

# NOHO PARTNERS

13.02.2025 08.10 EET



Arttu Heikura  
358400828098  
arttu.heikura@inderes.fi



Sauli Vilén  
358440258908  
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Hyvät eväät tulokasvulle

NoHon Q4 oli jokaisen pääriivin osalta kasvun täyteinen. Tilikauden ohjeistus lupaa tulokasvua ja mahdollisia yrittysjärjestelyitä kansainvälisellä rintamalla. Näkemyksemme mukaan yhtiö omaa selvät edellytykset tulokasvulle ja siihen liittynyt epävarmuus on silmissämme pienentynyt oleellisesti 2024 aikana. Tämän myötä nostamme tavoitehintamme 10,5 (aik. 9,0) euroon. Toistamme osta-suosituksemme osakkeen tuotto-odotuksen ollessa edelleen herkullinen.

## Takana erinomainen kvartaali

NoHon liikevaihto kasvoi Q4:llä 12 % 120 MEUR:oon. Liikevaihto kasvoi Suomessa 8 % pääasiassa tapahtuma- ja Fast food –ravintoloiden vetämänä. KV-liiketoiminnalle (+20 %) vetoapua toi Triple Trading –yhtysosto ja HolyCow:n vahva orgaaninen kehitys. Kasvu Fast food –konsepteissa jatkui uusien yksiköiden sekä hyvän vertailukelpoisen liikevaihdon kehityksen ajamana. Pidämmekin Fast food –konsepteja ja niiden kasvua NoHon arvonluonnin kannalta oleellisina komponentteina, sillä näiden pääomantuotot ovat konsernin kärkeä. Vahva kasvu heijastui myös kannattavuuteen, joka Q4:llä kohosi erittäin korkealle 12,6 %:n tasolle. Tulokasvua tuki suuremmat volyymit, Suomen parantunut materiaalikate sekä molempien liiketoiminta-alueiden noussut tehokkuus (ml. BBS synergiat). Parantunut tulostaso sekä vahva rahavirta mahdollistavat edellisuotta korkeamman voitonjaon (2024 0,46 vs. 2023 0,43 euroa per osake).

## Vuosi tuo tullessaan tulokasvua ja yrittysjärjestelyitä

Vuoden 2025 ohjeistuksen pääviesti oli odotusten mukainen, viitoittaen Suomen kannattavuuden pysyvän nykyisellä hyvällä tasollaan ja konsernin osakekohtaisen tuloksen paranevan. Liikevaihto-ohjeistuksen poistuminen näkemyksemme mukaan viestii KV-liiketoiminnan tulevasta yrittysjärjestelyistä, koskien eritoten BBS:n laajentumista ja/tai mahdollisia irtaantumisia tai fuusioita muissa hyvin skaalautuvissa ravintolakonsepteissa. BBS:n arvonluonti perustuu kuolemanlaakson ylittäneiden paikallisten hampurilaiskonseptien ostamiseen, skaalaamiseen ja lopulta

myymiseen hyvin kertoimin, kun taas jälkimmäisillä yhtiö pyrkii luomaan omistaja-arvoa, joko myymällä hyvin kehittyntä liiketoimintaa ostopetkeä korkeammilla kertoimilla tai vaihtoehtoisesti etsiä tapaa tehostaa liiketoiminnan tehokkuutta, esimerkiksi ostotoimintojen kautta. Ennusteamme eivät huomioi tulevaisuuden järjestelyitä niiden heikon ennustettavuuden vuoksi, mutta pidämme niiden odotusarvoa sijoittajille positiivisena.

## Tulokasvun edellytykset parantuneet merkittävästi

Näkemyksemme mukaan NoHon edellytykset osakekohtaisen tuloksen kasvulle ovat parantuneet ja tähän liittyvä epävarmuus on myös laskenut selvästi. Taustalla suurimpina tekijöinä vaikuttaa Eezyistä irtautuminen Q1’24 sekä uusien rahoitussopimusten myötä pienentyvät rahoituskustannukset, jotka ovat viimevuosina olleet tekijät liikevoiton kehitykseen nähden vaisun EPS-kasvun taustalla. Lisäksi yhtiö on todistanut 2022-2024 välillä kykenevänsä tekemään korkeaa ~10% marginaalia myös vaikeassa markkinassa. Lisämausteen kasvulle tuo Pohjoismaiden oletetusti paraneva markkinaympäristö, jonka pitäisi tukea myös NoHon toimialaa. Vaikka yökerhomarkkina vaikuttaa jatkuvan melko heikkona läpi kuluvan vuoden, tulee NoHon monilonkeroinen ravintolaportfolio ja toteutuneet yrittysostot tukemaan yhtiön kasvua läpi vuoden. Ennustamme NoHolta lähivuosilta reipasta yli 20 %:n vuotuista EPS-kasvua.

## Osakkeen tuotto-odotus on houkutteleva

NoHon osakkeen keskeinen ajuri keskipitkällä aikavälillä on arvostustason korjaantuminen nykyisiltä melko matalilta tasoilta. Seuraavan 2025 P/E-kertoimen (12x) korjaantuminen kohti käypänä näkemäämme ~14x tasoa tarjoaisi jo itsessään 15 %:n tuotto-odotuksen. Kertoimia on osaltaan rajoittanut näkemyksemme mukaan EPS-kasvun puute sekä yleisesti matalasti arvostettu Helsingin pörssi. Kertoimien nousuvara yhdistettynä noin 6 %:n osinkotuottoon nostaa osakkeen tuotto-odotuksen hyvälle tasolle, etenkin kun se suhteutetaan laskeneeseen riskitasoon.

## Suositus

### Osta

(aik. Osta)

## Tavoitehintaa:

### 10,50 EUR

(aik. 9,00 EUR)

## Osakekurssi:

8,80

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                  | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto      | 427   | 467   | 510   | 545   |
| kasvu-%          | 15 %  | 9 %   | 9 %   | 7 %   |
| EBIT oik.        | 41,6  | 43,9  | 48,4  | 51,7  |
| EBIT-% oik.      | 9,7 % | 9,4 % | 9,5 % | 9,5 % |
| Nettotulos       | 11,3  | 15,0  | 18,1  | 20,4  |
| EPS (raportoitu) | 0,54  | 0,71  | 0,85  | 0,96  |
| P/E              | 14,8  | 12,4  | 10,3  | 9,2   |
| P/B              | 2,1   | 2,2   | 2,0   | 1,8   |
| Osinkotuotto-%   | 5,8 % | 5,7 % | 6,2 % | 6,5 % |
| EV/Liikevaihto   | 1,3   | 1,2   | 1,1   | 1,0   |

