

NOHO PARTNERS

12.09.2025 21.00 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Arvonluonnin reseptinä tulokasvu

NoHo on pärjännyt hyvin Pohjoismaiden haastavassa toimintaympäristössä ja on todistanut kannattavuutensa kestävyys. Jatkossa liiketoiminnan arvonluonti jakautuu kotimaan yritysostovetoiseen kasvuun sekä kansainväliseen sijoitustoimintaan. Osakkeen tuotto-riskisuhde on edelleen houkutteleva, ja pitkällä aikavälillä rakennejärjestelyt tarjoavat kiinnostavan arvonluontioption. Toistamme 10,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen.

Kansainvälinen ravintolamarkkinan edelläkävijä

NoHo Partners (NoHo) on suomalainen Pohjoismaissa toimiva ravintolayhtiö. Kypsästä ravintolamarkkinasta huolimatta NoHo on onnistunut kasvamaan ~20 %:n vuosivauhtia viimeisen kymmenen vuoden aikana yritysostojen sekä uusperustannan turvin. NoHon liiketoimintamalli nojaa yksittäisten, toisistaan riippumattomien ravintolakonseptien omistamiseen ja usein ravintoloiden ruohonjuuritason operoinnista ja konseptoinnista vastaa vähemmistöomistajana oleva ravintoloitsija. NoHo sen sijaan tuo suuren kokonsa avulla ostotoimintojen mittakaavaedut sekä osaamisen operatiivisesta tehokkuudesta (mm. henkilöstökuluissa). Tämän myötä konserni on saavuttanut toimialalle poikkeuksellisen korkean 10 %:n marginaalitason.

Kansainvälinen liiketoiminta muuntuu kohti sijoitustoimintaa

Strategiauudistuksen myötä Kansainvälinen liiketoiminta tulee muuntumaan kohti sijoitustoimintaa, jossa yhtiö saattaa yhdistää voimiansa joko teollisten kumppaneiden tai pääomasijoittajien kanssa saavuttaakseen lisää skaalaetuja liiketoimintojen kasvattamiseen. Keskeistä tässä laajentumisessa onkin löytää oikeat kumppanit. Kotimaan liiketoimintalogiikka tulee säilymään ennallaan, mitä pidämme perusteltuna vahvojen historiallisten näyttöjen myötä. Lisäksi tunnistamme merkittävää potentiaalia NoHon ja Interan yhteisyritys BBS:ssä, josta NoHo tulee todennäköisesti irtaantumaan muutaman vuoden jänteellä.

Lopulta osakekurssikehityksen määrittää osakekohtaisen tuloksen kasvu sekä keskimääräinen pääoman tuotto. Näistä jälkimmäisestä tulee etenkin pitkää tähtäintä peilaten erityisen tärkeä mittari, sillä kansainvälisen liiketoiminnan tuotto saattaa jatkossa perustua ajoittaisiin irtautumisiin sekä rakennejärjestelyihin.

Emme ole tehneet ennusteisiimme oleellisia muutoksia. Odotamme NoHon jatkavan vakaata orgaanista kasvua lähivuodet ja kannattavuus paranee hieman markkinan elpymisen myötä. Huomautamme, että ennustemme eivät pidä sisällään yrityskauppoja, mitä yhtiö tulee tekemään varmuudella. Sijoittajan kannalta keskeinen asia seurata on osakekohtaisen tuloksen kehitys. Vaikka liikevoitto kasvaakin ennusteissamme noin 10 % per vuosi, kasvaa oikaistu EPS merkittävästi tätä nopeammin mm. rahoituskulujen laskun myötä. Tämä on osakkeen keskeinen ajuri ja ilman EPS kasvua osakkeessa on vaikea nähdä nousuvaraa. Osinko pysyy tasaisella kasvu-uralla ja siihen liittyvä riski on pieni.

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

NoHon arvostuskuva on kaksijakoinen. 2025 tuloksen perusteella osakkeen arvostus on korkeintaan neutraali (P/E 16x), mikä korostaa tulokasvun realisoitumisen tarvetta osakkeen positiiviselle kehitykselle. Ennustamme tulokasvun kautta osakkeen arvostus laskeekin edulliselle tasolle, 2026 P/E-kertoimen ollessa noin ~11x. Tulokasvun lisäksi osakkeen tuotto-odotusta tukee ennustamamme 5-6 %:n turvallinen osinkotuotto. Osake on näkemyksemme mukaan tuotto-riskisuhteeltaan houkutteleva, tarjoten riittävän nousupotentiaalin väliaikaisten markkinahaasteiden vastapainoksi. Muistutamme myös, että kansainvälisen toiminnan rakennejärjestelyt (etenkin BBS:n irtaantuminen) voivat toimia merkittävänä positiivisena ajurina osakkeelle.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

9,08 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	427	377	415	438
kasvu-%	15 %	-12 %	10 %	5 %
EBIT oik.	41,6	33,7	38,9	40,9
EBIT-% oik.	9,7 %	8,9 %	9,4 %	9,4 %
Nettotulos	11,3	34,2	17,9	20,1
EPS (raportoitu)	0,54	1,63	0,85	0,95
P/E	14,8	5,6	10,7	9,6
P/B	2,1	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,5 %	5,9 %	6,3 %
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2	1,1

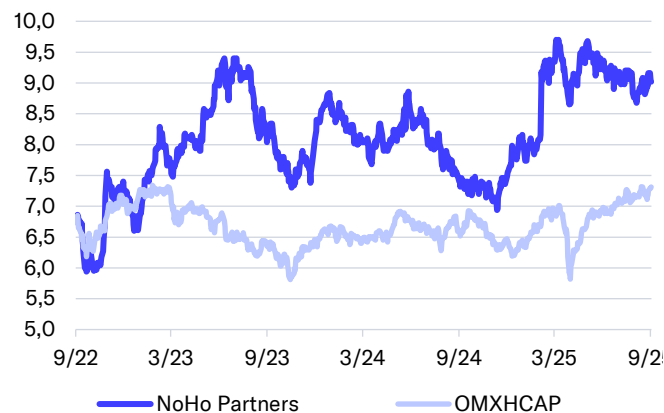
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

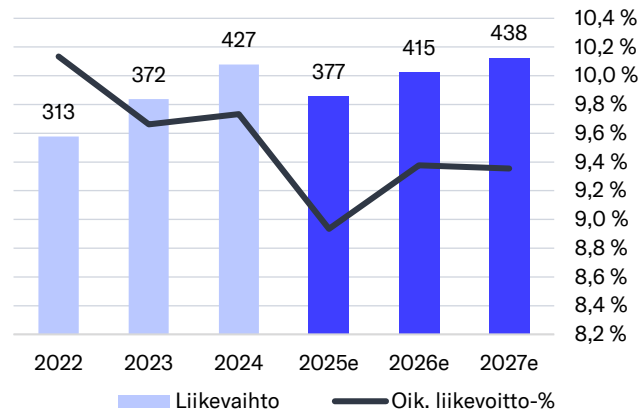
NoHo Partners arvioi, että tilikaudella 2025 Suomen liiketoiminnan kannattavuus pysyy nykyisellä hyvällä tasolla (2024 EBIT-% : 10,2 %) ja konsernin osakekohtainen tulos (2024 EPS: 0,54 euroa) kasvaa.

Osakekurssi



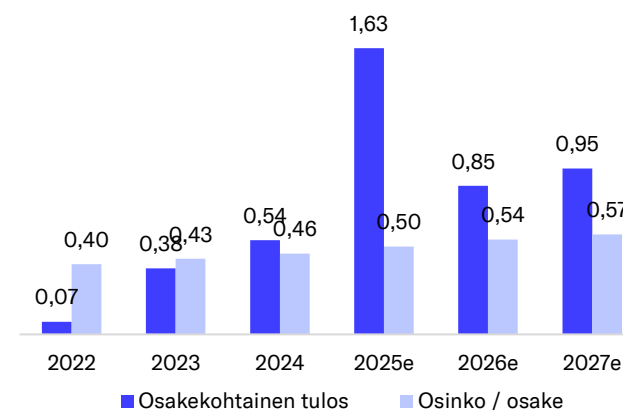
Lähde: Millistream Market Data AB

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

Riskitekijät

- Taseen merkittävä liikearvo
- Yritystoissa epäonnistuminen
- BBS:n laajentumisen epäonnistuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,08	9,08	9,08
Markkina-arvo	192	193	193
Yritysarvo (EV)	498	487	480
P/E (oik.)	5,6	10,7	9,6
P/E	5,6	10,7	9,6
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,9	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	14,8	12,5	11,7
Osinko/tulos (%)	30,7 %	63,9 %	60,3 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Historiallinen kehitys	s. 12-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-17
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 18-19
Ravintolamarkkina	s. 20-21
Taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet	s. 24-28
Arvonmääritys	s. 29-36
Yhteenvedotaulukko	s. 37
Vastuuvapauslauseke	s. 38

NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on vuonna 1996 perustettu suomalainen ravintola-alan kasvuyhtiö, joka operoi lähes 300 ravintolaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa.

1996

Perustamisvuosi

2013

Listautuminen

347 MEUR (~15 % v/v)

Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto 2024

34 MEUR (9,8 % liikevaihdosta)

Jatkuvien liiketoimintojen liikevoitto 2024

~19 % (CAGR-% 2013-2024)

Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon kasvu

~290

Ravintoloiden lukumäärä Q3'25e

Listautuminen ja voimakasta kasvua (2013–2014)

Restamax listautuu pörssiin 2013

Kasvua kotimaassa sekä uusperustannalla että yritysostoin

Rengasravintolat-yritysosto ja laajentuminen henkilöstövuokraukseen

NoHo syntyy ja kansainvälistyy (2018–2019)

Royal Ravintolat yritysosto ja yhtiön nimen vaihdos

RR-integraatio ja ravintolasalkun siivous

Laajentuminen Tanskaan ja Norjaan

Smilen fuusiointi VMP:hen

Yhtiö saavuttaa hyvän kannattavuustason 2019 (6,7 %)

Puolustustaistelu pandemiaa vastaan (2020–2021)

F&B yrityskauppa

Koronapandemian rajoitukset sulkee suuren osan NoHon ravintoloista 2020

Tiukka kulukuri, valtiontuot ja neuvottelut velkojien ja vuokranantajien kanssa mahdollistaa toiminnan jatkumisen pandemian yli

Kesällä 2021 uusi strategia ja askelmerkit koronasta kasvu-uralle siirtymiseksi

Nopeaa kasvua ja ennätys-kannattavuus (2022–23)

Koronapato purkautuu ja ravintolapalveluiden kysyntä kasvaa merkittävästi

Vahva kysyntä ja koronassa tehty saneeraus nostavat kannattavuuden korkealle tasolle

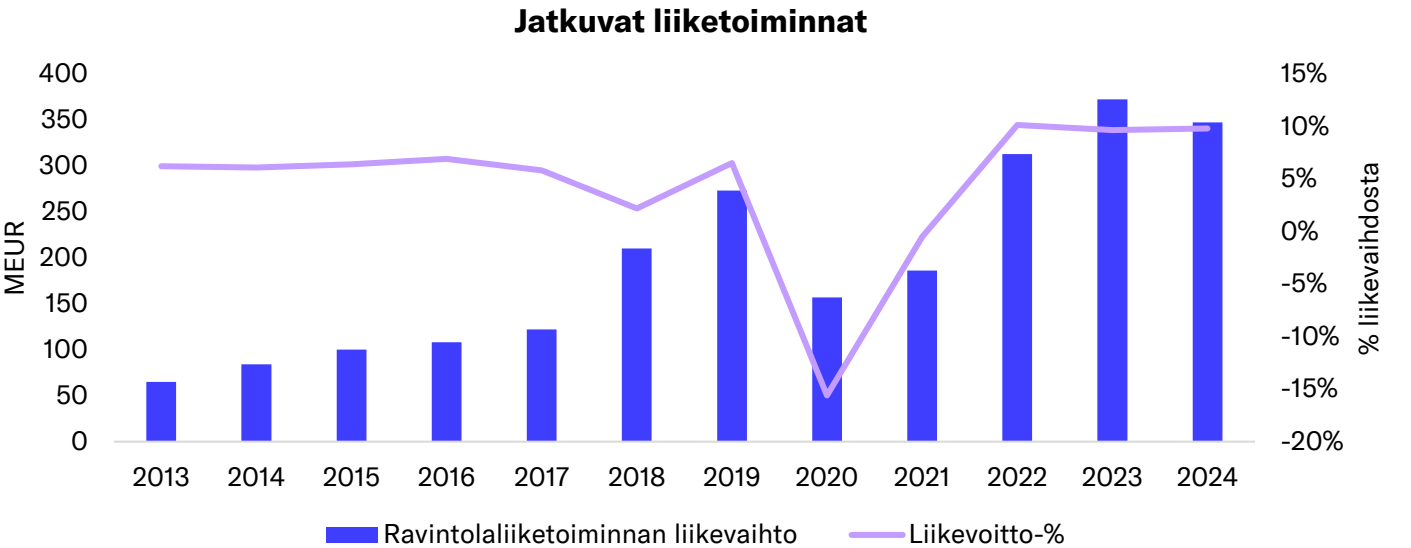
BBS-järjestely ja laajentuminen Sveitsin hampurilaismarkkinaaan sekä useita pieniä yrityskauppoja

Uusi strategia ja fokus arvонуontiin (2024–)

Uudistettu strategia: fokus tuloskasvussa ja omistaja-arvon luonnissa mm. sijoitustoiminnan avulla.

BBS:stä osakkuusyhtiö 2025 alussa

Kohdemarkkinan kehitys vaisua Suomessa ja Norjassa 2024-2025



BBS konsolidoitu yhtiön numeroihin 2023 asti ja osuus 2023 liikevaihdosta 72 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

NoHo Partners lyhyesti

NoHo Partners on vuonna 2013 pörssiin listautunut ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa ja Norjassa sekä yhteisyrityksen kautta myös Sveitsissä. Yhtiö operoi tällä hetkellä lähes 300 ravintolaa. NoHon tunnettuja ravintolakonsepteja ovat mm. Elite, Savoy, Teatteri, Palace, Löyly, Camping ja Hook sekä tapahtumapuolella Messukeskus ja Nokia-areena. Osakkuusyhtiö BBS:n kautta NoHo omistaa Friends & Brgrs sekä Holy Cow! Ketjut.

Yhtiön hallituksen puheenjohtaja Timo Laine on NoHon suurin omistaja ja myös toimitusjohtaja Jarno Suomisella on merkittävä omistus yhtiössä. Myös muilla johtoryhmäläisillä ja hallituksen jäsenillä on merkittävää omistusta yhtiössä, mikä on luonnollisesti hyvä asia osakkeenomistajien kannalta.

Nykymuotoinen yhtiö on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyiden kautta

NoHon (aik. Restamax) historia ulottuu vuoteen 1996, jolloin yhtiön nykyiset pääomistajat Timo Laine (Laine Capital Oy) ja Mikko Aartio (Pimu Capital Oy) perustivat Restamaxin edeltäjän Mr Max Oy:n. Alkuvaiheessa toiminnan pääpaino oli pubeissa ja viihderavintoloissa. Vuonna 2005 yhtiön toimintaa laajennettiin ruokaravintoloihin ja vuonna 2008 tehdyllä yritysjärjestelyllä toimintaa kasvatettiin entistä vahvemmin viihde- ja seurusteluravintoloihin.

Yhtiön omistuksessa tapahtui muutoksia vuosien 2010-2011 aikana, kun omistuspohjaa laajennettiin 2010 suunnatulla osakeannilla ja 2011 suurimpien omistajien joukkoon tuli pääomasijoittaja Tamares. Restamax listautui Helsingin pörssiin 2013 ja seuraavana vuonna yhtiö teki siihenastisen historiansa merkittävimmän yrityskaupan ostamalla Rengas Ravintolat -konsernin. Vuonna 2014 yhtiö laajensi liiketoimintaansa myös henkilöstövuokraukseen.

Restamax jatkoi 2014 jälkeen yritysostovetoista kasvua ja toteutti 2015-2022 aikavälillä merkittävän määrän erikokoisia yritysjärjestelyitä. Vuoden 2018 järjestelyistä merkittävimmät koskivat Tanskaan laajentumista sekä Royal Ravintolat-yritysostoa. Royal Ravintolat-kaupan myötä Restamaxin nimi vaihtui nykyiseksi NoHo Partnersiksi. Vuonna 2019 yhtiö keskittyi Royal Ravintoloiden integraatioon, toteutti merkittävän ravintolasalkun siivouksen ja sai liiketoiminnan hyvään tulokuntoon. Yhtiö myös jatkoi vuonna 2019 kansainvälistymistään Norjaan suunnatulla yrityskaupalla ja fokusoitui puhtaasti ravintolaliiketoimintaan fuusioimalla Smilen pörssiyhtiö VMP:hen. Korona-ajan jälkeen yhtiö on sopinut uusia merkittäviä sopimuksia (mm. Messukeskus ja Kulttuurikasarmi) ja jatkanut kansainvälistä laajentumistaan Sveitsiin Better Burger Society-järjestelyllä (BBS).

Koronakriisi teki kasvutarinaan ison kuopan, mutta mahdollisti marginaaliparannuksen

Vuonna 2020 NoHo joutui merkittäviin haasteisiin, kun globaliksi pandemiaksi levinnyt koronavirus vei yhtiöltä edellytykset normaalin liiketoiminnan harjoittamiselle. Merkittävät tappiot yhdessä valmiiksi jo varsin korkean velkaantuneisuuden kanssa aiheuttivat haasteita yhtiön taseasemalle, mutta yhtiö kykeni puolustamaan likviditeettiään mm. määrätietoisten sopeutustoimien ja rahoitusjärjestelyiden avulla. Kokonaisuutena NoHo selvisikin koronakriisistä olosuhteet huomioiden hämmästyttävän pienin vaurioin. Ehkäpä tärkeimpänä lopputulemana yhtiön kannattavuus teki merkittävän tasoloikan koronakriisin aikana toteutetun bruttaalin saneerauksen ansiosta. Tämä on näkynyt ennätyskorkeana (EBIT-% ~10 %) kannattavuutena kahtena peräkkäisenä vuotena.

NoHo

NORDIC HOSPITALITY PARTNERS

- Vuonna 1996 perustettu ravintolayhtiö, joka harjoittaa ravintolaliiketoimintaa Suomessa, Tanskassa, Norjassa ja Sveitsissä.
- Ravintolaportfoliossa noin 290 ravintolaa
- NoHo profiloituu kasvuhtiöksi ja yritysjärjestelyt ovat näytelleet historiassa keskeistä roolia.
- NoHon perustajilla ja johdolla merkittävä omistus yhtiössä.

