

NoHo Partners

Yhtiöraportti

Julkaisuajankohta
19.12.2025 8:30

Tuloskasvupotentiaali realisoituu kysynnän elpinessä

- Kuluttajien ostovoima on ollut jo pidempään vahvistumaan päin, mutta taloustilanteen epävarmuus jarruttaa kulutushaluja myös ravintolasektorilla. NoHo on onnistunut luovimaan vaikeassa markkinassa kohtalaisen hyvin, ja kannattavuus on osoittautunut erityisesti yhtiölle tärkeällä kotimarkkinalla varsin kestäkykyiseksi. Osakkeen tuottopotentiaali on näkemyksemme mukaan markkinan elpinessä mittava. Toistamme OSTA-suosituksemme ja 9,60 euron tavoitehintamme.
- Vahvana säilynyt kannattavuus on osoitus operatiivisesta erinomaisuudesta: NoHo on onnistunut nostamaan koronapandemian jälkeen kannattavuutensa uudelle tasolle, ja tuloskunto on säilynyt kiitettävänä myös markkinan viimeaikaisessa vastatulessa. Yhtiön operatiivisesta erinomaisuudesta, mittakaavaeduista ja ravintolaportfolion onnistuneesta muokkauksesta konkreettisin näyttö on Suomen liiketoiminnan 10-11 prosentin tasolle noussut liikevoittomarginaali, joka on yliveraisesti toimialan keskimääräistä tasoa (2-3 %) korkeampi. Kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuus on vahvistunut viime vuosina tasaisesti, mutta Norjan haasteet painavat kehitystä todennäköisesti ainakin vielä ensi vuoden alkupuoliskon.
- Kuluttajien varovaisuus jarruttaa kysyntää: Sektorin lyhyen aikavälin näkymät säilyvät epävarmoina. Kuluttajaluottamus on edelleen keskimääräistä alhaisemmalla tasolla, ja myös ravintola-alan toimijoiden arviot nykytilanteesta ovat varovaiset. Vaisun kulutuksen taustalla vaikuttaa olevan huolet työllisyystilanteen kehityksestä. Alan toimijoiden arviot suhdannetilanteen suunnasta ovat kuitenkin elpyneet jo pitkän aikavälin tarkastelussa neutraalille tasolle, ja samalla kuluttajien ostovoima on vahvistunut monella mittarilla. Kuluttajaluottamuksen elpinessä edellytykset ravintolakulutuksen kasvuun ovat olemassa, ja näkemyksemme mukaan sektori hyötyisi kulutuksen kasvusta etujoukoissa.
- Tuloskasvupotentiaali nostaa arvostuksen houkuttelevaksi: NoHon osake on vuoden 2025 ennusteillamme kallis, mutta kertoimet painuvat tuloskasvun myötä edullisiksi. Operatiivisten lukujen vahvistumisen lisäksi EPS-kasvun ajurina toimii Better Burger Societyn kasvu, jonka kontribuutio NoHon tulokseen näkyy osakkuusyhtiöstatuksen vuoksi vasta alimmilla tulosriveillä. Vahva kassavirtaprofiili mahdollistaa myös kasvavan osingon. Nykyhinnoittelu tarjoaa sijoittajalle houkuttelevaa 6-7 prosentin osinkotuottoa lähivuosina.

Suositus

OSTA

Ennallaan

Tavoitehintaa (€)

9,60

Ennallaan

Hinta (€)*	7,96
Ylin (12kk)	9,88
Alin (12kk)	7,54

Markkina-arvo (M€)	168
Indeksipaino	0 %
Beta	0,60
Kaupankäyntitunnus	NOHO
Seuraava tulosjulkistuspäivä	11.2.2026

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	7,78	9,36	7,98
Kurssimuutos	2,3 %	-15,0 %	-0,3 %
Kokonaistuotto	2,3 %	-13,2 %	5,2 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 18.12.

NoHo Partners

Milj. euroa	2022	2023	2024*	2025e*	2026e	2027e
Liikevaihto	313	372	427	361	385	408
Liikevaihdon kasvu (%)	68 %	19 %	15 %	-15 %	7 %	6 %
Liikevoitto, oikaistu	31,6	37,4	41,5	32,3	35,6	38,9
Liikevoitto-%	10,1 %	10,1 %	9,7 %	8,9 %	9,2 %	9,5 %
Tulos ennen veroja	9,1	12,9	17,8	15,3	20,9	24,8
EPS, oikaistu	0,56	0,73	0,60	0,49	0,68	0,85
Osinko/osake	0,40	0,43	0,46	0,50	0,53	0,55
Osinkotuotto (%)	6,0 %	5,0 %	5,8 %	6,3 %	6,6 %	6,9 %
EV/Sales	1,3	1,4	1,2	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	5,3	6,0	5,0	5,6	5,2	4,9
EV/EBIT	13,3	14,2	12,2	15,2	13,6	12,3
P/E	12,0	11,8	13,3	16,3	11,7	9,4
P/B	1,7	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3
ROE	2 %	12 %	12 %	8 %	12 %	14 %
Omavaraisuusaste	18 %	17 %	18 %	21 %	22 %	22 %

Lähde: OP Markets

*Better Burger Society mukana operatiivisissa luvuissa 2024 asti



Analyytikko

Joona Harjama

+358 10 252 4351

joona.harjama@op.fi

Investment case

- **Konseptipohjainen liiketoimintamalli ja mittakaavaedut:** NoHon konseptipohjainen lähestymistapa ja partnereiden hyödyntäminen vähentävät liiketoimintaan liittyviä riskejä ja luovat edellytykset suuremmille markkinaosuuksille. Tämän lisäksi yhtiö on kasvunsa myötä onnistunut saavuttamaan merkittävät mittakaavaedut etenkin hankinnassa, mikä mahdollistaa toimialan keskimääräistä tasoa paremman kannattavuuden.
- **Voimakasta ja kannattavaa kasvua:** NoHo on pystynyt kasvamaan vuosien saatossa voimakkaasti ja samaan aikaan myös kannattavuus on noussut alan yleiseen tasoon verrattuna erinomaiselle tasolle. Yhtiön liiketoimintamalli toimii todistetusti ja potentiaalia kasvuun on yhä olemassa.
- **Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva kassavirta:** NoHo operoi normaaleissa oloissa negatiivisella käyttöpääomalla ja liiketoiminnan kassavirta on erittäin vahva. Tämä luo hyvät edellytykset hyvälle pääoman tuotolle ja osingonmaksulle.
- **Yritysjärjestelyt:** NoHolla on pitkä historia yritysjärjestelyistä ja yhtiö pystyy yrityskaupamallinsa ansiosta luomaan arvoa yritysostoilla. NoHo saavuttaa kaupoillaan keskimäärin merkittävät synergiat johtuen yhtiön mittakaavaeduista ja operatiivisesta tehokkuudesta.

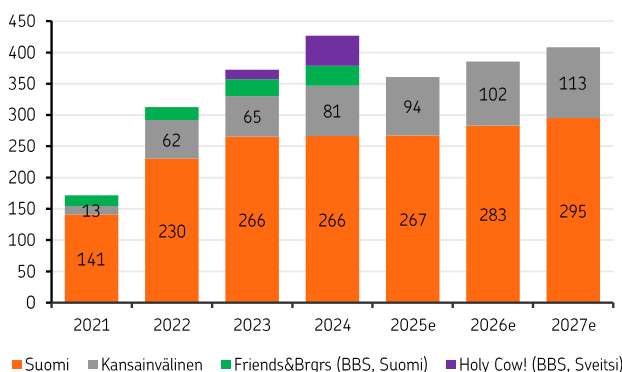
Ajurit

- **Ravintolakulutuksen kasvu:** Ravintolakäyntien määrä on kasvanut rakenteellisesti 2000-luvulla ja pitkän aikavälin trendit ovat suotuisat NoHon kasvuun. Keskeisimpiä kasvuaureita ovat mm. kaupungistuminen, kuluttajakäyttäytymisen murros sekä ruokalahettilpalveluiden suosion kasvu.
- **Lisävauhtia kasvuun kansainvälisiltä kentiltä:** Sekä Norjan että Tanskan markkinoiden keskipitkän aikavälin kasvunäkymä on vahva. Orgaanisen kasvun ohella NoHolla on potentiaalia kasvaa ulkomailla kannattavasti yritysostoilla, vahvojen synergioiden tukena.
- **Better Burger Societyn kasvu Euroopassa:** NoHo tavoittelee pääomasijoittaja Intera Partnersin kanssa kasvua Euroopan premium-hampurilaismarkkinassa. Odotuksissa on vahvaa orgaanista kasvua Suomessa ja Sveitsissä sekä yritysostovetoista kasvua Keski-Euroopassa. BBS:n tulos raportoidaan vuodesta 2025 lähtien osakkuusyhtiönä rahoitustuotoissa, kun NoHon äänivalta laskee teknisen järjestelyn myötä alle 50 %:n. Liiketoiminnan merkitys osakkeenomistajille on kuitenkin yhä keskeisessä roolissa kuin aiemminkin.

Riskit

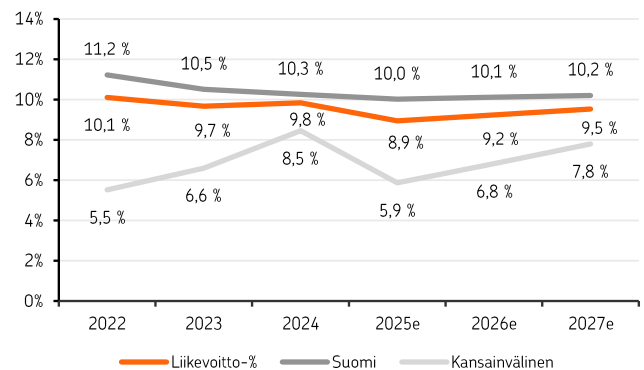
- **Epäonnistuminen yritysostoissa:** NoHo panostaa kasvuun Norjassa, Tanskassa ja Pohjois-Euroopassa, ja kansainväliseen kasvuun liittyy riskejä. Kansainvälistymisen tiellä riskejä lieventää partnerimalli sekä NoHon vahvat historialliset näytöt.
- **Liikearvo taseessa:** NoHo on vuosien varrella tehnyt lukuisia yritysostoja, minkä johdosta liikearvon osuus taseessa on kasvanut. Liikearvon suureen osuuteen liittyy aina tasetta heikentävien alaskirjausten riski.
- **Tulostason kestävyys:** NoHon kannattavuus on ollut koronavuosia lukuun ottamatta erinomaista ja selvästi alan keskimääräistä tasoa parempaa. Liiketoiminnan kasvaessa nykyisen kannattavuuden ylläpitäminen voi olla haastavaa.

NoHo - Liikevaihto (milj. euroa)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

NoHo - Liikevoittomarginaali



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*BBS mukana vuoteen 2023 asti

NoHo Partners – yhtiökuvaus

NoHo eli Nordic Hospitality Partners on vuonna 1996 perustettu suomalainen ravintolakonserni, joka toimii yhteensä lähes 300 ruoka- ja seurusteluravintolan, yökerhon ja viihdekeskuksen taustavoimana Suomessa, Norjassa sekä Tanskassa. Lisäksi yhtiö on osakkuusyhtiö Better Burger Societyn kautta läsnä premium-hampurilaismarkkinalla Suomessa ja Sveitsissä (Friends&Brgrs ja HolyCow! -ketjut).

Yhtiön portfolio koostuu hyvin monipuolisista ravintolakonsepteista aina perinteisistä ruokaravintoloista yökerhoihin, pubeihin ja peliravintoloihin. Esimerkkejä yhtiön tunnetuista pitkän linjan ravintoloista ovat mm. Elite, Savoy ja Palace. Muita tunnettuja ravintoloita ovat muun muassa Teatteri, Sea Horse, Stefan's Steakhouse ja Löyly. Uusista avauksista keihäänkärkinä esiin nousevat ruoka-alan ammattilaisten äänestyksessä Suomen 50 parhaan ravintolan listallekin kuuluvat Cafe Savoy ja Laivakoiri. Kaikkiaan edellä mainitulle listalle mahtuu yhteensä 5 NoHon ravintolaa, joista kahden Michelin-tähden statuksen omaava Palace on valittu Suomen parhaaksi kuusi kertaa peräkkäin. Ulkomailla tunnetuimpia brändejä ovat muun muassa Campingin sekä Cock's & Cows.

NoHon historia alkaa Restamaxin edeltäjästä Mr. Max Oy:stä, joka perustettiin Tampereella vuonna 1996. Yhtiö listautui Restamax-nimellä Helsingin pörssiin vuonna 2013 ensimmäisenä suomalaisena ravintola-alan yhtiönä. Nykymuotoinen NoHo syntyi Restamaxin ostettua Royal Ravintolat vuonna 2018, ja NoHo Partners -nimi otettiin käyttöön saman vuoden lopulla. Vaikka yhtiö on tunnettu nykyisellä nimellään suhteellisen vähän aikaa, sisältyy NoHon historiaan kuitenkin monia vaihteita. NoHo on profiililtaan kasvuyhtiö ja sen historiaa värittävät lukuisat yrityskaupat, jotka ovat mahdollistaneet voimakkaan kasvun.



NoHo Partners nimi on lyhenne sanoista Nordic Hospitality Partners, johon kiteytyy yhtiön liiketoiminnan ydin. Yhtiön visiona on olla Pohjois-Euroopan johtava ravintolayhtiö.

Nordic: NoHon tavoitteena on markkinajohtajuus Pohjois-Euroopassa, jossa yhtiöllä on tilaa kasvaa selvästi. Kokonaisuudessaan Pohjois-Euroopan markkina on noin 100 miljardin euron kokoinen.

Hospitality: NoHon tavoitteena on laajentua myös ravintolamarkkinan ulkopuolelle elämysmarkkinaan, mittaviin yleisötapahtumiin sekä digitaalisiin kanaviin. Yhtiö haluaa tarjota asiakkailleen mahdollisimman kokonaisvaltaisia elämyksiä.

Partners: Partnerimalli toimii yhtiön liiketoiminnan kivijalkana ja vahvana kilpailuetuna. Partnerimallin avulla NoHo pystyy sitouttamaan yrittäjiä ja sen myötä luomaan tunnettuja brändejä. Partnerit tuovat yhtiölle arvokasta osaamista ja paikallistuntemusta, joiden pohjalta ravintoloilla on hyvät edellytykset menestystä.

Ruokaravintolat (Suomi)



Viihderavintolat (Suomi)



Kansainväliset ravintolat



Tapahtumaravintolat (Suomi)



Better Burger Society (50,7 % omistus)



Liiketoimintamalli

Itsenäiset ravintolabrändit ja partnerien sitouttaminen multikonseptimallin keskiössä

NoHon ravintolaportfolio koostuu pääosin itsenäistä, partnerivetoisista ravintolakonsepteista. Yhtiön multikonseptimalliin pohjautuva liiketoiminta poikkeaa toimialalle tyypillisestä ketjumallista, jossa skaalataan yhtä tai muutamaa ravintolakonseptia laajasti. Myös NoHon portfolioon on monistettavia konsepteja, mutta näiden osuus kokonaisuudesta on maltillinen – tuorein yritysosto Jungle Juice Bar on hyvä esimerkki lukuisten yksiköiden ketjubrändistä, kuten ovat myös hieman pienemmän mittakaavan Hanko Aasia sekä Hook.

NoHo on osoittanut kyvykkyytensä operoida multikonseptimallia erittäin laadukkaasti

Multikonseptimallissa ravintolat operoivat itsenäisesti, mutta NoHo tarjoaa kaikille yhteiset taustatoiminnot, joiden avulla ravintoloiden toiminnan tehokkuutta pyritään optimoimaan. Liiketoimintamalli on luonnollisesti ollut yhtiöltä strateginen valinta, jossa luovutaan tietyistä ketjumaisten toimintamallien eduista, mutta toisaalta sen avulla pystytään hillitsemään liiketoimintaan kohdistuvia riskejä.

Konseptipohjainen malli mahdollistaa suhteellisen ketterän reagoinnin toimintaympäristön muutoksiin ja esimerkiksi kynnys portfolion uudistamiseen on matala. Tämä mahdollistaa laajan ravintolaportfolion hallinnan ja auttaa minimoimaan tappioita heikosti kannattavissa yksiköissä. Yksi keskeisistä vahvuksista on näkemyksemme mukaan myös se, ettei kuluttajat lähtökohtaisesti tiedosta asioivansa NoHon ravintolassa. Yksittäisten ravintoloiden tai muutaman ravintolan brändien kohdalla asiakasmielikuva on usein autenttisempi kuin suurilla ketjuilla. Konseptipohjainen lähestyminen auttaa NoHoa kasvattamaan markkinaosuutta kohtuullisen pienelläkin markkina-alueella eri konseptein eri ravintolasegmenteissä. Mikäli yhtiö toimisi

ketjumallilla, ei yhtiöllä voisi olla yksittäisen kaupungin keskustassa yhtä montaa ravintolaa kuin sillä nyt on esimerkiksi Tampereella ja Helsingissä.

Multikonseptimallin selkein heikkous ketjumaiseen malliin verrattuna on mielestämme markkinoinnin skaalaetujen puute. Multikonseptimallissa markkinointia hoidetaan ravintolakohtaisesti, eikä valtakunnallista markkinointia pystytä toteuttamaan. Kustannusrakenne on konseptimallissa kokonaisuutena hieman raskaampi, mutta NoHo on onnistunut kustannusten hallinnassa hyvin.