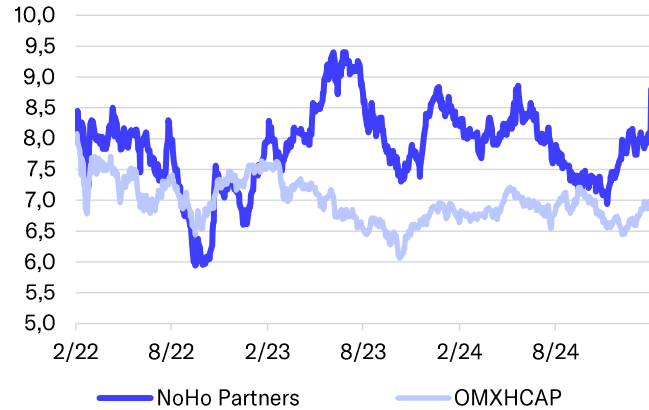
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

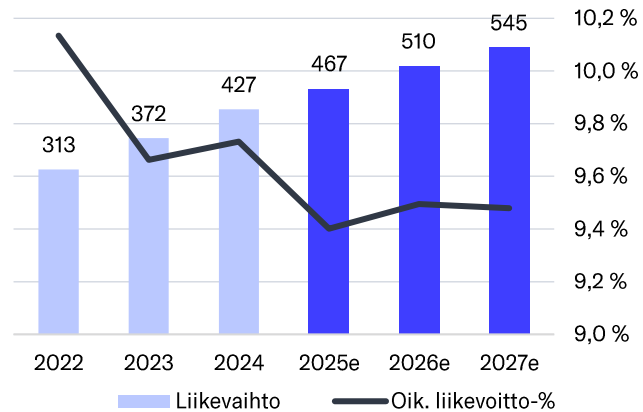
NoHo Partners arvioi, että tilikaudella 2025 Suomen liiketoiminnan kannattavuus pysyy nykyisellä hyvällä tasolla (2024 EBIT-% : 10,2 %) ja konsernin osakekohtainen tulos (2024 EPS: 0,54 euroa) kasvaa.

## Osakekurssi



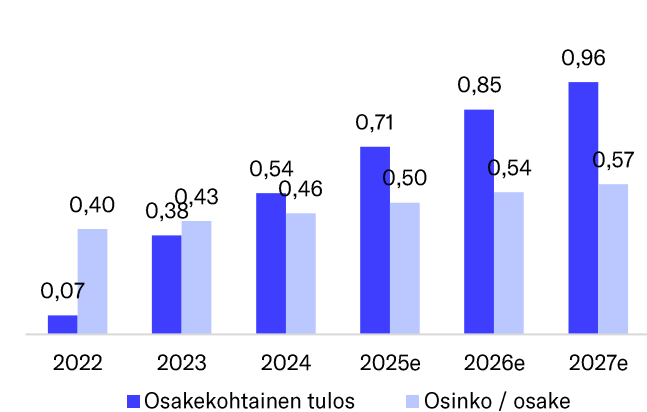
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Norjan ja Tanskan kannattava kasvu
- Suomen isot kaupunkihankkeet
- Monistettavien ravintolakonseptien skaalaus
- BBS:n arvonnousu ja irtaantuminen

## Riskitekijät

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

| Arvostustaso            | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>      | 8,80   | 8,80   | 8,80   |
| <b>Markkina-arvo</b>    | 186    | 186    | 186    |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>  | 541    | 536    | 532    |
| <b>P/E (oik.)</b>       | 12,4   | 10,3   | 9,2    |
| <b>P/E</b>              | 12,4   | 10,3   | 9,2    |
| <b>P/B</b>              | 2,2    | 2,0    | 1,8    |
| <b>P/S</b>              | 0,4    | 0,4    | 0,3    |
| <b>EV/EBITDA</b>        | 5,2    | 5,0    | 4,7    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>   | 12,3   | 11,1   | 10,3   |
| <b>Osinko/tulos (%)</b> | 70,2 % | 63,3 % | 59,5 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 5,7 %  | 6,2 %  | 6,5 %  |

Lähde: Inderes

# Erinomainen kannattavuus syöksi tuloksen voimakkaaseen kasvuun

## Vahva kasvu haastavasta markkinasta huolimatta

NoHon Q4-liikevaihto kasvoi vertailukaudesta 12 %:lla 120 MEUR:oon. Konsernin kasvua ajoi Suomen liiketoiminta (+8 %) ja eritoten KV-liiketoiminta (22 %). Suomen sisällä Ruoka- (11 %) ja Fast Food -ravintolat (18 %) kehittyivät suotuisasti, kun taas Viihderavintoloiden ravintolakohtainen kehitys oli odotetun vaisua laahaavan markkinan ja osittaisen korjausvelan takia. KV-ravintoloiden osalta kehitys oli Sveitsissä erittäin vahvaa (+20 %) terveen kuluttajaostovoiman ja toimivaksi todetun HolyCow -konseptin ansiosta. Tanskan luvuissa (+76 %) näkyi Triple Trading -yritysosto. Norjan liikevaihto laski 7 %, joka oli seurausta haastavasta yökerhomarkkinasta. Markkinaheikkoudella oli NoHon lukuihin varsin vähäinen vaikutus.

## Volyymikasvu ja tehokkuus näkyivät alemmilla riveillä

Yhtiön kannattavuus oli jälleen kerran erinomaisella tasolla, mikä kuvastaa NoHon operatiivisia kykyjä sopeutua

vaihteleviin kysyntätilanteisiin uhraamatta marginaalejaan. Q4:n liikevoitto parani 15,1 MEUR:oon (12,6 % liikevaihdosta) korkeamman liikevaihdon ja tehokkuuden ansiosta. Suomen liiketoiminnan kannattavuus oli järjestyttävän hyvällä 13,7 %:n tasolla, jota näkemyksemme mukaan tuki parantunut materiaalikate ja erinomainen operatiivinen tehokkuus sekä onnistunut tapahtumamyynä. Ulkomailla kannattavuutta (9,7 % liikevaihdosta) puolestaan tuki noussut tehokkuus ja HolyCow:n synergiat. Kannattavuushaasteet ulkomailla on näkemyksemme mukaan nyt takanapäin ja NoHo on osoittanut kyvykkyytensä tehdä 9 %:n tuntumassa olevaa suhteellista liikevoittoa myös Suomen ulkopuolella. Erinomaisen kannattavuuden ansiosta kertaeristä oikaistu EPS (0,34 euroa) parani vertailukaudesta reilu 20 %:lla. NoHon hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle odotusten mukaista 0,46 euron osakekohtaista osinkoa.