Suurimmat osakkeenomistajat

Omistaja	% Osakkeista	% Äänistä
Laine Capital Oy (Timo Laine)	25,0 %	25,0 %
Mika Niemi	10,6 %	10,6 %
Veikko Laine Oy	10,1 %	10,1 %
Evli Suomi Pienyhtiöt	4,3 %	4,3 %
Evli Suomi Select	2,7 %	2,7 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,2 %	2,2 %
Danske Invest Finland Aktie	2,1 %	2,1 %
Pimu Capital Oy	1,4 %	1,4 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	1,3 %	1,3 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	1,3 %	1,3 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Liiketoimintamallin keskiössä konseptipohjainen lähestymistapa

NoHon liiketoimintamallin keskiössä on konseptipohjainen lähestymistapa, jolla se pyrkii välttämään ketjumaista toimintamallia. NoHolla on yli 100 ravintolakonseptia, joista noin 20 on monistettavia. Monistettavista konsepteista esimerkkejä ovat muun muassa Jungle Juice Bar, Hanko Aasia, Camping ja Hook sekä osakkuusyhtiön kautta Friends&Brgs sekä Holy Cow!. Paikallisiksi, ei-monistettaviksi konsepteiksi lukeutuvat esimerkiksi Savoy ja Löyly.

Konseptipohjaisen mallin suurin etu on se, että yhtiöllä on mahdollisuus olla osana koko elämysketjua, mikä mahdollistaa suuremman markkinaosuuden saavuttamisen tietyllä markkina-alueella sekä tuo defensiivisyyttä syklisen erisuuntaisten kehitysten keskelle. NoHolla on esimerkiksi, Helsingissä ja Tampereella fast food -ravintoloita, illallisaikkoja, illanviettopaikkoja sekä yökerhoja. Yhtiö voi

myös kasvattaa markkinaosuuttaan tarjoamalla useita kilpailevia konsepteja eri kategorioihin. Konseptit operoivat omilla brändeillään, joten kuluttaja ei itseasiassa tiedosta käyvänsä saman omistajan ravintoloissa.

Konseptimalli mahdollistaa yhtiölle nopean reagoitakyvyn. NoHo voi tarvittaessa vastata muuttuviin kuluttajapreferensseihin nopeasti ja tuoda uuden sen hetkistä kysyntää vastaavan ravintolakonseptin tietyille markkina-alueelle. Uusi ravintolakonsepti voidaan ajaa tarvittaessa lyhyessä ajassa alas, mikäli se osoittautuu kannattamattomaksi.

Konsepteihin nojaavan liiketoimintamallin yhtenä heikkoutena on tiettyjen skaalaetujen puute. Konseptipohjainen malli ei esimerkiksi mahdollista valtakunnallista markkinointia, sillä jokaista konseptia täytyy mainostaa erikseen. Mallilla on neutraali vaikutus esimerkiksi panimo- ja tukkusopimuksiin, sillä yhtiö saa käytännössä niistä samat hyödyt sekä konsepti- että

ketjupohjaisella lähestymistavalla. Arviomme mukaan valtaosa kaikkien ravintoloiden hankinnasta menee saman hankintaputken läpi. Henkilöstöresurssien tehokkuus riippuu ennemminkin paikallisesta kokoluokasta, eikä niinkään konseptien lukumäärästä.

Konseptimallissa ravintoloiden johtaminen on haasteellisempaa kuin perinteisessä ketjumallissa. Yhtiön ravintolakonseptien johtamisen perustuu niin sanottuun partnerimalliin. Partnerimallissa ravintoloiden kehittämisestä vastaavat vahvan paikallistuntemuksen ja kokemuksen omaavat partnerit eli ravintolayrittäjät. Mallissa ravintolayrittäjät ovat tulostavuuksissa ja konserni osallistuu ravintolakonseptien kehittämiseen, mikäli asetettuja tavoitteita ei saavuteta. Partneri- eli yhtiökumppanimallissa NoHo huolehtii puolestaan tarvittavista tukitoiminnoista sekä tyypillisesti nostaa ravintolan tulospotentiaalia merkittävästi optimoimalla esimerkiksi käytettyjä henkilöstötunteja.

Ketju- ja konseptimallien erot

	Ketjumalli	Konseptimalli
Skaalaedut sisäänostoissa	Merkittävät	Riippuu emoyhtiön koosta
Markkinointi	Voidaan toteuttaa valtakunnallisesti suuremmin resurssein	Paikallisesti rajallisin resurssein
Reagoit nopeus	Isot muutokset tapahtuvat hitaasti	Yksittäiseen ravintolaan voidaan tehdä nopeitakin muutoksia
Maineriski	Koko ketju altis maineriskille	Riski koskee aina yksittäistä konseptia
Kulut	Kulurakenne lähtökohtaisesti matalampi	Yksittäinen ravintola suhteellisesti kalliimpi kuin ketju
Markkinaosuuspotentiaali	Rajallinen	Mahdollistaa korkeankin markkinaosuuden
Kannattavuuspoteentiaali	Onnistuessaan ketjutoiminta konseptia kannattavampi	Mahdollisuus hyvään kannattavuuteen skaalan avulla
Riskiprofiili	Kohtuullinen	Ketjutoimintaa matalampi

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Viisi liiketoiminta-aluetta

NoHon ravintolaliiketoiminta on organisoitu viiteen liiketoiminta-alueeseen: 1) Ruokaravintolat, 2) Viihderavintolat, 3) Tapahtumaravintolat, 4) Tanska ja 5) Norja. Näiden lisäksi NoHo omistaa noin puolet merkittävän kokoisesta Better Burger Society (BBS) -yhteisyrityksestä, joka raportoidaan osakkuusyhtiönä hiljattaisen päätäntävaltamuutoksen johdosta. Tätä kautta BBS ei vaikuta enää konsernin operatiivisiin lukuihin, vaan näkyy osakkuusyhtiöiden tuloksena.

Ruokaravintolat on NoHon suurin liiketoiminta-alue liikevaihdolla mitattuna. Sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 40 % vuonna 2024. NoHolla on eri puolilla Suomea noin 100 ruokaravintolaa. Ruokaravintoloiden tarjonta on laaja ja se sisältää sekä korkean hintapisteen fine dining-ravintolat että alemman hintapisteen perheravintolat. Raportointimuutoksen myötä myös tietyt Fast food –ravintolat (esim. Hook ja Hanko Aasia) raportoidaan jatkossa Ruokaravintoloissa.

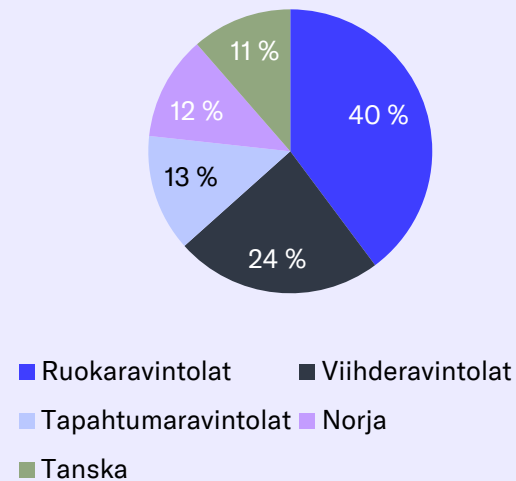
NoHon brändejä ruokaravintoloissa ovat muun muassa Savoy, Palace, Stefan's Steakhouse, Stringberg ja Elite. Ruokaravintolat ovat tyypillisesti avoinna suuren osan viikosta ja myös päivän sisällä ne ovat auki yleensä lounaasta myöhäisiltaan. Näin ollen ruokaravintoloiden käyttöasteet ovat tyypillisesti melko korkeita. Ruokaravintolat sitovat suhteessa enemmän henkilöstöresursseja ja niiden materiaalikate on yökerhoja ja viihderavintoloita alhaisempi. Täten niiden

liikevoittomarginaalit ovat tyypillisesti yökerho- ja viihderavintolaliiketoimintaa heikompia. Alhaisemman kannattavuustason vastapainona ruokaravintoloiden riskiprofiili on selvästi yökerholiiketoimintaa alhaisempi. Ruokaravintolaliiketoiminnassa markkina-alueen voitot jakautuvat tavallisesti tasaisemmin useiden toimijoiden kesken.

Viihderavintolat on yhtiön toiseksi suurin liiketoiminta-alue (2024: 24 % liikevaihdosta). NoHolla on eri puolilla Suomea yli 60 viihderavintolaa. Viihderavintolat-liiketoiminta-alueen tarjontaan kuuluvat yökerhot, sporttibaarit, pubit, peli- ja biljardisalit ja pakohuoneet. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa Löyly, Teatteri ja Galaxie Center.

Yökerhojen kannattavuus vaihtelee merkittävästi hyvien ja huonojen yökerhojen välillä. Yökerhot ovat tyypillisesti avoinna vain muutamana päivänä viikossa ja niiden myynti keskittyy päivänsisäisesti muutamiin yön tunteihin. Rajallisten aukioloaikojen takia yökerhojen käyttöasteet ovat alhaisia ja tämän myötä liiketoiminta on altis asiakaskysynnän vaihteluille. Yökerholiiketoiminta on parhaimmillaan erittäin kannattavaa korkeasta materiaalikatteesta ja kysynnän kasvun mukana skaalautuvasta kiinteästä kulumassasta johtuen. Yökerhoissa kaupungin muutamat suosituimmat yökerhot ovat lähtökohtaisesti erittäin kannattavia, mutta sen jälkeen kannattavuus heikkenee nopeasti. Kaupungin suosituimpien yökerhojen ulkopuolelle jäävien on vaikea saavuttaa hyvää kannattavuustasoa ilman erikoistumista´.

Liikevaihdon jakauma 2024



NoHon ravintolabrändejä



Osakkuusyhtiö BBS:n kautta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Viihderavintolat (esim. pubit) ovat tyypillisesti avoinna lähes viikon jokaisena päivänä aina aamusta myöhäisiltaan ja tästä syystä niiden käyttöaste on lähtökohtaisesti yökerhoja korkeampi. Asiakkaiden keskiostokset ovat tyypillisesti pieniä, mutta vastapainona viihderavintolat sitovat vain rajallisesti henkilöstöresursseja.

Tapahtumaravintolat koostuvat suurten tapahtumien ympärille nidotuista ravintolapalveluista. Tapahtumaravintoloiden liikevaihto oli vuonna 2024 13 % konsernin liikevaihdosta. NoHon palveluvalikoimaan kuuluu niin kokous-, urheilu-, juhla- kuin festivaalitapahtumien ravintola- ja anniskelupalveluita. Palvelut ovat joko sidottuja tiettyyn toimipisteeseen (esim. Nokia Areena, Messukeskus), johon NoHolla on pitkäaikainen yksinoikeussopimus, tai liikutettavaan catering-tyyppiseen malliin (esim. festivaalit). Tapahtumaravintoloiden käyttöasteet ovat pääsääntöisesti matalat, sillä toimintaa harjoitetaan tapahtumapaikoilla tapahtumien aikaan. Tälle

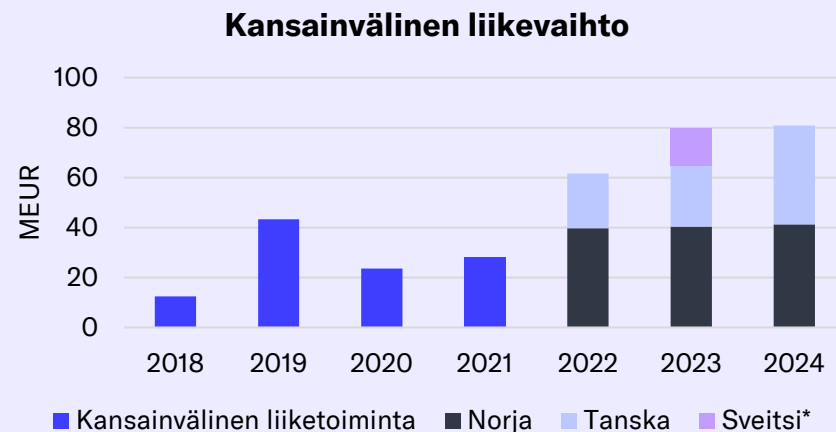
vastapainonsa tuo melko vahva hinnoitteluvoima sekä hyvin tehokkaasti ohjattavissa olevat henkilötyötunnit, jolloin liiketoiminta-alueen kannattavuusprofiili on näkemyksemme mukaan korkea.

Kansainväliset ravintolat käsittävät NoHon ravintolaliiketoiminnan Norjassa ja Tanskassa. Kv-ravintolat toivat viime vuonna 23 % liikevaihdosta, jakautuen suurin piirtein tasan kahden toimintamaan kesken. NoHolla on noin 50 erityyppistä ravintolaa Norjassa ja Tanskassa. Nämä koostuvat ruoka, fast casual- ja viihderavintoloista, pubeista sekä gin- ja craft-olutbaareista. Liiketoiminta-alueen brändejä ovat muun muassa Cock's and Cows ja Campingen. Pakkausmateriaaliyhtiö Triple Trading (noin 14 MEUR liikevaihto) raportoidaan myös osana liiketoiminta- aluetta, joskin sen luvut eivät kosketa ravintolapalveluille tärkeitä materiaalikatteen ja henkilöstötehokkuuden mittareita poikkeavan liiketoimintamallin takia. Myös kansainvälisten ravintoloiden osalta NoHo tekee selvästi

toimialaa korkeampaa kannattavuutta, mutta se sijaitsee toistaiseksi Suomen operaatioiden alapuolella johtuen pienemmistä mittakaavaedusta (etenkin materiaaleissa).

Kulurakenne

Ravintolaliiketoiminnan (pl. Triple Trading) keskeisiä tunnuslukuja ovat materiaalikate-% ja henkilöstökulu-%. Materiaalikate kertoo yhtiön sisään ostaman tavaran myyntikatetason ja siihen vaikuttaa merkittävästi yhtiön skaala, myyntimix ja yleinen suhdannetilanne. Ravintolaliiketoiminnan materiaalikate oli 75 %:n tasolla 2024. Pidemmällä aikavälillä materiaalikatteen kehitys on ollut vakaata ja taso on ollut 2013-24 välillä keskimäärin 74 % (vaihteluväli 72-76 %).



Lähde: NoHo Partners

*Sveitsi muuttunut osakkuusyhtiöksi 2025 ja oikaistu pois 2024 numeroista

**Fast Food ravintolat 2024 alkaen osana Ruokaravintoloita. F&B poistunut Suomen numeroista 2024 alkaen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Henkilöstökulu-% kertoo puolestaan henkilöstön tehokkuudesta, jota NoHo ohjaa liikevaihtoperusteisesti. NoHon henkilöstökulutehokkuus oli vuonna 2024 32 %, mikä on selvästi korona-aikaa (2020-21 37 % k.a.) matalampi luku, mutta hieman 2010-luvun alkupuolta (2013-2019 29 % k.a.) heikompi taso johtuen ravintolamixin muutoksesta. Parantunut kulutehokkuus (ts. kannattavuus) onkin tullut ennen kaikkea muiden kulujen saneerauksesta sekä ravintolaportfolion siivouksesta.

Vähemmistöt

NoHolla oli vuoden 2024 lopussa yli 100 tytäryhtiötä, joista vähemmistöomistajat (usein konseptin perustajaosakas/osakkaat) omistaa osuuden. Vähemmistöomistukset vaihtelevat pienistä muutaman prosentin osuuksista kymmenien prosenttien omistuksiin. Tyypillisesti vähemmistöomistajat omistavat ravintoloista noin 30 %. Merkittäviä vähemmistöosuuksia löytyy mm. Norjan ja Tanskan tytäryhtiöistä.

Vähemmistöt ovat syntyneet pääasiassa yrityskauppojen yhteydessä ja niiden tarkoituksena on sitouttaa vanhat omistajat NoHon liiketoimintaan. Suhtaudumme vähemmistöomistusrakenteeseen lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä se pienentää operatiivisen johtamisen tarvetta NoHon osalta. Ongelmatilanteita voi syntyä, jos ravintolayksikön toiminta ei vastaa odotuksia ja NoHon sekä vähemmistöomistajan välille syntyy merkittäviä erimielisyyksiä. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että vähemmistöille kuuluva tulososuus on merkittävä koko NoHon nettotuloksesta.

Yhteisyritys BBS:n skaalaus vielä kesken

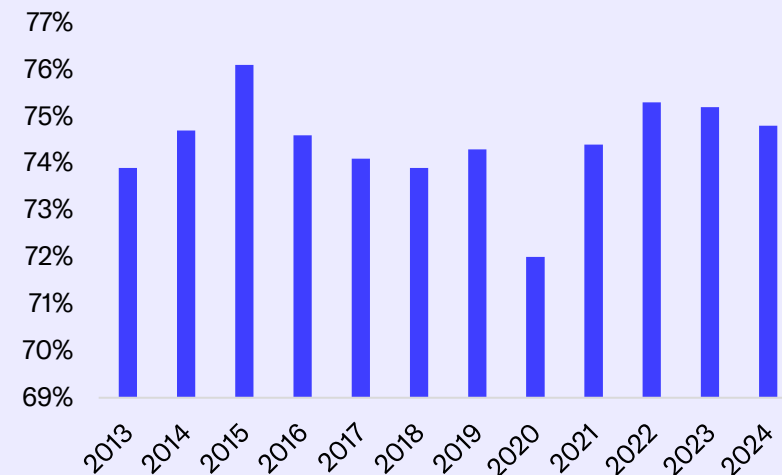
NoHo perusti heinäkuussa 2023 Intera Partnersin kanssa

Better Burger Society -yhtiön (BBS) Euroopan premium-hampurilaismarkkinoille. Euroopassa korostuu paikallisten ravintolakonseptien suosio, mikä saattaa olla syynä sille etteivät kansainväliset premium-konseptit ole saavuttaneet jalansijaa muualla kuin Euroopan suurimmissa kaupungeissa (Lontoo, Pariisi). BBS:n strategiana onkin kasvaa yritysostoin etsimällä suosion todistaneita ja skaalautuvia premium-hampurilaiskonsepteja Euroopasta sekä laajentaa jo omistamiaan konseptejaan.

BBS syntyi monimutkaisella transaktiolla, jossa NoHo sijoitti Friends & Brgrs (F&B) omistuksensa yhteisyritykseen ja sai tästä erittäin hyvän hinnan (EV/EBIT 15x). Samalla Intera Partners pääomitti uutta yhtiötä, jonka avulla hyvin historiassa performoinut HolyCow! (HC) ostettiin mielestämme edulliseen hintaan (2023 EV/EBIT 7x). NoHo omistaa BBS:n osakkeista enemmistön, mutta Intera omaa päätäntävällän lievällä äänenemmistöllä. Tämän johdosta BBS raportoidaan NoHolla osakkuusyhtiönä, jolloin sen vaikutus näkyy vasta liikevoiton jälkeisillä tulosriveillä.

