noin 10 %:lla. Lasku selittyy valtaosin Norjan ongelmilla. BBS ylöskirjauksesta oikaistu EPS jää tänä vuonna vaisuksi ja hieman alle 2024 0,45 euron.

2026 odotamme liikevoiton palaavan kasvuun, kun liikevaihto kasvaa ja Norjan kannattavuus alkaa asteittain parantua. EPS:n osalta odotamme selvästi aiempaa vaisumpaa kehitystä, ja etenkin H1 osalta EPS kehitys jää vaatimattomaksi. EPS toki kasvaa merkittävästi vaisulta 2025 tasolta, mutta se jää selvästi aiemmista arvioistamme. Koska yhtiön liikevoitosta selvästi alle 40 % konvertoituu nettotulokseksi, on EPS varsin herkkä pienille muutoksille

mm. rahoituskuluissa tai vähemmistöjen tulososuudessa.

2027 odotamme liikevoiton kasvun jatkuvan liikevaihdon ja Norjan ongelmien poistumisen vetämänä. EPS:ssä nähdään kunnon tasokorjaus, kun rahoituskulut laskevat ja BBS tulososuus kasvaa.

Kuten olemme useasti aiemmin todenneet, on EPS:n kasvu NoHon sijoittajatarinan kannalta yksittäinen tärkein parametri. EPS:n kasvuun ei ole yhtä hopealuotia, vaan se muodostuu useasta erästä. Suurin ajuri on totta kai liikevoiton kasvun, mutta myös kaikkien muiden tuloslaskelman alempien erien merkitys EPS:lle on merkittävä. Osinkoennusteemme ovat ennallaan, eikä lähivuosien osingon kasvuun liity oleellista riskiä.

Olemme käsitelleet ennusteitamme tarkemmin tuoreessa [laajassa raportissamme](#).

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	377	362	-4 %	415	395	-5 %	438	422	-3 %
Liikevoitto	33,7	31,9	-5 %	38,9	36,2	-7 %	40,9	39,0	-5 %
Tulos ennen veroja	39,1	14,2	-64 %	24,5	20,0	-19 %	27,6	25,2	-9 %
EPS (oik.)	1,63	1,53	-6 %	0,85	0,65	-23 %	0,95	0,85	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,50	0 %	0,54	0,54	0 %	0,57	0,57	0 %

Lähde: Inderes

NoHo Partners, Webcast, Q3'25



Osake vaatii kärsivällisyyttä

Nojaamme NoHon arvonmäärittämisessämme tällä hetkellä pääosin osakkeen absoluuttisiin arvostuskertoimiin sekä lähivuosien tuotto-odotusmalliin, sillä nämä antavat mielestämme parhaan kuvan osakkeen hyväksyttävästä arvostustasosta. DCF-mallin käyttökelpoisuus NoHolle on varsin heikko johtuen mallin suuresta herkkyydestä pienille muutoksille ennusteparametreissa. Verrokkiryhmän laatu on myös melko heikko, jonka tähden pidämme suhteellisen arvostuksen painoarvon osakkeen arvonmäärittämisessä matalana. Olemme tarkastelleet arvostusta myös tarkemmin tuoreessa [laajassa raportissamme](#).

Arvostuskuva on kaksijakoinen

2025 tuloksen perusteella osakkeen arvostus näyttää laskeneiden ennusteiden valossa haastavalta (P/E ~20x), mikä korostaa tulokasvun realisoitumisen tarvetta osakkeen positiiviselle kehitykselle. Ennustamamme tulokasvun kautta osakkeen arvostus laskee 2026 selvästi, ja P/E 13x tasoa voidaan pitää hyvinkin kohtuullisena, etenkin kun tulos on tässä vaiheessa taas selvässä kasvussa. 2027 kuvastaa mielestämme yhtiön tämänhetkistä täyttä EPS potentiaalia, ja tämän realisoituessa osake on selvästi aliarvostettu (P/E 10x).