Oman haasteensa NoHon liiketoimintamalliin tuo myös ravintolakokonaisuuden johtaminen. NoHo on vastannut haasteeseen sitouttamalla ravintolayrittäjiä partnereiksi. Partnerit toimivat tulostavuuksina yksittäisissä ravintoloissa ja vastaavat niiden operatiivisesta johtamisesta. NoHo tuo mukaan asemansa mahdollistamat mittakaavaedut sekä tehokkaat prosessit ja toimintamallit. Tämä vapauttaa partnereiden resursseja ravintoloiden johtamiseen ja kehittämiseen. Partnerimallilla NoHo sitouttaa ravintoloiden menestymisen kannalta keskeisiä henkilöitä, mikä puolestaan auttaa vahvistamaan yksittäisten konseptien asiakaskokemusta ja brändejä. Partnereilla on myös arvokasta toimialaosaamista ja paikallistuntemusta, mitkä yhdessä NoHon tuomien tehokkuusetujen kanssa luovat edellytykset menestyvälle kokonaisuudelle.

Multikonseptimallin vahvuudet:

- Mahdollistaa nopean reagoinnin muutostarpeisiin (tuotteet/operaatiot/kysyntätrendit)
- Mahdollistaa korkeamman markkinaosuuden, kun pienellä alueella voidaan toimia usealla konseptilla
- Monipuolinen portfolio vähemmän altis muutoksille tietyn ravintolasegmentin kysynnässä tai trendeissä
- Maineriski rajautuu brändiin/ravintolaan, eikä koko portfolioon
- Ravintoloilla autenttisempi mielikuva asiakkaiden silmissä

Heikkoudet:

- Markkinoinnin mittakaavaedut selvästi ketjumallia pienemmät
- Kustannusrakenne lähtökohtaisesti raskaampi
- Tehokkuus ei yllä laadukkaasti operoidun ja johdetun ketjuliiketoiminnan tasolle
- Johtaminen lähtökohtaisesti haastavampaa kuin ketjumallissa

Operatiivinen tehokkuus keskiössä – alalle tulon kynnyks matala ja kilpailuedut tiukassa

Ravintola-alalla ei ole merkittäviä alalle tulon kynnyksiä, minkä seurauksena kestävien kilpailuetujen saavuttaminen on haastavaa. Tiukan kilpailun ja pirstaloituneen markkinan myötä toimialan yleinen kannattavuustaso on alhainen (EBIT 2-3 %).

NoHon selvästi toimialaa vahvemman kannattavuuden (EBIT 9-10 %) taustalla tärkeimpinä tekijöinä on näkemyksemme mukaan 1) liiketoiminnan riittävän suuri mittakaava 2) operatiivisen toiminnan tehokkuus ja joustavuus 3) pitkän historian tuoma toimialaosaaminen 4) vahvat paikalliset brändit – sisältäen aikaa kestäviä klassikoita sekä tuoreita trendejä mukailevia uusia nimiä. Näiden luominen sekä yhdistäminen vaatii näkemyksemme mukaan syvällistä ravintola-alan asiantuntemusta ja tietynlaista vuosien mittaan kumuloitunutta osaamista. Myös partnerien sitouttaminen linkittyy vahvasti osaamiseen, mutta myös oikeanlaisten toimintaa ohjaavien kannustimien luomiseen.

NoHo on kiistatta yksi kotimaisen ravintolasektorin menestystarinoista, ja arviomme mukaan edellä mainitut tekijät ovat olleet keskeisessä roolissa varsin kestävilä vaikuttavien kilpailuetujen luomisessa. Myös Kansainvälisessä liiketoiminnassa kannattavuus on parantunut selvästi, Norjan viimeaikaisia haasteita lukuunottamatta. Kansainvälisillä markkinoilla on odotettavissa asteittain lisää skaalaetuja kasvun myötä – käsityksemme mukaan 100 miljoonan euron liikevaihdon saavuttaminen alkaa olla riittävä merkittävien mittakaavaetujen ulosmittaamiseen. Vuoden 2025 ennustemme Norjan liikevaihdolle on 37 miljoonaa euroa ja Tanskan kohdalla 57 miljoonaa euroa, joten mittakaavaetuja on saavutettavissa varsin runsaasti.

Mittakaavaedut tulevat selkeimmin esiin hankinnassa. Arviomme mukaan suurin osa kaikkien ravintoloiden hankinnoista kulkee samasta hankintaputkesta. Korkean volyymin myötä ostojen keskimääräiset hinnat laskevat huomattavasti. Yhtiö pystyy hyödyntämään hankinnan tuomia etuja myös yritysostoissa liittämällä ostetut ravintolat samaan hankintaputkeen ja saavuttaa näin ollen merkittäviä kustannussynergioita. Kaikkien konseptien yhteiset taustamallit ja toimintatavat tekevät laajankin portfolion hallinnoimisesta tehokasta eikä uusien ravintoloiden integrointi vie yhtiöltä juurikaan aikaa. Yritysjärjestelyiden riskejä voidaan siis pitää mielestämme keskimääräistä alhaisempana. Käsittelemme tarkemmin yhtiön yritysostostrategiaa ja arvionluontia myöhemmin erillisessä osiossa.

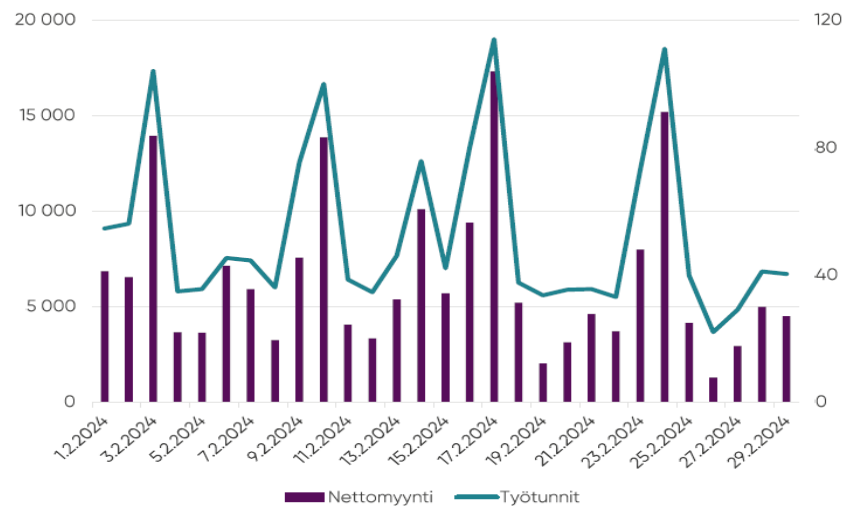
NoHon operatiiviselle toiminnalle on leimallista tehokkuus ja sopeutumiskyky. Yhtiö on onnistunut luomaan mallin, jossa henkilöstöresurssien mitoitus on hyvin linjassa kysynnän muutosten kanssa. Tämä on erittäin keskeistä toimialalla, jossa kysyntä heiluu voimakkaasti viikonpäivien välillä. Toimintamallin keskiössä on käsityksemme mukaan datalähtöinen operatiivisen toiminnan ohjaus sekä joustavat työsopimukset.

Operatiivinen suorituskyky ja henkilöstömitoitus on ollut selvä kilpailuetu NoHolle, ja avain hyvän kannattavuustason säilyttämiseen myös jatkossa. Vaikka mallin kopioiminen voi kuulostaa yksinkertaiselta, on käytännön toteutus onnistuneesti arviomme mukaan varsin haastavaa. Käsityksemme mukaan etenkin moni pienempi toimija pyrkii maksimoimaan aukioloaikojaan ja sitä kautta liikevaihtoaan kannattavuuden kustannuksella. Liiketoiminnan tarkempi analysointi esimerkiksi katerakenteen osalta saattaa siis jättää puutteelliseksi.

Ravintola-alalla pääoman tarpeet ovat maltilliset, eikä liiketoiminta yleisesti ottaen vaadi merkittäviä vuosittaisia käyttöomaisuusinvestointeja. Näin ollen NoHo operoi normaaleissa olosuhteissa negatiivisella käyttöpääomalla ja operatiivinen kassavirta on vahva. Tämän johdosta ravintola-alalla ylipäänsä voidaan päästä suhteellisen hyvään pääoman tuottoon, vaikka kannattavuudet ovatkin tyypillisesti matalia.

NoHo kuvasi viime vuoden pääoma-markkinapäivässään erään ruokaravintolan työtuntien optimointia suhteutettuna myyntiin.

RUOKARAVINTOLA



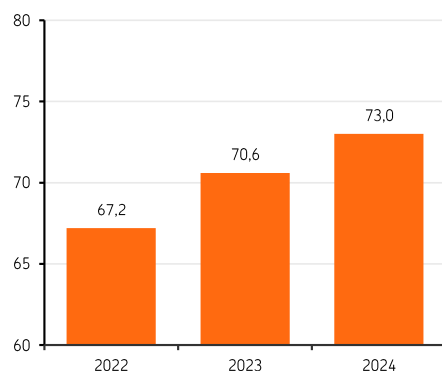
Lähde: NoHo Partners

Asiakaskokemuksen merkitys on ravintola-alalla suuri

Ravintola-alalla menestymisessä asiakastytyväisyys on erittäin tärkeää, ja mielestämme ilmiö on sosiaalisen median aikakaudella korostunut entisestään. Asiakaskokemus määrittää pitkälti ravintolan menestymisen ja pettynneen asiakkaan takaisin voittaminen on hankalaa. NoHolla asiakastytyväisyyttä mittaava NPS-pistelukema toimii mittarina myös mm. ravintolapääalliköiden palkitsemisessa – asiakastytyväisyyden seuranta sekä parantaminen on keskeisessä osassa yhtiön toiminnassa. NoHon asiakastytyväisyys on noussut vuosien 2023-2024 NPS-kyselyissä yli 70:n tasolle (2024: 73), mitä voidaan näkemyksemme mukaan pitää yhtiön laaja ravintolaportfolio huomioiden hyvänä suorituksena. Asiakaskokemuksen ytimessä on monia

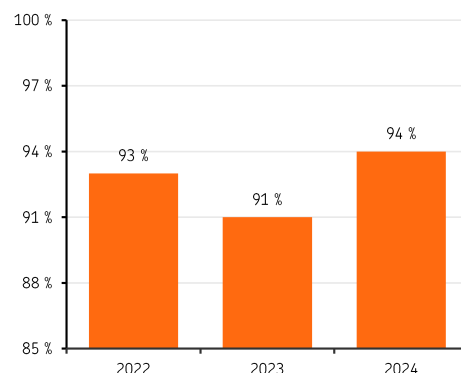
seikkoja ruuasta, ravintolan sisustukseen ja ilmapiiriin sekä myös henkilöstön osaamiseen liittyen. Asiakastyytyväisyys linkittyy toimialalla näkemyksemme mukaan vahvasti työntekijäkokemukseen, joka on NoHon tapauksessa myös erinomainen (2024 eNPS: 94 %).

Asiakastyytyväisyys (NPS)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Työtyytyväisyys (eNPS)

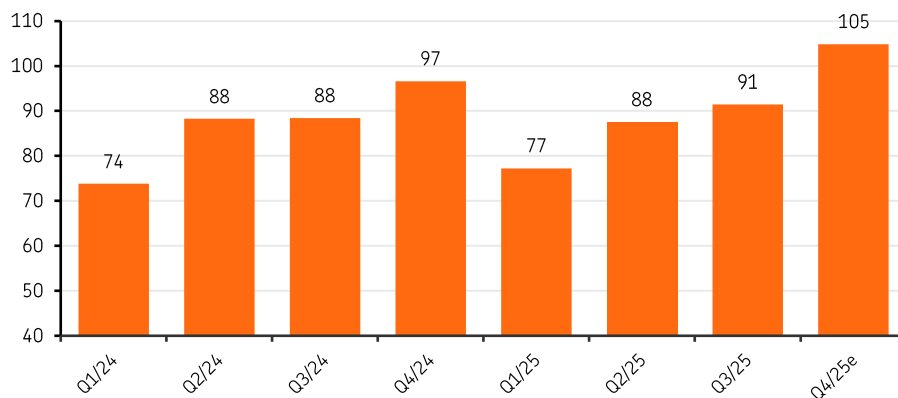


Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Kesän terassikausi ja pikkujoulut tuovat kausiluonteisuutta vuoden sisälle

NoHon liiketoiminnan luonteeseen sisältyy tiettyä kausi- ja suhdannerippuvuutta, vaikka laaja ravintolaportfolio laimentaa osittain vuoden sisäistä kausivaihtelua. Vuoden ensimmäinen neljännes on NoHolle tyypillisesti heikoin, mutta muiden kvartaalien välillä erot ovat maltillisempia. Pikkujoulukausi on edelleen toimialalle merkittävä tulospäivä. Myynnin kannalta viikonloppujen rooli on huomattava, ja arviomme mukaan selvästi yli puolet NoHon liikevaihdosta tulee perjantai- ja lauantapäiviltä. Viikonloppupainotteisuus tekeekin toimialasta erityisen, sillä viikonloppuisin lähes kaikkien ravintoloiden on mahdollista tehdä erinomaista tulosta, mutta hiljaisempien päivien operointi ratkaisee kuitenkin kokonaismenestyksen.

Kvartaalikohtainen liikevaihto (milj. euroa)

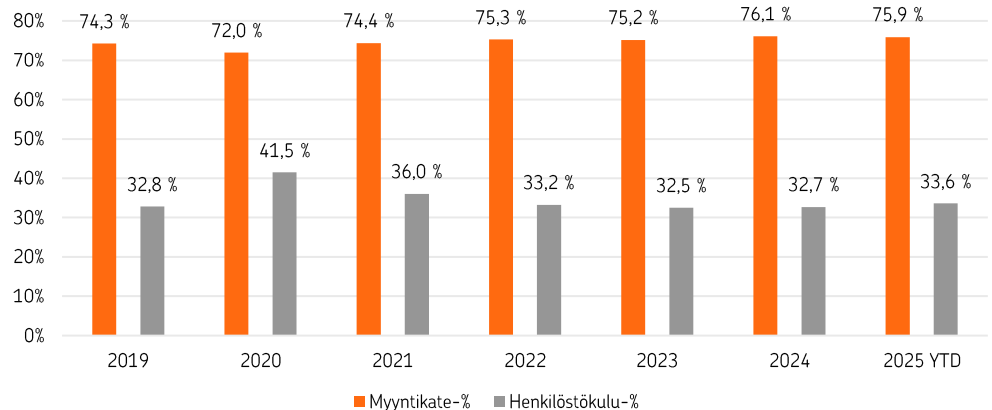


Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Kustannusrakenne

NoHon kustannuksista valtaosa muodostuu ravintola-alalle tyypillisesti henkilöstö- ja materiaalikuluista. Tämän johdosta keskeisimmät tunnusluvut kustannuskehityksen seurantaan ovat myyntikate- (raportoinnissa aiemmalta nimeltään materiaalikate) ja henkilöstökuluprosentti. Myyntikate kuvaa kuinka paljon yhtiölle jää rahaa kun liikevaihdosta vähennetään sisään ostetut aineet ja tarvikkeet. Myyntikatteen kehitykseen vaikuttaa yleisen markkinakehityksen lisäksi etenkin yhtiön myynnin rakenne ja skaala. NoHon keskimääräinen myyntikate on ollut vuosina 2019–2024 74,6 prosenttia, ja trendi on ollut tarkastelujaksolla maltillisesti nouseva.

NoHon materiaalikate ja henkilöstökulu-%



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

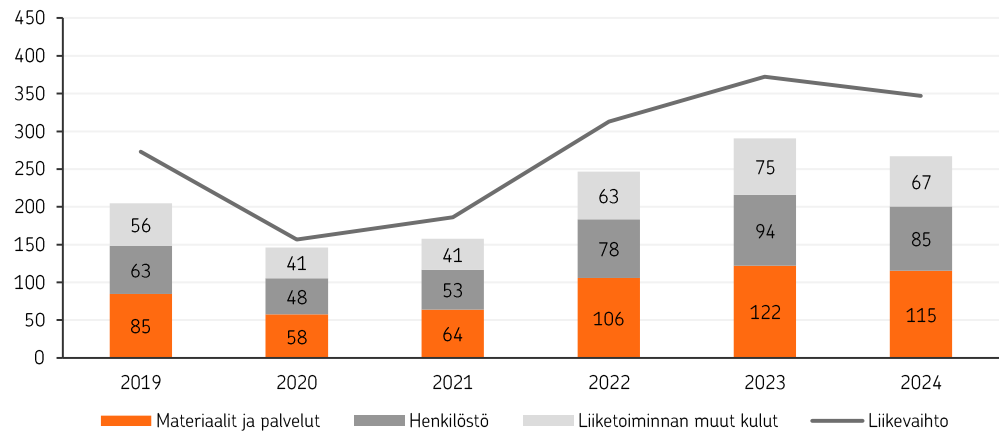
Henkilöstökuluprosentti (henkilöstökulut ja vuokratun työvoiman kulut suhteessa liikevaihtoon) on NoHon historiassa korona-ajan ulkopuolella vaihdellut noin 32,5-33,5 prosentin välillä. Odotamme tason säilyvän melko vakaana myös tulevaisuudessa. Kyseinen tunnusluku ottaa huomioon myös yhtiön ostaman vuokratyövoiman, toisin kuin tuloslaskelman henkilöstökulurivi, jossa on mukana vain NoHon omat työntekijät. NoHolla on tällä hetkellä (Q3/25) yhteensä 1153 kokoaikaista ja 909 osa-aikaista työntekijää kokoaikaiseksi muutettuna suoraan omilla palkkalistoillaan. Tämän lisäksi yhtiö työllisti 387 vuokrattua työntekijää kokoaikaiseksi muutettuna. Vuokra- ja osa-aikaisen työvoiman käyttäminen on alalle hyvin tyypillistä ja se mahdollistaa yhtiölle reagoitakyvyn kysynnän vaihteluihin.