BBS:n kasvattaminen on vielä kesken, ja pääomasijoittajan mukaantulo merkitsee yhtiöstä irtautumista jollain aikavälillä. Järjestelyn mielekkyys tiivistyy NoHon ja kumppanin kykyyn kasvattaa F&B:tä sekä HC:tä orgaanisesti ja löytää uusia skaalautuvia premium hampurilaiskonsepteja Euroopasta. Yhteinen taival on lähtenyt hyvin liikkeelle, kun BBS on kasvoi 2024 reilu 10 % olemassa olevalla verkostollaan, ja teki reilu 9 %:n liikevoittomarginaalia. Pääomakevyyden liiketoimintamallin ja hyvän kannattavuuden myötä BBS:n pääoman tuotto on arviomme mukaan erinomaisella tasolla. Nämä tekijät huomioiden, tunnistamme BBS:ssä merkittävää arvonnluontipotentiaalia, jota olemme hahmotelleet arvonnääritysosiassa sivulla 31.

Materiaalicate



Henkilöstökulu-%



Lähde: NoHo Partners

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

BBS:n kaltaiset järjestelyt kansainvälisessä liiketoiminnassa tulevat lisääntymään jatkossa

NoHo kertoi painottavansa BBS:n kaltaista sijoitustoimintaa Kansainvälisessä liiketoiminnassaan 2025-27 strategiajaksolla. Liiketoimintamallimuutoksen myötä NoHon (eritoten KV-ravintoloiden osalta) konsernirakenne tulee näyttämään muutaman vuoden jänteellä huomattavasti erilaiselta, mikäli asiat etenevät yhtiön suunnitelmien mukaan. Suomen liiketoiminta tulee olemaan kokoluokkaansa suurempi yritysostovetoisen kasvun jatkuessa ja kannattavuuden pysyessä noin 10 %:n tienoilla. Kansainvälisen liiketoiminnan osalta osakkuusyhtiöiden lukumäärä tulee todennäköisesti nousemaan NoHon etsiessä joko teollisia kumppaneita tai pääomasijoittajia rinnalle tukemaan kasvua ja skaalautuvuutta. Onkin mahdollista, että KV-liiketoiminnan raportoitu liikevaihto ja liikevoitto tulevat laskemaan, vaikka liiketoiminta kehittyisikin oikeaan suuntaan. Tästä sijoittajan ei tule huolestua, sillä muutoksen onnistunut läpivienti parantaa kokonaisuuden tulosvaikutusta sekä yhtiön tuloskasvupotentiaalia. Pitkää tähtäintä ajatellen kumppanuusmalli mahdollistaa tien irtaantumisille, jolloin NoHo tulisi todennäköisesti jakamaan ainakin osan irtaantumisista palautuneista pääomista omistajilleen. Olemme avanneet kumppanimallin logiikkaa ja ajureita laajemmin strategiaosiossa sivulla 16.

BBS:n taloustietoja

BBS (pro-forma)*	2022	2023	2024
Liikevaihto	60,2	72,0	79,9
F&B	21,2	30,0	31,8
HC	39,0	42,0	48,1
Kasvu-%		20 %	11 %
F&B		42 %	6 %
HC		8 %	15 %
Liikevoitto	3,6	6,5	7,5
F&B	1,4	2,1	3,2
HC	2,2	4,4	4,3
Liikevoitto-%	5,9 %	9,0 %	9,4 %
F&B	6,5 %	7,0 %	10,1 %
HC	5,6 %	10,4 %	8,9 %

Lähde: NoHo Partners, Inderes
* Perustuu osin Inderesin arvioon

Historiallinen kehitys (1/2)

Yritystot ovat merkittävä osa kasvustrategiaa

Kasvu on näytellyt keskeistä roolia NoHon strategiassa ja yhtiö on kasvanut historiassa selvästi toimialan yleistä kasvua nopeammin (ravintolat 2013-2024 CAGR: +19 %). Kasvussa merkittävä rooli on ollut yritysostoilla. Sijoittajan kannalta keskeinen kysymys on, onko ravintolatoiminnan kasvu ollut kannattavaa ja onko NoHo kyennyt luomaan yritysostovetoisella kasvullaan arvoa? Tämän arviointia vaikeuttaa Smilen väliaikainen mukanaolo konsernin numeroissa sekä vuodet 2020-21 pilannut koronavirüs.

NoHo on investoinut 2013 listautumisen jälkeen voimakkaasti liiketoiminnan kasvattamiseen ja laskelmiemme mukaan yhtiö on käyttänyt vuosina 2013-2024 investointeihin yhteensä reilu 310 MEUR (sis. kaupoissa käytetyt omat osakkeet). Näistä investoinneista Smilen yrityskauppojen osuus on laskelmiemme mukaan noin 45 MEUR ja ravintoloiden investoinnit ovat näin ollen noin 270 MEUR.

Ravintolaliiketoiminnassa tehtyjen investointien tuottotasoa on mielekkäintä lähestyä 2024 numeroiden valossa, sillä ne antavat näkemyksemme mukaan hyvän kuvan Ravintolaliiketoiminnan normaalista tulospotentiaalista. Kun ennusteitamme peilataan listautumisvuoden 2013 lähtötilanteeseen, arvioimme NoHon kyenneen hankkimaan investoinneilla karkeasti uutta liikevaihtoa noin 360 MEUR ja noin 40 MEUR operatiivista tulosta (IFRS 16-poistoista ja vähemmistöjen tulososuudesta oikaistuna).

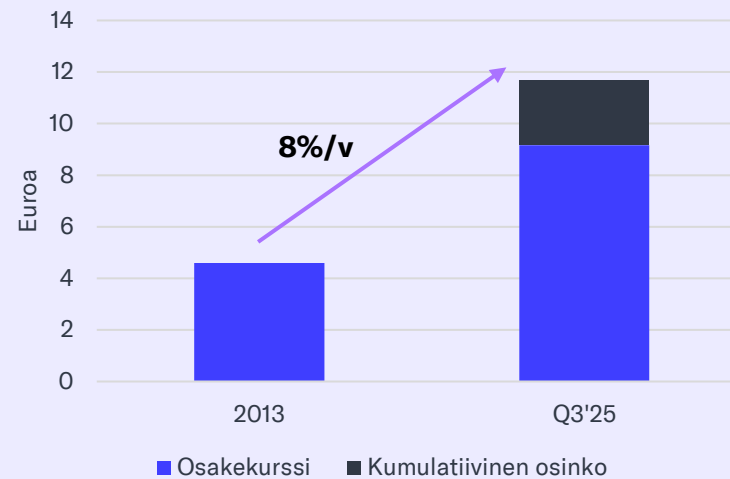
Tehtyihin investointeihin peilattuna tämä tarkoittaa karkeasti sitä, että jokaisella ravintolaliiketoimintaan

investoidulla eurolla NoHo on saannut 1,3 euroa uutta liikevaihtoa (vastaa karkeasti EV/Liikevaihtokerrointa 0,8x), ja että tehdyille investoinneille on saavutettu ennustamamme 2024 tulostason valossa reilu 10 %:n tuottoaste.

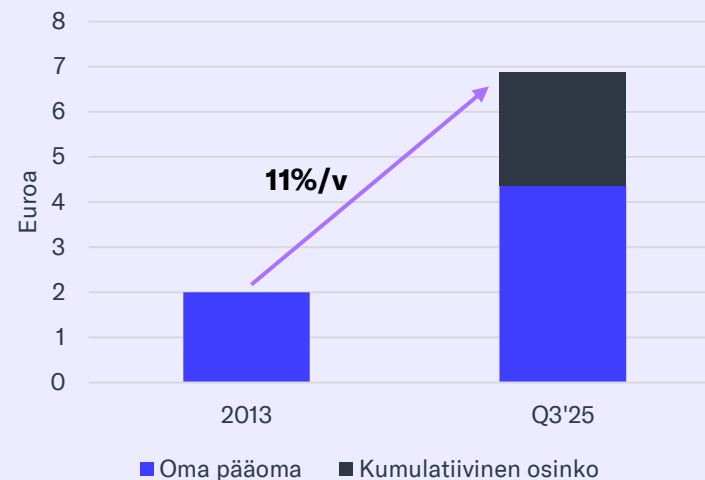
Huomautamme, että laskelma hyvin yksinkertaistava, sillä se ei huomioi mm. tarkasteluajanjakson kassavirtaa ja rahan aika-arvoa. Tarkastelu ei myöskään huomioi sitä, miten kasvu on rahoitettu. Tarkastelun valossa Ravintolaliiketoiminnan viime vuosien yritysostovetoista kasvua voidaan pitää mielestämme kokonaisuudessaan kannattavana, vaikka yhtiölle sattui etenkin vuosina 2015-2017 paljon huonoja investointeja.

Näkemyksemme mukaan myös itsenäisen Smilen aikaan Henkilöstö-vuokrauksessa tehdyt järjestelyt olivat erittäin hyvin arvoa luovia. Smilen velattomaksi arvoksi muodostui vuonna 2019 tapahtuneessa Smile-VMP-fuusiassa 82 MEUR (NoHon omistusosuus järjestelyhetkellä noin 75 %). Kauppahintaa voidaan pitää erinomaisena, kun se suhteutetaan Smileen investoituihin pääomiin. NoHo sai laskelmiemme mukaan Smileen omistusaikana sijoitetuille pääomille noin 17 % keskimääräisen vuosituoton (vuosituotto laskettu painotettuna keskiarvona suhteuttamalla yritysostoinvestoinnit niiden ajankohtaan). Smile-omistuksen kehitystä ja sen arvonluontia voidaan pitää täten erinomaisena.

Osakkeen kokonaistuotto



OPO/osake kehitys



Historiallinen kehitys (2/2)

Tilanne kääntyi lähes pääläelleen NoHon hypättyä kuskien paikalta pois Smilen ja VMP:n yhdistyessä Eezyksi. Jälkikäteen pohtien Eezyistä irtautuminen olisi kannattanut toteuttaa vuosien 2020-2022 aikana, kun yhtiöllä meni operatiivisesti hyvin ja osakkeen arvostus oli järkevällä tasolla. Eezy:n liiketoiminta ajautui H2'22 alkaen selkeisiin ongelmiin ja tämän seurauksena NoHon omistuksen arvo suli murto-osaan aiemmasta. Loppujen lopuksi yhtiö myi viimeisimmän noin 20 %:n osuuden lähes kriisiyhtiön hintalapulla (toki selvästi nykykurssia korkeammalla tasolla). Kokonaisuutena Smileen tehdyt investoinnit olivat kuitenkin onnistuneita ja niiden pääoman tuotto oli arviomme mukaan hyvä.

Ravintolaliiketoiminnan viime vuosien yritysjärjestelyt

NoHo on tehnyt ravintolaliiketoiminnassa viime vuosina lukuisia yritysotoja, joista merkittävimpiä ovat Rengasravintolat-hankinta (2014), Royal Ravintolat-yritysosto (2018), Tanskaan laajentuminen (2018), Norjan yritysosto (2019), Friends & Brgrs (2020) ja BBS-järjestely (2023). Näiden lisäksi yhtiö on solminut merkittäviä ravintoloitsijasopimuksia Suomen suurissa kaupunkihankkeissa, kuten Nokia areena ja Messukeskus.

Vuonna 2014 toteutettu Rengasravintolat-yritysosto toi mukanaan selkeitä synergioita ja täydensi yhtiön Suomen laajuista ravintolasalkkua. Yritysoston kokonaiskauppahinta oli 17,5 MEUR ja kaupan arvostuskertoimia voidaan pitää varsin huokeina (EV/EBITDA 3,9x ja EV/EBIT 4,3x). Edullisia kertoimia kuitenkin dilutoi se, että yhtiö rahoitti kaupan pääosin omilla osakkeilla, jotka olivat kaupantekohetkellä

selvästi aliarvostettuja.

NoHon vuonna 2018 tekemä Royal Ravintolat-yritysosto oli Suomen ravintola-alan historian suurin yrityskauppa. Kauppa oli strategisesti erinomainen, sillä Royalin pääkaupunkiseudulle painottunut ravintolaportfolio täydensi hyvin NoHon omaa ravintolaportfoliota, sillä yhtiöllä oli ollut haasteita juuri pääkaupunkiseudulla. Yritysjärjestely tarjosi myös merkittäviä synergiahyötyjä (+6 MEUR) ja ne huomioiden 90 MEUR:n velaton kauppahinta oli näkemyksemme mukaan edullinen (EV/EBITDA < 7), vaikka kauppahinta olikin absoluuttisesti korkea ja nojasi täysin synergioihin.

NoHon vuonna 2018 tekemä Tanskan yritysosto (Cock's & Cows- ja The Bird-yhtiöt) oli mielestämme puolestaan pahasti epäonnistunut. Kauppahinta oli jo lähtötilanteessa hyvin korkea ja lisäksi tulostaso on jäänyt selvästi odotuksista. NoHo arvioi ostopäätöksellä ostokohteen käyttökattteen nousevan 2,0 MEUR:oon (2017: 0,8 MEUR), mutta liiketoiminnan kannattavuus on ollut heikkoa ja molempia ostettuja brändejä on pitänyt skaalata selvästi alaspäin.

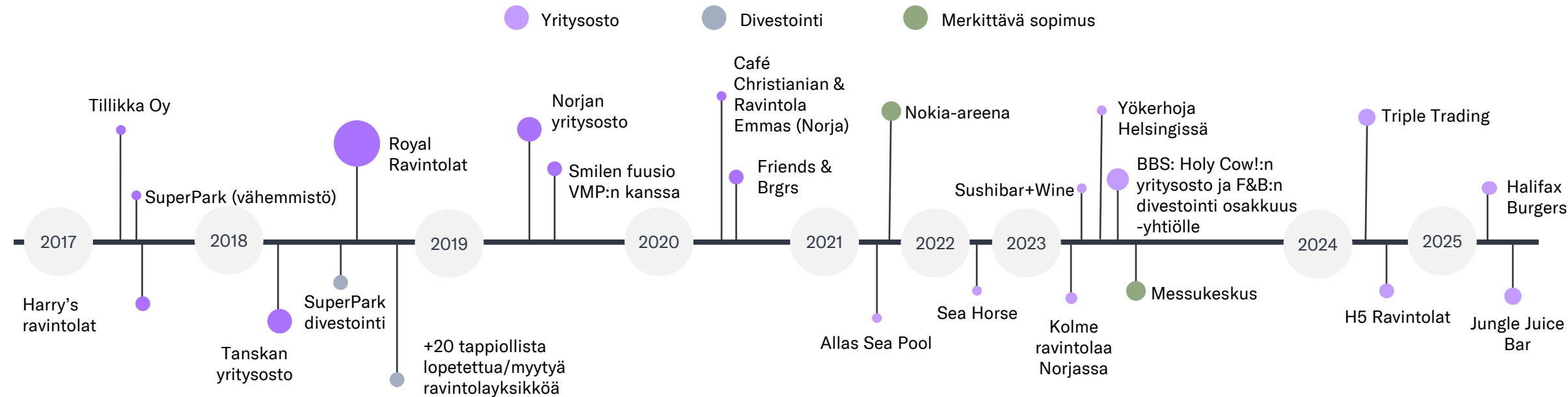
Vuonna 2019 toteutettu Norjan järjestely on käsityksemme mukaan ollut sen sijaan onnistunut ja Tanskassa tehdystä yrityskaupasta poiketen kauppa toteutettiin edullisilla arvostuskertoimilla (EV/EBITDA < 5x). Lisäksi Norjan operatiivinen kehitys on ollut erittäin vahvaa.

Keväällä 2020 tehdystä Friends & Brgrs-ketjun hankinnasta maksettu kauppahinta oli F&B:n sen hetken tulokunnolla

korkea (EV/EBIT arviomme mukaan 15-23x). NoHo onnistui kuitenkin skaalaamaan F&B:n liiketoimintaa tehokkaasti ja siitä saatu hinta BBS-järjestelyn yhteydessä (EV noin 35 MEUR lisäkauppahinta huomioiden) oli maksettuun hintaan nähden (noin 12 MEUR) varsin meukas. Huomautamme, että F&B:n potentiaalinen arvonaluonti ei pysähdy tähän vaan arviomme mukaan sillä on vielä skaalautumisvaraa Suomen sisällä reippaasti. NoHo on saanut F&B:stä reilu 40 %:n vuosittaisen tuoton vuosien 2020-25 hiljattain tehdyn BBS:n käyvän arvon (NoHon osuus 45 MEUR) tarkistuksen perusteella. Huomioiden F&B:n hyvä kannattavuus ja tehokas uusien myymälöiden avaamisprosessi, on NoHo saanut kasvatettua konseptia erittäin hyvillä pääoman tuotoilla.

Tunnistamme BBS-järjestelyssä merkittävää arvonaluontipotentiaalia, mutta sen realisoitumisen todennäköisyys on osittain kiinni tulevien yritysostojen ja konseptien skaalaamisen onnistumisasteesta, vaikka nykyisen BBS:n arvonekehitys onkin ollut hyvin positiivista. Näistä erityisesti edeltävän ennustaminen on haastavaa, mutta NoHon yritysostokokemus ja parantunut osumatarkkuus huomioiden pidämme epäonnistumisen riskiä kohtuullisen pienenä.

NoHon yrityskauppahistoria



Merkittävien järjestelyiden tunnuslukuja

Ajankohta	Ostokohde	EV	Myynti	EBITDA	EBIT	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT
7/2023	Holy Cow!	24,0	40,0	6,0	3,4	0,8x	6,0x	7,0x
2/2020	Friends & Brgrs*	10-15	10	n.a.	0,7	1,1-1,6x	n.a.	15-23x
4/2019	Norjan yritysosto*	14	20-30	~3-4	n.a.	0,5-0,7x	<5x	n.a.
4/2018	Royal Ravintolat**	90	106	13,0	9,6	0,9x	6,9x	9,4x
3/2018	Tanskan yritysosto (Cock's & Cows- ja The Bird -ravintolat)	22	9	0,8	n..a	2,4x	27,5x	n.a.
3/2014	Rengasravintolat-konserni	17	22	n.a.	4,1	0,8x	n.a.	4,2x

* Inderes arvio, ** post-synergiat

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

2025-2027 strategian keskeiset painopistealueet

1

Kannattava kasvu Suomessa

- Perinteinen yritysostovetoinen kasvumalli jatkuu
- Mittakaavaedut ja operatiivinen tehokkuus mahdollistavat noin 10 %:n liikevoittomarginaalin

2

Sijoitustoiminta ulkomailla

- BBS:n tyyppisiä osakkuusyhtiöitä
- Norjassa ja Tanskassa etsitään jatkossa kumppaneita (pääomasijoittaja tai teollinen omistaja) jakamaan riskiä, tuomaan osaamista ja tarjoamaan skaalaetuja
- Uudet rahoitusratkaisut tarjoavat aiempaa nopeamman tavan kasvaa
- Sijoituskohteissa korostetaan synergiahyötyjä nykyportfolion kanssa
- Omistusten osittaiset exitit tai kokonaan irtautumiset todennäköisiä

3

Taseen vahvistaminen ja vapaan kassavirran parantaminen

- Korkotason nousun myötä taseen maltillisempi vivuttaminen
- Maltillisempi velkataso ja uusi rahoitussopimus vapauttaa vapaata kassavirtaa osingonmaksuun

Taloudelliset tavoitteet



Liikevaihto 350 MEUR ja nykyinen hyvä liikevoittomarginaali



Omistaja-arvon luominen ja pääoman kierrättäminen



Nettovelka/käyttökate (IFRS 16 oik.) ~2x ja kasvava osinko

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Strategia pähkinäkuoressa

NoHo päivitti strategiaansa kesällä 2024. Uuden 2025-27 strategian mukaisesti yhtiö pyrkii kasvamaan Suomessa pääsääntöisesti yritysostojä toteuttamalla. Ulkomailla yhtiö aikoo painottaa NoHolle uudenkaltaista mallia, eli kannattavaa kasvua sijoitustoiminnan avulla. Tämän lisäksi NoHon ja pääomasijoittaja Intera Partnersin yhteisyritys Better Burger Society (BBS) aikoo skaalata orgaanisesti omistamiaan skaalautuvia konseptimalleja (kuten F&B ja HolyCow!) ja todennäköisesti hankkia uusia konsepteja osaksi kokonaisuutta. Lopulta yhtiön tarkoitus on madaltaa nykyistä velkataakkaa (suhteellisesti) lähelle 2x nettovelka/käyttökate (IFRS 16 oik.) tasoa, jotta omarahoitteiset kasvuinvestoinnit sekä kasvava osingonjako on myös jatkossa taattu.