EPS parannus on kuitenkin jatkuvasti siirtynyt eteenpäin ja tällä hetkellä meidän on vaikea nähdä, että yhtiö kykenisi oleelliseen EPS parannukseen tulevien kvartaalien aikana, vaan parannus painottuu selvästi ensi vuoden jälkipuoliskolle, kun markkina elpyy ja Norjan ongelmat saadaan pois päiväjärjestyksestä.

Kurssilaskun myötä osinkotuotto on noussut hyvälle noin 6 %:n tasolle, ja mielestämme osinkoon liittyy hyvin rajallista riskiä.

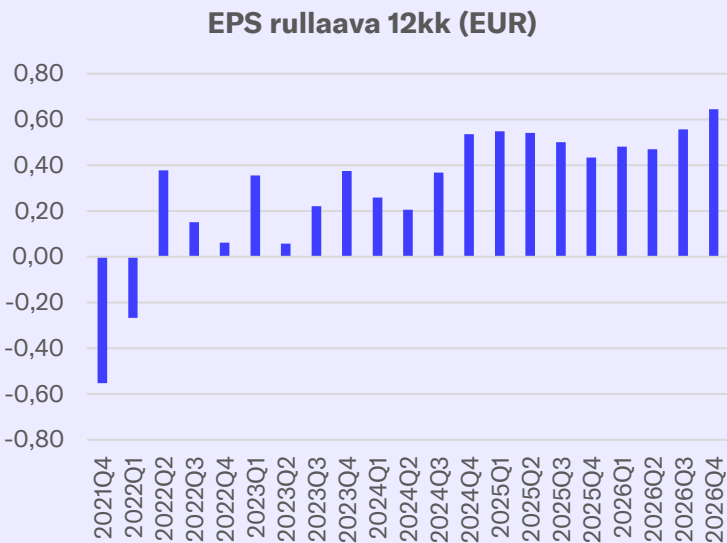
Tuotto-odotus on takapainotteinen

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on EPS:n kasvu sekä yritysjärjestelyt. Muutaman vuoden tähtäimellä tuotto-odotus näyttää mielestämme oikein hyvältä, sillä vahva EPS kasvu sekä korkea osinkotuotto yhdessä odotusarvoltaan positiivisen yritysjärjestelyoption kanssa tarjoavat enemmän kuin riittävän tuotto-odotuksen suhteessa nykyiseen kurssitasoon. Lyhyellä aikavälillä tilanne on kuitenkin selvästi vaatimattomampi, sillä lähikvartaaleina EPS kasvu on vaisua. Lisäksi lyhyellä aikavälillä riskitaso on koholla, johtuen etenkin Norjan ongelmista ja markkinan elpymiseen liittyvästä epävarmuudesta. Huomautamme, että nämä molemmat epävarmuudet poistuvat, kun katse siirretään lähikvartaaleista lähivuosiin.

Kokonaisuutena NoHon arvostuskuva on kaksijakoinen. Tuotto-odotus on parin vuoden tähtäimellä hyvä, mutta se on hyvin takapainotteinen. Lyhyellä aikavälillä osakkeessa on vaikea nähdä oleellista nousuvaraa. Samalla korkea osinkotuotto kuitenkin rajoittaa osakkeen laskuvaraa, ja reippaampi lasku nykytasolta vaatisi käytännössä Norjan ongelmien eskaloitumista ja/tai markkinatilanteen heikentymistä entisestään Suomessa. Näemmekin riski-/tuottosuhteen olevan edelleen riittävä, vaikka korostammekin sen vaativan sijoittajilta kärsivällisyyttä.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,34	8,34	8,34
Markkina-arvo	176	177	178
Yritysarvo (EV)	486	483	480
P/E (oik.)	5,4	12,9	9,8
P/E	5,4	12,9	9,8
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,6	5,1	5,3
EV/EBIT (oik.)	15,2	13,4	12,3
Osinko/tulos (%)	32,6 %	83,4 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	6,8 %