## Rahavirta ja tase paremmassa asennossa

Tilikauden 2024 operatiivinen rahavirta parani

vertailukaudesta 75 MEUR:oon (2023: 71 MEUR) nousseen tuloksen ansiosta. Tästä orgaaniset investoinnit (CAPEX), yrityskaupat ja vuokramaksut vähennettynä asettui vapaa rahavirta reilu 20 MEUR:oon. Vapaan rahavirran ja nousseen tuloksen ansiosta yhtiön taseasema niin ikään parani. Nettovelan ja käyttökatteen (pl. IFRS 16 erät) suhde laski lähelle yhtiön tavoittelemaa 2x tasoa (2024: 2,4 vs. 2023: 3x). Tämä, yhdessä keventyvän lainojen takaisinmaksuohjelman kanssa, tarjoaa yhtiölle muskeleita toteuttaa yritysostoja lähitulevaisuudessa, joista ensimmäinen saatiin joulukuussa H5 Ravintoloiden kaupalla. Huomautamme lisäksi, että BBS:n velka-asemaa tarkastellaan NoHosta eriytettynä. Siten BBS:n noin 1x tasolla oleva velka-aste tarjoaa NoHolle arviomme mukaan reilu 30 MEUR lisävoimaa mahdolliselle maantieteelliselle laajentumiselle, jonka yhtiö odottaa tekevänsä lähitulevaisuudessa.

| Ennustetutalukko     | Q4'23    | Q4'24      | Q4'24e  | Q4'24e    | Konsensus | Erotus (%) | 2024       |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------------|------------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin       | Toteutunut |
| Liikevaihto          | 107      | 120        | 118     | 119       | -         | 2 %        | 427        |
| Liikevoitto          | 10,6     | 15,1       | 12,3    | 12,7      | -         | 23 %       | 41,5       |
| Tulos ennen veroja   | 4,3      | 8,8        | 6,8     | 7,8       | -         | 29 %       | 17,9       |
| EPS (raportoitu)     | 0,15     | 0,32       | 0,19    | 0,19      | -         | 68 %       | 0,54       |
| Osinko/osake         | 0,43     | 0,46       | 0,47    | 0,47      | -         | -2 %       | 0,46       |
| Liikevaihdon kasvu-% | 21,6 %   | 12,0 %     | 9,7 %   | 11,5 %    | -         | 2,3 %-yks. | 14,7 %     |
| Liikevoitto-%        | 9,9 %    | 12,6 %     | 10,5 %  | 10,6 %    | -         | 2,1 %-yks. | 9,7 %      |

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

## NoHo Partners Q4'24: Ennätystulos kilistelyn paikka



# Ennustemuutokset jäivät vähäisiksi

## Ohjeistuksen muotoilu muuttui, mutta kasvu tulee jatkumaan

NoHo arvioi, että tilikaudella 2025 Suomen liiketoiminnan kannattavuus pysyy nykyisellä hyvällä tasolla (2024 EBIT-%: 10,2 %) ja konsernin osakekohtainen tulos (2024: 0,54 euroa) kasvaa. Arviomme mukaan liikevaihdon ja kansainvälisen liiketoiminnan ohjeistamatta jättäminen ei tarkoita näiden osa-alueiden kasvuhalujen kaikonneen, vaan muotoilun muutos johtuu puhtaasti tulevista yritysjärjestelyistä. Ohjeistus vaikuttaa silmäämme realistiselta ja näemme tuloskasvulle selvät ajurit, sillä osan EPS-kasvusta syöneet rahoituskustannukset tulevat 2025 laskemaan merkittävästi (~5 MEUR).

## Rakennejärjestelyjä luvassa

Lavea ohjeistus viestii siitä, että KV-liiketoiminnan järjestelyjen todennäköisyys 2025 aikana on melko korkea, jolloin osa osaksi NoHoa konsolidoidusta liikevaihdesta

saattaa pudota konserniraportoinnin ulkopuolelle (mutta NoHon omistajille kuuluva tulososuus silti näkyisi nettotuloksessa). Näemme, että järjestelyjä voitaisiin tehdä seuraavasti: 1) BBS:n laajentuminen kolmanteen maahan (joka laskisi NoHon äänivallan BBS:sä alle 50 %:n) tai 2) järjestelyt muissa skaalautuvissa konsepteissa (Camping, Triple Trading, Hook, Hanko Aasia jne.) omistaja-arvon luomiseksi (myyntejä/ fuusioita). Liiketoimintojen myyntien todennäköisyyttä mielestämme laskee rahoitusmarkkinoiden kireä tila, joka on edellisten vuosien aikana laskenut hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia. Toisin sanoen paremmassa ympäristössä NoHo voisi saada myytyä liiketoimintoja korkeammilla arvostustasoilla. Tätä kokonaisuutta peilaten, fuusiot, joilla yhtiö hankkii suurempaa skaalaa ostovolyymeihin yhdistymällä saman kaltaisen toimijan kanssa, ovat mielestämme todennäköisempiä. Toinen keino saavuttaa ostotoimintoihin synergiaa suuremmista volyymeistä voisi olla

vähittäiskaupassa nähdyt ostokonsortiot.

## Ennustemuutokset mittaluokassaan marginaalisia

Teimme pientä hienosäätöä ennusteisiimme pääasiassa Q4:n toteuman ja raportin sisällön perusteella. Odotamme konsernin kasvun jatkuvan reippaalla tahdilla toteutuneiden yritysostojen sekä Fast food –konseptien laajenemisen turvin. Ennustamme NoHon kannattavuuden säilyvän 10 %:n tuntumassa, jonka yhtiö on viimeisten muutaman vuoden aikana todistanut hyvinkin kestäväksi tasoksi.

| Ennustemuutokset      | 2024  | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR            | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto           | 425   | 427   | 1 %    | 464   | 467   | 1 %    | 503   | 510   | 1 %    |
| Liikevoitto           | 38,8  | 41,6  | 7 %    | 42,6  | 43,9  | 3 %    | 47,8  | 48,4  | 1 %    |
| Tulos ennen veroja    | 15,9  | 18,0  | 13 %   | 26,0  | 25,4  | -2 %   | 31,8  | 30,5  | -4 %   |
| EPS (oik.)            | 0,41  | 0,54  | 30 %   | 0,71  | 0,71  | 0 %    | 0,87  | 0,85  | -2 %   |
| Osakekohtainen osinko | 0,47  | 0,46  | -2 %   | 0,50  | 0,50  | 0 %    | 0,53  | 0,54  | 2 %    |

Lähde:  
Inderes

## NoHo Partners, Webcast, Q4'24



# Tuotto-odotus säilyy houkuttelevana

## Absoluuttisesti hinnoittelu vaikuttaa varsin houkuttelevalta

NoHon Eezyn alaskirjauksesta oikaistu 2024 tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 15x ja lähivuosien osalta P/E pyörii 10x molemmin puolin. Eteenpäin katsovia tasoja voidaan mielestämme pitää houkuttelevana, kun huomioidaan yhtiön hyvät tulokasvunäkymät, laskenut operatiivinen riskitaso sekä tulokasvuun liittyneen epävarmuuden pientyminen. Tulokasvukorjattu PEG-kerroin (2024 0,7x) on alle 1x, jolloin osakkeen tulokasvupotentiaalia ei ole täysimääräisesti hinnoiteltu osakekurssiin.