Kannattava kasvu Suomessa

Suomen liiketoiminnan strategian keskiössä on kannattava kasvu. Liikevaihdon kasvu kohti tavoitetta (350 MEUR) aiotaan saavuttaa pääsääntöisesti yritysostoin, mutta myös uusia konsepteja perustamalla ja olemassa olevia skaalautuvia konsepteja (esim. Hook) monistamalla uusiin kaupunkeihin. Myös tapahtumaravintoloiden (esim. Nokia areena ja Messukeskus) rooli on korostumassa strategiakaudella, ja yhtiö pyrkiiin kasvattamaan tätä, taloudellisesti hyvin ohjattavissa olevaa liiketoimintaa.

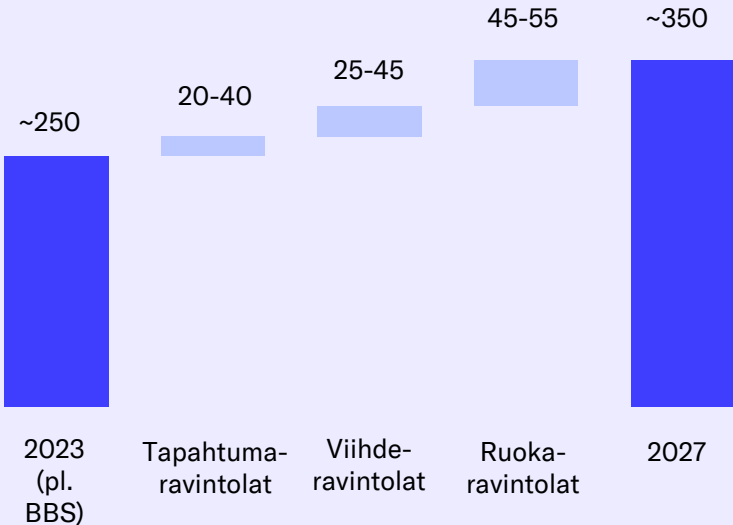
Kotimaan toimintamalli jatkaa siten samalla sapluunalla historian nähden. Yhtiö on todistanut mallin toimivuuden, ja tiimiltä löytyy laajaa osaamista yritysostovetoisesta kasvusta. Suuri ravintolakanta ja osaaminen mahdollistaa

konsernilaajuisia synergiaetuja niin materiaaliostojen kuin henkilöstötehokkuuden osalta. Tätä kautta yhtiö pyrkii ylläpitämään nykyisen hyvän, eli noin 10 %:n liikevoittomarginaalin myös jatkossa.

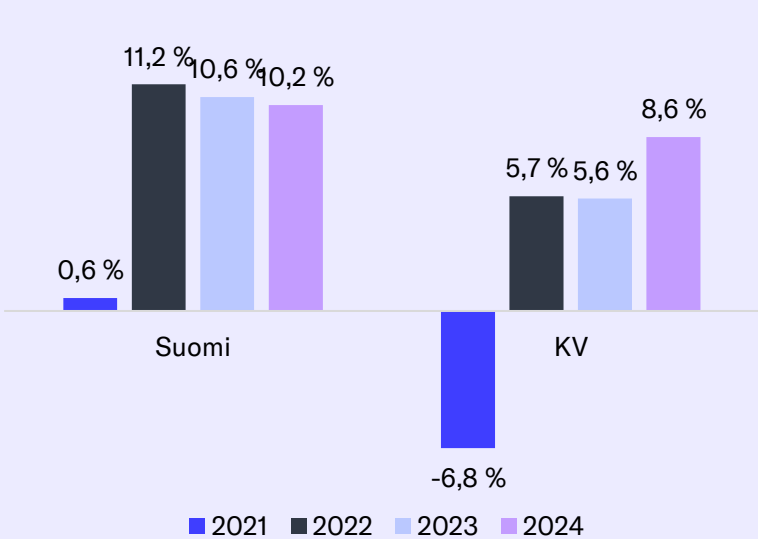
Aktiivinen sijoitustoiminta kansainvälisillä markkinoilla

Aiemmin yhtiö operoi ulkomailla yllä mainitun Suomen mallin mukaisesti. Uudessa mallissa yhtiön tarkoituksena on omistaa osuuksia joko suoraan ravintola-alan yrityksistä tai sen arvoketjussa toimivista yrityksistä. Siirtymä sijoitustoiminnaksi tapahtuisi käsityksemme mukaan joko hankkimalla vähemmistöosuuksia uusista yhtiöistä tai laskemalla nykyisten enemmistöomistusten äänivaltaa alle 50 %:n. Uudessa toimintamallissa korostuu uusien kumppaneiden etsiminen, joiden kautta voidaan saavuttaa synergioita, pääsy uuteen ja suurempaan pääomaan (OPO tai paikallinen VPO) sekä vauhdittaa kasvua. Kumppanin mahdollistamien synergioiden (kumppanin hankintakanavat ja NoHon operatiivinen erinomaisuus) ja osaamisen kautta kokonaan uuteen markkinaan menemisen kynnys myös madaltuu. Samalla kumppanuusmallissa korostuu osittaisten tai täysimääräisten irtaantumisten mahdollisuus. Uudesta mallista löytyy myös riskinsä, jotka mielestämme kiteytyvät kumppaneiden välisiin kemioihin (näkemyserot ja mahdollinen kilpailu-uhka mikäli toimitaan samoilla markkinoilla/segmenteissä). Kumppanuusmallissa onnistuminen edellyttääkin kattavia etukäteisselvityksiä (due diligence). Suhtaudumme kumppanuusmalliin lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä se avaa NoHolle enemmän kasvumahdollisuuksia aiempaa maltillisella riskillä.

Suomen liiketoiminnan kasvun komponentit (MEUR)



Liikevoitto-% liiketoiminnoittain



Lähde: NoHo Partners

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Laskemme sijoitustoimintaan mukaan myös NoHon ja Interan yhteisyritys BBS:n. Tämän tavoitteena on jatkaa orgaanista laajentumista kotimarkkinoillaan (5 uutta ravintolaa vuosittain per konsepti) sekä etsiä uusia, konseptinsa todistaneita, monistettavia hampurilaiskonsepteja osaksi kokonaisuutta. Siten BBS:n arvonaluonti perustuu 1) toiminnan skaalaamiseen, 2) houkuttelevien konseptien ostamiseen kohtuullisin kertomin sekä lopussa 3) omistuksesta irtaantumiseen. BBS on mielestämme yksi potentiaalisimmista arvoajureista NoHon sijoitustarinassa (ks. s. 31), ja yhtiö antoikin näyttöjä kokonaisuuden arvonaluontipotentiaalista, kun [BBS-omistuksen tasearvoa ylöskirjattiin \(20 MEUR\) teknisen äänivallan muutoksen](#) yhteydessä huhtikuussa 2025. Tätä kautta suhtaudumme positiivisesti BBS:n skaalaamisprosessiin sekä mahdollisiin muihin BBS:n kaltaisiin järjestelyihin.

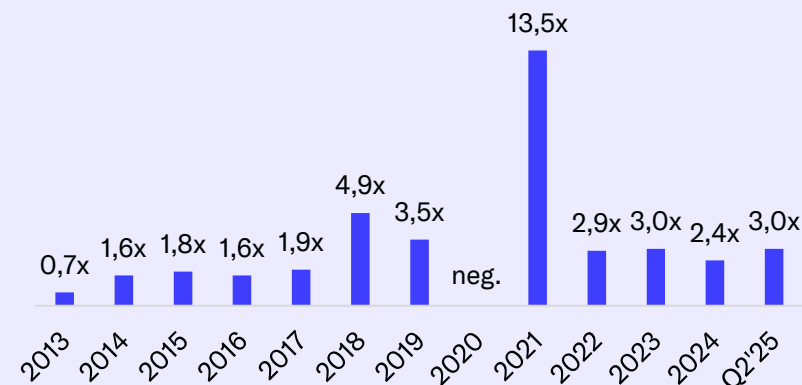
Taseen vahvistaminen ja vapaan kassavirran parantaminen

Yhtiön tavoitteena on laskea suhteellista velkamääräänsä, siten että nettovelan ja käyttökatteen (IFRS 16 oik.) suhde maltillistuisi noin 2x tasolle (nyt 3x). Emme usko velkamäärän absoluuttisesti laskevan, sillä yritysostoja tullaan jatkossakin toteuttamaan velkavetoisesti, etenkin Suomessa. Siten velkaantumisen maltillistuminen tulee pääsääntöisesti tapahtumaan käyttökatteen velan määrän nousua nopeamman kasvun kautta. Hiljattain uudistettu rahoitussopimus puolestaan mahdollistaa aiempaa maltillisemman lyhyennysohjelman, mikä yhdessä matalampien keskikorkojen kanssa mahdollistaa terveen vapaan rahavirran. Tätä kautta kasvuinvestoinnit sekä

vuosittain nouseva osingonjako ovat taattu (muiden muuttujien säilyessä ennallaan).

Suhdautumme uuteen velkaisuuden tavoitteeseen positiivisesti aiempaa korkeamman korkoympäristön takia. Nollakorkoaika mahdollisti taseen reippaamman vivuttamisen, mutta viime vuosien ajan korkeat rahoituskustannukset ovat syöneet kohtuuttoman osan yhtiön operatiivisen tuloksen ja kassavirran noususta. Strategian toteuttamisen ja osakekurssikehityksen kannalta keskeistä yhtiöllä olisi todistaa liiketoimintamallin todellinen tuloskasvukyky, sillä edellisvuosien aikaan suurin osa kasvusta on pysähtynyt liikevoittoriville.

Nettovelka/operatiivinen käyttökate (pl. IFRS 16)



Sijoitusprofiili

1

Yritysstovetoinen kasvu ja näytöt niissä onnistumisesta

2

Kannattavuus erinomaisella tasolla, jolloin tuloskasvu edellyttää liikevaihdon kasvua

3

Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva operatiivinen rahavirta mahdollistaa kasvun rahoittamisen

4

Liiketoimintaa ajetaan reippaalla velkavivulla

5

Vuosittain kasvava osinkovirta

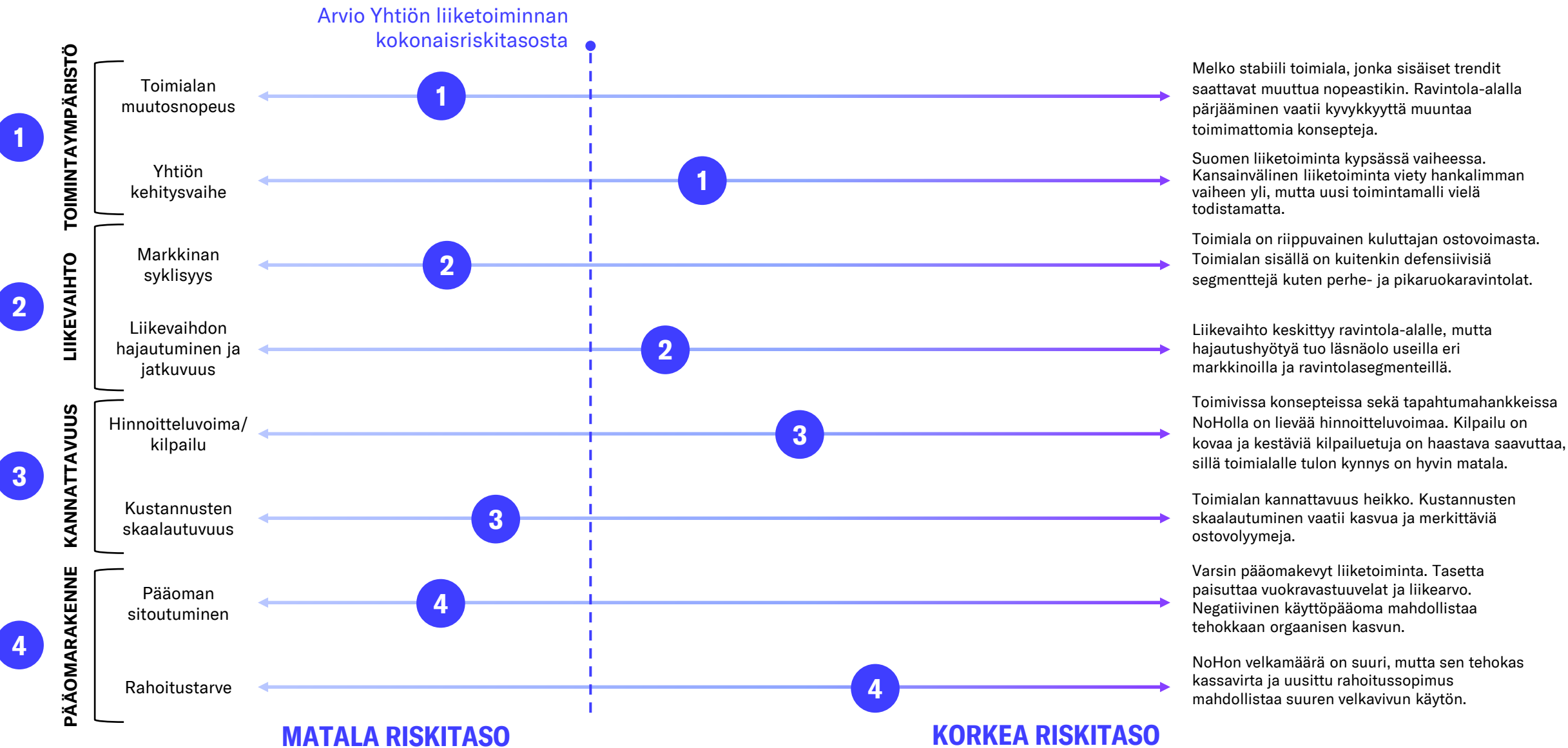
Potentiaali

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

Riskit

- Taseen merkittävä liikearvo
- Yritysstoissa epäonnistuminen
- Väärien kumppaneiden valinta kansainvälisessä liiketoiminnassa
- Epäonnistuminen BBS:n laajentamisessa

Liiketoiminnan riskiprofiili



Ravintolamarkkina (1/2)

Markkinakoko ei aseta kasvulle rajoitteita

Kansainvälistymisen myötä NoHo tarkastelee markkinapotentiaalia Pohjois-Euroopan ravintolamarkkinoiden kautta, joiden koon yhtiö on arvioinut olevan noin 180 miljardia euroa. Käsityksemme mukaan yhtiön määrittelemä Pohjois-Euroopan markkina pitää sisällään Pohjoismaiden (pois lukien Islanti) lisäksi Saksan, Puolan ja Hollannin ravintolamarkkinat. Saksan ravintolamarkkinaa NoHo ei tarkastele kokonaisuutena vaan kaupungeittain. Pohjoismaiden yhtiö arvioi olevan reilu 40 miljardin euron arvoinen markkina.

Suuri markkinapotentiaali selittyy kohdemarkkinoiden suuremmalla väkiluvulla ja eroilla ravintolapalveluiden kulutuksessa. Yhtiö on arvioinut, että muut Pohjoismaat kuluttavat ravintolapalveluita 1,5-2,5-kertaa enemmän kuin suomalaiset. Sijoittajan kannalta NoHon kohdemarkkinoita tarkastellessa relevanttia on, ettei markkinakoko aseta yhtiön kasvulle oleellisia rajoitteita, paitsi Suomen yksittäisissä kaupungeissa.

Suomen ravintolamarkkina

Suomen ravintolamarkkinan koko oli noin 6,5 mrd. euroa vuonna 2024. Toimialan liikevaihdon nousu jatkui viime vuonna (+2 %) hinnankorotusten tukemana, mutta volyymit kääntyivät lievään laskuun heikon kuluttajaluottamuksen painamana. Ravintolamarkkinan heikko kehitys on jatkunut myös 2025 ajan, mikä arviomme mukaan on painanut markkinan laskuun. Ravintola-alan lyhyen aikavälin näkymät ovat vaisut johtuen kuluttajan heikentyneestä ostovoimasta ja Suomen talouden haasteista.

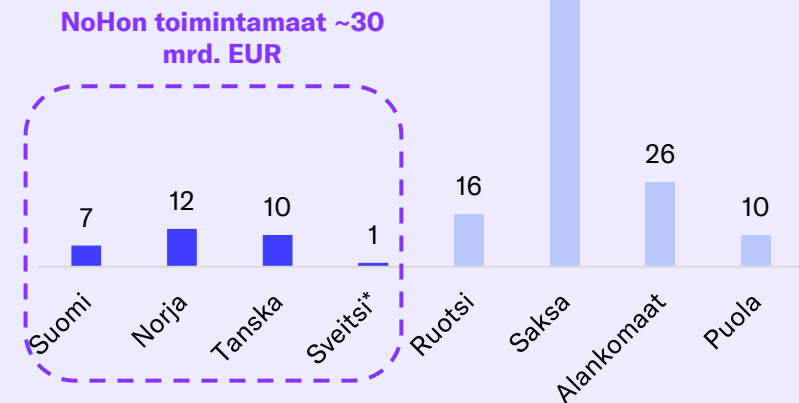
Näkemyksemme mukaan markkinan piristyminen vaatiikin

yleisen taloustilanteen helpottamista. Tässä keskeisenä indikaattorina on luonnollisesti kuluttajaluottamuksen nousu, sillä ostovoimaa tukevat tekijät (hidastunut inflaatio ja laskeneet korot) ovat tukeneet kuluttajien ostovoimaa jo jonkin aikaa. Merkittävä ajuri kulutuksen kääntymiselle lienee työttömyyden uhan lieventyminen. Kokonaisuudessaan NoHo on kuitenkin pärjännyt epävarmassa markkinassa erittäin hyvin ja kasvattanut liiketoimintaansa ravintola-alalle erinomaisella kannattavuudella.