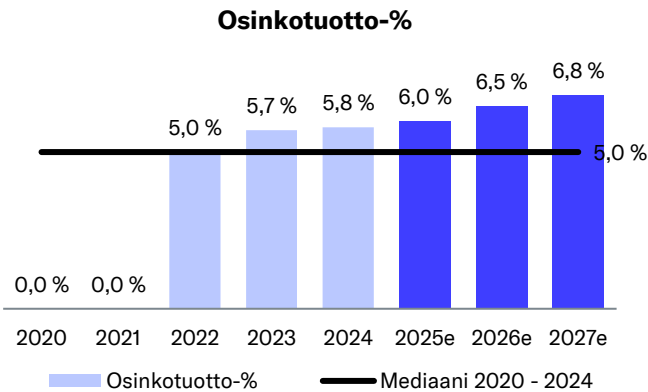
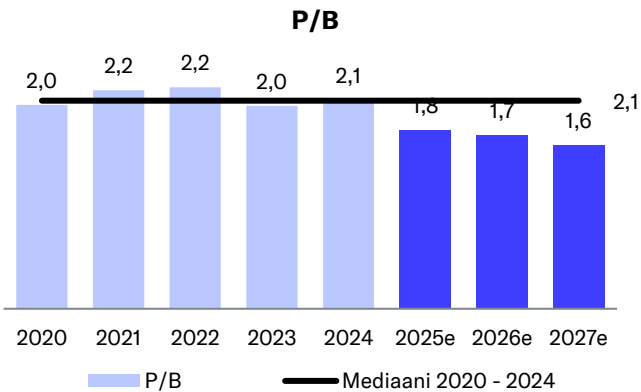
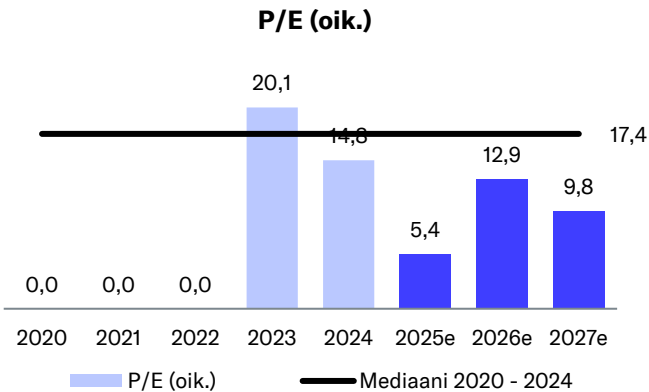
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,06	7,29	7,99	7,54	7,94	8,34	8,34	8,34	8,34
Markkina-arvo	155	140	165	158	167	176	177	178	178
Yritysarvo (EV)	478	436	445	536	537	486	483	480	475
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	20,1	14,8	5,4	12,9	9,8	8,5
P/E	neg.	neg.	>100	20,1	14,8	5,4	12,9	9,8	8,5
P/B	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	1,8	1,7	1,6	1,5
P/S	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	17,1	9,4	5,6	6,0	5,3	5,6	5,1	5,3	5,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	14,0	14,9	12,9	15,2	13,4	12,3	11,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	85,7 %	32,6 %	83,4 %	66,7 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	5,8 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %	7,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
J D Weatherspoon	834	2147	13,4	12,8	7,6	7,2	0,9	0,9	13,2	12,2	1,9	1,9	1,9
BJ's Restaurants	652	699	15,4	14,1	6,0	5,6	0,6	0,6	15,5	14,6		0,8	2,0
Ibersol	417	599	22,8	16,9	5,1	4,7	1,1	1,1	37,9	23,8	5,8	2,8	1,3
Bloomin' Brands	499	1268	11,2	10,5	4,7	4,5	0,4	0,4	6,5	6,4	9,2	9,6	1,5
Berjaya Food	102	218				51,0	1,9	1,7			80,0	80,0	1,9
Mitchells & Butlers	1665	3167	8,5	8,5	6,0	6,0	1,0	1,0	8,2	8,0			0,5
Young & Co's Brewery	504	890	11,0	11,0	6,9	6,8	1,6	1,6	12,4	12,3	2,9	3,1	60,6
Nordrest	265	253	13,2	11,2	10,2	8,9	1,2	1,0	19,4	15,9	2,6	3,1	13,1
Marston's	336	1767	9,9	9,6	7,7	7,5	1,7	1,7	5,8	5,2			0,4
Darden Restaurants	17922	21134	16,7	15,1	12,3	11,2	2,0	1,9	18,6	16,7	3,2	3,4	9,4
NoHo Partners (Inderes)	176	486	15,2	13,4	5,6	5,1	1,3	1,2	5,4	12,9	6,0	6,5	1,8
Keskiarvo	2115	2939	15,5	12,5	7,0	10,6	1,1	1,1	15,3	12,8	15,1	13,1	9,3
Mediaani	499	890	13,3	12,0	6,5	6,8	1,1	1,0	13,2	12,3	3,2	3,1	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			15 %	11 %	-13 %	-25 %	19 %	20 %	-59 %	5 %	88 %	108 %	-7 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	372	93,5	107	107	120	427	77,2	87,6	91,4	106	362	395	422	448
Suomen liiketoiminta	293	65,7	73,6	74,2	84,8	298	58,0	63,0	67,1	80,4	268	287	300	312
Kansainvälinen liiketoiminta	79,7	27,8	33,4	32,4	35,2	129	19,2	24,6	24,3	25,2	93,3	108	123	136
Käyttökate	89,1	21,5	24,5	24,7	30,6	101	18,1	20,8	21,8	25,9	86,6	95,0	90,4	95,0
Poistot ja arvonalennukset	-53,1	-14,6	-14,8	-14,8	-15,6	-59,8	-12,7	-13,3	-14,1	-14,6	-54,7	-58,8	-51,4	-53,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	36,0	6,9	9,7	9,9	15,0	41,6	5,4	7,5	7,7	11,3	31,9	36,2	39,0	41,9
Liikevoitto	36,0	6,9	9,7	9,9	15,0	41,6	5,4	7,5	7,7	11,3	31,9	36,2	39,0	41,9
Suomen liiketoiminta	30,7	4,5	6,7	7,6	11,6	30,4	4,1	5,3	7,1	10,0	26,5	28,5	29,8	31,0
Kansainvälinen liiketoiminta	5,3	2,4	3,0	2,4	3,4	11,1	1,2	2,2	0,7	1,3	5,4	7,6	9,2	10,9
Nettorahoituskulut	-23,0	-6,5	-5,4	-5,5	-6,2	-23,6	-4,4	-5,0	-4,6	-4,6	-18,6	-17,9	-16,5	-15,9
Tulos ennen veroja	13,0	0,4	4,3	4,4	8,8	18,0	1,0	2,8	3,3	7,0	14,2	20,0	25,2	28,9
Verot	-2,6	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8	-3,0	-0,3	-0,3	-0,8	-1,3	-2,7	-4,2	-4,5	-5,2
Vähemmistöosuudet	-2,5	-0,5	-1,2	-0,6	-1,4	-3,7	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	-2,7	-2,1	-2,5	-2,8
Nettotulos	7,9	-0,5	2,3	2,9	6,6	11,3	-0,3	25,3	2,1	5,2	32,3	13,7	18,2	20,9
EPS (oikaistu)	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,32	0,54	-0,01	1,20	0,10	0,25	1,53	0,65	0,85	0,98
EPS (raportoitu)	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,32	0,54	-0,01	1,20	0,10	0,25	1,53	0,65	0,85	0,98