Ravintola-alan yhtiöille tunnusomainen haaste on käsityksemme mukaan osaavan työvoiman saatavuus. Alan houkuttelevuus kärsi koronapandemiasta, kun työntekijöitä jouduttiin lomauttamaan ja irtisanomaan. NoHo on onnistunut rekrytoinneissa hyvin, mutta osaavan työvoiman saatavuus ei ole pitkällä aikavälillä itsestäänselvyys. NoHon vahvuutena rekrytoinnissa on sen laaja ravintolaportfolio, jonka myötä työntekijällä on halutessaan mahdollisuus työskennellä eri ravintoloissa. Tämä tarjoaa työntekijöille vaihtelua sekä mahdollisuuksia laajentaa osaamistaan.

Työvoiman saatavuuden lisäksi palkkainflation kehityksellä on huomattava vaikutus NoHon kannattavuuteen. Ravintolaliiketoiminta on luonteeltaan henkilöstövetoista eikä skaalaudu määräänsä enempää. NoHo on pystynyt näkemyksemme mukaan ainakin tähän mennessä kompensoimaan kohonneita kustannuksia hinnoitteluvoimallaan, mutta sijoittajien on hyvä pitää silmällä kustannusrakenteen ja henkilöstökuluprosentin kehitystä tulevaisuudessa.

Vuokratyövoima sisältyy materiaali- ja palvelukuluihin.

NoHon kustannusjakauma ja liikevaihto, milj. euroa



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*BBS pois 2024 luvuista

Vähemmistöomistajat

Kuten edellä totesimme, NoHon liiketoimintamallissa keskeisessä roolissa on yksittäisten ravintoloiden avainhenkilöiden sitouttaminen (partnerimalli). Vähemmistöomistukset ovat syntyneet useimmiten yritysostojen yhteydessä. NoHolla onkin yli 100 tytäryhtiötä, joista vähemmistöomistajat omistavat osuuden. Näin ollen sijoittajan on hyvä huomioida, että vähemmistöomistajien osuus NoHon tuloksesta on keskimääräistä yhtiötä korkeampi. Omistussuudet vaihtelevat ravintoloittain muutamien prosenttien omistuksesta kymmenien prosenttien omistuksiin. Arviomme mukaan vähemmistöomistajat omistavat tyypillisesti ravintoloista noin 20-30 prosenttia. Vähemmistöomistajien osuus NoHon nettotuloksesta on ollut noin 25 prosentin tuntumassa vuosina 2023-2024. Tuloslaskelmassa vähemmistöomistajille kuuluva tulos tulee olemaan jatkossa aiempaa pienempi, kun Intera Partnersin kanssa noin puoliksi omistettu Better Burger Society siirtyi kuluvan vuoden aikana enemmistöomisteisesta yhtiöstä osakkuusyhtiöksi. Pureudumme BBS-järjestelyyn tarkemmin tämän raportin seuraavassa osiossa.

Kokonaisuutena pidämme NoHon käyttämää partnerimallia yhtiön keskeisenä kilpailuetuna ja vähemmistöomistajien määrä tulee siten arviomme mukaan säilymään korkeana myös tulevaisuudessa.

Better Burger Society irtautui konsernista – BBS:n kontribuutio NoHon tulokseen näkyy nyt alimmilla riveillä

NoHo tiedotti 1.4.2025 varsin teknisluonteisesta järjestelystä, jossa sen äänivalta eurooppalaisella premium-hampurilaismarkkinalla toimivassa Better Burger Societyssä (BBS) laski 1.4. alkaen 49,6 prosenttiin. Järjestelyn taustalla oli BBS:n toisen omistajan Intera Partnersin päätös käyttää konversio-oikeudelliset osakkeensa. Järjestelyä osattiin odottaa viime vuonna päivitetyn strategian myötä, jonka mukaan yhtiö keskittyy Kansainvälisessä liiketoiminnassa yhä enenevissä määrin aktiiviseen sijoitustoimintaan.

Äänivallan laskettua alle 50 prosentin, BBS:n tulos raportoidaan osakkuusyhtiönä rahoitustuotoissa. NoHon omistussuus säilyi kuitenkin 50,7 prosentissa, jonka myötä BBS:n kontribuutio NoHon nettotulokseen on säilynyt käytännössä ennallaan. Historiaan nähden yhtiön operatiiviset luvut koostuvat tällä hetkellä siis Suomen liiketoiminnasta (ilman Friends & Brgrs:ia) sekä Kansainvälisestä liiketoiminnasta sisältäen Norjan ja Tanskan (ilman Sveitsin Holy Cow! -ketjua). Järjestelyn yhteydessä myös BBS:n käypää arvoa korotettiin, joka toi NoHolle kertaluonteisen noin 20 milj. euron positiivinen tuloskirjauksen vuoden 2025 raportoituun tulokseen (1,07 euroa/osake).

Sekä ravintolakannan että operatiivisten lukujen vertailukelpoisuus historiallisiin lukemiin on järjestelyn myötä heikentynyt. Samalla muutos myös rajoittaa näkyvyyttä BBS:n kehitykseen, sillä

NoHo tulee jatkossa raporttoimaan sen kehitystä käsityksemme mukaan tarkemmin ainoastaan tilinpäätöksen yhteydessä.

NoHon vanhan raportointirakenteen mukainen liikevaihto oli vuonna 2024 427 miljoonaa euroa ja nykyisen rakenteen mukaan 347 miljoonaa euroa – sijoittajan on syytä huomioida raportointirakenteessa tapahtunut muutos pidemmän aikavälin kehitystä vertailtaessa. Sijoittajan on myös syytä kiinnittää jatkossa katseensa NoHon kohdalla korostetusti osakekohtaiseen tulokseen (EPS). NoHo siirtyi alkaneen vuoden aikana myös ohjeistamaan osakekohtaisen tuloksen kehitystä, mikä on loogista, kun huomioidaan kansainvälisen liiketoiminnan strategisen painopisteen siirtyminen kohti sijoitustoimintaa.

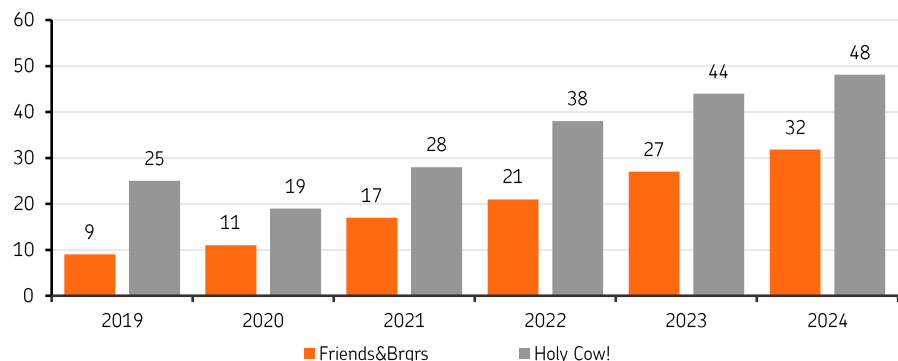
BBS on ollut hieno kasvutarina ja omistajille on luotu merkittävä määrä arvoa

Kokonaisuutena BBS on ollut NoHolle erittäin hieno kasvutarina. BBS koostuu tällä hetkellä kaikkiaan 57 ravintolasta, joista 36 (Friends&Brgrs) sijaitsee Suomessa ja 21 (Holy Cow!) Sveitsissä. Loppuvuonna avataan vielä yksi ravintola molemmissa maissa, ja ensi vuodelle on vahvistettu jo 8 uutta avausta.

BBS:n liikevaihto oli vuonna 2024 yhteensä 80 milj. euroa, josta F&B:n osuus oli 32 milj. euroa ja Holy Cow!:n 48 milj. euroa. Kasvun kulmakerroin on ollut vahva, sillä vuosien 2019-2024 aikana F&B:n myynnin keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut laskelmiemme mukaan 29 prosenttia ja Holy Cow!:n 14 prosenttia. Samalla kannattavuus on nostettu erinomaiselle tasolle (2024 EBIT 9,4 %), joten kasvu on ollut erittäin kannattavaa. Avaukset eivät käsityksemme mukaan sido merkittäviä pääomia ja ravintoloiden avausprosessista on onnistuttu luomaan hyvin tehokas, jonka ansiosta investointien takaisinmaksuaika on melko lyhyt ja kasvua on saatu aikaiseksi myös hyvillä pääoman tuotoilla.

BBS on ollut hieno kasvutarina.

BBS-ketjujen liikevaihdon kehitys (milj. euroa)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

NoHo on luonut BBS-matkalla osakkeenomistajille merkittävästi arvoa. Friends&Brgrs:sta hankittiin alun perin 70 prosentin osuus 7 milj. eurolla keväällä 2020, joka myöhemmin sijoitettiin BBS:ään. BBS-omistuksen käypä arvo kasvanut kannattavan ravintolaverkoston kasvattamisen mukana yhtiön taseessa noin 45 milj. euroon, mikä tarkoittaa sijoituksen tuottaneen viidessä vuodessa 38 miljoonaa euroa, vastaten noin 45 prosentin keskimääräistä vuosituottoa.

Lopullinen onnistuminen ja arvonaluonti toki määräytyy vasta aikanaan lopullisen irtautumisen yhteydessä, joka voisi tulla ajankohtaiseksi pian NoHon nykyisen strategiakauden (2025-2027) päättymisen jälkeen, huomioiden pääomasijoittajille (Intera Partners) tyypillinen noin 5-8 vuoden sijoitushorisontti. BBS:llä on näkemyksemme mukaan erinomaiset edellytykset jatkaa kannattavaa kasvuaan, ja tarinan edetessä yhtiön strategian mukaisesti olisi irtautumishetkellä realisoitava arvo todennäköisesti selkeästi nykyistä tasearvoa korkeampi.

Liiketoiminta-alueet

BBS-järjestelyn myötä liiketoiminta-alueita päivitettiin

NoHo raportoi liiketoimintansa kehitystä kahden pääsegmentin, Suomen ja Kansainvälisen liiketoiminnan, kautta. Segmenttitasolla yhtiö raportoi liikevaihdon ja kannattavuuden ohella muutamien muiden keskeisten suorituskykymittareiden tiedot säännöllisesti osavuositarkastuksissaan (operatiivinen käyttökate, myyntikate-%, henkilöstökulu-%).

Segmenttien sisällä yhtiö raportoi liikevaihtotiedot sekä ravintolayksiköiden määrät liiketoiminta-alueittain. Kuten edellisessä laajassa yhtiöraportissa syksyllä 2024 arvelimme, NoHo siirtyi Suomen kohdalla vuoden 2024 pääomamarkkinapäivässä esitellyn jaottelun mukaisiin liiketoiminta-alueisiin BBS:ään kohdistuneen järjestelyn myötä.

NoHon liiketoiminta-alueet Suomen liiketoiminnassa ovat Ruokaravintolat, Viihderavintolat ja Tapahtumaravintolat. Ruokaravintolat ja Viihderavintolat kuuluivat liiketoiminta-alueisiin jo aiemmin, mutta Tapahtumaravintolat korvasi Fast foodin. Kategorioiden sisällä ravintoloiden luokittelussa tapahtui jonkin verran muutoksia, eikä esimerkiksi uuden jaottelun mukaisten Ruokaravintoloiden ja Viihderavintoloiden vuoden 2024 liikevaihto ole uusien liiketoiminta-alueiden mukaisessa luokittelussa vertailukelpoinen vanhan jaottelun kanssa. Peruseräpäätökset taustalla pysyivät kuitenkin käsityksemme mukaan pääpiirteittäin ennallaan.

Kansainvälisessä liiketoiminnassa liiketoiminta-alueet ovat Norja ja Tanska, ja ainoa muutos on Sveitsin tippuminen pois näiden joukosta BBS:n irtaantumisen seurauksena.

Monipuolinen, lähes 300 ravintolan portfolio tuo defensiivisyyttä

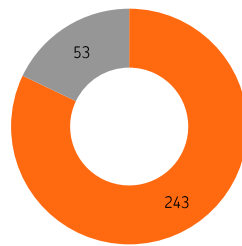
NoHon ravintolaportfolio koostuu tällä hetkellä 296 ravintolayksiköstä, joista 243 sijaitsee Suomessa ja 53 ulkomailla Norjassa ja Tanskassa. Suomessa yhtiön portfolion painopiste on Helsingissä ja Tampereella, joissa yhtiöllä on erittäin vahva markkina-asema. Suomen osuus yhtiön liikevaihdosta oli viime vuonna 77 prosenttia, joten kotimarkkinan voi hyvin sanoa muodostavan liiketoiminnan rungon. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus on vajaa neljännes kokonaisuudesta.

NoHon ravintolaportfolio on monipuolinen, mikä tuo liiketoimintaan defensiivisyyttä. Portfolio koostuu erilaisista kategorioista, joiden sisällä löytyy vaihtelua niin hintatason kuin tarjonnankin suhteen, mutta myös aukioloaikojen suhteen. Laajan portfolion myötä asiakkaalla on teoriassa mahdollisuus käydä NoHon omistamassa ravintolassa lähes vuorokauden ympäri. Multikonseptimallin mukaisesti asiakas ei välttämättä edes tiedosta ravintolassa ollessaan olevansa NoHon ravintolassa. Yhtiön omistamat ravintolat kilpailevat osin keskenään samoissa kaupungeissa ja kategorioissa, mikä toisaalta myös mahdollistaa myös suuremman markkinaosuuden saavuttamisen tietyllä markkina-alueella. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on yli 100 erilaista ravintolakonseptia.

Yhtiö on myös viime vuosina onnistuneesti kehittänyt portfoliotaan ja heikosti kannattavien yksiköiden määrä on käsityksemme mukaan vähentynyt selvästi. Monipuolinen, sekä konsepteiltaan että maantieteellisiltä sijainneiltaan laajasti hajautettu portfolio on näkemyksemme mukaan yksi NoHon vahvuuksista ja tarjoaa vakautta yli markkinasykliin. NoHo on myös historiallisesti onnistunut kiitettävästi reagoimaan muutoksiin kulutustrendeissä ja kyennyt suhteellisen nopeasti muokkaamaan portfoliotaan vastaamaan kulloistakin kysyntänäkömää – muutokset ja portfolion muokkaus jatkuvan parantamisen hengessä on varmasti osa NoHon tarinaa myös tulevaisuudessa.

NoHo raportoi liikevaihdon ja kannattavuuden kehitystä kahdesta pääsegmentistä, joita ovat Suomen liiketoiminta ja Kansainvälinen liiketoiminta.

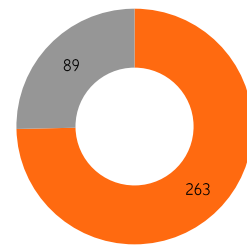
Yksiköiden lukumäärä (Q3/25)



■ Suomen liiketoiminta ■ Kansainvälinen liiketoiminta

Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Liikevaihto, milj. euroa (LTM)



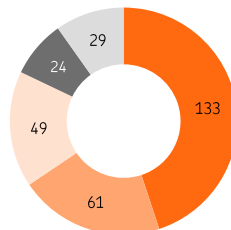
■ Suomen liiketoiminta ■ Kansainvälinen liiketoiminta

Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Suomen liiketoiminta koostuu Ruoka-, Viihde- ja Tapahtumaravintoloista, joista raportoidaan säännöllisesti liikevaihtoluvut ja yksiköiden määrät.

Kansainvälinen liiketoiminta koostuu Norjan ja Tanskan liiketoiminta-alueista.