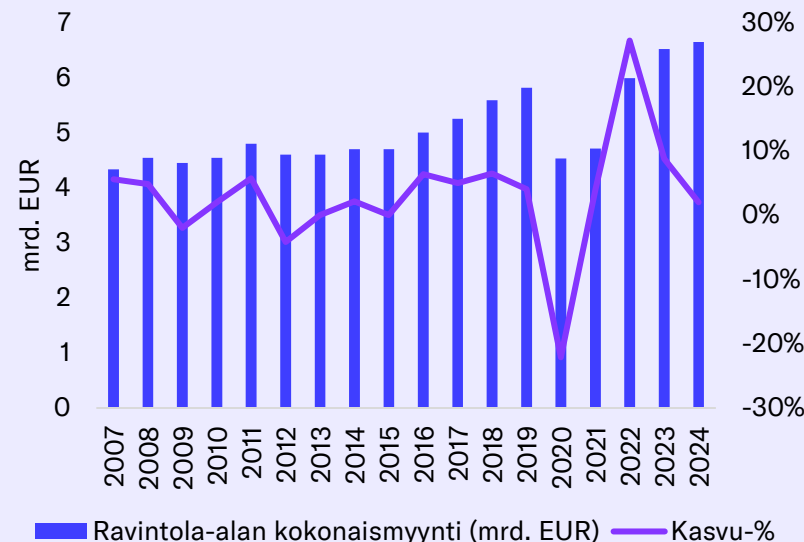
Koronan jälkimainingeissa ja nousseen korkoympäristön myötä uskomme toimialalta poistuneen jonkun verran kapasiteettia. Kapasiteetin väheneminen on näkynyt etenkin yöravintoloissa, jossa vaikuttaa edelleen löytyvän jonkin verran ylikapasiteettia asiakasryhmän pitkälti koostuessa eniten heikosta taloustilanteesta kärsineestä ryhmästä, eli nuorista (etenkin opiskelijat) kuluttajista. Koska ravintolan perustaminen on hyvin pääomakevyttä, tulee konkurssiin menneiden ravintoloiden tilalle usein korvaava yrittäjä ja näin ravintoloiden kapasiteettitasoissa ei arviomme mukaan ole tapahtunut dramaattisia muutosta.

Ravintola-alan myynti on kasvanut Suomessa pidemmällä aikavälillä muiden Pohjoismaiden tapaan selvästi Suomen yleistä talouskasvua nopeammin ja alan keskimääräinen kasvu oli 2000-2023 välillä laskelmiemme mukaan noin 4-6 % vuodessa riippuen lähteestä. Keskeisiä markkinan kasvuun vaikuttavia tekijöitä ovat mm. BKT:n kasvu, kuluttajien käytettävissä olevien tulojen kehitys, ravintolapalveluiden kulutuksen arkipäiväistyminen sekä yritysten luottamus, joka vaikuttaa yritystapahtumien myyntiin. Suuremmissa kaupungeissa asiakaskysyntään vaikuttaa myös turistivirtojen kehitys.

Markkinoiden koko (mrd. EUR)



Suomen ravintolamarkkina



Lähde: NoHo Partners, MaRa, Tilastokeskus, Inderes

* Vain hampurilaismarkkina

Ravintolamarkkina (2/2)

Ravintolaruokailun trenditutkimuksen mukaan säännönmukainen ravintola-asiointi Suomessa on lisääntynyt merkittävästi edellisten vuosikymmenten ajan. Ravintola-asiointin arkipäiväistymisen on mielestämme pitkällä aikajänteellä selvä trendi Suomessa ja odotamme markkinan muuttuvan kohti Keski-Eurooppalaisia kulutustottumuksia.

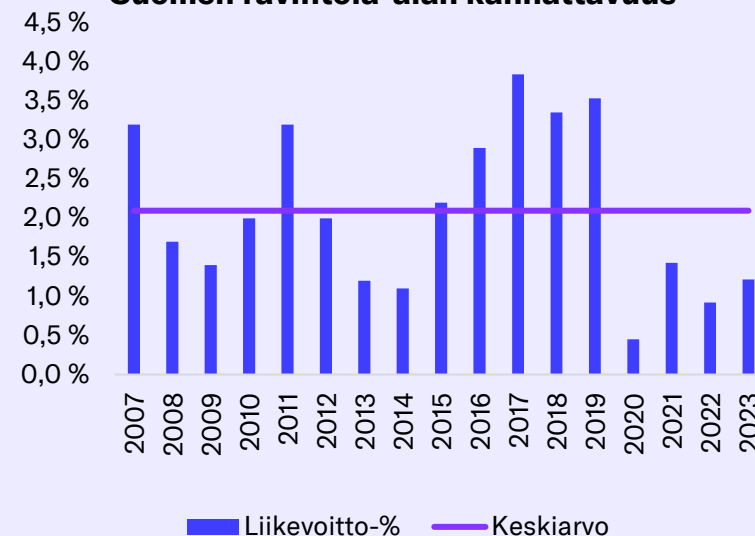
Kilpailuedut ovat alalla tiukassa

Koska ravintola-alalla ei ole oleellisia alalle tulon kynnyksiä, on toimialalla kestävien kilpailuetujen saavuttaminen näkemyksemme mukaan käytännössä mahdotonta. Alalle tulon esteiden puute näkyy toimialan yleisessä kannattavuustasossa, joka on ollut yli suhdannesyklin ulottuvassa tarkastelussa hyvin vaatimaton (toimialan keskimääräinen liikevoittomarginaali 2007-23: 2,1 %). Näkemyksemme mukaan ravintolamarkkinassa toimialan keskimääräistä tasoa korkeampaan kannattavuuteen yltäminen edellyttää käytännössä mittakaavaetujen saavuttamista, jotka liittyvät hankintoihin ja henkilöstötehokkuuteen. Toinen mahdollinen kilpailuedun lähde on konsepti tai brändi, mutta nämä ovat yleensä ohi meneviä ja esimerkiksi Savoy'n tapainen pitkäaikainen konseptiin perustuva kilpailuetu on hyvin harvinainen. Arviomme mukaan mittakaavaedut ovat pitkälti myös NoHon toimialan yleistä kannattavuutta paremman marginaalitason taustalla.

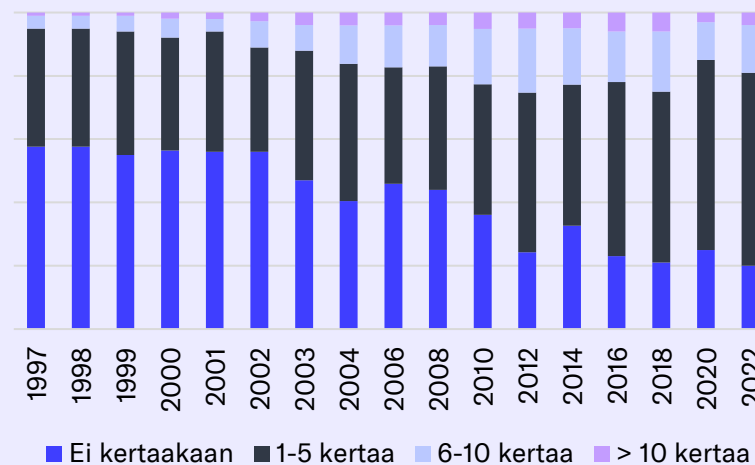
Ravintolaliiketoiminnan pääomatarpeet ovat kohtuulliset, sillä vaikka ravintolaportolion kilpailukyvyyn ylläpitäminen edellyttää säännönmukaisesti kiinteitä investointeja, operoivat toimialan toimialan yhtiöt tyypillisesti

negatiivisella käyttöpääomalla, mikä parantaa pääomatehokkuutta. Näin ollen ravintola-alalla on näkemyksemme mukaan mahdollista yltää kohtuullisen hyvään pääoman tuottoon suhteellisen matalasta marginaalitasosta huolimatta.

Suomen ravintola-alan kannattavuus



Ravintolaruokailujen määrä Suomessa (2vk)



Lähde: NoHo Partners, Tilastokeskus, Ravintolaruokailun trenditutkimus, Inderes

Taloudellinen tilanne (1/2)

Tase on liiketoimintaan nähden hurjan kokoinen

Vaikka itse NoHon liiketoiminta sitookin vain varsin rajallisesti kiinteää omaisuutta, on yhtiön tase varsin raskas. Taseen loppusumma oli Q2’25:n lopussa noin 550 MEUR, mikä on korkea luku suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan.

Taseen valtava koko selittyy isolta osin IFRS16 vuokravastuilla sekä yrityskaupoista syntyneillä aineettomilla oikeuksilla. Näistä oikaistuna taseen koko olisi selvästi alle 200 MEUR, joka kuvastaa mielestämme huomattavasti paremmin liiketoiminnan oikeita pääomatarpeita.

Yhtiöllä oli Q2’25:n lopussa aineetonta omaisuutta taseessa 200 MEUR:lla. Aineeton omaisuus koostuu yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta ja muista aineettomista hyödykkeistä. Muut aineettomat hyödykkeet pitävät sisällään mm. tavaramerkkejä.

IFRS16 vuokravastuita vastaavia käyttöoikeusomaisuuseriä yhtiöllä oli Q2’25:n lopussa taseessaan 191 MEUR. Käyttöomaisuutta yhtiöllä oli 47 MEUR:n edestä. Käyttöomaisuus koostuu ravintoloihin liittyvistä omaisuuseristä (koneet & kalusto).

NoHon lyhytaikaiset varat sisältävät pääasiassa myyntisaamisia ja varastoon sitoutuu pääomia vain vähän. Liiketoimintaa operoidaan pienellä kassalla, sillä perustarpeiden ja orgaanisen kasvun rahoittaminen onnistuu negatiivisella käyttöpääomalla.

NoHolla oli Q2’25:n lopussa omaa pääomaa noin 108 MEUR ja tästä vähemmistöille kuuluva osuus oli 13 MEUR. Osakkeenomistajalle kuuluva oma pääoma nousi huomattavasti BBS:n irtoamisen yhteydessä, mikä paransi

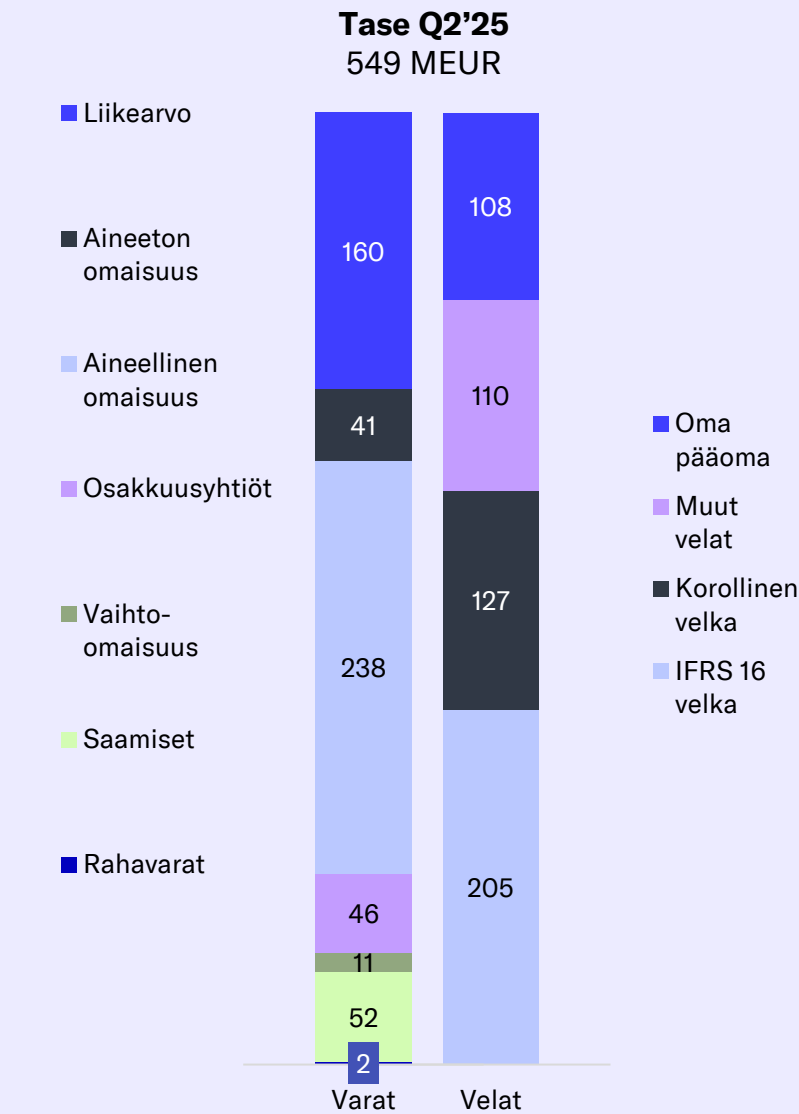
konsernin taseen tunnuslukuja.

Korollisia velkoja yhtiöllä oli Q2’25:n lopussa 127 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli IFRS16 vuokravastuisiin liittyviä velkoja 205 MEUR:lla. Sijoittajien on oleellista huomata, että vaikka IFRS16 vastuut luokitellaan kirjanpidossa veloiksi, poikkeavat ne merkittävästi oikeasta vieraasta pääomasta (esim. pankkilainasta). Vuokrasopimuksia neuvotellaan jatkuvasti uusiksi ja esimerkiksi koronan aikaan NoHo neuvotteli merkittävän määrän vuokrasopimuksistaan uusiksi ja sai merkittäviä vuokranalennuksia. Vuokrasopimukset ovat myös myytävissä. Näin ollen IFRS16 vastuita ei mielestämme pidä tulkita rahoitusveloiksi ja NoHon velkaantuneisuutta tulee tarkastella IFRS16 oikaistuilla luvuilla.

Liikearvoriski on hallinnassa

NoHon aineeton omaisuus koostuu 160 MEUR:n liikearvosta ja 41 MEUR:n aineettomista oikeuksista. Liikearvon määrä on varsin korkea, mikä kuitenkin vaikuttaa kurantilta peilaten sitä ilman arvonalennuksia läpimenneeseen korona-aikaan. Yhtiön omissa laskelmissa rahavirrat ylittivät liikearvon mukaisen kirjanpitoarvon Suomen liiketoiminnassa 133 MEUR:lla ja KV-liiketoiminnassa 100 MEUR:lla. Puskuri on paisunut koronapandemian ajoista merkittävästi ja on mielestämme terveellä tasolla yhtiön maltillisilla oletuksilla.

Vaikka liikearvon alaskirjaus onkin kassavirtavaikuttamaton erä, olisi se NoHon kannalta ongelma johtuen sen suuresta määrästä suhteessa omaan pääomaan. Käytännössä merkittävä liikearvon alaskirjaus johtaisi suurella todennäköisyydellä uuden oman pääoman hankintaan, mitä emme kuitenkaan näe merkittävänä riskinä sijoittajien kannalta, etenkin nyt kun kannattavuus on kestävästi saatu hilattua huipputasoille.



Taloudellinen tilanne (2/2)

Velkaantuneisuutta kuvaavat luvut parantuneet selvästi

NoHon nettovelkaantumisaste ilman IFRS16 vastuita kohosi pahimmillaan koronan aikaan yli 200 %:iin, josta se on lasketellut mukavasti nyt Q2'25:n lopussa noin 100 %:iin. Nettovelan suhde käyttökatteeseen on absoluuttisesti korkeahko noin 3x tuntumassa. Tämä on taso, jota yhtiö itse on historiassaan tavoitellut, mutta nyt kohonneen korkotason myötä tavoiteltava taso on 2x. Vahvan kassavirran johdosta velka sulaa nopeasti ja ilman uusia yrityskauppoja olisi nettovelka suhteessa käyttökatteeseen 2027 lopussa tasan 2x.

Sijoittajan on hyvä huomata, että korkea, mutta hallittu velkaantuneisuus ei ole NoHolle suuri huolenaihe. Yhtiön liiketoiminnan kassavirranluontikyky on erittäin vahva jota negatiivinen käyttöpääoma parantaa entisestään. Kysyntä on myös luonteeltaan varsin defensiivistä ja näin ollen taseen ajaminen velattomana ei olisi pääomien käytön kannalta järkevää.

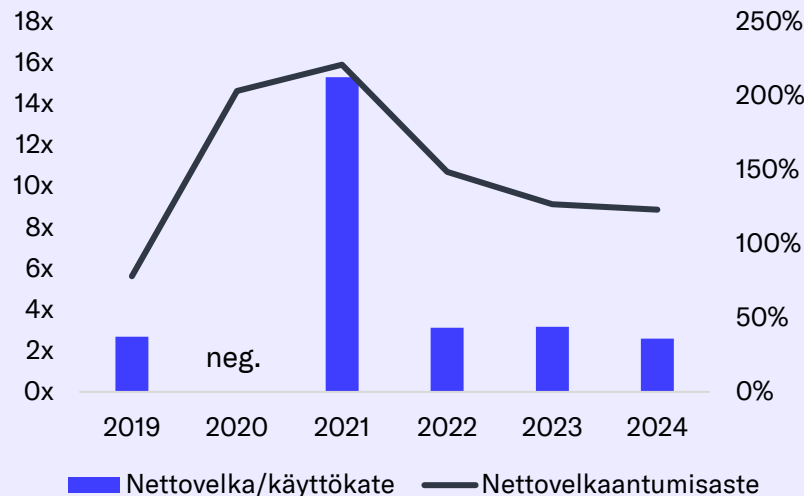
Samalla kuitenkin huomautamme, että nollakorkoajan päättymisen myötä NoHon rahoituskulut ovat nousseet selvästi (2023-24: arviolta 6-7 % ja nyt noin 5 %) ja tämä on aiheuttanut merkittävän loven yhtiön nettotulokseen viime vuosina. Uusittu rahoitussopimus laskee vuosittaisten takaisinmaksujen absoluuttista määrää ja maltillistuneet viitekorot pienentävät samalla rahoituskustannusten summaa, mitä kautta nettotuloksen ja vapaan kassavirran tulisi parantua oleellisesti. Nollakorkoihin nähden kohonnut vieraan pääoman kustannus nostaa myös rimaa pääoman allokatiossa.

Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa pääomatehokkaamman kasvun

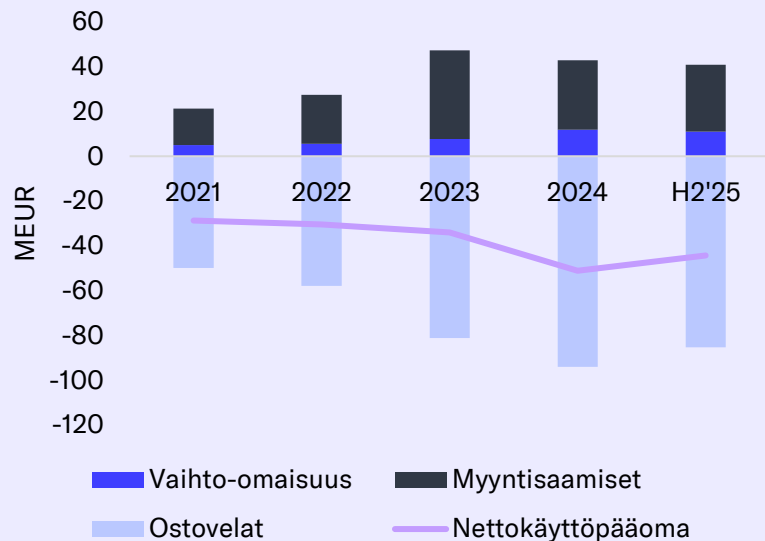
Ravintolaliiketoiminnan luonteesta johtuen NoHon käyttöpääoma on selvästi negatiivinen. Ravintolat saavat maksut asiakkailta tyypillisesti heti ja tavarantoimittajaehdot ovat hyvät. Negatiivisen käyttöpääoman ansiosta liiketoiminnan kasvu sitoo merkittävästi vähemmän pääomaa, mikä mahdollistaa pääomatehokkaamman kasvun.