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	23,2 %	14,7 %	11,0 %	12,0 %	14,7 %	-17,4 %	-18,1 %	-14,3 %	-12,0 %	-15,3 %	9,2 %	6,9 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,5 %	16,9 %	-9,8 %	13,7 %	42,2 %	15,5 %	-22,0 %	-22,9 %	-22,1 %	-24,8 %	-23,2 %	13 %	7,7 %	7,5 %
Käyttökate-%	23,9 %	23,0 %	22,9 %	23,2 %	25,5 %	23,7 %	23,4 %	23,7 %	23,9 %	24,5 %	23,9 %	24,0 %	21,4 %	21,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,7 %	7,4 %	9,1 %	9,3 %	12,5 %	9,7 %	7,0 %	8,5 %	8,5 %	10,7 %	8,8 %	9,2 %	9,2 %	9,3 %
Nettotulos-%	2,1 %	-0,6 %	2,1 %	2,8 %	5,5 %	2,6 %	-0,4 %	28,9 %	2,3 %	5,0 %	8,9 %	3,5 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	517	524	508	513	520
Liikearvo	181	193	160	160	160
Aineettomat hyödykkeet	46,3	48,2	44,5	40,6	37,6
Käyttöomaisuus	265	264	237	246	256
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,1	45,8	45,8	45,8
Muut sijoitukset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	10,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Laskennalliset verosaamiset	14,1	16,3	17,8	18,3	18,8
Vaihtuvat vastaavat	59,1	58,6	45,4	49,5	52,9
Vaihto-omaisuus	7,7	11,9	10,1	11,1	11,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Myyntisaamiset	39,5	31,0	25,3	27,7	29,6
Likvidit varat	11,3	14,8	9,0	9,9	10,6
Taseen loppusumma	576	583	553	562	573