Sijoittajien on myös tärkeä huomioida, että pitkistä IFRS 16 - vastuista johtuen NoHon poistot ovat todellisia kassavirtaperusteisia vuokratuloja suuremmat, ja tällä on noin 0,15 euron negatiivinen vaikutus EPS:ään. Tämä huomioiden yhtiön P/E-kertoimet laskevat lähivuosille selvästi alle 10x tasolle, mitä voidaan pitää jo erittäin houkuttelevana tasona nykymuotoiselle NoHolle.

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

yhtiölle oleellisesti nykyistä korkeampia arvostuskertoimia ennen kuin talouden kuva selkeytyy. Tällä hetkellä vaikuttaa siltä, että talouden elpyminen voisi käynnistyä kuluvana vuonna.

## Tuotto-odotus on kärsivälliselle sijoittajalle erinomainen

NoHon osakkeen keskeinen ajuri on mielestämme osakekohtaisen tuloksen kasvu. Ennustamamme tulokasvun realisoituessa pitäisi tarjota osakkeelle hyvä tuotto-odotus, sillä eteenpäin katsovat arvostuskertoimet ovat alhaiset. Kertoimien korjaantuminen tulee kuitenkin todennäköisesti vaatimaan taloussympäristön parantumista (jolla olisi suora positiivinen vaikutus Helsingin pörssin arvostustasoihin) sekä tulokasvun jatkumista. Ilman tulokasvua, on osake mielestämme oikein hinnoiteltu.

Kertoimien nousuvaran lisäksi osakkeen osinkotuotto liikkuu 6 %:n tienoilla, mitkä yhdessä nostavat osakkeen kokonaistuotto-odotuksen yli 20 %:n tason. Tämä ylittää asettamamme tuottovaateen reippaasti, jolloin osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta voidaan pitää hyvin houkuttelevana, mikä myös perustelee positiivista näkemystä osakkeen suhteen.

NoHon liiketoimintamalliin kuuluu olennaisena osana kasvuun investoiminen muun muassa yrityskaupoilla ja valikoiduilla laajentumisilla. Pitkällä aikavälillä yhtiön arvionluonnin kannalta pääoman allokointi ja siinä onnistuminen ovatkin keskiössä, sillä yhtiö investoi jatkuvasti merkittäviä määriä pääomaa takaisin liiketoimintaansa. Näin ollen saavutettu pääoman tuotto ratkaisee lopulta osakkeen arvion kehityksen. Yhtenä keskeisenä arvoajurina on luonnollisesti myös BBS, joka tullaan 2-4v periodilla takuu varmasti irrottamaan konsernista pääomasijoittajan irtaantumisen yhteydessä.