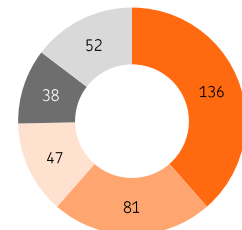
Yksiköiden lukumäärä (Q3/25)



■ Ruokaravintolat ■ Viihderavintolat ■ Tapahtumaravintolat
■ Norja ■ Tanska

Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Liikevaihto, milj. euroa (LTM)



■ Ruokaravintolat ■ Viihderavintolat ■ Tapahtumaravintolat
■ Norja ■ Tanska

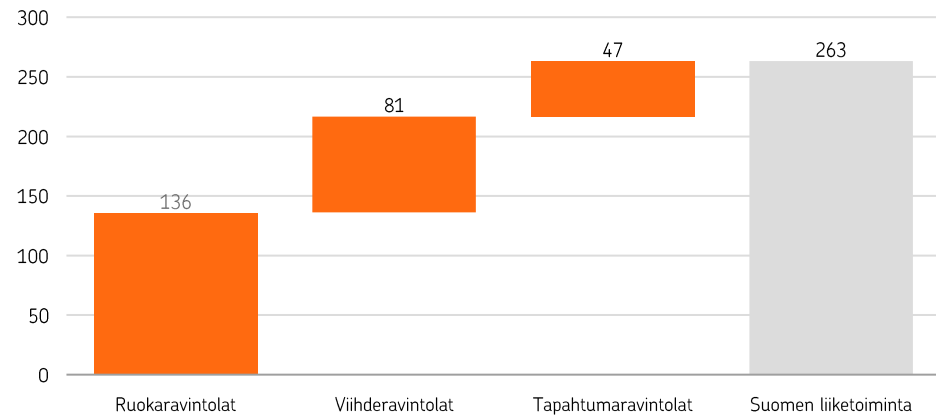
Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Suomen liiketoiminta

Kotimarkkina on NoHon kivijalka

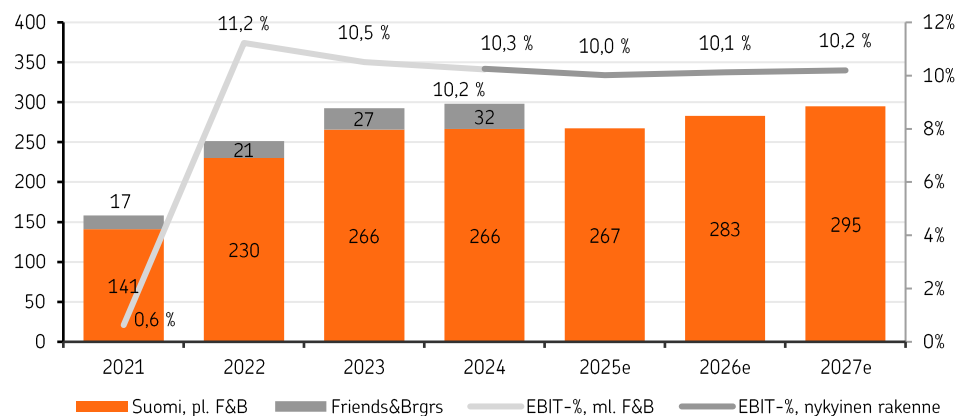
NoHon liikevaihto Suomessa oli viime vuonna 266 miljoonaa euroa. Suomen liiketoiminta on palautunut koronapandemian jäljiltä erinomaisesti, ja kannattavuus on onnistuttu nostamaan liikevoittomarginaalilla mitattuna kestävästi 10 prosentin tuntumaan. Yhtiö on tehnyt myös onnistuneita yritysostoja ja integroinut hankinnat hyvin osaksi olemassa olevaa liiketoimintaa. Arviomme mukaan kannattavuus on noussut Suomessa jo huipputasolleen tai hyvin lähelle sitä – emme odota tuloskasvun tyrehtyvän, mutta kasvu nojaa jatkossa selkeämmin liikevaihdon kasvattamiseen niin orgaanisesti kuin yritysostoihin. Suomen liiketoiminnan tukijalan muodostaa Ruokaravintolat, joiden osuus segmentin liikevaihdosta on edellisen 12 kuukauden luvuilla noin puolet. Viihderavintolat muodostavat kokonaisuudesta noin kolmanneksen, ja Tapahtumaravintolat noin viidenneksen.

Suomen liiketoiminnan liikevaihto, milj. euroa (LTM)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Suomen liikevaihdon ja EBIT-marginaalin kehitys



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*Vuonna 2021 koronapandemia käynnissä

Ruokaravintolat muodostavat toiminnan rungon Suomessa

NoHolla on Suomessa tällä hetkellä tuoreen Jungle Juice Bar -yritystoston jälkeen 133 ruokaravintolaa. Ruokaravintolat ovat hyvin kattava kokonaisuus, tarjonnan vaihdella matalan hintapisteen ravintoloista fine dining -ravintoloihin. NoHon omistamissa ruokaravintoloissa on lukuisia tunnettuja brändejä, kuten Savoy, Palace ja Elite. Ainoastaan työpaikkaravintolat sekä puhtaat lounasravintolat eivät kuulu NoHon portfolioon, mikä johtuu käsityksemme mukaan voimakkaasta kilpailusta ja sen aiheuttamasta alhaisesta kannattavuudesta. Toisaalta pääomasijoittaja CapManin tuoreisiin sijoituksiin lukeutuva pääosin pääkaupunkiseudulla toimiva ja lounasravintoloihin painottuva Factory-ketju on tehnyt julkisten lähteiden perusteella yli kymmenen prosentin liikevoittomarginaalia, joten myös lounasravintoloita on mahdollista pyörittää erinomaisella kannattavuudella. NoHon ruokaravintolayksiköistä noin puolet sijaitsee pääkaupunkiseudulla ja lähes neljännes Tampereella. Pääpaino on sosiaalisen syömisen konsepteissa.

Ruokaravintoloissa käyttöasteet ovat yleisesti ottaen kohtuullisen korkeita ja aukioloajat ovat tyypillisesti lounasajasta iltamyöhään asti. Ruokaravintoloiden riskiprofiili on verrattain maltillinen tasaisemman kysynnän ja paremman ennustettavuuden myötä. Vastapainona tälle on kuitenkin matalampi kannattavuustaso, sillä ruokaravintolat sitovat enemmän resursseja niin henkilöstön kuin materiaalienkin osalta esimerkiksi viihderavintoloihin verrattuna. Ruokaravintoloissa tarjonta on tyypillisesti laajaa ja sen myötä kysyntä jakautuu useammalle eri toimijalle.

Ruokaravintoloiden menestymisessä korostuu muiden ravintolatyyppejen tapaan sijainti, johon NoHo on portfolionsa osalta panostanut selvästi. Myös paikallistuntemuksella on keskeinen rooli, sillä eri kaupungeissa ja kaupunginosissa menestyvät usein hyvin erilaiset ruokaravintolat. NoHo kehittää portfoliotaan sekä yritystostoin, uusperustannalla sekä säätämällä olemassa olevien

konseptien sijainteja. Yhtiöllä on myös joitakin selkeästi skaalattavia konsepteja, kuten esimerkiksi Hook-ravintolat.

Viihderavintolat on kannattavin osa-alue

NoHon viiheravintoloiden kattaus koostuu tällä hetkellä 61 yksiköstä, sisältäen ravintoloita yökerhoista, pubeihin ja peliravintoloihin. Lisäksi kategorioiden sisällä on monenlaisia konsepteja. Esimerkkejä NoHon tunnetuista viiheravintolabrändeistä ovat muun muassa Teatteri, Löyly, Viihdemaailma Ilona sekä Space Bowling & Billiards. NoHo on käsityksemme mukaan noussut markkinajohtajaksi Helsingin yökerhomarkkinassa. Vuonna 2024 Tampereella markkinaosuutta kasvatettiin H5 Ravintoloiden liiketoiminnan enemmistöosuuden ostolla, joka koostuu 8 ravintolasta. Arviomme mukaan NoHon markkinaosuus Tampereen viiheravintoloissa lähestyy niin korkeaa tasoa, että merkittävää epäorgaanista kasvua paikallisella markkinalla on vaikea toteuttaa.

Yökerhoissa kannattavuustasot ovat arviomme mukaan muita NoHon liiketoimintoja korkeammat, mutta toisaalta investoinnit ja riskit ovat myös suurempia. Yökerhoysiköiden välillä kannattavuuserot ovat esimerkiksi ruokaravintoloita suuremmat. Yökerhoissa liiketoiminnan materiaalikate on korkea ja kysynnän kasvaessa liiketoiminta skaalautuu voimakkaasti. Yökerhojen välillä kannattavuudessa on kuitenkin eroja. Suosituimmat yökerhot ovat tyypillisesti todella kannattavia, mutta toisaalta suosituimpien yksiköiden jälkeen kannattavuus yleensä laskee selvästi. Helsinki on tässä kuitenkin jonkinlainen poikkeus, sillä markkina on niin suuri, että kävijöitä riittää useampiinkin yökerhoihin. Yökerhoissa aukioloajat ovat luonnollisesti rajalliset ja niitä tulee pyrkiä optimoimaan kysynnän mukaan tehokkaasti.

Historiallisesti NoHon yökerhot ovat menestyneet käsityksemme mukaan varsin kiitettävästi, joka on perustunut suosittuihin brändeihin sekä operatiivisen toiminnan joustavuuteen. Viime vuosina kulutus yökerhoissa on ollut koko markkinan tavoin alavireistä. Yhteiskunnallisessa keskustelussa on noussut viime vuosina esiin alkoholinkäytön vähentyminen erityisesti nuorten keskuudessa – tämä on mahdollisesti ollut osatekijä yökerhomarkkinan haasteiden taustalla, mutta todellisuutta on mielestämme relevanttia arvioida vasta kun kulutuskysyntä kokonaisuutena elpyy normaalimmalle tasolle.

Muissa viiheravintoloissa kuten pubeissa ja peliravintoloissa aukioloajat ovat selvästi yökerhoja laajemmat. Näissä kysyntä jakautuu siis yökerhoja tasaisemmin, ja henkilöstöä tarvitaan maltillisesti. Tämän myötä näissä ravintoloissa riskitasot ovat yökerhoja matalammat, mutta toisaalta kannattavuuspotentiaali on arviomme mukaan yökerhoja heikompi.

Tapahtumaravintoloiden merkitys kasvussa

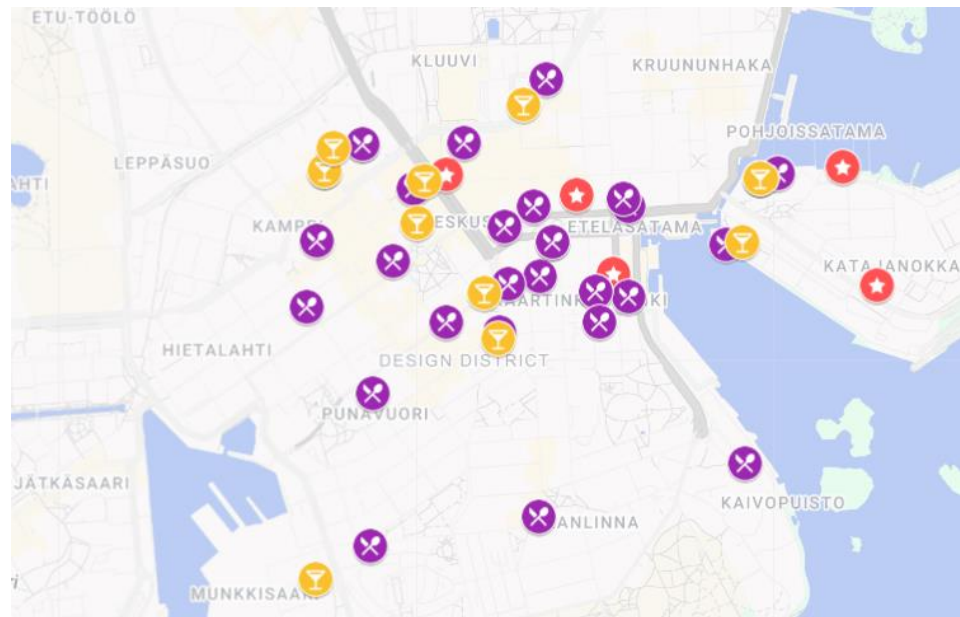
NoHo on saanut hyvän lisän kasvuunsa tapahtumaravintoloista, joista esimerkkinä toimii Nokia Arena. Arenan ravintolapalvelut ovat NoHon tarjoamia, ja arviomme mukaan vuosittainen liikevaihto on ollut parhaimmillaan noin 15 miljoonan euron tuntumassa. Vuosittaisessa kehityksessä on luonnollisesti jonkin verran vaihtelua tapahtumien mukaan ja esimerkiksi vuosina 2022 sekä 2023 Arenan liikevaihtoon vaikutti (arviolta noin 5 milj. euroa) Suomessa järjestetyt jääkiekon MM-kilpailut. Nokia Arenalla järjestettiin vuoden 2025 loppukesällä myös koripallon EM-kilpailujen alkulohkon otteluita, kuvastaen sen monikäyttöisyyttä tapahtuma-areenana.

Vuonna 2023 NoHon tapahtumaravintoloiden portfolio sai toisen merkittävän tukijalan, kun yhtiö valittiin Helsingin Messukeskuksen pääravintoloitsijaksi. Tapahtumatarjonnan kasvattaminen kuuluu NoHon kasvustrategiaan, ja Messukeskuksen jälkeen kokonaisuus on vahvistunut vielä mm. Helsingin ydinkeskustassa Narinkkatorin laidalla sijaitsevalla neljän ravintolan kokonaisuudella, Kulttuurikasarmilla. Vuoden 2025 aikana NoHo osti osaksi tapahtumaravintoloita Helsingissä sijaitsevan 130 vuotta vanhan Wanhon Sataman ravintolaliiketoiminnan. Wanhassa Satamassa on mahdollista järjestää jopa 2 000 vieraan tilaisuuksia. Muita tapahtumaravintoloita ovat mm. Tampere-talo sekä Helsingissä Kulosaaren Kasino ja Katajanokan Kasino.

Käsityksemme mukaan NoHolla olisi oikeudet Helsinki Gardenin ravintolapalveluihin, mikäli uusi areena valmistuu – tämä vaikuttaa olevan kuitenkin hyvin pitkissä puissa. Kokonaisuutena tapahtumaravintoloiden merkitys on ollut viime vuosina kasvussa, ja osuus NoHon Suomen liikevaihdosta on noussut lähes 20 prosenttiin. Kohonnutta profiilia kuvaa myös tapahtumaravintoloiden nousu omaksi liiketoiminta-alueekseen.

NoHolla on vahva jalansija Helsingin ja Tampereen ydinkeskustoissa

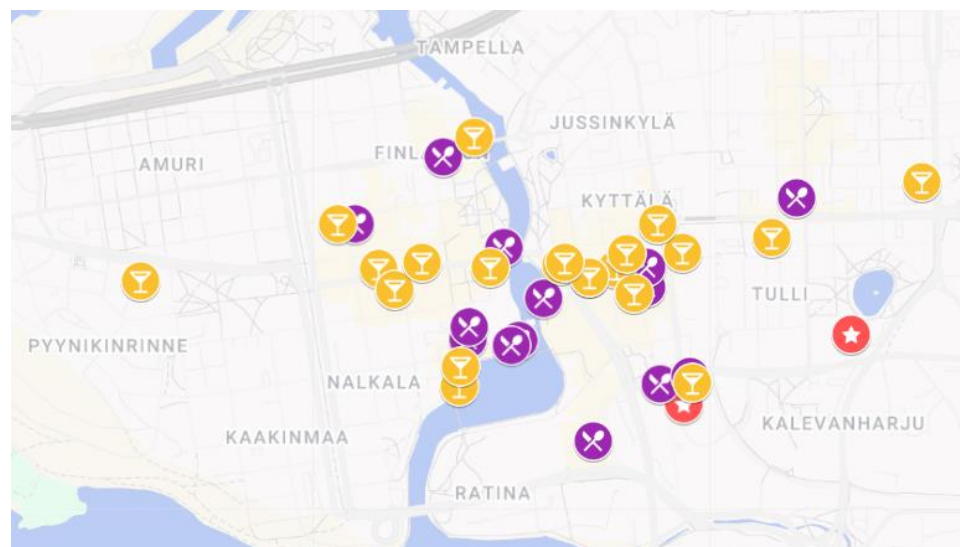
**NoHon ravintolat
ravintolatyypeittäin
Helsingin
ydinkeskustassa...**



Ruokaravintolat
 Viihderavintolat
 Tapahtumaravintolat

... ja Tampereella.

**NoHon tarjonta kattaa
myös liiketoiminta-
alueiden sisällä
monenlaisia
konsepteja esimerkiksi
tyylliltään sekä
hintapisteeltään, mikä
mahdollistaa suuren
markkinaosuuden
pienellä alueella.**



Ruokaravintolat
 Viihderavintolat
 Tapahtumaravintolat

Lähde: NoHo Partners, OP Markets, Google Maps

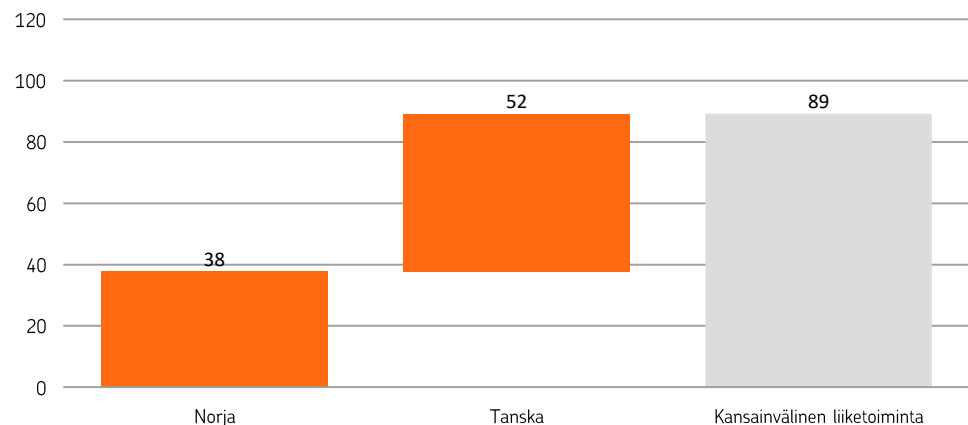
Kansainvälinen liiketoiminta

Tänä vuonna kaksijakoista kehitystä – viime vuosi antoi osviittaa tulospotentiaalista

Kansainvälisessä liiketoiminnassa NoHo toimii Norjan ja Tanskan markkinoilla. Liiketoiminta-alueiden kehitys on ollut erityisesti viime aikoina varsin polarisoitunutta. Tanskan liiketoiminta vaikuttaa olevan yleiseen taloussuhdanteeseen peilaten erittäin hyvässä iskussa, ja kasvua on saatu aikaiseksi sekä orgaanisesti että yritysostojen muodossa. Tanskan merkitys onkin ollut kasvussa, ja sen osuus Kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihdosta on noussut (nykyisen rakenteen mukaan) 35 prosentista vuonna 2022 jo 58 prosenttiin edellisen 12 kuukauden rullaavin luvuin tarkasteltuna. Tanskan kolmen viime vuoden keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut huimat 37 prosenttia.