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	107	103	112	115	122
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	6,8	8,4	27,1	30,3	37,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	71,1	71,7	71,7	71,7	71,7
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	28,7	22,5	13,3	13,3	13,3
Pitkäaikaiset velat	304	318	281	280	278
Laskennalliset verovelat	10,9	12,6	12,0	12,5	13,0
Varaukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	279	293	259	257	255
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,1	12,7	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset velat	165	162	159	167	173
Korolliset velat	81,0	63,8	64,8	64,3	63,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	82,0	94,0	90,4	98,8	106
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Taseen loppusumma	577	583	553	562	573

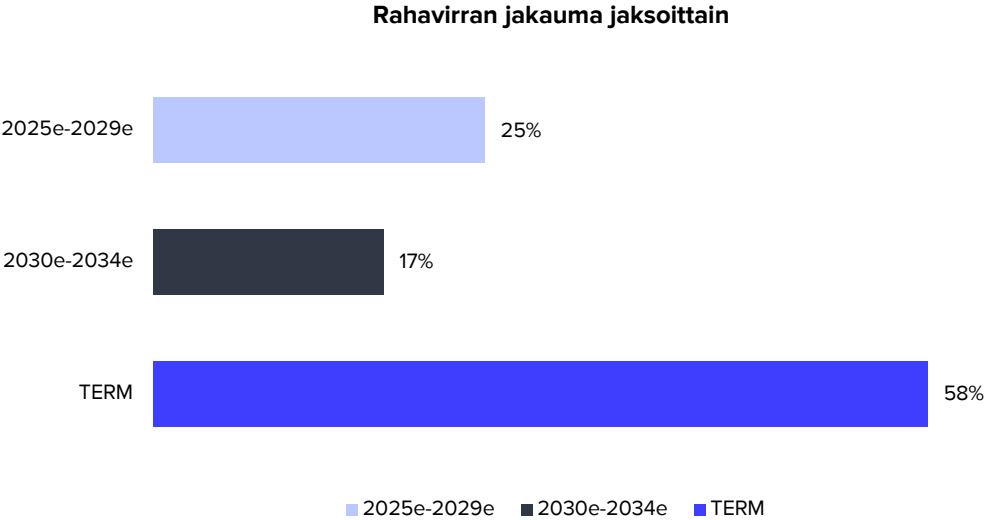
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	14,7 %	-15,3 %	9,2 %	6,9 %	6,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	8,8 %	9,2 %	9,2 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	41,6	31,9	36,2	39,0	41,9	41,6	42,8	41,7	42,9	44,2	44,9	
+ Kokonaispoistot	59,8	54,7	58,8	51,4	53,1	54,9	56,4	58,0	59,6	61,3	63,1	
- Maksetut verot	-3,5	-4,8	-4,2	-4,5	-4,7	-5,3	-5,4	-5,1	-5,3	-5,5	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-4,0	-3,8	-4,1	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-4,2	
+ 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	17,8	3,8	5,1	4,2	4,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	1,2	
Operatiivinen kassavirta	112	74,1	91,7	86,8	91,1	90,2	92,8	93,4	96,2	99,0	100	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,3	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-64,4	9,2	-63,7	-58,3	-60,7	-61,1	-63,1	-65,2	-67,3	-69,5	-71,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	46,0	80,6	28,0	28,4	30,4	29,1	29,6	28,2	28,8	29,4	28,4	
+/- Muut	0,0	-46,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	46,0	34,1	28,0	28,4	30,4	29,1	29,6	28,2	28,8	29,4	28,4	555
Diskontattu vapaa kassavirta		33,7	26,0	24,7	24,8	22,2	21,2	18,9	18,1	17,3	15,7	307
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		530	496	470	445	420	398	377	358	340	323	307
Velaton arvo DCF		530										
- Korolliset velat		-357										
+ Rahavarat		14,8										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,7										
Oman pääoman arvo DCF		183										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,7										