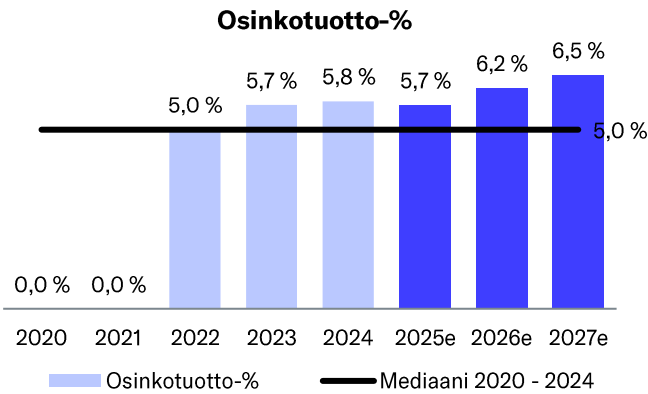
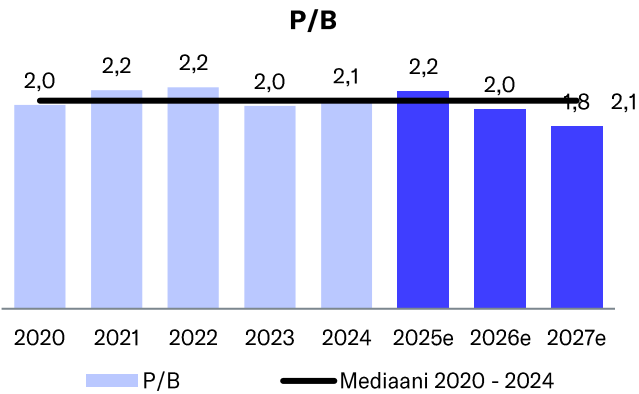
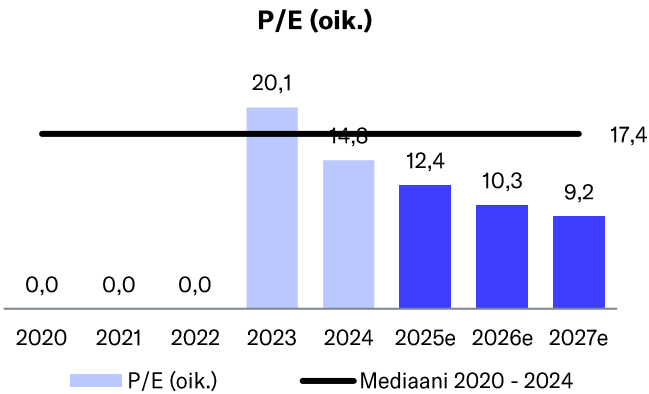
| Arvostustaso     | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 8,80   | 8,80   | 8,80   |
| Markkina-arvo    | 186    | 186    | 186    |
| Yritysarvo (EV)  | 541    | 536    | 532    |
| P/E (oik.)       | 12,4   | 10,3   | 9,2    |
| P/E              | 12,4   | 10,3   | 9,2    |
| P/B              | 2,2    | 2,0    | 1,8    |
| P/S              | 0,4    | 0,4    | 0,3    |
| EV/EBITDA        | 5,2    | 5,0    | 4,7    |
| EV/EBIT (oik.)   | 12,3   | 11,1   | 10,3   |
| Osinko/tulos (%) | 70,2 % | 63,3 % | 59,5 % |
| Osinkotuotto-%   | 5,7 %  | 6,2 %  | 6,5 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso     | 2020  | 2021  | 2022    | 2023    | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|------------------|-------|-------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 8,06  | 7,29  | 7,99    | 7,54    | 7,94   | 8,80   | 8,80   | 8,80   | 8,80   |
| Markkina-arvo    | 155   | 140   | 165     | 158     | 167    | 186    | 186    | 186    | 186    |
| Yritysarvo (EV)  | 478   | 436   | 445     | 536     | 537    | 541    | 536    | 532    | 525    |
| P/E (oik.)       | neg.  | neg.  | >100    | 20,1    | 14,8   | 12,4   | 10,3   | 9,2    | 8,3    |
| P/E              | neg.  | neg.  | >100    | 20,1    | 14,8   | 12,4   | 10,3   | 9,2    | 8,3    |
| P/B              | 2,0   | 2,2   | 2,2     | 2,0     | 2,1    | 2,2    | 2,0    | 1,8    | 1,6    |
| P/S              | 1,0   | 0,8   | 0,5     | 0,4     | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA        | 17,1  | 9,4   | 5,6     | 6,0     | 5,3    | 5,2    | 5,0    | 4,7    | 4,4    |
| EV/EBIT (oik.)   | neg.  | neg.  | 14,0    | 14,9    | 12,9   | 12,3   | 11,1   | 10,3   | 9,5    |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 552,0 % | 114,6 % | 85,7 % | 70,2 % | 63,3 % | 59,5 % | 60,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 0,0 % | 0,0 % | 5,0 %   | 5,7 %   | 5,8 %  | 5,7 %  | 6,2 %  | 6,5 %  | 7,3 %  |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |             | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B        |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|------------|
|                                  |                       |                    | 2025e       | 2026e       | 2025e        | 2026e        | 2025e          | 2026e       | 2025e       | 2026e       | 2025e          | 2026e       | 2025e      |
| J D Weatherspoon                 | 876                   | 2171               | 12,4        | 11,9        | 7,2          | 6,9          | 0,9            | 0,8         | 12,1        | 10,7        | 2,0            | 2,0         | 1,6        |
| BJ's Restaurants                 | 762                   | 825                | 21,8        | 20,0        | 6,9          | 6,7          | 0,6            | 0,6         | 23,5        | 21,0        | 0,8            | 0,8         | 2,0        |
| Ibersol                          | 334                   | 474                | 13,8        | 11,7        | 4,3          | 3,9          | 1,0            | 0,9         | 18,8        | 14,6        | 2,7            | 6,2         | 0,9        |
| Bloomin' Brands                  | 945                   | 1927               | 8,9         | 8,6         | 4,9          | 4,7          | 0,5            | 0,5         | 6,5         | 5,7         | 9,0            | 9,8         | 2,4        |
| Berjaya Food                     | 155                   | 313                |             | 48,6        | 38,4         | 23,5         | 2,4            | 2,1         |             |             | 54,8           | 54,8        | 2,2        |
| Mitchells & Butlers              | 1661                  | 3370               | 8,9         | 8,7         | 6,2          | 6,1          | 1,0            | 1,0         | 8,3         | 7,9         |                |             | 0,5        |
| Young & Co's Brewery             | 528                   | 946                | 11,2        | 11,2        | 7,0          | 7,0          | 1,6            | 1,6         | 12,5        | 12,4        | 2,9            | 3,0         | 61,3       |
| <b>NoHo Partners (Inderes)</b>   | <b>186</b>            | <b>541</b>         | <b>12,3</b> | <b>11,1</b> | <b>5,2</b>   | <b>5,0</b>   | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b>  | <b>12,4</b> | <b>10,3</b> | <b>5,7</b>     | <b>6,2</b>  | <b>2,2</b> |
| <b>Keskiarvo</b>                 | <b>607</b>            | <b>1152</b>        | <b>12,0</b> | <b>19,4</b> | <b>9,6</b>   | <b>7,5</b>   | <b>1,0</b>     | <b>0,9</b>  | <b>12,9</b> | <b>11,4</b> | <b>11,1</b>    | <b>11,8</b> | <b>9,6</b> |
| <b>Mediaani</b>                  | <b>528</b>            | <b>825</b>         | <b>11,2</b> | <b>11,7</b> | <b>6,2</b>   | <b>6,1</b>   | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>  | <b>12,1</b> | <b>10,7</b> | <b>2,9</b>     | <b>6,2</b>  | <b>2,1</b> |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>11 %</b> | <b>-5 %</b> | <b>-16 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>35 %</b>    | <b>28 %</b> | <b>2 %</b>  | <b>-4 %</b> | <b>98 %</b>    | <b>-1 %</b> | <b>5 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                | 2023  | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024  | Q1'25e | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                  | 372   | 93,5  | 107   | 107   | 120   | 427   | 103    | 118    | 116    | 130    | 467   | 510   | 545   | 580   |
| Suomen liiketoiminta         | 293   | 65,7  | 73,6  | 74,2  | 84,8  | 298   | 69,3   | 78,4   | 79,5   | 89,7   | 317   | 338   | 356   | 374   |
| Kansainvälinen liiketoiminta | 79,7  | 27,8  | 33,4  | 32,4  | 35,2  | 129   | 33,3   | 39,4   | 36,6   | 40,3   | 150   | 172   | 190   | 206   |
| Käyttökate                   | 89,1  | 21,5  | 24,5  | 24,7  | 30,6  | 101   | 23,0   | 26,4   | 25,3   | 29,1   | 104   | 108   | 113   | 119   |
| Poistot ja arvonalennukset   | -53,1 | -14,6 | -14,8 | -14,8 | -15,6 | -59,8 | -15,0  | -15,0  | -15,0  | -15,0  | -60,0 | -59,4 | -61,4 | -63,7 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä  | 36,0  | 6,9   | 9,7   | 9,9   | 15,0  | 41,6  | 8,0    | 11,4   | 10,3   | 14,1   | 43,9  | 48,4  | 51,7  | 55,0  |
| Liikevoitto                  | 36,0  | 6,9   | 9,7   | 9,9   | 15,0  | 41,6  | 8,0    | 11,4   | 10,3   | 14,1   | 43,9  | 48,4  | 51,7  | 55,0  |
| Suomen liiketoiminta         | 30,7  | 4,5   | 6,7   | 7,6   | 11,6  | 30,4  | 5,2    | 7,8    | 7,6    | 10,3   | 30,9  | 33,8  | 35,6  | 37,4  |
| Kansainvälinen liiketoiminta | 5,3   | 2,4   | 3,0   | 2,4   | 3,4   | 11,1  | 2,8    | 3,5    | 2,7    | 3,8    | 13,0  | 14,6  | 16,1  | 17,5  |
| Nettorahoituskulut           | -23,0 | -6,5  | -5,4  | -5,5  | -6,2  | -23,6 | -4,6   | -4,6   | -4,6   | -4,6   | -18,5 | -17,9 | -17,2 | -16,8 |
| Tulos ennen veroja           | 13,0  | 0,4   | 4,3   | 4,4   | 8,8   | 18,0  | 3,4    | 6,8    | 5,7    | 9,5    | 25,4  | 30,5  | 34,4  | 38,2  |
| Verot                        | -2,6  | -0,4  | -0,9  | -0,9  | -0,8  | -3,0  | -0,7   | -1,4   | -1,2   | -2,0   | -5,3  | -6,4  | -7,2  | -8,0  |
| Vähemmistöosuudet            | -2,5  | -0,5  | -1,2  | -0,6  | -1,4  | -3,7  | -0,7   | -1,3   | -1,1   | -1,9   | -5,0  | -6,0  | -6,8  | -7,5  |
| Nettotulos                   | 7,9   | -0,5  | 2,3   | 2,9   | 6,6   | 11,3  | 2,0    | 4,0    | 3,4    | 5,6    | 15,0  | 18,1  | 20,4  | 22,6  |
| EPS (oikaistu)               | 0,38  | -0,03 | 0,11  | 0,14  | 0,32  | 0,54  | 0,10   | 0,19   | 0,16   | 0,27   | 0,71  | 0,85  | 0,96  | 1,06  |
| EPS (raportoitu)             | 0,38  | -0,03 | 0,11  | 0,14  | 0,32  | 0,54  | 0,10   | 0,19   | 0,16   | 0,27   | 0,71  | 0,85  | 0,96  | 1,06  |