Sijoittajien on hyvä muistaa, että käyttöpääoma voi myös toimia väärään suuntaan mikäli liikevaihto laskee. Koronakriisi oli tästä karu muistutus NoHolle, kun liikevaihdon äkkipysähdyksen johdosta yhtiöltä sitoutui käyttöpääomaan arviolta 15 MEUR ylimääräistä pääomaa pahimmalla mahdollisella hetkellä. Koronakriisi oli kuitenkin täysin poikkeuksellinen tapahtuma ja normaalitilanteessa NoHon liikevaihto ja samalla käyttöpääoma on varsin vakaa. Normaalitilanteessa yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan nykyisellä volyymillä arviomme mukaan noin 40 MEUR negatiivinen.

Velkaantuneisuus (IFRS 16 oik.)



Käyttöpääoma



Ennusteet (1/3)

Taustaoletukset

NoHon liiketoiminnan profiili on muuttunut korona-ajan jälkeen merkittävästi ja tällä hetkellä liiketoiminta on varsin hyvin ennustettavaa. Myös kannattavuudessa on tehty kestävä tasonnosto korona-ajan rajun säästöohjelman seurauksena.

Markkina tarjosi NoHolle hyvin voimakasta kasvua vuonna 2022 korona-rajoitusten purkauduttua. Tämän jälkeen markkinaympäristöä on heikentänyt rajusti laskenut kuluttajien ostovoima ja luottamus talouteen. Lyhyen aikavälin näkymä on vaisu, mutta odotamme markkinan alkavan virkoamaan asteittain, kun kuluttajaluottamus alkaa virkoamaan talouden elpymisen myötä ensi vuonna.

Muihin kuluttajavetoisiin toimialoihin nähden ravintolat ovat sinnitelleet yllättävän hyvin nykymarkkinassa. Vasta H2'24-H1'25 markkina kääntyi laskuun, kun muu kauppa (pl. päivittäistavara) on laskenut jo useamman vuoden. Uskomme tämän trendin taustalla olevan ennen kaikkea ravintola-alan keskeiset kasvutrendit ravintolaruokailun arkipäiväistymisestä.

Kuten NoHo on edellisinä vuosina osoittanut, se pystyy harjoittamaan hyvin tervettä liiketoimintaa hankalammassakin markkinaympäristössä. Tästä syystä emme näe NoHon kärsivän haastavasta markkinasta kilpailijoidensa tapaan, vaan yhtiön laaja ravintolaportfolio sekä mittakaavaedut tarjoavat tukea myös heikommassa markkinassa. Viihderavintoloissa heikko markkina on näkynyt ja tulee näkymään vielä jonkin aikaa, kun yhtiö syö

kiinni koronan aikana kertynyttä investointivelkaansa. Näiden vastapainoksi ruokaravintoloihin sisältyvien nopean syömisen ravintoloiden ja Tapahtumaravintoloiden kehitys on ollut positiivista.

Vaikka yritysostot ovat suuri tekijä NoHon arvonaluonnissa, emme näitä mallinna niiden olemattoman ennustettavuuden takia. Tästä syystä NoHon velkaisuus laskee ennusteissamme hyvin nopeasti vahvan kassavirran ansiosta. Todellisuudessa uskomme yhtiön kanavoivan kuitenkin merkittävästi pääomia yritysostoihin.

Operatiiviset ennusteemme säilyivät ennallaan, kun taas teimme pientä hienosäätöä IFRS 16 korkokustannuksiin ja lisäsimme Jungle Juice Barin ennusteisiimme. Kokonaisuutena EPS-ennusteemme nousivat lähivuosille 6-7 %:lla.

2025: vertailukelpoinen tulos polkee paikallaan haastavassa markkinassa

NoHo arvioi, että tilikaudella 2025 sen Suomen liiketoiminnan kannattavuus pysyy nykyisellä hyvällä tasolla ja konsernin osakekohtainen tulos kasvaa. Suomi tulee saavuttamaan kannattavuuden 9-10 %:n välillä ja osakekohtaisen tuloksen kasvua puolestaan ajaa BBS-järjestelystä kirjattu positiivinen käyvän arvon kirjaus. Historiassa NoHo on ollut melko varovainen ohjeistamisessa, joskin nyky-ympäristössä, jossa kuluttajien luottamus on matalalla tasolla, on lavea ja varovainen ohjeistus mielestämme perusteltu.

Keskipitkän tähtäimen ennusteiden keskeiset ajurit

Liikevaihto

- Kuluttajien ahdinko helpottaa 2025 loppua kohden tai viimeistään H1'2026
- NoHo jatkaa uusperustantaa noin 5 yksikön vuositaitia (netto)
- NoHon ravintolat kasvavat vertailukelpoisesti noin 4 %:n vuositaitia

Kustannukset

- Kustannustehokkuus säilyy hyvällä tasolla ja odotamme reilua 9 %:n marginaalia
- Mallissamme NoHon rahoituskustannukset laskevat reippaasti korollisen velan sekä keskikoron laskun myötä
- Alariviä nakertaa vähemmistöjen tulososuus

2024-27e EPS CAGR ~20 %*

Ennusteet (2/3)

Yhtiö odottaa suhdanteen paranevan asteittain vuoden loppua kohti mentäessä. Olemme ennusteissamme samoilla linjoilla ja odotamme kysynnän varovaista piristymistä vaisulta Q2 tasolta. Vuoden 2025 liikevaihdon kehitystä arviomme mukaan tukee tehdyt yritysostot, joista merkittävimpinä Triple Trading auttoi Q1 ajan, Halifax (7kk ajalta) ja Jungle Juice Bar (4kk ajalta). Orgaanisesti kehitys on arviomme mukaan kiitettävää vain Tanskassa, Tapahtumaravintoloissa sekä osakkuusyhtiö BBS:n osalta (ei näy konsernin liikevaihdossa), kun taas muut osa-alueet ovat kärsineet heikosta toimintaympäristöstä. Eritoten viiheravintoloiden kehitys Suomessa ja Norjassa on kärsinyt vaisusta kuluttajakysynnästä sekä markkinan ylikapasiteetista. Ennakoidemme vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 10 prosenttia 377 MEUR:oon. Kasvusta valtaosa tulee kansainvälisestä toiminnasta.

Odotamme 2025 liikevoiton olevan vertailukauden tasolla 33,7 MEUR:ssa ja marginaalin olevan 8,9 % liikevaihdosta. Kannattavuus on arviomme mukaan ohjeistuksen alarajoilla ja loppuvuoden pitää sujua hyvin tulosvaroituksen välttämiseksi. Suomi tulee jälleen kerran saavuttamaan toimialalle hyvän kannattavuustason (Inderes 9,3 %), mitä ajaa tehokas kulukontrolli keskellä vaisua toimintaympäristöä. Ulkomailla Tanskan vahva marginaalikehitys (ml. Triple Trading) tukee kannattavuutta, kun taas Norja kärsii kannattavuushaasteista eritoten yöravintoloidensa osalta. Ennustamme KV-kannattavuuden olevan vuonna 2025 7,8 %, mikä on mielestämme hyvä taso.

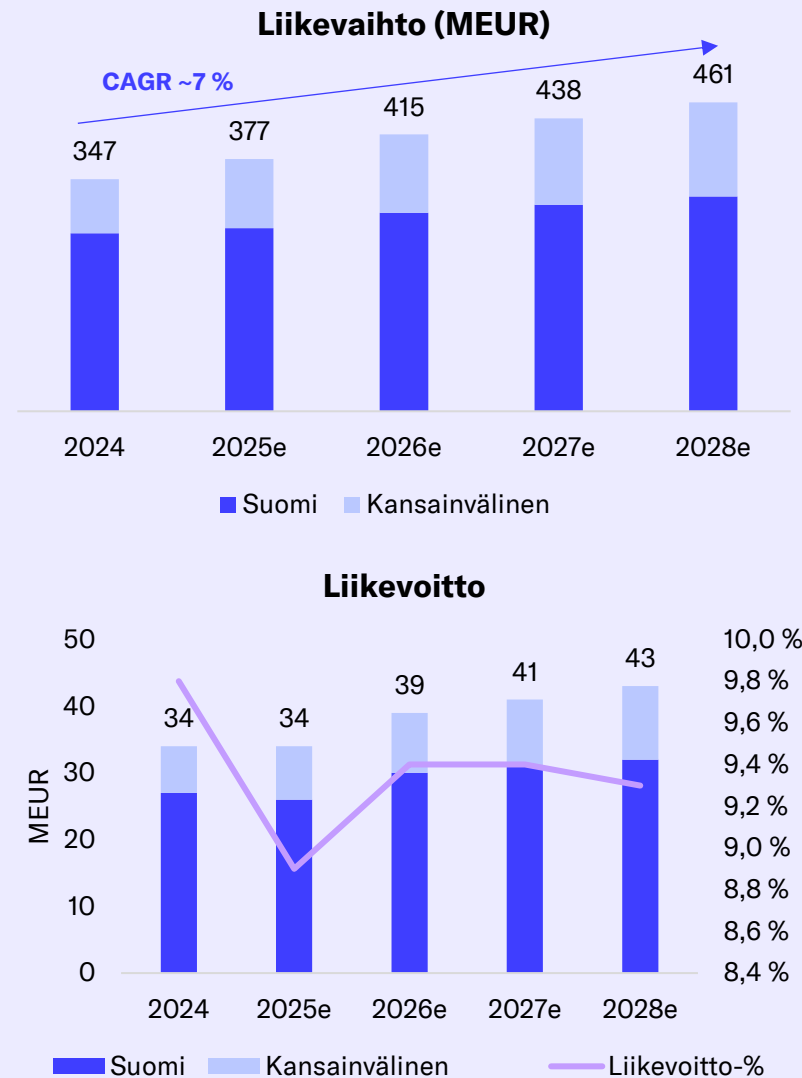
Nettorahoituserissä näkyy puolestaan Q2:lla kirjattu käyvän arvon muutos BBS:n siirtyessä osakkuusyhtiöksi. Tämän

vaikutus on +1,07e/ osake. Odotamme rahoituskulujen laskevan madaltuneen keskikoron ja maltillisen velkakehityksen myötä. Vähemmistöosuudet puolestaan laskevat, mikä selittyy BBS:n poistumisella. Odotamme käyvän arvon kirjauksesta oikaistun EPS:n olevan vertailukauden tasolla 0,55 eurossa (2024: 0,54 euroa) vuonna 2025.

2026-27: Toimintaympäristö paranee ja EPS nousee merkittävästi

Ennustamme NoHon liikevaihdon kasvavan vuosina 2026 ja 27 5-6 %. Keskeisenä ajurina toimii paranevan toimintaympäristön myötä heräävä orgaaninen kasvu, kun odotamme alla olevan ravintolamarkkinan kääntyvän kasvuun hitaan 2023-25 periodin jälkeen. Ennustemme Suomen liikevaihdoksi 2027 päätteeksi on 309 MEUR, joka on alle yhtiön tavoitteleman 350 MEUR:n tason. Huomautamme, että yhtiö tulee jatkamaan yrityskauppojen aktiivista toteuttamista, joita ennustemme eivät huomioi.

Odotamme konsernin 2026-27 liikevoittomarginaalin olevan reilu 9 %:ssa. Olettama on mielestämme konservatiivinen, sillä yhtiö on kyennyt parempina talousaikoina tekemään noin 10 %:n kannattavuutta. Kannattavuuden lievää parantumista vuoden 2025 tasosta ajaa Suomen liiketoiminta, jossa marginaali on jäämässä kuluvan tilikauden aikana viimevuosiin nähden kohtuulliselle tasolle johtuen haastavasta toimintaympäristöstä. Odotamme Suomen kannattavuuden olevan 10 %:n tasolla, kun taas ennustemme KV-kannattavuudelle on noin 8 %.



Ennusteet (3/3)

Tuloslaskelman alimmilla riveillä tehokkuuden pitäisi nousta laskevien korkokulujen myötä, ilman uusien yritysostojen vaikutusta. Odotamme vuosien 2026 ja 27 osakekohtaisten tulosten kasvavan reippaasti liikevoiton kasvun ja laskevien rahoituskulujen ansiosta ja asettuvan 0,85 ja 0,95 euroon.

Tase-asema paranee nopeasti ilman yritysostoja

Q2'25-tuloksen jälkeen NoHon nettovelka/käyttökate (pl. IFRS16) oli hieman 3x yläpuolella ja yli yhtiön uuden tavoitetason (2x). Ennustamamme tuloskasvun ja maltillisen velkakehityksen myötä NoHon velkaisuuden pitäisi tavoitetasolle vuoteen 2027 mennessä. Todellisuudessa velkaisuus tulee kuitenkin jäämään 2-3x välimaastoon, sillä yhtiö tulee jatkamaan kotimaassa yritysostovetoista kasvuaan.

Kestävä vapaan kassavirran taso huitelee 30 MEUR:n tuntumassa

Korona-pandemian jäljiltä yhtiön kassavirtaprofiili on normalisoitunut ja sen ennustaminen on tänä päivänä suhteellisen luotettavaa. Ennustamme lähivuosien operatiivisen kassavirran pyörivän 80 MEUR:n molemmin puolin. Ennakoimme NoHon nykyliiketoiminnan ylläpitoinvestointien olevan reilu 10 MEUR (pl. IFRS16-käyttöomaisuus-erät). Tällöin normalisoitu vapaa kassavirta (vähemmistöjen tulososuus huomioiden) asettunee 30 MEUR:n molemmin puolin. Vapaata kassavirtaa luonnollisesti heiluttaa mahdolliset yritysostot, joita emme ole ottaneet ennusteissamme huomioon.

Osinko kasvaa nousevan tuloksen myötäisesti

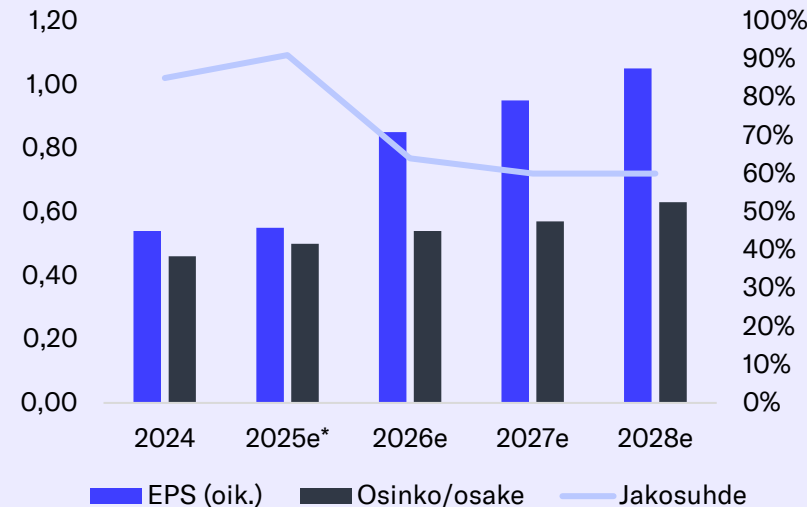
Vapaan kassavirran ollessa yleensä nettotulosta suurempi, kykenisi NoHo teoriassa jakamaan lähes koko tuloksensa osinkoina osakkeenomistajille. Kuten edellä totesimme, yhtiö tulee käyttämään ison osan kassavirrasta yrityskauppoihin. Osinko on yhtiölle tärkeä ja se tavoittelee vuosittain kasvavaa osinkoa. Odotammekin osingon kasvavan vakaasti lähivuodet (2024-27e CAGR 8 %).

EPS on oikeasti raportoitua suurempi

IFRS16-kirjanpitolähtökäytännöistä seikoista johtuen NoHon maksamat vuokrat esiintyvät tuloslaskelmassa todellisuutta suurempina. Tämä luonnollisesti pienentää NoHon raportoimaa tulosta noin 3 MEUR:n eli osakekohtaisesti noin 0,15 euron verran, mikä mielestämme tulee huomioida myös osakkeen käypää arvoa määritellessä.