Pääoman kustannus (WACC)

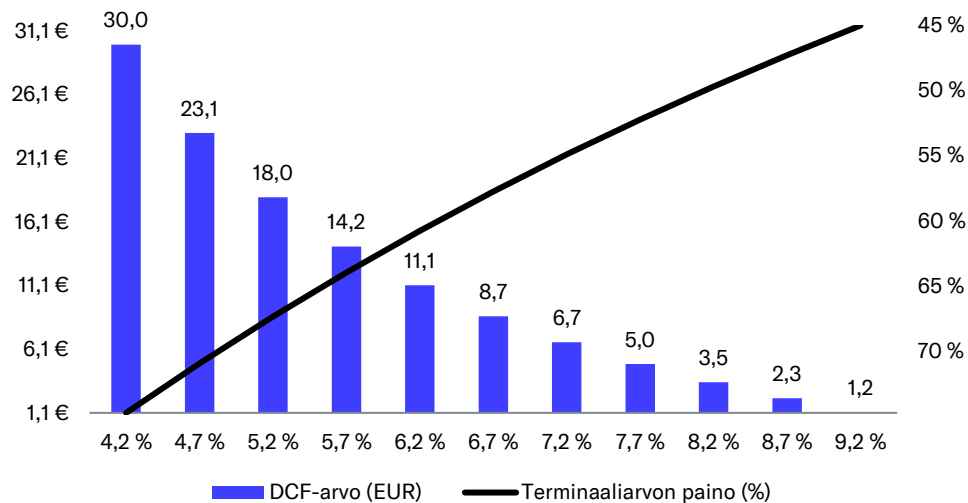
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %

Lähde: Inderes

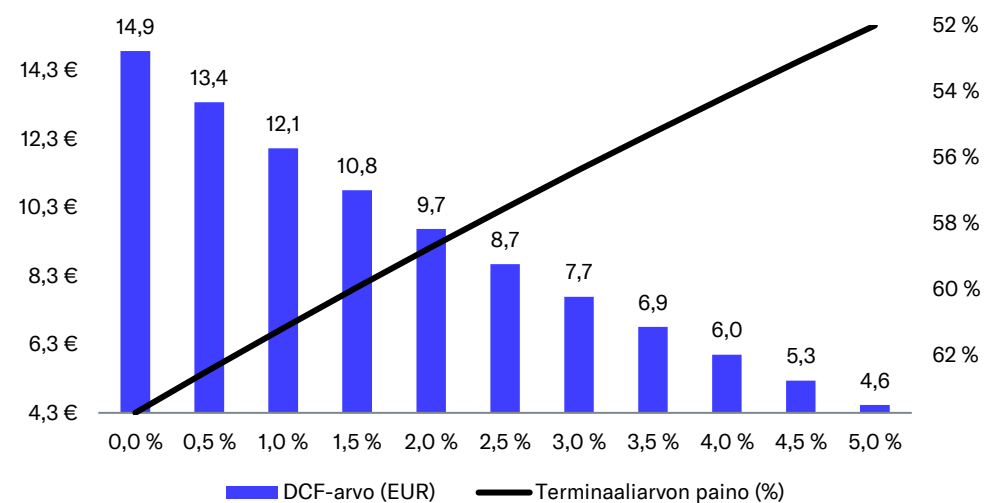


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

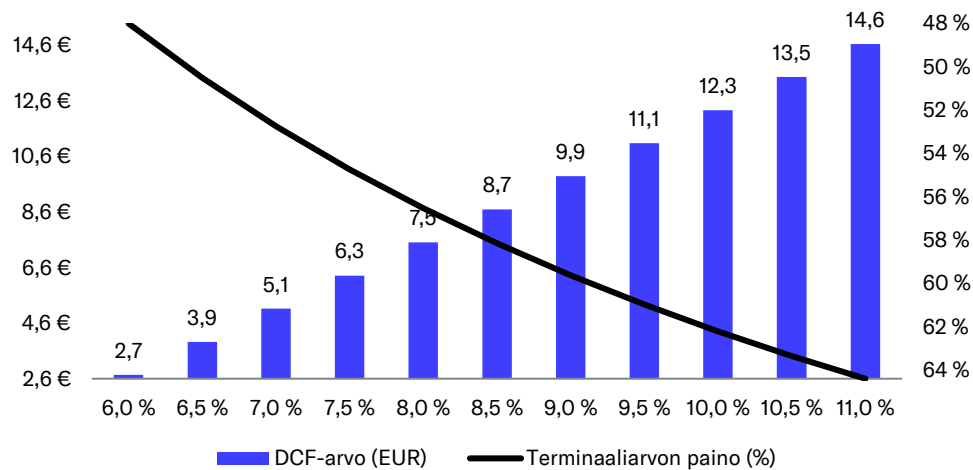
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



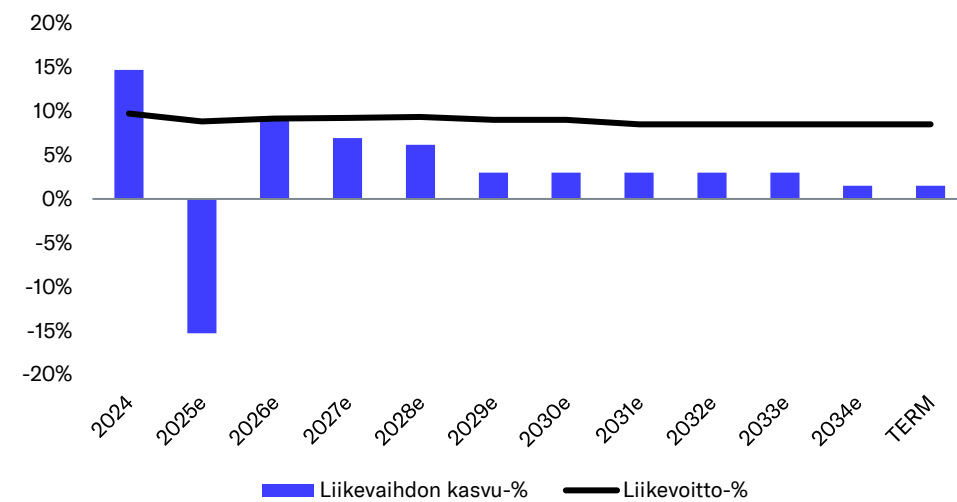
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	312,8	372,3	427,1	361,8	395,0
Käyttökate	79,5	89,1	101,4	86,6	95,0
Liikevoitto	31,7	36,0	41,6	31,9	36,2
Voitto ennen veroja	9,2	13,0	18,0	14,2	20,0
Nettovoitto	1,5	7,9	11,3	32,3	13,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	453,3	576,5	582,9	553,0	562,5
Oma pääoma	82,0	106,8	102,8	112,3	115,5
Liikearvo	141,0	181,3	193,4	160,0	160,0
Nettovelat	290,6	349,2	341,8	315,1	311,8