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

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Pysyvät vastaavat              | 517  | 524  | 520   | 528   | 537   |
| Liikearvo                      | 181  | 193  | 193   | 193   | 193   |
| Aineettomat hyödykkeet         | 46,3 | 48,2 | 44,7  | 41,5  | 38,5  |
| Käyttöomaisuus                 | 265  | 264  | 262   | 273   | 285   |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| 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 | 16,8  | 17,3  | 17,8  |
| Vaihtuvat vastaavat            | 59,1 | 58,6 | 63,9  | 69,8  | 74,6  |
| Vaihto-omaisuus                | 7,7  | 11,9 | 13,0  | 14,2  | 15,2  |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,6  | 0,9  | 0,9   | 0,9   | 0,9   |
| Myyntisaamiset                 | 39,5 | 31,0 | 33,9  | 37,0  | 39,6  |
| Likvidit varat                 | 11,3 | 14,8 | 16,2  | 17,7  | 18,9  |
| Taseen loppusumma              | 576  | 583  | 584   | 597   | 612   |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Oma pääoma                     | 107  | 103  | 108   | 116   | 125   |
| Osakepääoma                    | 0,2  | 0,2  | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Kertyneet voittovarot          | 6,8  | 8,4  | 13,8  | 21,3  | 30,2  |
| 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 | 22,5  | 22,5  | 22,5  |
| Pitkäaikaiset velat            | 304  | 318  | 307   | 305   | 303   |
| 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  | 282   | 278   | 276   |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 14,1 | 12,7 | 12,7  | 12,7  | 12,7  |
| Lyhytaikaiset velat            | 165  | 162  | 168   | 177   | 184   |
| Korolliset velat               | 81,0 | 63,8 | 61,3  | 60,7  | 60,1  |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 82,0 | 94,0 | 103   | 112   | 120   |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 2,3  | 4,0  | 4,0   | 4,0   | 4,0   |
| Taseen loppusumma              | 577  | 583  | 584   | 597   | 612   |

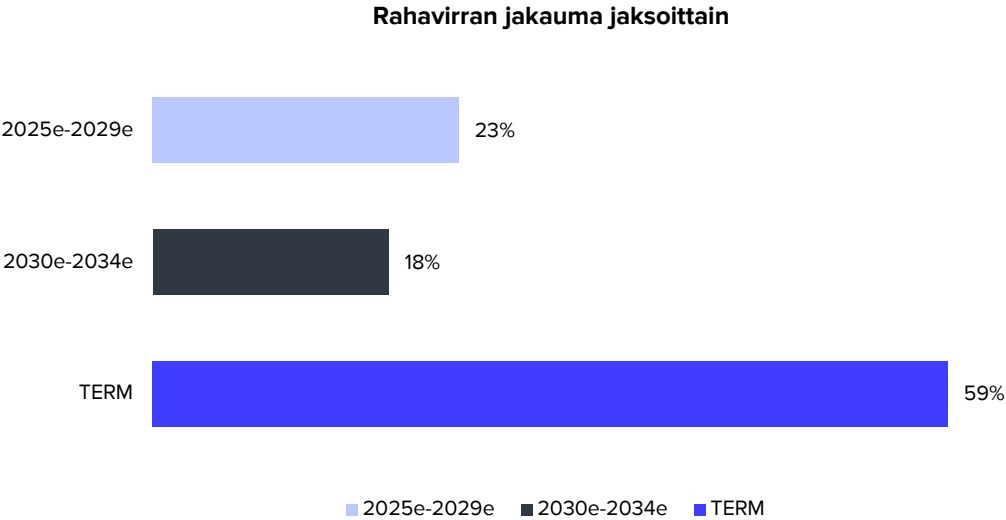
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 14,7 %      | 9,2 %       | 9,3 %       | 7,0 %       | 6,4 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 1,5 %       | 1,5 %      |
| Liikevoitto-%                           | 9,7 %       | 9,4 %       | 9,5 %       | 9,5 %       | 9,5 %       | 9,0 %       | 9,0 %       | 8,5 %       | 8,5 %       | 8,5 %       | 8,5 %       | 8,5 %      |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>41,6</b> | <b>43,9</b> | <b>48,4</b> | <b>51,7</b> | <b>55,0</b> | <b>53,8</b> | <b>55,4</b> | <b>53,9</b> | <b>55,5</b> | <b>57,2</b> | <b>58,1</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 59,8        | 60,0        | 59,4        | 61,4        | 63,7        | 65,8        | 69,2        | 70,3        | 71,9        | 73,5        | 75,3        |            |
| - Maksetut verot                        | -3,5        | -5,3        | -6,4        | -7,2        | -7,5        | -7,9        | -8,2        | -7,9        | -8,3        | -8,6        | -8,1        |            |
| - verot rahoituskuluista                | -4,0        | -3,9        | -3,8        | -3,7        | -3,6        | -3,4        | -3,4        | -3,4        | -3,4        | -3,4        | -4,1        |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 17,8        | 4,7         | 5,2         | 4,3         | 4,2         | 2,1         | 2,1         | 2,2         | 2,3         | 2,3         | 1,2         |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>112</b>  | <b>99,4</b> | <b>103</b>  | <b>106</b>  | <b>112</b>  | <b>110</b>  | <b>115</b>  | <b>115</b>  | <b>118</b>  | <b>121</b>  | <b>122</b>  |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -1,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -64,4       | -55,0       | -66,8       | -70,5       | -71,8       | -80,4       | -72,9       | -76,8       | -78,4       | -80,5       | -82,8       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>46,0</b> | <b>44,4</b> | <b>36,0</b> | <b>36,0</b> | <b>40,0</b> | <b>30,0</b> | <b>42,2</b> | <b>38,2</b> | <b>39,7</b> | <b>40,5</b> | <b>39,5</b> |            |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| Vapaa kassavirta                        | 46,0        | 44,4        | 36,0        | 36,0        | 40,0        | 30,0        | 42,2        | 38,2        | 39,7        | 40,5        | 39,5        | 772        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>42,0</b> | <b>31,9</b> | <b>29,9</b> | <b>31,1</b> | <b>21,8</b> | <b>28,8</b> | <b>24,5</b> | <b>23,8</b> | <b>22,8</b> | <b>20,8</b> | <b>407</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 685         | 643         | 611         | 581         | 550         | 528         | 499         | 475         | 451         | 428         | 407        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>685</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |             | -357        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |             | 14,8        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -28,7       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>314</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>14,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