Norjan liiketoiminnassa kehitys on sen sijaan ollut alavireistä, ja kuluvana vuonna vaikeudet ovat jossain määrin syventyneet. Liikevaihdon kasvu oli vuosina 2023-2024 vajaan kahden prosentin luokkaa, mutta edeltävän 12 kuukauden aikana liikevaihto on ollut vaikeassa markkinassa jyrkässä 10 prosentin laskussa. Norjan yökerhomarkkina on ollut käsityksemme mukaan erittäin hankala, ja NoHon portfolio Norjassa painottuu muita maita enemmän viihderavintoloihin. Norjan tulos painui Q3/25:llä ensimmäisen kerran tappiolliseksi korona-ajan jälkeen – tilanteeseen on reagoitu ja johto uskoo tilanteen oikenevan H1/26:n aikana toteutetuilla toimenpiteillä.

Kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihto, milj. euroa (LTM)

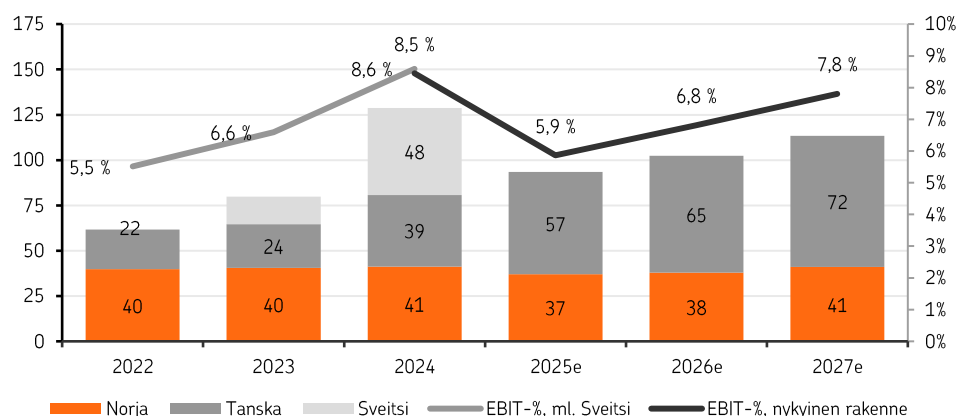


Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Sveitsin kannattavuus oli vuonna 2024 samaa luokkaa Norjan ja Tanskan kanssa.

Vuonna 2025 kannattavuutta on rasittanut haasteet Norjassa, jossa Q3-tulos painui ensimmäisen kerran pakkaselle (pois lukien koronapandemia).

Kansainvälisen liiketoiminnan kehitys (sis. Sveitsi vuoteen 2024 asti)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Norja – fokus kannattavuuden palauttamisessa

NoHo laajentui Norjan ravintolamarkkinaa vuonna 2019 ostamalla 15 ravintolaa osaksi portfolioaan. Norjassa NoHon liikevaihto oli viime vuonna 41 milj. euroa ja sen osuus koko yhtiön liikevaihdosta oli noin 12 prosenttia. Kuluvana vuonna kehitys on ollut laskusuunnassa, ja 2025 ennusteillamme liiketoiminnan osuus konsernista on enää noin 10 prosenttia.

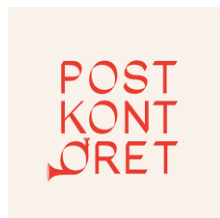
Terveessä suhdanteessa Norja on NoHolle houkutteleva kasvumarkkina, sillä maan ravintolamarkkina on noin 1,5 kertaa Suomen kokoinen ja kuluttajien ostovoima korkea. Paikallinen ravintolamarkkina on myös hyvin sirpaloitunut, mikä tarjoaa NoHolle erinomaisen mahdollisuuden kasvattaa markkinaosuuttaan Norjassa. Norjassa arvostustasot ovat olleet historiallisesti verrattain maltilliset (EV/EBITDA 3-4x), mikä nostaa myös epäorgaanisen kasvun houkuttelevuutta. Voi kuitenkin mielestämme melko suurella varmuudella todeta, ettei lyhyellä aikavälillä Norjassa toteuteta yritysostoja, vaan fokus on kannattavuuden palauttamisessa. Johdon kommenttien perusteella tilanteen uskotaan vakautuvan vuoden 2026 ensimmäisen puoliskon loppuun mennessä.

Norjassa NoHon liikevaihto on kohonnut koronaa edeltävältä noin 17 miljoonan euron tasolta yli kaksinkertaiseksi. Kasvu on kuitenkin jäänyt yhtiön tavoittelemaa tasoa alhaisemmaksi. NoHo vaikuttaa takavuosina priorisoineen kasvua Suomessa. Samalla esimerkiksi uusperustanta Norjassa vaikuttaa osoittautuneen haasteelliseksi. NoHon toimet kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden parantamiseksi ovat arviomme mukaan osaltaan rajoittaneet intoa kasvaa.

Yrityssostorintamalla NoHo toteutti vuonna 2023 Norjassa pienen yritysoston, jossa se osti kolme ravintolaa Oslosta noin 5 miljoonan euron kauppahinnalla. NoHon strategiana on pääosin ostaa pieniä ja keskisuuria ravintoloita, jotka täydentävät yhtiön portfolioa (erityisesti publi- ja seurusteluravintolat). Tällä hetkellä Norjan liiketoiminnan pääpaino on Oslossa, Trondheimissa ja Tromssassa, mutta pidemmällä aikavälillä yhtiö tavoittelee käsityksemme mukaan laajentumista myös muihin Norjan suurempiin kaupunkeihin.

Esimerkkinä menestyksekkäästä ravintolakonseptista Norjassa toimii Camping-konsepti, joka yhdistää laadukkaan minigolfin baariin ja yökerhoon. Ensimmäinen Camping-ravintola avattiin Osloon vuonna 2016, ja nykyisin ravintoloita on Norjassa, Tanskassa, Ruotsissa (poikkeus NoHon portfolioissa, raportoidaan osana Tanskaa) ja vuoden 2024 maaliskuusta lähtien myös Suomessa.

Esimerkkejä NoHon ravintolabrändeistä Norjassa



THE
DUBLINER
FOLK PUB • RESTAURANT



Tanska – kannattavuus ja markkina-asema vahvistuneet

NoHon kansainvälistymistarinan alkusysäys tapahtui Tanskassa, kun yhtiö osti enemmistön tanskalaisista Cocks & Cows- ja The Bird -yhtiöistä. Vuoden 2024 päätteeksi NoHon Tanskan liiketoimintaan sisältyi 18 ravintolaa ja liikevaihtoa kertyi noin 40 miljoonaa euroa. Sittenmittakaava Tanskassa on kasvanut, kun yhtiö hankki keväällä 2025 65 prosentin enemmistöosuuden Halifax Burgersista. Transaktion myötä NoHon ravintolamäärä on kasvanut 29 yksikköön, ja Q3/25:n liikevaihto oli 24 prosenttia vertailukautta korkeammalla. Johdon kommentit Tanskan kehityksestä ovat olleet viime kvartaaleina positiivisia. Myös paikallinen markkina vaikuttaa olevan selvästi Suomea ja Norjaa paremmassa iskussa, jonka yhdeksi taustatekijäksi on mainittu turismi.

Yhtiöllä oli Tanskassa etenkin markkinalle menon alkuvaiheessa haasteita kannattavuuden kanssa, jonka vuoksi esimerkiksi yritysjärjestelyiden kohdalla edettiin varovaisesti. Kannattavuutta on käsityksemme mukaan saatu systemaattisesti vahvistettua. Merkittävässä roolissa Tanskan kannattavuuskäänteessä on ollut ravintolaportfolion muokkaaminen. NoHo on tehnyt viime

vuosina merkittäviä muutoksia heikosti kannattaneisiin yksiköihin – osa lopetettiin ja osassa konseptia muokattiin.

Myös Halifax-yritysosto indikoi yhtiön olevan luottavainen positiivisen kehityksen jatkumiseen paikallisella markkinalla. NoHo on arvioinut saavuttavansa merkittäviä kannattavuutta edistäviä synergiaetuja Halifaxin ja jo aiemmin omistetun Cocks & Cows -ravintoloiden välillä. Halifax-yrityksoston myötä NoHo on arviomme mukaan noussut Tanskassa viiden suurimman ravintolatoimijan joukkoon.

Esimerkkejä NoHon ravintolabrändeistä Tanskassa

**COCKS
& COWS**



PIZZERIA
Luca
72 HOURS OF LOVE

NoHo teki viime vuonna myös uudenlaisen aluevaltauksen Tanskassa, kun yhtiö osti pakkausmateriaalien toimittaja Triple Tradingista 51 prosentin omistusosuuden. Yritysosto on mahdollistanut NoHolle synergiaetuja käyttotarvikkeiden ostoissa, ja yhtiö on käsityksemme mukaan käyttänyt Triple Tradingin tuotteita aiemminkin. Triple Trading on mielestämme hyvä esimerkki ydinliiketoimintaa tukevasta synergistisistä yritysostoista, joita voidaan arviomme mukaan odottaa myös tulevaisuudessa. Triple Trading -hankinnan myötä yhtiöllä on erinomainen mahdollisuus hyödyntää sen pakkausmateriaaleja jokaisessa toimintamaassa kustannus- tehokkaasti. Triple Tradingin pakkausmateriaaleja tullaan ottamaan käyttöön jatkossa myös esimerkiksi Jungle Juice Barissa. NoHo ei raportoi Triple Tradingin lukuja, mutta yhtiön kommenttien perusteella liiketoiminnan kannattava kasvu on jatkunut ja kehitys on ollut näin vähintäänkin odotusten mukaista.

Esimerkkejä Triple Tradingin asiakkuuksista

Carlsberg



**ROYAL
UNIBREW**

KEVIN.MURPHY

IRONMAN

**COCKS
& COWS**



OLIOLI
ROCK BAR

Yrityksostot kasvun tukena – vahvat synergiat luovat arvoa

Yksi NoHon keskeisistä kilpailueduista ja kasvun lähteistä on ollut – ja on arviomme mukaan myös jatkossa – kyky toteuttaa yritysostoja arvoa luovalla tavalla. NoHo on historian saatossa tehnyt lukuisia yrityskauppoja. Kauppahinnat ovat erityisesti Suomessa toimialalla melko maltilliset, ja samalla NoHo pystyy lähes poikkeuksetta tuomaan merkittävät synergiat ja integroimaan uuden kohteen sulavasti osaksi portfolioaan. Näkemyksemme mukaan NoHon kyky arvoa luovien yritysostojen tekemisessä on kehittynyt ja hioutunut vuosien varrella, mitä tietenkin edesauttaa yhtiön kasvanut kokoluokka ja sitä kautta merkittävämmät synergiat. Yrityksostoissa korostuu yhtiön hyödyntämä partnerimalli, jolloin usein myyjäosapuolesta henkilö tai henkilöitä jää osakkaaksi ravintolaan.

Ravintola-alalla yrityskauppojen arvostuskertoimet, etenkin Suomessa, asettuvat tyypillisesti varsin maltilliselle 4-5x EBITDA-tasolle. Kertoimissa on jonkin verran vaihtelua riippuen konseptista, kannattavuudesta sekä brändin tunnettuudesta ja statuksesta. NoHo on myös valikoiva hinnoittelun osalta – käsityksemme mukaan yksi syy sille, ettei yhtiö ole toistaiseksi laajentunut Ruotsiin yritysjärjestelyiden kautta, on Ruotsin markkinan korkeammat valuaatiot muihin toimintamaihin verrattuna. Mielestämme tämä kuvastaa tervettä suhtautumista kasvun tavoitteluun.

Yrityksoston jälkeen NoHo liittyy ravintolan tai ravintolakokonaisuuden oman panimo- ja muiden hankintasopimusten piiriin. Lisäksi uusi ravintola ajetaan NoHon operatiiviseen toimintamalliin

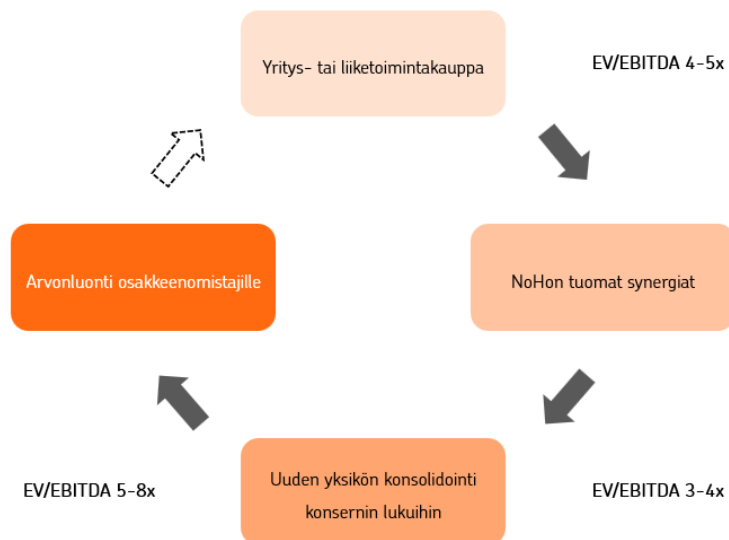
sisään, jolla toiminnan tehokkuutta pyritään parantamaan. Tätä kautta yhtiö saavuttaa merkittävät kustannussynergiat yrityskaupoillaan, ja noin 4-5x EBITDA-kertoimilla toteutetun kaupan kertoimet putoavat synergiat huomioiden tyypillisesti 3-4x EBITDA-tasolle. NoHon omat EV/EBITDA-kertoimet ovat historiassa olleet keskimäärin 5-8x tasoilla, joten kun uusi ravintolayksikkö konsolidoidaan NoHon lukuihin, luodaan kaupalla usein hyvin nopeasti arvoa.

Koronapandemian aikana NoHon fokus oli luonnollisesti yhtiön jatkuvuuden turvaamisessa ja tämän johdosta yrityskaupparintamalla oli hiljaista. NoHo on kuitenkin pandemian jälkeen palannut ostolaidalle – viime vuonna yhtiö hankki enemmistöosuuden tanskalaisesta pakkausmateriaalien toimittaja Triple Tradingista, joka on hyvä esimerkki ydinliiketoimintaa tukevasta synergistisestä sijoitustoiminnasta. Kuluvin vuoden aikana yhtiö osti Tanskassa Halifax Burgers -ketjun (11 ravintolaa) sekä Suomessa Jungle Juice Bar -ketjun (41 ravintolaa). Heikentynyt talousympäristö on myös osaltaan lisännyt tarjontaa potentiaalisista ostokohteista – toisaalta samalla on oltava entistä tarkempi ostettavan kohteen tilanteesta. NoHon strategiana onkin yritysostoissa ostaa pääasiassa sellaisia ravintolakonsepteja, joilla on näyttöjä menestymisestä useammalta vuodelta, mikä liudentaa yritysostovetoisen kasvun riskejä.

NoHo toi vuoden 2024 pääomamarkkinapäivässään esiin case-esimerkin onnistuneesta yritysostosta. Esimerkkinä toimi helsinkiläinen klassikkoravintola Sea Horse, jonka NoHo osti heinäkuussa 2022. Kauppahinta oli 2,3 miljoonaa euroa, joka vastasi EV/EBITDA-kerrointa 5,4x. Arvostuskerroin oli hieman NoHon keskimääräistä yritysostoa korkeampi, sillä kyseessä oli asemansa todistanut, kannattava ja perinteikäs ruokaravintola. NoHo on oston jälkeen tuonut ravintolan käyttöön hankinnan, myynnin ja henkilöstön skaalaetunsa ja sen myötä ravintolan käyttökate nousi noin kahdessa vuodessa 430 000 euron tasolta 540 000 euron tasolle. Tulospurannuksen myötä yritysoston EV/EBITDA-kerroin on 4,2x, joten yhtiö on synergioiden kautta pystynyt laskemaan kerrointa selvästi alaspäin. Samaan aikaan ravintolan liikevaihto on kasvanut tasaisesti.

Yhtiö tulee mitä todennäköisimmin kasvamaan ennemmin yritysostojen kautta kuin luomalla itse täysin uusia konsepteja laajassa mittakaavassa. Omiin uusiin konsepteihin liittyy NoHon kohdalla enemmän riskiä, sillä ostedtaessa vanha konsepti tiedetään huomattavasti paremmin kohteen potentiaali niin konseptin toimivuuden kuin esimerkiksi sijainninkin suhteen. Odotamme siis varsinaisen uusperustannan jäävän kohtuullisen maltilliseksi tulevina vuosina, mutta toisaalta omien toimivien konseptien skaalaaminen uusiin kaupunkeihin tai kaupunkien sisällä tulee tuki näyttölemään merkittävää roolia kasvussa yritysostojen ohella.