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	79,5	89,1	101,4	86,6	95,0
Nettokäyttöpääoman muutos	1,8	4,5	17,8	3,8	5,1
Operatiivinen kassavirta	73,3	86,9	111,7	74,1	91,7
Investoinnit	-64,4	-149,4	-64,4	9,2	-63,7
Vapaa kassavirta	21,3	-54,5	46,0	34,1	28,0

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	5,6	6,0	5,3	5,6	5,1
EV/EBIT (oik.)	14,0	14,9	12,9	15,2	13,4
P/E (oik.)	>100	20,1	14,8	5,4	12,9
P/B	2,2	2,0	2,1	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	5,8 %	6,0 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,07	0,38	0,54	1,53	0,65
EPS (oikaistu)	0,07	0,38	0,54	1,53	0,65
Operat. Kassavirta / osake	3,54	4,14	5,32	3,51	4,32
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,03	-2,60	2,19	1,61	1,32
Omapääoma / osake	3,61	3,72	3,82	4,69	4,82
Osinko / osake	0,40	0,43	0,46	0,50	0,54

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	68 %	19 %	15 %	-15 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	72 %	12 %	14 %	-15 %	10 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-3622 %	13 %	16 %	-23 %	13 %
EPS oik. kasvu-%	-113 %	418 %	43 %	186 %	-58 %
Käyttökate-%	25,4 %	23,9 %	23,7 %	23,9 %	24,0 %
Oik. Liikevoitto-%	10,1 %	9,7 %	9,7 %	8,8 %	9,2 %
Liikevoitto-%	10,1 %	9,7 %	9,7 %	8,8 %	9,2 %
ROE-%	2,2 %	10,3 %	14,2 %	36,1 %	13,7 %
ROI-%	8,6 %	9,3 %	9,0 %	7,4 %	8,7 %
Omavaraisuusaste	18,1 %	18,5 %	17,6 %	20,3 %	20,5 %
Nettovelkaantumisaste	354,4 %	326,9 %	332,5 %	280,6 %	270,1 %

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 sijoituspäätöstensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 latineilla 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 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 latineen analytikon palkistamista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.4.2020	Vähennä	5,20 €	5,18 €
28.5.2020	Vähennä	6,00 €	5,70 €
10.6.2020	Vähennä	6,50 €	6,26 €
7.7.2020	Vähennä	7,00 €	6,84 €
12.8.2020	Vähennä	6,50 €	6,12 €
5.10.2020	Lisää	6,00 €	4,85 €
11.11.2020	Lisää	7,50 €	6,86 €
12.1.2021	Vähennä	7,50 €	7,70 €
19.2.2021	Vähennä	7,50 €	7,10 €
9.4.2021	Vähennä	8,50 €	8,94 €
12.5.2021	Vähennä	8,50 €	8,27 €
14.6.2021	Lisää	10,00 €	9,05 €
11.8.2021	Lisää	10,00 €	8,57 €
18.8.2021	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 €
18.2.2022	Vähennä	9,00 €	8,46 €
19.4.2022	Lisää	9,00 €	7,90 €
11.5.2022	Lisää	9,00 €	7,82 €
23.6.2022	Lisää	9,00 €	8,00 €
10.8.2022	Osta	10,00 €	8,30 €
9.11.2022	Osta	9,50 €	7,34 €
17.2.2023	Osta	9,50 €	8,29 €
10.5.2023	Osta	10,00 €	8,32 €
9.8.2023	Lisää	10,00 €	9,14 €
7.11.2023	Osta	9,50 €	7,54 €
16.2.2024	Osta	10,00 €	8,20 €
2.4.2024	Osta	10,00 €	7,94 €
8.5.2024	Osta	10,00 €	8,24 €
7.8.2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
30.10.2024	Osta	9,00 €	7,14 €
6.11.2024	Osta	9,00 €	7,38 €
13.2.2025	Osta	9,00 €	8,80 €
7.5.2025	Lisää	10,50 €	9,45 €
5.8.2025	Lisää	10,00 €	8,98 €
15.9.2025	Lisää	10,00 €	9,02 €
5.11.2025	Lisää	9,00 €	8,34 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**