## Pääoman kustannus (WACC)

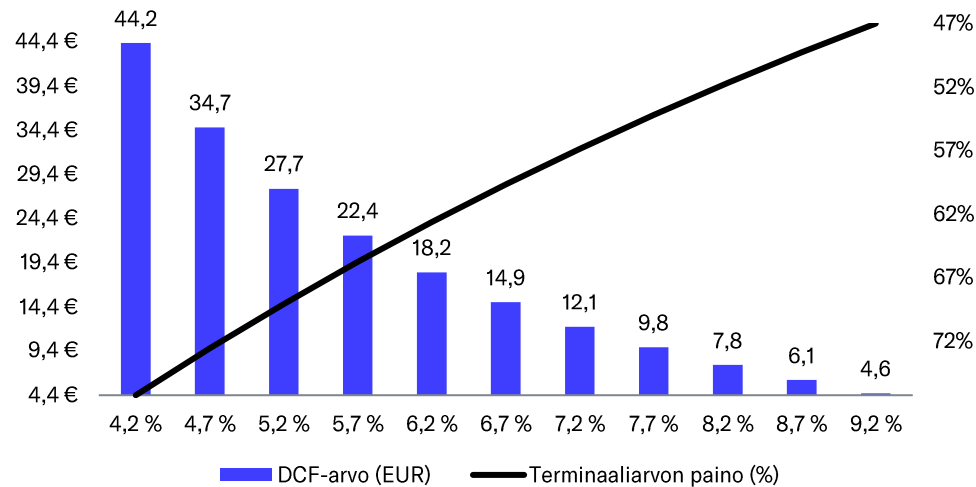
|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 21,5 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 60,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 6,0 %        |
| Yrityksen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

Lähde: Inderes

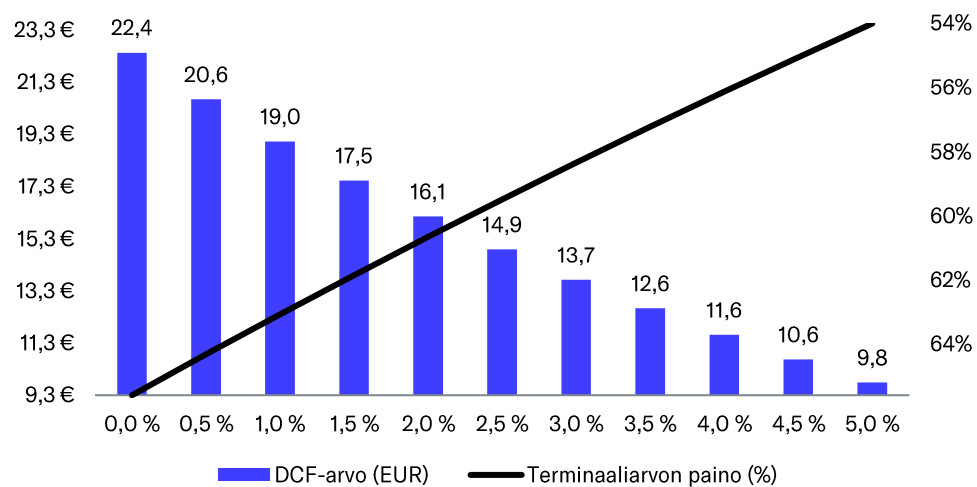


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

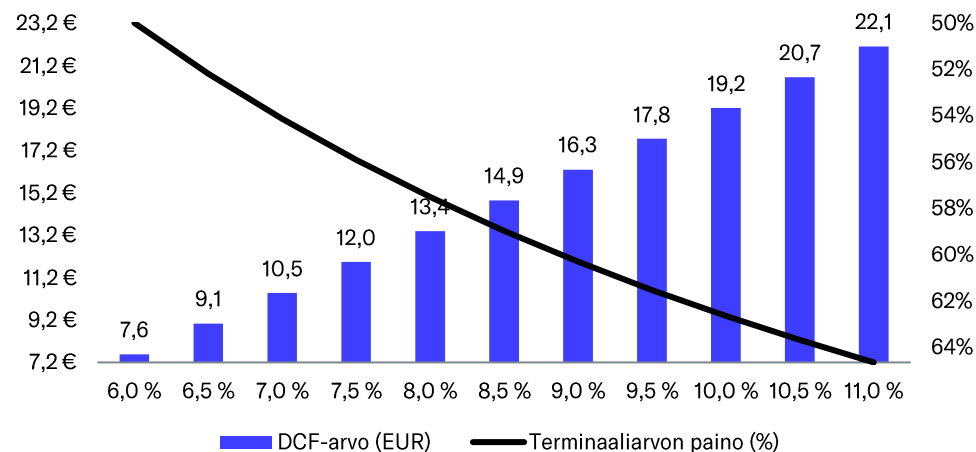
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