NoHon kuvaus yritysostojen arvonluontistrategiasta



Esimerkkejä NoHon tuoreimmista yritysostokohteista



Jungle Juice Bar
Ruokaravintolat



Halifax Burgers
Tanska



H5 Ravintolat
Viihderavintolat



Triple Trading
Tanska

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

NoHo julkaisi nykyisen, vuoteen 2027 ulottuvan strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa vuoden 2024 toukokuussa järjestämässään pääomamarkkinapäivässä. Sitten tavoitteita päivitettiin huomioimaan BBS-järjestelyn vaikutus, jonka myötä Suomen liikevaihtotavoitetta laskettiin Friends&Brgrs:n osuuden verran 400 miljoonasta eurosta 350 miljoonaan euroon. Muihin tavoitteisiin järjestely ei aiheuttanut muutoksia.

NoHon nykyinen strategiakausi pitää sisällään kolme painopistealuetta:

1. Kannattavuus kasvun moottorina
 - Pääoman tehokas allokointi ja tuotto
 - Kasvu kotimaassa sekä kansainvälinen kasvu sijoitustoiminnan kautta
2. Taseen vahvistaminen
 - Hallittu velkataso
 - Rahoituskulujen pienentäminen
 - Omavaraisuusasteen parantaminen
3. Kasvava osinko

Taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2025–2027

Suomen liiketoiminnan liikevaihto noin 350 milj. euroa ja nykyisen liikevoittomarginaalin ylläpitäminen

Kansainvälinen liiketoiminnan kannattava kasvu ja omistaja-arvon luominen

IFRS16-vuokrasopimusveloilla oikaistu nettovelat / operatiivinen käyttökate noin 2x

Vuosittain kasvava osinko

Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Suomessa tavoitellaan yritysostovetoista kasvua ja hyvän kannattavuuden säilyttämistä

NoHo näkee Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia ja yhtiö tavoittelee vuoden 2027 loppuun mennessä noin 350 miljoonan euron liikevaihtoa ja nykyisen hyvän liikevoittomarginaalin ylläpitämistä.

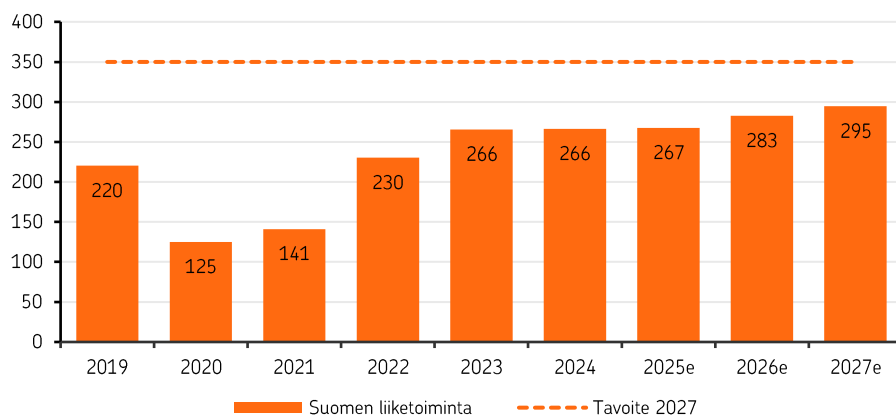
NoHon kilpailuedut ovat voimakkaimmat nimenomaan Suomessa, minkä johdosta on luontevaa, että yhtiö pyrkii maksimoimaan kotimarkkinan tuotot. Suomessa NoHon markkinaosuus on erityisen korkea pääkaupunkiseudulla ja Tampereella, mutta kyseisilläkin alueilla yhtiöllä on potentiaalia kasvattaa edelleen markkinaosuuttaan. Näiden kaupunkien ulkopuolella NoHon markkinaosuus on alhainen, mikä luo mahdollisuuksia kasvuun – arviomme mukaan kasvun mahdollisuudet ovat kuitenkin selvästi rajallisemmat kuin mitä historiassa pääkaupunkiseudulla ja Tampereella on nähty. Suomen muut kasvukeskukset ovat kooltaan pienempiä, jolloin myös mittakaava jää paikallisesti selvästi pienemmäksi. Käsityksemme mukaan tämä ei kuitenkaan itsessään toimi uusiin kaupunkeihin laajentumisen esteenä, ja esimerkiksi vain muutamankin ravintolan pyörittäminen tavoitteet täyttävällä kannattavuudella on täysin mahdollista. NoHo nosti viime vuoden pääomamarkkinapäivässään esille laajentumisen muun muassa Turussa, Kuopiossa ja Lahdessa, joissa yhtiön markkinaosuus on vielä alhainen.

NoHon kannattavuus on arviomme mukaan jo lähellä huipputasoa, ja nykyisen liikevoittomarginaalin säilyttäminen onkin mielestämme relevantti tavoite. Tuloskasvun jatkuminen kestäväällä tavalla erityisesti pidemmällä aikavälillä vaatiikin hyvää liikevaihdon kasvua. Yhtiö on onnistunut puolustamaan kannattavuuttaan heikossakin markkinassa erinomaisesti, jonka myötä pidämme saavutetun kannattavuustason olevan varsin kestäväällä pohjalla. Markkinatilanteen parantuessa vahvistuva kysyntä voi tuoda väliaikaista tukea kannattavuuteen, mutta rakenteellinen parannus nykytasoilta on näkemyksemme mukaan haastavaa.

Suomen liiketoiminnan yltäminen asetettuun liikevaihto-tavoitteeseen vaatii tuekseen yritysostoja strategiakauden aikana.

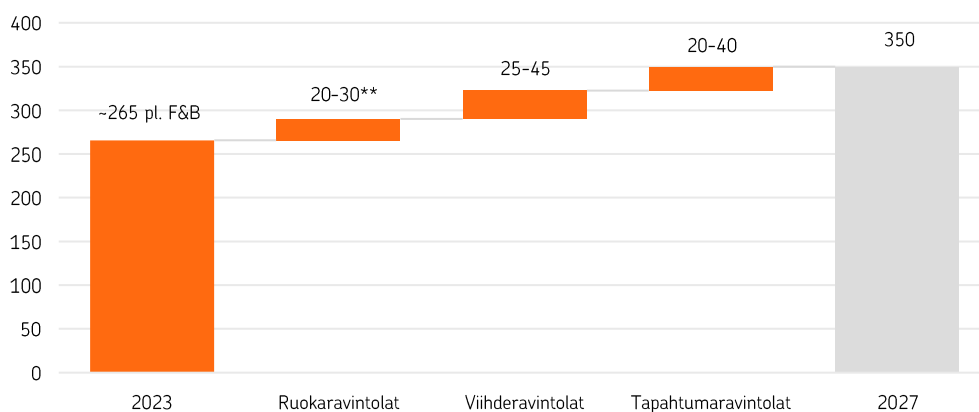
Ennustemme eivät sisällä oletuksia yritysostoista.

Suomen liiketoiminnan liikevaihdon kehitys nykyisen rakenteen mukaan (milj. euroa)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

NoHon liikevaihdon kasvutavoitteen komponentit Suomessa*



Lähde: NoHo Partners, OP Markets

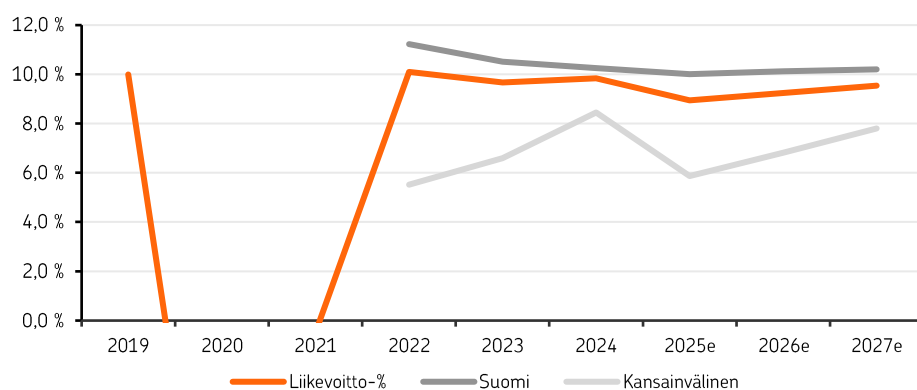
*2023 ilman Friedns&Brgrs:a

**OP:n arvio: liikevaihtotavoitetta päivitettiin Friends&Brgrs:n osuudella alaspäin BBS:n irtautumisen yhteydessä. F&B sisältyi pääosin ruokaravintoloihin, vaikka esimerkiksi myös tapahtumaravintoloissa on yksi F&B-ravintola (Nokia Areena).

Suomen kannattavuus on pysytellyt vaikeassa markkinassa erinomaisella tasolla.

Kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuutta rasittaa Norjan haasteet, joiden yhtiön johto on arvioinut korjaantuvan H1/26:n aikana.

Kannattavuuskehitys*



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

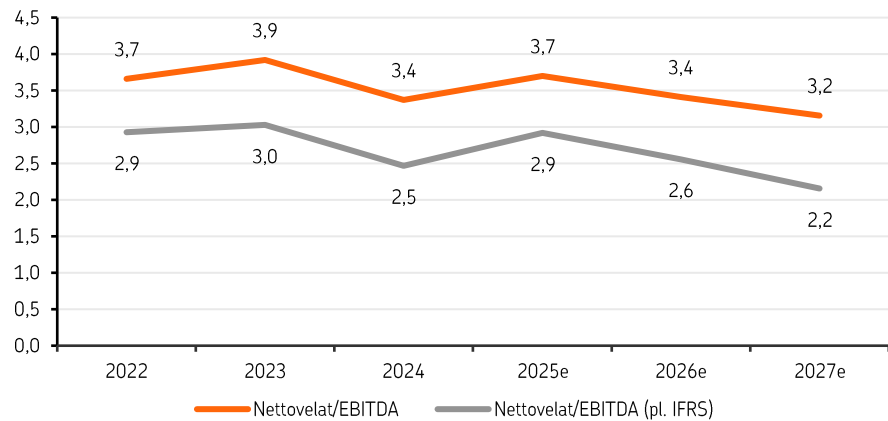
*Koronavuosina 2020: -15,2 % ja 2021: -0,5 %

Suomen kasvutavoite osittain ristiriidassa taseen vahvistamisaikojen kanssa

Vuosien 2026-2027 liikevaihtoennustemme NoHon Suomen liiketoiminnalle on 283 ja 295 miljoonaa euroa. Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatisi näin ollen noin 50-60 liikevaihdon lisäystä yritysostojen kautta ja markkinan osalta vähintään maltillista elpymistä. Kasvutavoitteen saavuttaminen epäorgaanisesti on kuitenkin näkemyksemme mukaan ristiriidassa tasetavoitteiden kanssa, sillä yhtiö pyrkii laskemaan IFRS 16:n vaikutuksilla oikaistua nettovelan ja käyttökatteen välistä suhdetta huomattavasti noin 2x-tasolle (Q3/25: 3,1x). Jos molemmista tavoitteista haluttaisiin pitää kiinni, jäisi yritysjärjestelyiden toteuttaminen osakevaihdoilla todennäköisimmäksi skenaarioksi epäorgaanisen kasvun rahoittamisen näkökulmasta.

Taseasema ja noin 2x tavoitetaso nettovelan ja käyttökatteen välisen suhteen osalta (pl. IFRS 16) eivät tue tällä hetkellä kasvun tavoittelua yritysjärjestelyiden kautta.

Nettovelat/käyttökate



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Kansainvälisessä liiketoiminnassa keinovalikoima kasvuun monipuolistunut

Kansainvälisessä liiketoiminnassa tavoitteena on kannattava kasvu ja omistaja-arvon luominen. Yhtiö tavoittelee strategiakauden aikana laajentumista myös uusille markkinoille – laajentuminen tapahtuisi kuitenkin harkiten ja virallisesti määritelty laajentumistavoite on 0-3 uutta markkinaa.

Työkalut kasvun tavoittelemiseksi ovat strategiapäivityksen myötä laventuneet, ja yhtiöltä voidaan nähdä tulevaisuudessa monipuolisia liikkeitä – joko vähemmistöomisteisina sijoituksina, Triple Tradingin kaltaisena synergistisenä enemmistösjoiutuksena tai Halifax Burgers -yritysoston kaltaisena ydinliiketoiminnan kasvattamisena perinteisellä rakenteella. Mielestämme on kuitenkin selvää, että yhtiöllä on ambitio viedä kansainvälistä liiketoimintaa enemmän ja enemmän sijoitustoiminnan suuntaan.

Arviomme mukaan Norjassa ilmenneet haasteet rajoittavat toistaiseksi intoa uusille markkinoille laajentumiseen. Vuonna 2027 tilanne voi kuitenkin olla jo toinen, mikäli Norjassa haasteet saadaan oikaistua johdon esittämän aikataulun mukaan vuoden 2026 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana.

Kansainvälisillä markkinoilla sijoittajavetoinen strategia mahdollistaa NoHolle kasvun useammalla markkinalla sekä yksinkertaistaa pääomien allokoitua. NoHo on ravintolatoimijoille haluttu kumppani, sillä yhtiöllä on vahvat näytöt ravintolaliiketoiminnan tehokkaasta operatiivisesta johtamisesta. Sijoittajakumppanille NoHo tuo puolestaan vankkaa toimialaosaaamista – kuten BBS-projektin kohdalla pääomasijoittaja Intera Partnersille. Lisäksi NoHo pystyy tuomaan yhtiöille suoraan käytettäväksi esimerkiksi hankintakanavia sekä malleja suorituskyvyn vahvistamiseen. Kuten Suomessa on nähty, ravintolatoiminnassa koon mukanaan tuomat mittakaavaedut ovat huomattavia, ja tällä strategisella linjauksella NoHo pystyy kasvamaan nopeammin ja laajemmin myös kansainvälisillä markkinoilla. Kansainvälisen liiketoiminnan riskiprofiili on NoHonkin kohdalla kotimaata suurempi, vaikka yhtiö on osoittanut kykynsä hyvään tuloksentekoon myös Suomen rajojen ulkopuolella. Liiketoiminnan laajempi hajauttaminen sijoitustoiminnan myötä tasapainottaa näkemyksemme mukaan tätä riskiä, ja toisaalta voi tarjota mahdollisuuden kotiuttaa arvoa osakkeenomistajille orgaanista kehittämistä nopeammin joko myynnin tai listaamisen kautta.

Kansainvälistymisstrategian kohdalla selkeimpinä riskeinä näemme mahdollisen fokuksen puutteen ja kontrollin häviämisen. Aiemmin yhtiön on täytynyt pohtia pääomien allokoitua hyvin

tarkasti eri kohteiden välillä, kun eri investoinnit ovat sitoneet melko paljon pääomaa. Siirtyminen voimakkaammin vähemmistösjoittajan rooliin mahdollistaa siten kasvun laajemmalla rintamalla, mutta voi kuitenkin aiheuttaa myös tehottomampia investointeja. Lisäksi joissain tapauksissa vähemmistöomistajuus voi johtaa tiettyihin haasteisiin operatiivisen liiketoiminnan johtamisessa. Kokonaisuutena luotamme kuitenkin NoHon aiempaan kokemukseen onnistuneissa yrityskaupoissa ja sijoittajana toimimisessa, mikä kääntää vaakakupin omista arvioissamme tässä kohdin selvästi positiivisen puolelle.

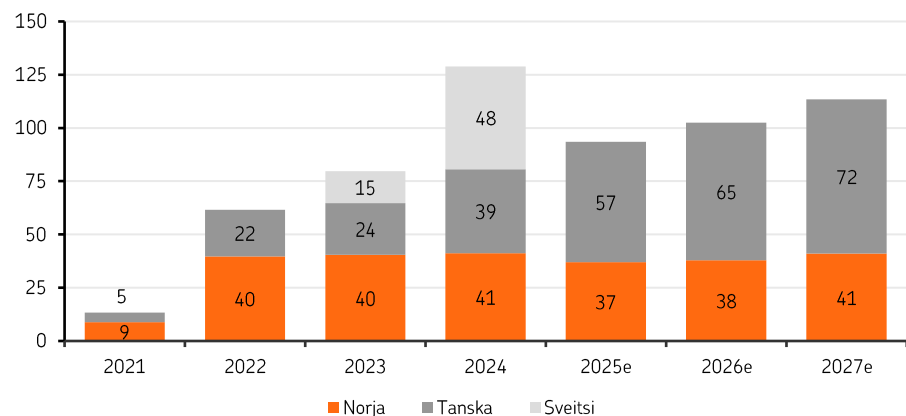
Sijoitustoimintaan nojautuva strategia voi aiheuttaa tulevana vuosina muutoksia NoHon operatiivisten lukujen vertailukelpoisuuteen raportointikäytännöistä johtuen. Ensimmäinen esimerkki nähtiin vuoden 2025 keväällä, kun yhtiön äänivalta BBS:ssä laski alle puoleen ja liiketoiminta siirryttiin raportoimaan osakkuusyhtiönä rahoitustuotoissa. Omistussuuden pysyttyä ennallaan, oli järjestelyn vaikutus nettotulokseen käytännössä olematon, mutta operatiivisiin lukuihin negatiivinen. Sijoittajan kannalta mahdolliset rakennemuutokset vaikeuttavat liiketoimintojen kehityksen seurantaa.