Tuloslaskelmassa ”vuokramaksut” realisoituvat käyttöoikeusomaisuuden poistoina sekä vuokravelkojen korkoeränä. Tässä tapauksessa kun vuokrasopimusvelkojen jäljellä oleva arvo näkyy taseessa todellista maksettavaa vuokraa suurempana, on tasearvoista tehty poistot (+ korkokulut) todellisia vuokramaksuja suuremmat. Efekti tulisi arviomme mukaan kääntymään toiseen suuntaan sitä myöten mitä lyhyempi yhtiön vuokrasopimuskanta olisi. Tämä ei kuitenkaan tule näkymään konsernitasolla, sillä NoHo uusii vanhentuneita vuokrasopimuksia, jolloin kirjanpitolähtökäytännön vaikutus herää taas henkiin.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	372	93,5	107	107	120	427	77,2	87,6	97,2	115	377	415	438	461
Suomen liiketoiminta	293	65,7	73,6	74,2	84,8	298	58,0	63,0	69,5	83,6	274	297	309	321
Kansainvälinen liiketoiminta	79,7	27,8	33,4	32,4	35,2	129	19,2	24,6	27,7	31,6	103	117	129	141
Käyttökate	89,1	21,5	24,5	24,7	30,6	101	20,6	19,4	20,5	24,3	84,9	87,9	90,4	93,5
Poistot ja arvonalennukset	-53,1	-14,6	-14,8	-14,8	-15,6	-59,8	-15,2	-12,0	-12,0	-12,0	-51,2	-48,9	-49,4	-50,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	36,0	6,9	9,7	9,9	15,0	41,6	5,4	7,4	8,5	12,3	33,7	38,9	40,9	43,0
Liikevoitto	36,0	6,9	9,7	9,9	15,0	41,6	5,4	7,4	8,5	12,3	33,7	38,9	40,9	43,0
Suomen liiketoiminta	30,7	4,5	6,7	7,6	11,6	30,4	4,1	5,3	6,6	9,6	25,6	29,7	30,9	32,1
Kansainvälinen liiketoiminta	5,3	2,4	3,0	2,4	3,4	11,1	1,3	2,2	1,9	2,7	8,1	9,2	10,0	11,0
Nettorahoituskulut	-23,0	-6,5	-5,4	-5,5	-6,2	-23,6	-4,4	17,4	-4,4	-4,4	4,2	-17,0	-16,2	-15,5
Tulos ennen veroja	13,0	0,4	4,3	4,4	8,8	18,0	1,1	25,2	4,5	8,3	39,1	24,5	27,6	30,6
Verot	-2,6	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8	-3,0	-0,3	-0,3	-0,8	-1,5	-2,9	-4,6	-4,9	-5,5
Vähemmistöosuudet	-2,5	-0,5	-1,2	-0,6	-1,4	-3,7	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-2,1	-2,0	-2,5	-2,8
Nettotulos	7,9	-0,5	2,3	2,9	6,6	11,3	0,8	24,2	3,3	6,0	34,4	17,9	20,1	22,3
EPS (oikaistu)	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,32	0,54	0,04	1,15	0,16	0,29	1,63	0,85	0,95	1,05
EPS (raportoitu)	0,38	-0,03	0,11	0,14	0,32	0,54	0,04	1,15	0,16	0,29	1,63	0,85	0,95	1,05

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	23,2 %	14,7 %	11,0 %	12,0 %	14,7 %	-17,4 %	-18,1 %	-8,8 %	-4,0 %	-11,7 %	10,0 %	5,5 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,5 %	16,9 %	-9,8 %	13,7 %	42,2 %	15,5 %	-21,4 %	-23,3 %	-14,0 %	-18,2 %	-18,9 %	15 %	5,2 %	5,2 %
Käyttökate-%	23,9 %	23,0 %	22,9 %	23,2 %	25,5 %	23,7 %	26,7 %	22,2 %	21,1 %	21,1 %	22,5 %	21,2 %	20,7 %	20,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,7 %	7,4 %	9,1 %	9,3 %	12,5 %	9,7 %	7,0 %	8,5 %	8,8 %	10,7 %	8,9 %	9,4 %	9,4 %	9,3 %
Nettotulos-%	2,1 %	-0,6 %	2,1 %	2,8 %	5,5 %	2,6 %	1,1 %	27,7 %	3,4 %	5,2 %	9,1 %	4,3 %	4,6 %	4,8 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	373	377	1 %	400	415	4 %	425	438	3 %
Liikevoitto	33,3	33,7	1 %	37,4	38,9	4 %	39,6	40,9	3 %
Tulos ennen veroja	38,7	39,1	1 %	22,9	24,5	7 %	25,9	27,6	6 %
EPS (oik.)	1,61	1,63	1 %	0,79	0,85	7 %	0,89	0,95	6 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,50	0 %	0,54	0,54	0 %	0,57	0,57	0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	517	524	506	507	512
Liikearvo	181	193	147	147	147
Aineettomat hyödykkeet	46,3	48,2	44,7	41,6	38,8
Käyttöomaisuus	265	264	252	256	263
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,1	45,1	45,1	45,1
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	14,3	14,8	15,3
Vaihtuvat vastaavat	59,1	58,6	34,1	37,4	39,4
Vaihto-omaisuus	7,7	11,9	6,8	7,5	7,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Myyntisaamiset	39,5	31,0	17,0	18,7	19,7
Likvidit varat	11,3	14,8	9,4	10,4	10,9
Taseen loppusumma	576	583	540	545	551

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	107	103	112	119	128
Osakepääoma	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kertyneet voittovarot	6,8	8,4	29,1	36,5	45,2
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	10,5	10,5	10,5
Pitkäaikaiset velat	304	318	284	276	271
Laskennalliset verovelat	10,9	12,6	13,1	13,6	14,1
Varaukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	279	293	260	251	246
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,1	12,7	10,9	10,9	10,9
Lyhytaikaiset velat	165	162	144	150	153
Korolliset velat	81,0	63,8	65,0	62,8	61,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	82,0	94,0	75,4	83,0	87,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Taseen loppusumma	577	583	540	545	551

Arvostus (1/4)

Arvonmäärittäminen yhteenveto

NoHon arvonmäärittäminen koronakriisin aikaan oli poikkeuksellisen haastavaa johtuen normaaliin tulostasoon liittyvästä epävarmuudesta sekä korkeasta rahoitusriskistä. Yhtiön liiketoiminnan ollessa nyt terveellä pohjalla, voi sen liiketoiminnan käypää arvoa pohtia mielestämme useasta kulmasta ja arvonmäärittäminen on selvästi aiempaa helpompaa.

Tulospohjaisista kertomuksista P/E on käytännössä ainut järkevä mittari, mikä huomioi NoHon vähemmistöille kuuluvan merkittävän tulososuuden. Osinkotuottoa voidaan pitää myös kelpoana keinona arvioida osakkeen hinnoittelua. Emme pidä tuloslaskelman ylemmillä riveillä oleilevia EV/EBITDA- tai EV/EBIT-kertoimia kovin käyttökelpoisina, sillä ne saattavat vääristää arvostuskuvaa vähemmistöjen puuttumisesta johtuen. Lisäksi EV-pohjaisten kertomien osoittajaa vääristää IFRS16-kirjanpidossa velaksi laskettavat vuokravastuut, jotka NoHon osalta ovat hyvin suuret.

Tuotto-odotus on edelleen riittävällä tasolla

NoHon osakkeen keskipitkän keskeinen ajuri on mielestämme osakekohtaisen tuloksen kasvu. Toteutuneen tuloksen perusteella mitattu arvostus on mielestämme korkea (2024 P/E 17x), mutta ennustamamme voimakas tuloskasvu painaa arvostuksen nopeasti alhaiseksi. Tuloskasvun lisäksi tuotto-odotus saa tukea tasaisella nousu-uralla olevasta 5-6 %:n osinkotuotosta. Kokonaisuudessaan arvioimme osakkeen tuotto-odotuksen

olevan ~15 %/v, joka ylittää asettamamme tuottovaateen. Siten osake tarjoaa houkuttelevan tuotto-riskisuhteen väliaikaisten markkinahaasteiden vastapainoksi.

Absoluuttisesti hinnoittelu vaikuttaa houkuttelevalta

2025 BBS-järjestelystä oikaistun tuloksen perusteella osakkeen arvostus on korkeintaan neutraali (P/E 16x), mikä korostaa tuloskasvun realisoitumisen tarvetta osakkeen positiiviselle kehitykselle. Ennustamamme tuloskasvun kautta osakkeen arvostus laskeekin edulliselle tasolle, P/E-kertoimen ollessa noin 11x vuoden 2026 tuloksella.

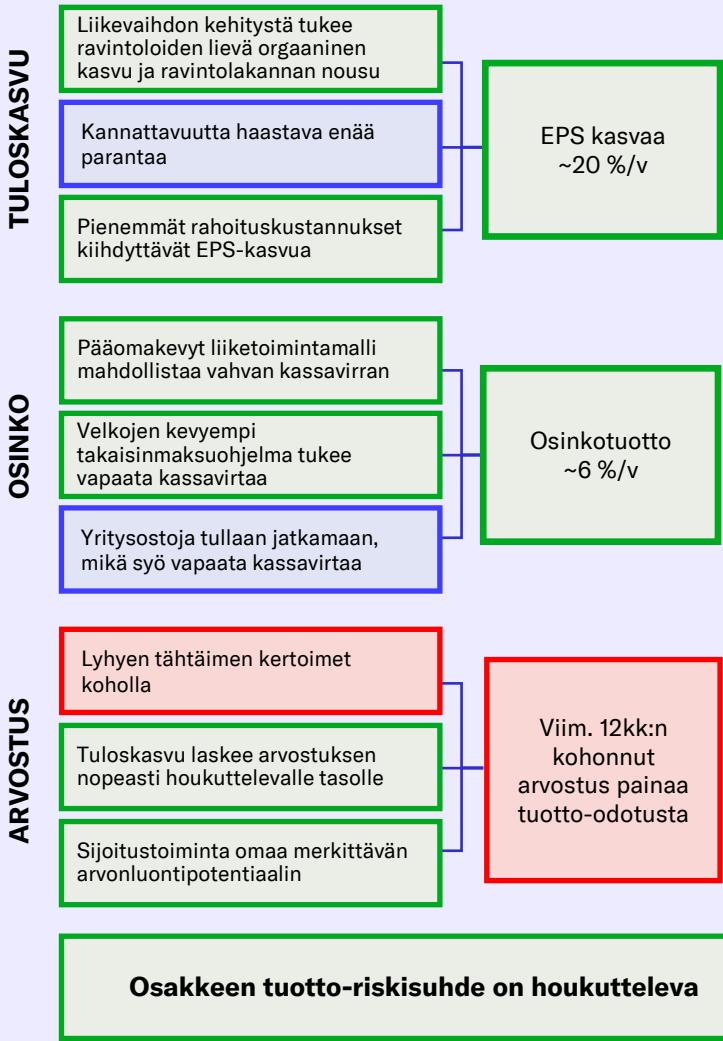
Merkillepantavaa on se, että pitkistä IFRS 16 -vastuista johtuen NoHon poistot ovat todellisia kassavirtaperusteisia vuokratulouja suuremmat. Tällä on arvioimme mukaan negatiivinen vaikutus EPS:ään. Ts. kassavirtakorjatut arvostuskertoimet ovat jonkin verran matalampia kuin tuloslaskelman perusteella lasketut kertoimet.

Verrokkiryhmä antaa suuntaa hyväksyttävästä arvostuksesta

Valtaosa verrokkiryhmämme yhtiöistä on merkittävästi NoHoa suurempia ja listattu Yhdysvalloissa tai Iso-Britanniassa. Valtaosa verrokkiyhtiöistä operoi myös ketjumallilla ja näin ollen yksittäisten verrokkien vertailtavuus on heikko. Verrokkiryhmä on kuitenkin varsin laaja ja nykyoloissa (vs. pandemia) se antaa kohtuullisen indikaation NoHon hyväksyttävästä arvostustasosta.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/4)

Verrokkiryhmän arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimille johtuen EV-pohjaisten kertoimien heikosta käytettävyydestä (mm. IFRS16 käsitellyt ja vähemmistöt). Osinkotuotto-% on jokseenkin käypä mittari verrokeiden kesken, vaikka etenkin Yhdysvaltalaiset yhtiöt ostavat myös omia osakkeita mikä laskee osinkotuottoa.

Verrokkiryhmän varsin hajanainen mediaani 25-26e P/E-kerroin on noin 15-13x. 2025 oikaistulla tuloksella NoHoa hinnoitellaan preemiolla ja 2026 noin 20 %:n alennuksella. Mielestämme NoHon voisi perustellusti hinnoitella linjassa verrokkiryhmän kanssa ja näin ollen verrokkiarvostus puhuu samaa kieltä absoluuttisten kertoimien kanssa. 2025 kertomilla osakkeessa on vaikea nähdä nousuvaraa, mutta 2026 tulosparannuksen realisoituessa osake on edullinen.

Pääoman tuotto merkittävin kurssiajuri pitkällä tähtäimellä

Pääoman allokaatio on keskiössä NoHon strategiassa, jonka takia yhtiötä tulee arvioida myös sen pääoman tuoton kautta. Näkemyksemme mukaan yhtiön oman pääoman tuotto tulee korreloimaan tulevaisuudessa vahvasti osakekurssin kanssa.

Näkemyksemme mukaan NoHon pitäisi nykyisellä liiketoimintarakenteella yltää noin 15-20 %:n oman pääoman tuottoon (2026e: 17 %). Luku ei huomioi mahdollisia onnistuneita rakennejärjestelyjä kansainvälisessä liiketoiminnassa (Norja, Tanska ja BBS). Nämä järjestelyt tulevat onnistuessaan nostamaan yksittäisen vuoden oman pääoman tuottoa merkittävästi, kuten on käynyt aiemmin Smilen kanssa 2019 sekä BBS:n kanssa 2025. Näin ollen oman pääoman tuottoa tuleekin tarkastella pidemmän aikavälin keskiarvona, jotta saadaan oikea kuva yhtiön

pääoman allokaation onnistumisesta.

Historiassa NoHon pääoman tuotto oli ennen koronaa 2014-2019 välillä keskimäärin hieman alle 17 % (sis. Smilen järjestelyn). Lähihistorian lukujen analysointia vaikeuttaa merkittävästi koronakriisi, joka pilasi tuloksellisesti 2020 ja 2021. Vuosien 2022-2024 oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin noin 9 %, kun koronan velkataakka ja Eezyn alaskirjaukset ovat nakertaneet tulosta. Vuosi 2025 mukaan lukien oman pääoman tuotto kohoaa 2021-2025 ajalla 16 %:iin, kiitos BBS:n irtaantumisen.

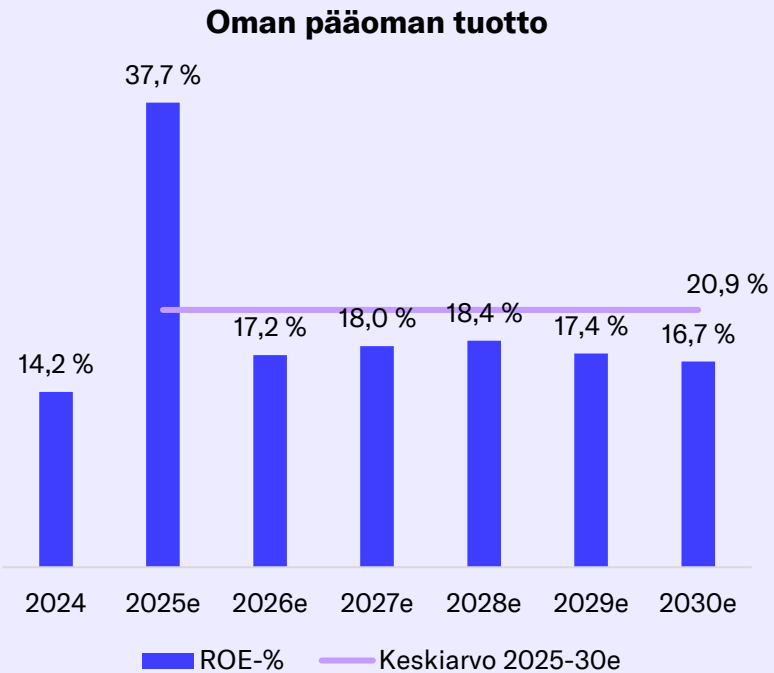
Kokonaisuutena NoHon pääoman tuotot ovat historiassa varsin hyvällä tasolla, kun huomioidaan strategiaan kuuluvat rakennejärjestelyt sekä koronakriisi. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla pitkällä aikavälillä edellytykset yli 20 %:n oman pääoman tuottoihin, kunhan ydinliiketoiminta jatkaa vahvassa tulokunnossa ja isot aika ajoin tapahtuvat rakennejärjestelyt ovat onnistuneita. Kuten jo aiemmin totesimme, jos oman pääoman tuotto on seuraavan 5v aikana keskimäärin 20-25 %, on osake nyt aliarvostettu.

DCF-mallin käytettävyys on heikko

Kassavirtaperusteinen mallinnus NoHon tapauksessa on melko haastavaa korkeiden IFRS16-vastuiden nostaessa mallin velkamäärää. Tästä syystä malli on erittäin herkkä pienillekin oletusmuutoksille. NoHon liiketoiminnallisesta parannuksesta (vakiintunut tulostaso) sekä mallintamisparannuksista huolimatta DCF-malli ei mielestämme sovi vielääkään NoHon käyvän arvon määrittelyyn kovin hyvin. Tästä syystä emme anna DCF:lle arvonmäärittäksessämme painoarvoa.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,08	9,08	9,08
Markkina-arvo	192	193	193
Yritysarvo (EV)	498	487	480
P/E (oik.)	5,6	10,7	9,6
P/E	5,6	10,7	9,6
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,9	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	14,8	12,5	11,7
Osinko/tulos (%)	30,7 %	63,9 %	60,3 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvostus (3/4)

BBS:ssä piilee merkittävää potentiaalia

Olemme hahmotelleet BBS:n luomaa potentiaalia NoHolle. F&B:stä NoHo sai erinomaisen, laskelmiemme mukaan noin 190 %:n tuoton, ennen kuin yhtiö sijoitti sen varat uuteen BBS:n yhtiöön. Tuotto on vielä teoreettinen, sillä euroissa mitattava tuotto nojaa pelkästään mahdollisiin osinkotuottoihin, ja koko arvon realisoiminen vaatii BBS:stä irtaamista. Tänä päivänä NoHon BBS sijoitus on noin 45 MEUR:n arvoinen eli arvonluonti on jatkunut voimakkaana.

Teimme vuodesta 2025 eteenpäin oman ennustemallin BBS:lle, olettaen sen jatkavan yritysostoja velkarahoituksella. On kuitenkin mahdollista, että yritysostoissa käytetään myös omaa osaketta. Tämän mallintaminen on kuitenkin haastavaa ja velkarahoitus antaa suoraviivaisen tavan arvioida BBS:n tulevaisuuden arvoa. Lisäksi yhtiöllä on hyvin tilaa velkabudjetissaan (viim. 12kk nettovelka/käyttökate ~1x), jonka tähden velkarahoitus lienee ensisijainen optio.

Uskomme BBS:n ostavan uutta liikevaihtoa keskimäärin noin 20 MEUR:n edestä vuosittain (yht. 56 MEUR). Samaan aikaan oletamme yhtiön kannattavuuden pysyvän noin 9 %:ssa (2027), mikä kuitenkin saattaa skaalan kasvaessa nousta hieman. Orgaanisesti uskomme yhtiön kasvavan noin 5 %, sillä ymmärtääksemme BBS tulee jatkamaan uusperustantaa kullakin konseptilla.

Lopullinen tuotto on myös riippuvainen irtaantumisen arvostuskertoimesta. Tukea olemme hakeneet ”hyväksytylle” kertoimelle edellisistä transaktioista ja listatuilta fast casual -yhtiöiltä. Ruotsissa Bastard Burgers

myytiin pääomasijoittajalle arviomme mukaan noin 20x käyttökatekertoimella vuonna 2019. Tämä tapahtui kuitenkin nollakorko aikaan, jolloin arvostustasot leijailivat hyvin korkealla. F&B myynti toteutettiin noin 15x ja HC ostettiin 7x liikevoittokertoimella. USA:ssa tunnetuimpia pörssinoteerattuja fast casual –yhtiöitä hinnoitellaan noin 17x liikevoittokertoimilla. Hajontaa aiheuttaa yhtiöiden eri kasvuprofiilit, jolloin kertoimet saattavat kohota hyvinkin korkealle. Muutenkin USA:n osake-markkinoita hinnoitellaan paljon korkeammilla kertoimilla kuin Euroopan tai Helsingin pörssissä noteerattavia yhtiöitä.

Käytämme arvioinnissamme realistista 12x liikevoittokerrointa, mikä tarkoittaa BBS:n olevan kuvitellun transaktion aikaan reilu 180 MEUR:n arvoinen (EV). NoHolle kuuluva velaton osuus on 80 MEUR, mikä tässä skenaariossa tarkoittaisi NoHon saavan noin 30 %:n vuosituoton vuonna 2023 tehdylle BBS-sijoitukselleen. Osakekurssiin tällä olisi luonnollisesti erittäin positiivinen vaikutus.