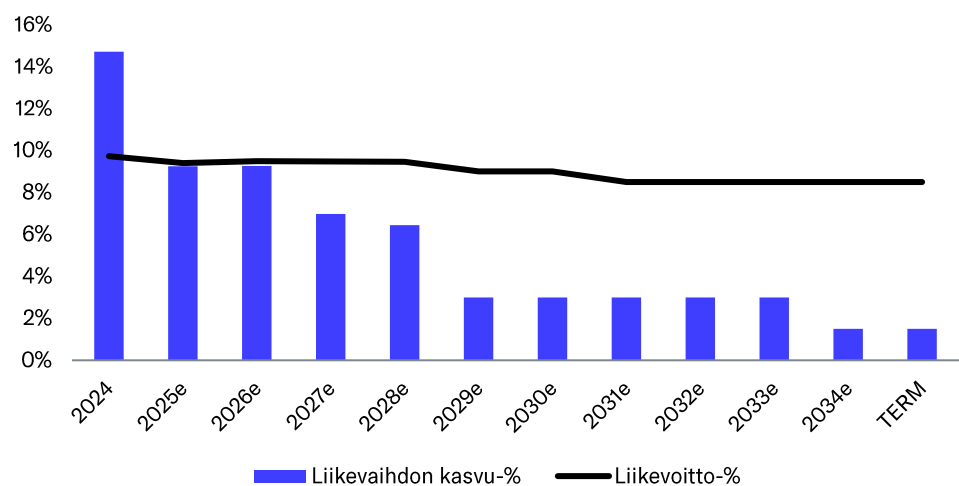
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2022  | 2023   | 2024  | 2025e | 2026e | Osakekohtaiset luvut       | 2022    | 2023    | 2024    | 2025e   | 2026e   |
|---------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihto               | 312,8 | 372,3  | 427,1 | 466,5 | 509,8 | EPS (raportoitu)           | 0,07    | 0,38    | 0,54    | 0,71    | 0,85    |
| Käyttökate                | 79,5  | 89,1   | 101,4 | 103,9 | 107,8 | EPS (oikaistu)             | 0,07    | 0,38    | 0,54    | 0,71    | 0,85    |
| Liikevoitto               | 31,7  | 36,0   | 41,6  | 43,9  | 48,4  | Operat. kassavirta / osake | 3,54    | 4,14    | 5,32    | 4,71    | 4,85    |
| Voitto ennen veroja       | 9,2   | 13,0   | 18,0  | 25,4  | 30,5  | Vapaa kassavirta / osake   | 1,03    | -2,60   | 2,19    | 2,10    | 1,70    |
| Nettovoitto               | 1,5   | 7,9    | 11,3  | 15,0  | 18,1  | Omapääoma / osake          | 3,61    | 3,72    | 3,82    | 4,06    | 4,39    |
| Kertaluontoiset erät      | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | Osinko / osake             | 0,40    | 0,43    | 0,46    | 0,50    | 0,54    |
|                           |       |        |       |       |       |                            |         |         |         |         |         |
| Tase                      | 2022  | 2023   | 2024  | 2025e | 2026e | Kasvu ja kannattavuus      | 2022    | 2023    | 2024    | 2025e   | 2026e   |
| Taseen loppusumma         | 453,3 | 576,5  | 582,9 | 583,7 | 597,4 | Liikevaihdon kasvu-%       | 68 %    | 19 %    | 15 %    | 9 %     | 9 %     |
| Oma pääoma                | 82,0  | 106,8  | 102,8 | 108,2 | 115,7 | Käyttökatteen kasvu-%      | 72 %    | 12 %    | 14 %    | 2 %     | 4 %     |
| Liikearvo                 | 141,0 | 181,3  | 193,4 | 193,4 | 193,4 | Liikevoiton oik. kasvu-%   | -3622 % | 13 %    | 16 %    | 6 %     | 10 %    |
| Nettovelat                | 290,6 | 349,2  | 341,8 | 326,7 | 321,4 | EPS oik. kasvu-%           | -113 %  | 418 %   | 43 %    | 33 %    | 20 %    |
|                           |       |        |       |       |       | Käyttökate-%               | 25,4 %  | 23,9 %  | 23,7 %  | 22,3 %  | 21,1 %  |
| Kassavirta                | 2022  | 2023   | 2024  | 2025e | 2026e | Oik. Liikevoitto-%         | 10,1 %  | 9,7 %   | 9,7 %   | 9,4 %   | 9,5 %   |
| Käyttökate                | 79,5  | 89,1   | 101,4 | 103,9 | 107,8 | Liikevoitto-%              | 10,1 %  | 9,7 %   | 9,7 %   | 9,4 %   | 9,5 %   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 1,8   | 4,5    | 17,8  | 4,7   | 5,2   | ROE-%                      | 2,2 %   | 10,3 %  | 14,2 %  | 18,1 %  | 20,2 %  |
| Operatiivinen kassavirta  | 73,3  | 86,9   | 111,7 | 99,4  | 102,8 | ROI-%                      | 8,6 %   | 9,3 %   | 9,0 %   | 9,7 %   | 10,8 %  |
| Investoinnit              | -64,4 | -149,4 | -64,4 | -55,0 | -66,8 | Omavaraisuusaste           | 18,1 %  | 18,5 %  | 17,6 %  | 18,5 %  | 19,4 %  |
| Vapaa kassavirta          | 21,3  | -54,5  | 46,0  | 44,4  | 36,0  | Nettovelkaantumisaste      | 354,4 % | 326,9 % | 332,5 % | 302,0 % | 277,8 % |
|                           |       |        |       |       |       |                            |         |         |         |         |         |
| Arvostuskertoimet         | 2022  | 2023   | 2024  | 2025e | 2026e |                            |         |         |         |         |         |
| EV/Liikevaihto            | 1,4   | 1,4    | 1,3   | 1,2   | 1,1   |                            |         |         |         |         |         |
| EV/EBITDA                 | 5,6   | 6,0    | 5,3   | 5,2   | 5,0   |                            |         |         |         |         |         |
| EV/EBIT (oik.)            | 14,0  | 14,9   | 12,9  | 12,3  | 11,1  |                            |         |         |         |         |         |
| P/E (oik.)                | >100  | 20,1   | 14,8  | 12,4  | 10,3  |                            |         |         |         |         |         |
| P/B                       | 2,2   | 2,0    | 2,1   | 2,2   | 2,0   |                            |         |         |         |         |         |
| Osinkotuotto-%            | 5,0 % | 5,7 %  | 5,8 % | 5,7 % | 6,2 % |                            |         |         |         |         |         |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 yhtiökohtaisia 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon 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.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 03/04/2020 | Vähennä  | 5,20 €  | 5,18 €      |
| 28/05/2020 | Vähennä  | 6,00 €  | 5,70 €      |
| 10/06/2020 | Vähennä  | 6,50 €  | 6,26 €      |
| 07/07/2020 | Vähennä  | 7,00 €  | 6,84 €      |
| 12/08/2020 | Vähennä  | 6,50 €  | 6,12 €      |
| 05/10/2020 | Lisää    | 6,00 €  | 4,85 €      |
| 11/11/2020 | Lisää    | 7,50 €  | 6,86 €      |
| 12/01/2021 | Vähennä  | 7,50 €  | 7,70 €      |
| 19/02/2021 | Vähennä  | 7,50 €  | 7,10 €      |
| 09/04/2021 | Vähennä  | 8,50 €  | 8,94 €      |
| 12/05/2021 | Vähennä  | 8,50 €  | 8,27 €      |
| 14/06/2021 | Lisää    | 10,00 € | 9,05 €      |
| 11/08/2021 | Lisää    | 10,00 € | 8,57 €      |
| 18/08/2021 | Lisää    | 10,00 € | 8,34 €      |
| 10/11/2021 | Lisää    | 10,00 € | 9,24 €      |
| 26/11/2021 | Lisää    | 9,00 €  | 8,12 €      |
| 23/12/2021 | Vähennä  | 8,00 €  | 7,29 €      |
| 18/02/2022 | Vähennä  | 9,00 €  | 8,46 €      |
| 19/04/2022 | Lisää    | 9,00 €  | 7,90 €      |
| 11/05/2022 | Lisää    | 9,00 €  | 7,82 €      |
| 23/06/2022 | Lisää    | 9,00 €  | 8,00 €      |
| 10/08/2022 | Osta     | 10,00 € | 8,30 €      |
| 09/11/2022 | Osta     | 9,50 €  | 7,34 €      |
| 17/02/2023 | Osta     | 9,50 €  | 8,29 €      |
| 10/05/2023 | Osta     | 10,00 € | 8,32 €      |
| 09/08/2023 | Lisää    | 10,00 € | 9,14 €      |
| 07/11/2023 | Osta     | 9,50 €  | 7,54 €      |
| 16/02/2024 | 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     | 10,50 € | 8,80 €      |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## **Inderes Oyj**

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.**