NoHo pyrkii myös sijoitustoiminnassa aktiiviseen omistajuuteen ja operatiivisen toiminnan ohjaamiseen, ja pyrkii tätä kautta varmistamaan sijoitustensa onnistumisen. Keskeisessä roolissa sijoitustoimintaan nojaavan strategian onnistumisessa on myös oikeanlaisten kumppaneiden löytäminen. Näkemyksemme mukaan BBS:n kaltainen malli, jossa NoHo operoi yhdessä kokeneen pääomasijoittajan kanssa olisi optimaalisin. Pääomasijoittajan läsnäolo luo näkemyksemme mukaan edellytykset onnistumisille esimerkiksi järjestelyiden strukturoinnin sekä irtautumisten ajoitusten näkökulmasta.

Tanskan merkitys NoHolle on selvässä kasvussa.

Vuoden 2025 aikana yhtiö on hankkinut hampurilaisketju Halifax Burgersin. Ketju pitää sisällään 11 ravintolaa, ja sen vuotuinen liikevaihto on noin 14 milj. euroa.

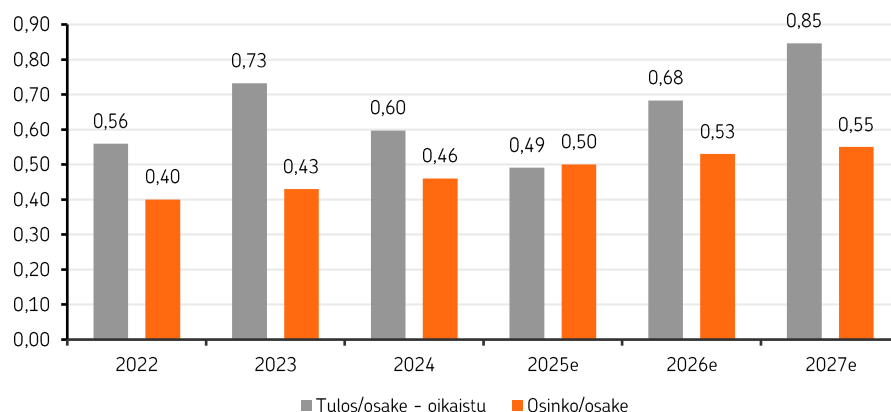
Kansainvälisen liiketoiminnan kehitys (sis. Sveitsi vuoteen 2024 asti)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

NoHo pyrkii maksamaan nykyisellä strategiakaudella vuosittain kasvavaa osinkoa. Normaalioloissa yhtiön kassavirta on vahva, eikä liiketoiminta sido yritysostoja lukuun ottamatta juurikaan pääomia, joten edellytykset hyvälle osingonmaksulle ovat olemassa.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Markkinakatsaus

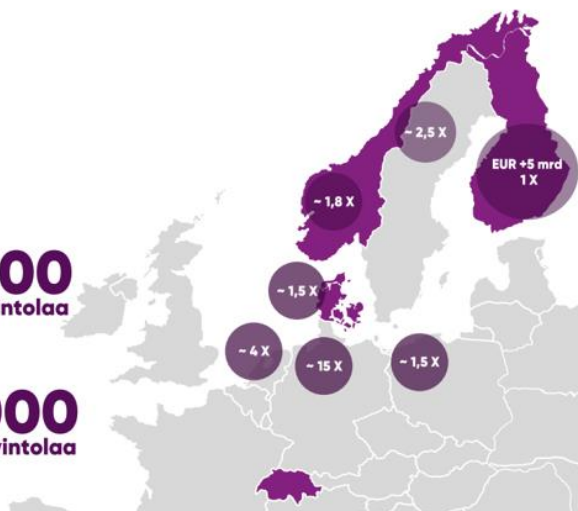
Pohjoismainen ravintolamarkkina on kasvanut tasaisesti

Ravintola-alan markkina on kasvanut kaikissa Pohjoismaissa tasaisesti läpi 2000-luvun koronapandemian tuomaa väliaikaista äkkijarrutusta huomioimatta. Suomessa relevantti markkina on kokoluokaltaan noin 11 000 ravintolaa, joiden ravitsemusliiketoiminnan liikevaihto oli Tilastokeskuksen mukaan noin 6,8 miljardia euroa vuonna 2024. NoHon esittämien arvioiden mukaan markkinan koko on Norjassa noin 1,8-kertainen (~22 000 ravintolaa) ja Tanskassa 1,5-kertainen (~18 000 ravintolaa).

Markkinakoot ovat siis valtavia, eivätkä näin ollen aseta NoHon kasvulle rajoitteita. Esitetyt luvut pitävät sisällään laaja-alaisesti kaikenlaisia ravintoloita, ja esimerkiksi Suomen kohdalla arvioimme NoHolle relevantin ravintolamarkkinan olevan noin 3–4 miljardia euroa. Tämä tarkoittaisi NoHon markkinaosuuden olevan Suomessa yhtiölle relevantista markkinasta noin 7–10 prosentin luokkaa, ja koko ravintolamarkkinasta 4–5 prosenttia. Vaikka NoHo operoi hyvin laajasti ravintolamarkkinassa, on se tehnyt periaatepäätöksiä pysyä lähtökohtaisesti esimerkiksi työpaikka- ja laitosruokala- sekä kahvilamarkkinoilta (joitakin poikkeuksia lukuunottamatta).

Ravintoloiden lukumäärä:

Suomi	Norja
~11 000 ravintolaa	~22 000 ravintolaa
Tanska	Ruotsi
~18 000 ravintolaa	~20 000 ravintolaa

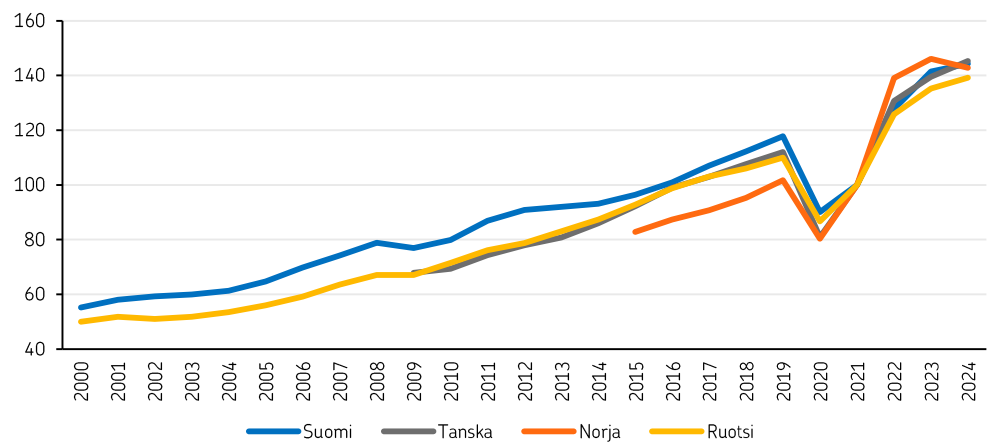


Lähde: NoHon pääomamarkkinapäivä, 2024

Tilastokeskuksen mukaan ravintola-ala kasvoi Suomessa 2010-luvulla keskimäärin 4,4 prosentin vuosittain (CAGR). Tanskassa markkinakasvu oli 2010-luvulla selvästi nopeampaa (5,5 %). Norjasta on saatavilla julkista dataa ainoastaan vuodesta 2015 lähtien, jonka jälkeen kehitys on ollut suhteellisen hyvin linjassa muiden Pohjoismaiden kanssa.

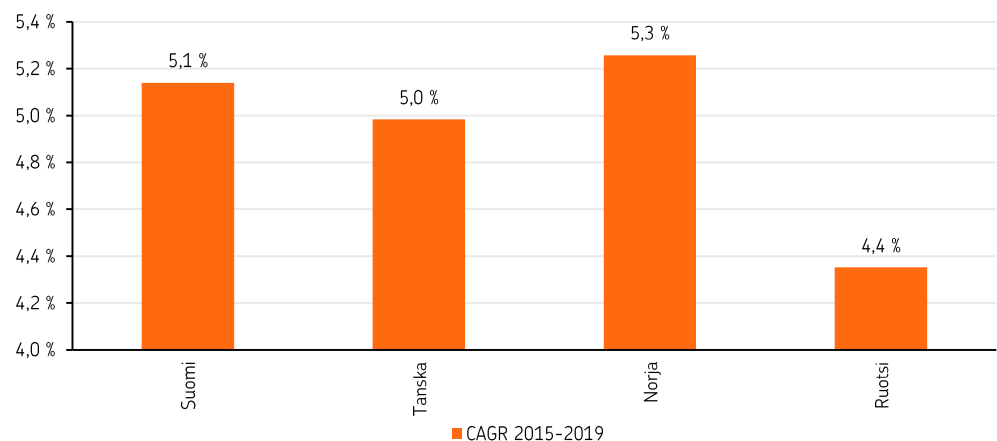
Tätä taustaa vasten NoHon viime vuoden pääomamarkkinapäivässä esittämä, suhteellisen kovalta kuulostava arvio lähivuosien 5-8 prosentin odotetusta markkinakasvusta Norjassa ja Tanskassa ei vaikuta poissuljetulta – tämä pätee arviomme mukaan kuitenkin vain terveissä markkinaolosuhteissa, ja esimerkiksi Norjassa markkinakehitys NoHolle relevanteilla alueilla on ollut tänä vuonna laskusuunnassa. Pitkällä aikavälillä pidämme todennäköisempänä, että markkinan kasvuvauhti tulee maltillistumaan 3-5 prosentin välimaastoon. Suomen pidemmän aikavälin kasvunäkymistä 2000-luvun markkinadata antaa arviomme mukaan varsin realistisen kuvan.

Pohjoismaisen ravintolamarkkinan kasvu (liikevaihtoindeksi, 2021 = 100)



Lähde: Tilastokeskus, Statistics Denmark, Statistics Norway, Statistics Sweden, OP Markets

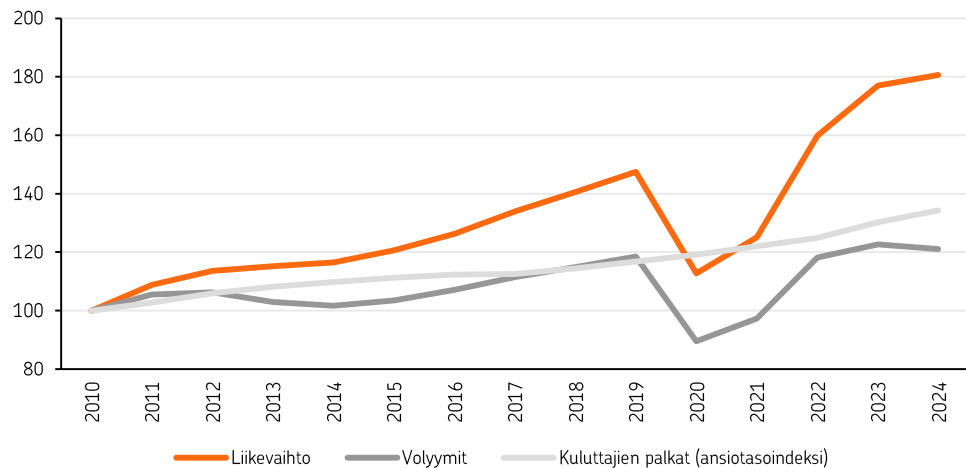
Ravintolamarkkinan kasvu Pohjoismaissa ennen koronaa 2015-2019 (CAGR)



Lähde: Tilastokeskus, Statistics Denmark, Statistics Norway, Statistics Sweden, OP Markets

NoHon kotimarkkalla Suomessa sektorin liikevaihto (Tilastokeskus, ravitsemustoiminta) on ollut maltillisessa kasvussa myös koronan jälkeen haastavammassa markkinassa. Volyymikehitys on kuitenkin polkenut vuosina 2022-2024 melko paikoillaan, sillä volyymit ovat vain 2 prosenttia koronaa edeltänyttä vertailuvuotta 2019 korkeammalla. Näin ollen liikevaihdon kasvu (+22 % vs. 2019) on ollut seurausta hintojen noususta. Tämä puolestaan on ollut suurilta osin seurausta vuonna 2022 nousuun lähteneen inflaation seurausta ja kustannusten siirtämisestä hintoihin, ja toimialan keskimääräinen kannattavuus onkin viime vuosina hintojen noususta huolimatta heikentynyt.

Ravintoloiden liikevaihto ja volyymit sekä kuluttajien palkkakehitys Suomessa (2010 = 100)



Lähde: Tilastokeskus, OP Markets

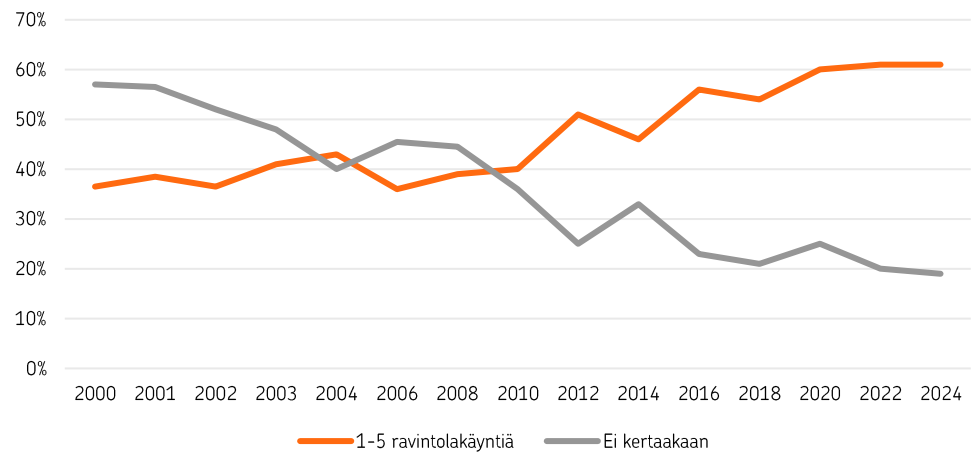
Kuluttajakäyttäytyminen murroksessa – trendit tukevat kasvua

Ravintolamarkkinan keskeisiä ajureita ovat kaupungistuminen, sukupolvien ja kuluttajakäyttäytymisen muutos sekä verkko-ostaminen. Markkinoissa on eroja, mutta kuluttajat käyvät ravintoloissa nykyisin huomattavasti aiempaa enemmän.

Viimeisen reilun 20 vuoden aikana ravintolakäyntien määrä on kasvanut merkittävästi, mistä kertoo myös Matkailu ja Ravintolapalveluiden (MaRa Ry) toteuttamat ravintolaruokailun trenditutkimukset. Vuonna 2000 jopa 57 prosenttia kuluttajista ei ollut syönyt ravintolaruokaa edeltäneen kahden viikon aikana, kun vuonna 2024 vastaava osuus oli enää 19 prosenttia. Tutkimuksen mukaan suomalaiset aterioivat keskimäärin 3,3 ravintola-ateriaa kahdessa viikossa, kun lounaat lasketaan mukaan. Myös lähettipalvelujen kasvu on muuttanut kulutustottumuksia: vuonna 2024 kuluttajista 75 prosenttia söi viimeisimmän ateriansa paikan päällä ravintolassa, 18 prosenttia otti aterian mukaan ja 8 prosenttia käytti toimituspalvelua. Sukupolvien välillä näkyy myös merkittävä muutos ravintolakäynneissä, ja nuoret käyvät ravintoloissa vanhempia ikäryhmiä ahkerammin. Heikko taloustilanne on kuitenkin heijastunut negatiivisesti erityisesti nuorten ravintolakäyntien määrään – vuonna 2022 alle 25-vuotiaat nauttivat ravintolaruokaa keskimäärin 4,7 kertaa viikossa, mutta vuonna 2024 vierailut olivat laskeneet 4 kertaan viikossa.

Ravintola-alan voidaan todeta olleen historian saatossa yllättävänkin defensiivinen. Toimiala on pitänyt pintansa hyvin haastavissa markkinaoloissa, kuten finanssikriisissä. Koronapandemia oli viranomaisrajoitusten myötä poikkeus, mutta muuten toimialan kehitys ei merkittävästi ole kärsinyt suhdannevaihteluista. Toimialan alhainen alalle tulon kynnyks ja sitä kautta voimakas kilpailu kuitenkin osaltaan aiheuttavat vaihtuvuutta ja taloudellisia haasteita yksittäisille ravintoloille.