Korostamme, että laskelma on yksinkertaistettu ja sen tarkoituksena on lähinnä hahmottaa BBS:n potentiaalia NoHon kannalta, mikäli sen kehityksessä onnistutaan yhdessä pääomasijoittajan kanssa. Korostamme, että kyseessä ei ole perusskenaario, vaan ennemmin optimistinen skenaario.

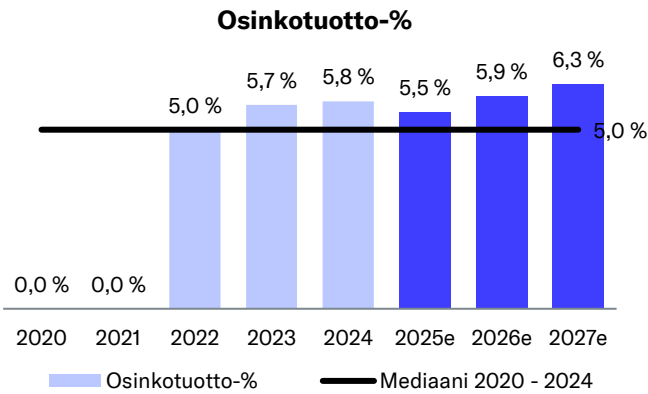
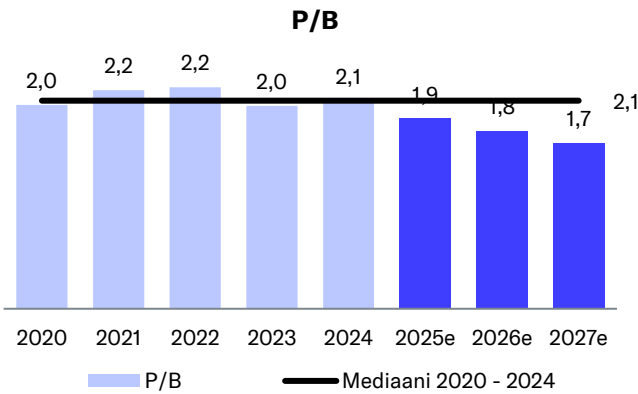
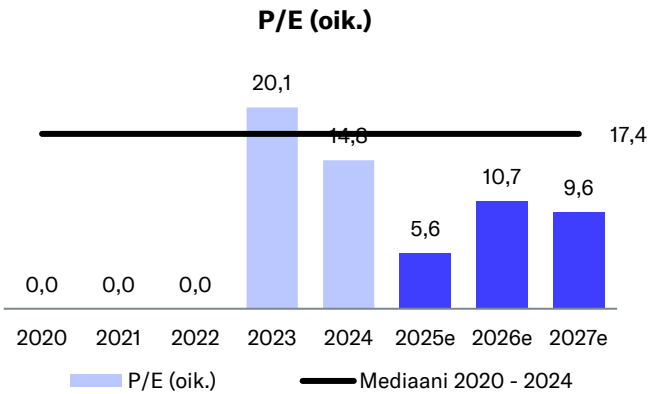
BBS:n skenaariolaskelma

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	72	80	85	102	132	167
Kasvu-%		11 %	7 %	20 %	29 %	26 %
EBIT	6	8	8	9	12	15
EBIT-%	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
Investoinnit				20	20	5
M&A EV/S				0,8x	0,8x	0,8x
M&A uusi liikevaihto				25	25	6
M&A näkyy tänä vuonna				13	25	16
Orgaaninen kasvu			7 %	5 %	5 %	5 %
Nettovelka	10	14	14	28	40	34
Korot	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Verot	-1	-1	-1	-2	-2	-3
NP	5	5	6	6	8	11
Vähemmistö	2	3	3	3	4	5
	F&B	BBS				
Sijoitus						
EV	13	48				
NoHon osuus	9	25				
Irttaantuminen						
EV	36	184				
Markkina-arvo (EV-nettovelat)		150				
NoHon osuus markkina-arvosta	25	80				
Kokonaistuotto	186 %	213 %				

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,06	7,29	7,99	7,54	7,94	9,08	9,08	9,08	9,08
Markkina-arvo	155	140	165	158	167	192	193	193	193
Yritysarvo (EV)	478	436	445	536	537	498	487	480	471
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	20,1	14,8	5,6	10,7	9,6	8,7
P/E	neg.	neg.	>100	20,1	14,8	5,6	10,7	9,6	8,7
P/B	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5
P/S	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	17,1	9,4	5,6	6,0	5,3	5,9	5,5	5,3	5,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	14,0	14,9	12,9	14,8	12,5	11,7	10,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	552,0 %	114,6 %	85,7 %	30,7 %	63,9 %	60,3 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,7 %	5,8 %	5,5 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

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	873	2160	13,4	12,6	7,6	7,3	0,9	0,8	13,7	12,0	1,8	1,8	2,0
BJ's Restaurants	619	665	14,6	13,2	5,8	5,4	0,6	0,5	15,0	13,8		0,8	1,9
Ibersol	409	587	22,4	16,6	5,0	4,6	1,1	1,1	37,2	23,3	6,0	2,8	1,3
Bloomin' Brands	501	1257	11,2	10,1	4,8	4,5	0,4	0,4	6,6	6,1	8,5	9,3	1,5
Berjaya Food	118	235				55,9	2,0	1,8			67,8	67,8	2,3
Mitchells & Butlers	1752	3272	8,7	8,6	6,2	6,1	1,0	1,0	8,6	8,3			0,6
Young & Co's Brewery	515	905	11,1	11,0	7,0	6,9	1,6	1,6	12,9	12,9	2,8	3,0	63,1
Nordrest	257	245	12,8	11,0	10,0	8,7	1,1	1,0	18,9	15,5	2,6	3,2	12,8
Marston's	264	1713	9,6	9,3	7,5	7,2	1,6	1,6	4,6	4,1			0,3
Darden Restaurants	21055	24023	19,3	17,4	14,3	13,0	2,3	2,2	22,2	19,8	2,7	2,9	11,2
NoHo Partners (Inderes)	192	498	14,8	12,5	5,9	5,5	1,3	1,2	5,6	10,7	5,5	5,9	1,9
Keskiarvo	2405	3206	16,0	12,7	7,2	11,2	1,2	1,1	15,5	12,9	13,2	11,4	9,7
Mediaani	501	905	13,1	11,8	6,6	6,9	1,1	1,0	13,7	12,9	2,8	2,9	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			13 %	6 %	-11 %	-19 %	19 %	17 %	-59 %	-17 %	98 %	104 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

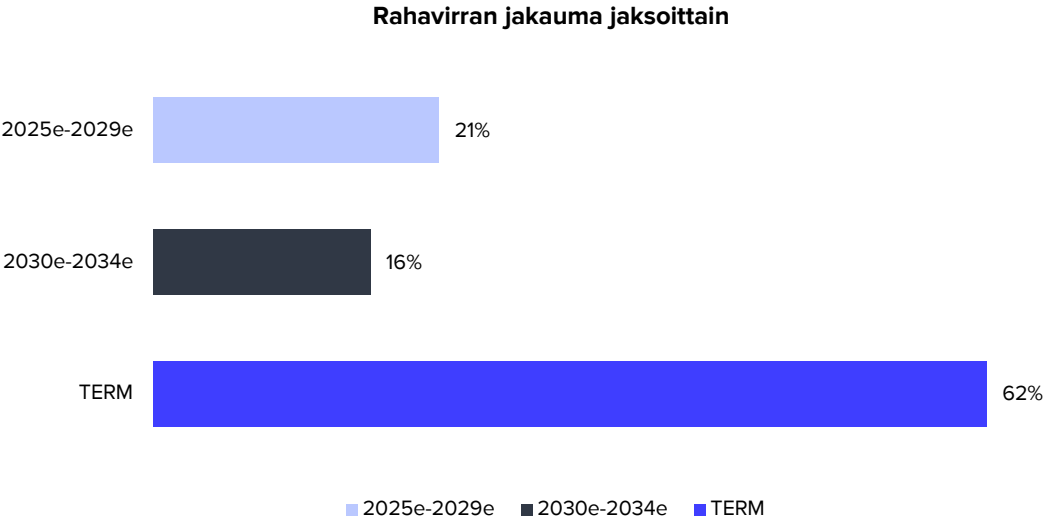
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	14,7 %	-12,4 %	7,4 %	5,8 %	5,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,7 %	8,9 %	9,4 %	9,3 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	41,6	33,3	37,6	39,6	41,8	41,6	42,9	41,7	42,9	44,2	44,9	
+ Kokonaispoistot	59,8	51,2	48,9	49,2	50,3	51,3	52,5	53,8	55,1	56,5	57,9	
- Maksetut verot	-3,5	-0,3	-4,6	-5,0	-5,0	-5,6	-5,8	-5,5	-5,7	-5,9	-8,7	
- verot rahoituskuluista	-4,0	0,3	-3,3	-3,0	-2,8	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-0,3	
+ 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	0,1	3,8	3,2	3,3	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	1,1	
Operatiivinen kassavirta	112	76,8	82,4	84,1	87,5	86,5	88,7	89,1	91,5	93,9	94,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,3	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-64,4	15,3	-48,8	-53,4	-54,8	-56,6	-58,2	-59,9	-61,7	-63,5	-60,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	46,0	90,3	33,6	30,7	32,7	29,9	30,5	29,2	29,8	30,5	34,5	
+/- Muut	0,0	-69,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	46,0	20,5	33,6	30,7	32,7	29,9	30,5	29,2	29,8	30,5	34,5	674
Diskontattu vapaa kassavirta		20,0	30,8	26,4	26,3	22,5	21,6	19,3	18,5	17,7	18,8	368
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		590	570	539	512	486	464	442	423	404	386	368
Velaton arvo DCF		590										
- Korolliset velat		-357										
+ Rahavarat		14,8										
-Vähemmistöosuus		-28,7										
-Osinko/pääomapalautus		-9,7										
Oman pääoman arvo DCF		247										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,7										

Pääoman kustannus (WACC)

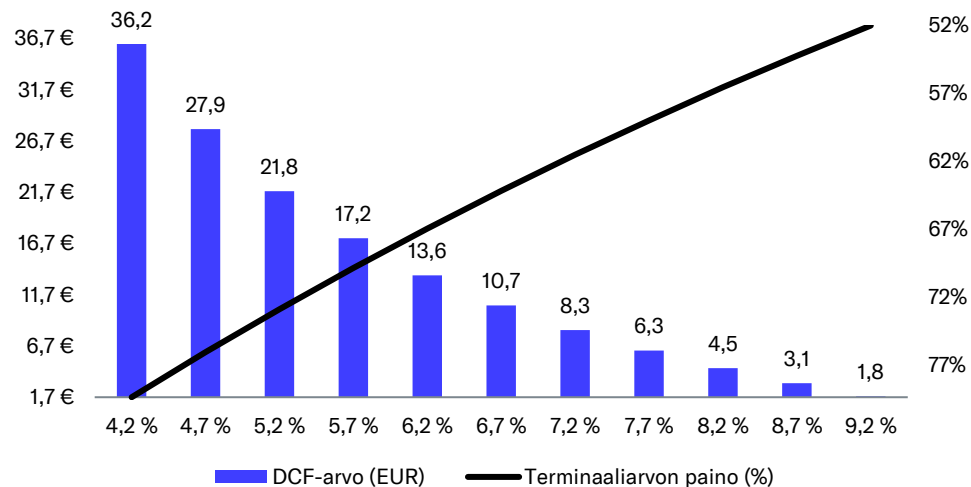
Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %

Lähde: Inderes

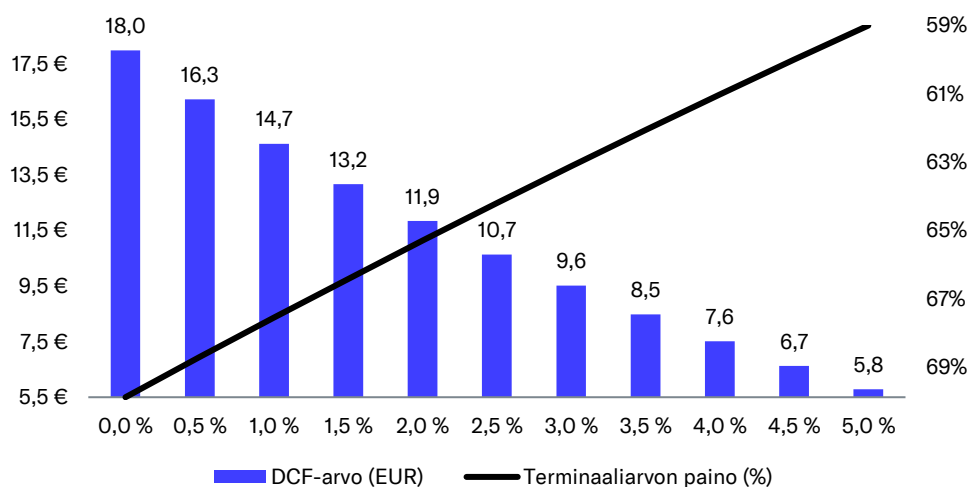


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

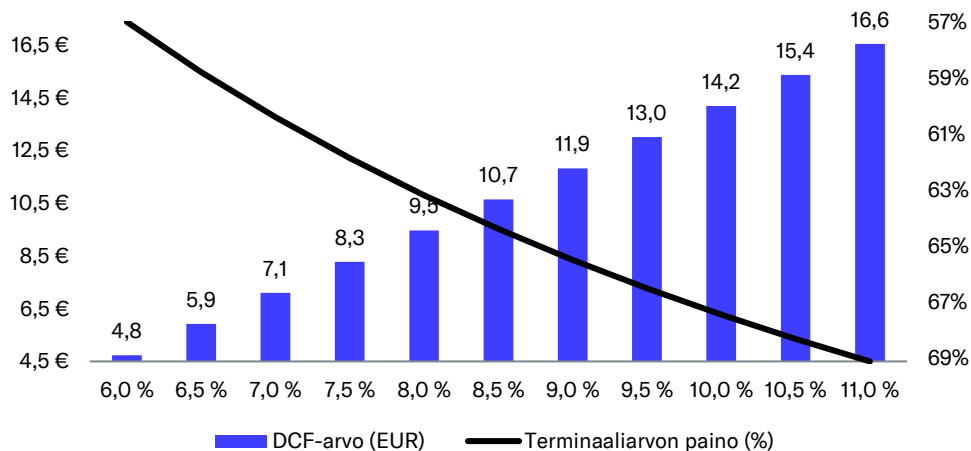
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



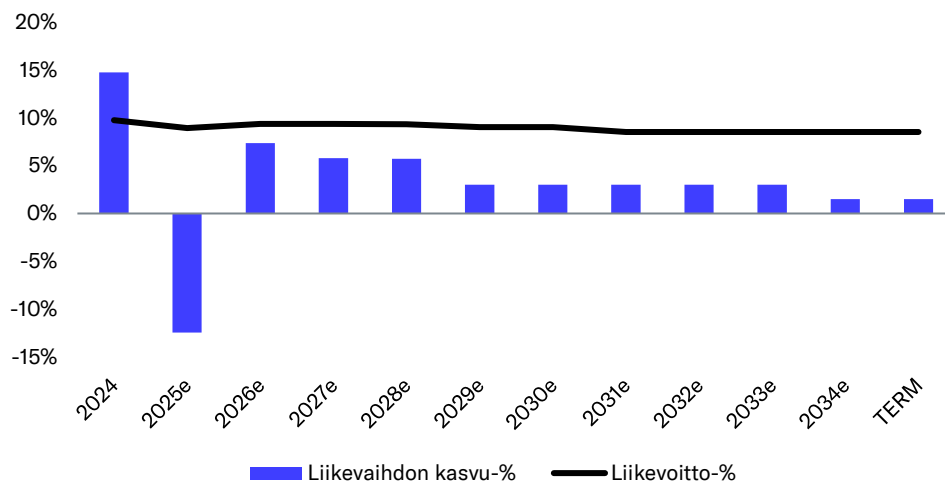
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	377,2	414,8
Käyttökate	79,5	89,1	101,4	84,9	87,9
Liikevoitto	31,7	36,0	41,6	33,7	38,9
Voitto ennen veroja	9,2	13,0	18,0	39,1	24,5
Nettovoitto	1,5	7,9	11,3	34,4	17,9
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	539,9	544,7
Oma pääoma	82,0	106,8	102,8	111,5	118,9
Liikearvo	141,0	181,3	193,4	147,0	147,0
Nettovelat	290,6	349,2	341,8	315,3	303,8

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	79,5	89,1	101,4	84,9	87,9
Nettokäyttöpääoman muutos	1,8	4,5	17,8	0,5	5,2
Operatiivinen kassavirta	73,3	86,9	111,7	77,5	84,8
Investoinnit	-64,4	-149,4	-64,4	10,3	-50,0
Vapaa kassavirta	21,3	-54,5	46,0	16,2	34,9

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	5,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	14,0	14,9	12,9	14,7	12,5
P/E (oik.)	>100	20,1	14,8	5,5	10,7
P/B	2,2	2,0	2,1	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	5,8 %	5,5 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,07	0,38	0,54	1,63	0,85
EPS (oikaistu)	0,07	0,38	0,54	1,63	0,85
Operat. Kassavirta / osake	3,54	4,14	5,32	3,67	4,00
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,03	-2,60	2,19	0,77	1,65
Omapääoma / osake	3,61	3,72	3,82	4,79	5,11
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 %	-12 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	72 %	12 %	14 %	-16 %	3 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-3622 %	13 %	16 %	-19 %	15 %
EPS oik. kasvu-%	-113 %	418 %	43 %	204 %	-48 %
Käyttökate-%	25,4 %	23,9 %	23,7 %	22,5 %	21,2 %
Oik. Liikevoitto-%	10,1 %	9,7 %	9,7 %	8,9 %	9,4 %
Liikevoitto-%	10,1 %	9,7 %	9,7 %	8,9 %	9,4 %
ROE-%	2,2 %	10,3 %	14,2 %	37,9 %	17,1 %
ROI-%	8,6 %	9,3 %	9,0 %	7,8 %	9,6 %
Omavaraisuusaste	18,1 %	18,5 %	17,6 %	20,7 %	21,8 %
Nettovelkaantumisaste	354,4 %	326,9 %	332,5 %	282,7 %	255,5 %

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 tulevista. 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 suositus 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 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 palkitsemista 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.

Suositushistoria (>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 €
16/02/2024	Osta	10,00 €	8,20 €
02/04/2024	Osta	10,00 €	7,94 €
08/05/2024	Osta	10,00 €	8,24 €
07/08/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
30/10/2024	Osta	9,00 €	7,14 €
06/11/2024	Osta	9,00 €	7,38 €
13/02/2025	Osta	10,00 €	8,80 €
07/05/2025	Lisää	10,50 €	9,45 €
05/08/2025	Lisää	10,00 €	8,98 €
15/09/2025	Lisää	10,00 €	9,08 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yritys. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yrityksenä 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.**