Ravintolakäyntien määrän kehitys Suomessa (vierailuja 2 viikossa, %-osuus kuluttajista)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners, Mara ry: Ravintolaruokailun trenditutkimus

Ravintolamarkkinan pitkän aikavälin tärkeimmät ajurit



Megatrendit:
kaupungistuminen,
ajankäyttö



Kuluttajakäyttäytymisen
muutos (mukavuudenhalu,
hyvinvointi)



Sukupolvien
murros



Ravintolaruuan pääsy
osaksi kotona tapahtuvaa
syömistä

Lähde: NoHo CMD 2024

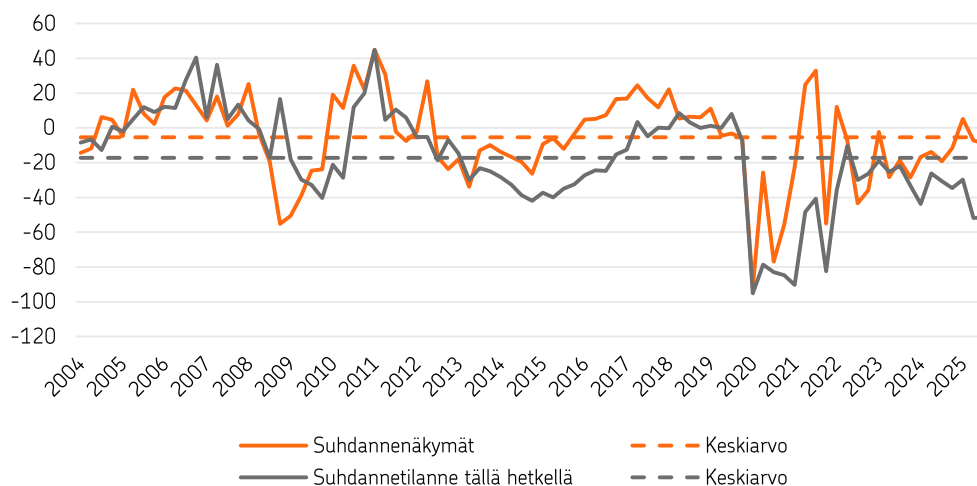
Suhdannetilanne on edelleen haastava – ostovoiman elpyminen ja pitkän aikavälin trendit luovat uskoa parempaan huomiseen

Haastava taloussympäristö ja yleisen maailmantilanteen epävarmuus on saanut kuluttajat varpailleen, eikä ravintola-ala ole tälle immuuni. Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) keräämän suhdannebarometrin mukaan hotelli- ja ravintola-alan näkymät ovat yhä keskimääräistä vaisummat. Suhdannebarometrissa mitataan muun muassa eri toimijoiden suhdannetilannetta tällä hetkellä ja suhdannenäkymää. Suhdannetilanne on pysytellyt sitkeästi keskimääräistä tasoa alhaisempana. Näkymissä on tuoreimmissa mittauksissa toisaalta ollut nähtävissä selvää nousutrendiä. Näkymät ovat kuitenkin kohonneet selvästi viime vuosia paremmalle tasolle, mikä luo toivoa paremmasta. Historiallisesti näkymien vahvistuminen on näkynyt nykytilan arvioissa noin vuoden viiveellä.

Vaikka kuluttajat ovat edelleen varovaisia, on tilastodatassa havaittavissa myös positiivisia merkkejä: esimerkiksi Suomen Pankin tilastoissa luottolaitosten talletukset ovat ennätystasoilla. Reaalisesti lukemat ovat vielä hieman edeltävää huippua jäljessä, mutta mielestämme kuluttajaluottamuksen elpyessä edellytykset kulutuksen kasvuun ovat olemassa.

Lyhyen aikavälin pehmeystä huolimatta edellisessä osiossa läpikäydyt ravintolamarkkinan pitkän aikavälin kasvuajurit ovat mielestämme vahvoja ja suomalainen ravintolakulttuuri kehittyä arviomme mukaan tasaisesti kohti länsi-eurooppalaista suuntaa, mikä tukee ravintoloiden kysyntää.

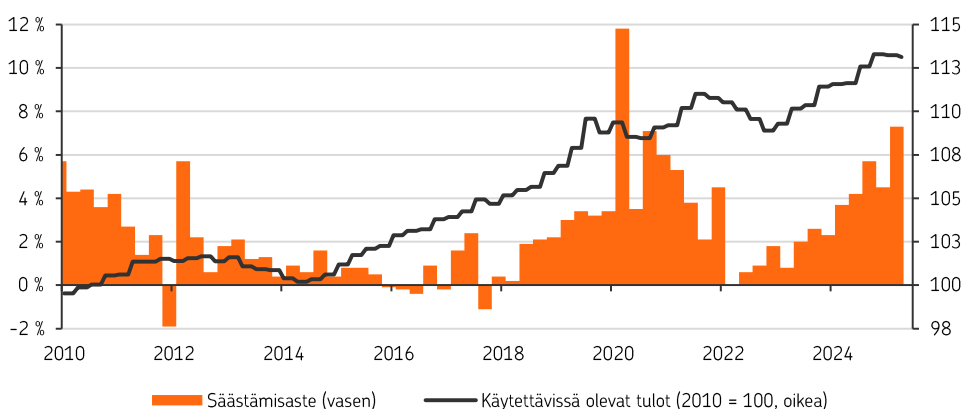
Hotelli- ja ravintola-alan suhdannebarometri



Lähde: Elinkeinoelämän keskusliitto, OP Markets

**Epävarmuus on
näkynyt
säästämisasteen
kasvuna**

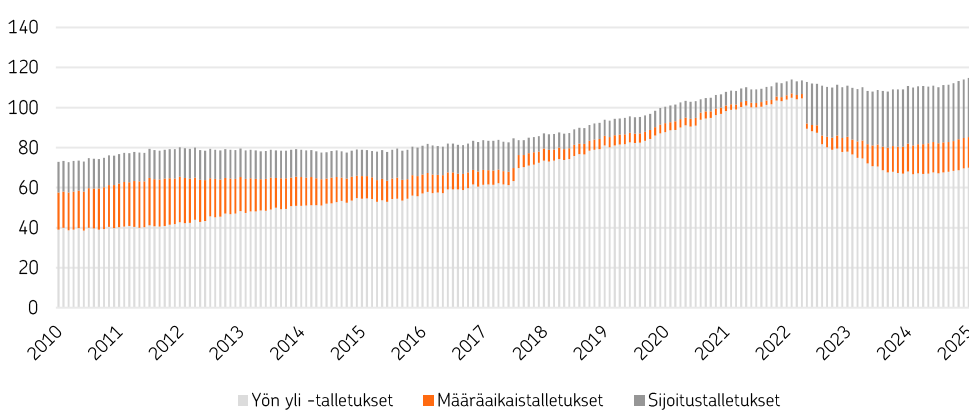
Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ja säästämisaste



Lähde: OP Markets, Tilastokeskus

**Luottamuksen
elpyessä kuluttajilla
pitäisi olla
kulutuskykyä, sillä
Suomen luottolaitosten
talletuskanta on
noussut ennätystasolle**

Luottolaitosten talletukset (mrd. euroa)



Lähde: OP Markets, Suomen Pankki

Kilpailukenttä on pirstaloitunut ja isoja pelureita on vähän

NoHon markkinaosuus on Suomessa toimintamaista ylivoimaisesti korkein: koko ravintolamarkkinasta yhtiön osuus on laskelmiemme mukaan noin 4-5 prosenttiin ja yhtiölle relevantista osamarkkinasta markkinaosuus on arviomme mukaan noin 7-10 prosentin luokkaa. Pääkaupunkiseudulla ja Tampereelle NoHon markkinaosuus kohoaa jo arviomme mukaan noin 15-20 prosentin tasolle.

NoHon kilpailukenttä on kokonaisuudessaan moninainen ja varsin pirstaloitunut. Erilaisilla ravintoloilla on omat kilpailijansa, jotka ovat usein hyvin paikallisia toimijoita. Tämä tarkoittaa sitä, että alueellisesti kilpailijat vaihtelevat paljon. Esimerkiksi Helsingin ruokaravintoloissa NoHon merkittävimmät kilpailijat ovat keittiömestarivetoisia ravintoloita. Koko Suomen ravintolamarkkinan tasolla NoHon merkittävin kilpailija on arviomme mukaan S-Ryhmä, jolla on yhteensä yli 400 ravintolaa Suomessa ja Virossa.

Luonteeltaan pikaruokaan verrannollisissa ravintoloissa NoHo (esim. Hook) ja osakkuusyhtiö Better Burger Societyn Friends&Brgrs kilpailevat suurten ketjujen kuten McDonald'sin, Hesburgerin ja Burger Kingin kanssa. Hookin kohdalla merkittävin verrokkijä ja keskeinen kilpailija on myös Tampereelta lähtöisin oleva siipiravintolaketju Siipiweikot.

Viihderavintoloiden kilpailukentässä on tapahtunut viime aikoina merkittäviä muutoksia, kun NoHon keskeisimpiin kilpailijoihin kuuluneet tanskalainen yökerhoketju Rekom Group sekä suomalainen Night People Group ovat hakeutuneet konkurssiin. Rekom Groupilla oli Suomessa parhaimmillaan 16 ravintolaa, ja koronan jälkimainingeissa kasvutavoitteet olivat kovat. Yhtiö kertoi kuitenkin jo vuonna 2024 sopeuttavansa toimintaansa ja vähentävänsä toimipaikkojen määrää vastaamaan paremmin väisua kysyntäympäristöä. Night People Groupilla oli takavuosina toistakymmentä yökerhoa ja baaria eri puolilla Suomea.

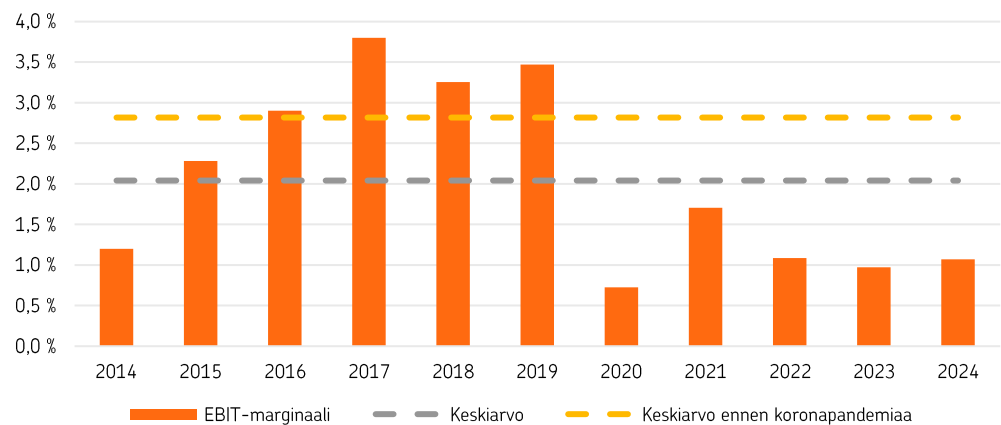
Tapahtumaravintoloissa NoHo taas kilpailee esimerkiksi mm. Veikkaus-areenaa operoivan Restelin kanssa. Veikkaus Arenan (ent. Hartwall-areena) paluu säännölliseen käyttöön on näkemyksemme mukaan Nokia Arenan kannalta negatiivinen asia, sillä hyvin suuren mittaluokan tapahtumien järjestämiseen on myös toinen relevantti vaihtoehto. Myös esimerkiksi jääkiekon MM-kisojen järjestäminen Suomessa ei jatkossa automaattisesti tarkoita niiden osumista Nokia Arenalle. Käsityksemme mukaan NoHon henkilöstömitoitus Nokia Arenan ravintoloperaatioissa on kuitenkin erittäin joustava, ja esimerkiksi Tapparajan ja Ilveksen Liiga-ottelut tuovat toiminnan laajuuteen riittävän perustason. Nokia Arena on näkemyksemme mukaan tiloiltaan laadullisesti selkeä ykkönen Suomessa, jonka myötä merkittävien tapahtumien isännöinti säilyy Tampereella varmasti hyvällä tasolla jatkossakin.

Kuten aiemmin olemme todenneet, alalle tuleminen kynnys on matala ja näin ollen uusia kilpailijoita yksittäisille ravintoloille tulee jatkuvasti lisää. NoHo on etenkin Suomessa konsolidoinut markkinaa aktiivisesti, ja sen myötä osa varteenotettavista kilpailijoista on siirtynyt vuosien varrella NoHon portfolioon.

Keskimääräinen kannattavuus on Suomen ravintolamarkkinassa heikko

Keskimääräisen ravintolan kannattavuus on Suomessa hyvin heikolla tasolla. Vuosina 2014-2024 ravintolamarkkinan keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut noin 2 prosentin tasolla. Toimialan pitkän aikavälin keskimääräisestä kannattavuudesta saa arviomme mukaan paremman kuvan, kun tarkastellaan aikaa ennen korona-pandemiaa (~3 %). Alalle tulon kynnys on erittäin matala, ja toimialalla vaihtuvuus on suurta.

Ravintoloiden keskimääräinen liikevoitto-% Suomessa



Lähde: Tilastokeskus, OP Markets

Ravintolamarkkina on pirstaloitunut myös Norjassa ja Tanskassa

Pohjois-Euroopan ravintolamarkkina on edelleen varsin fragmentoitunut, mikä tarjoaa NoHolle erinomaisia mahdollisuuksia kasvattaa mittakaavaa ja markkinaosuuttaan sen nykyisissä toimintamaissa Norjassa ja Tanskassa.

Norjan ravintolamarkkinan koko on noin 9 miljardia euroa ja ravintoloita on yhteensä noin 22 000. Norjassa suurimmat ravintolatoimijat ovat Egon (markkinaosuus ~2 %), Pizzabakeren (~1,5 %) sekä Peppes/Jordanes (~1 %). NoHon markkinaosuus Norjassa on pieni (~0,5 %), mutta yhtiö kuuluu tästä huolimatta käsityksemme mukaan kymmenen suurimman toimijan joukkoon. Markkinaosuudet ovat erittäin alhaisia ja NoHon tavoitteena onkin nousta Norjassa markkinajohtajaksi. Lyhyellä aikavälillä fokus Norjassa on kuitenkin korostetusti tänä vuonna ilmenneiden kannattavuushaasteiden oikaisemisessa, jonka johto uskoo saavansa aikaan H1/26:n aikana.

Tanskassa ravintolamarkkina on kooltaan noin 7 miljardia euroa ja ravintoloita on yhteensä noin 17 000. Tanskan markkina on vielä Norjaakin fragmentoituneempi, sillä suurimman toimijan, Madklubbenin markkinaosuus on vain noin prosentin. NoHon osuus Tanskan markkinasta on mm. Halifax Burgers -yritystoston myötä kasvanut merkittävästi, laskelmiemme mukaan noin 0,7-0,8 prosenttiin.

Mittakaavaetujen tärkeys ja fragmentoinut markkina luovat tilaa konsolidaatiolle, jossa NoHon mahdollisuudet ovat pitkällä aikavälillä arviomme mukaan merkittävät. Alalle tulon kynnys on matala, ja markkinalla tulee olemaan aina suuri määrä erilaisia toimijoita, eikä yksittäisten toimijoiden markkinaosuudet voi arviomme mukaan nousta kovin suuriksi. Toisaalta yksittäisissä kaupungeissa tilanne voi olla eri ja suurempien toimijoiden markkinaosuudet voivat nousta melko korkeiksi – kuten NoHo on Suomessa Tampereella ja Helsingissä osoittanut.

Taloudellinen kehitys ja ennusteet

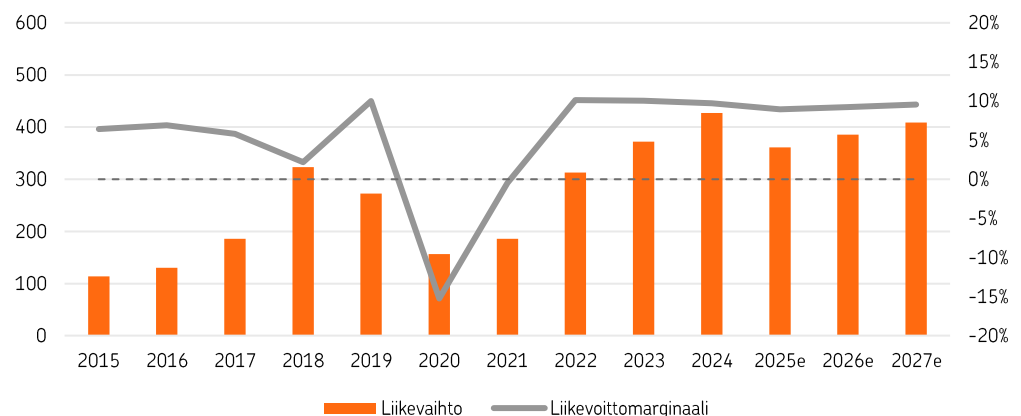
Kannattavuuden kestävyys on yllättänyt positiivisesti

NoHo on pystynyt nostamaan kannattavuutensa pitkän aikavälin tarkastelussa uudelle tasolle ja osoittanut tuloskunnan pitävyyden myös heikossa markkinassa. Edellisellä strategiakaudella fokus oli korostetusti kannattavuuden vahvistamisessa. Kannattavuus onkin vakiintunut korona-pandemian jälkeen toteutettujen toimenpiteiden tuemana heikossa markkinassa noin 9-10 prosentin välimaastoon, ja arviomme mukaan terveessä markkinatilanteessa 10 prosentin taso on täysin realistinen myös jatkossa.

Merkittävimmät tekijät kannattavuusparannuksen taustalla ovat arviomme mukaan olleet ravintolaportfolion, hankinnan ja henkilöstöresursoinnin optimointi. Vuosien 2022-2024 tuloskasvu on ollut seurausta kasvusta liikevoittomarginaalin pysyttyä suhteellisen vakaana. NoHo on ajanut menneinä vuosina alas heikosti kannattavia yksiköitä ja toteuttanut määrätietoista toimenpiteitä ravintoloiden kannattavuuden parantamiseksi. Tästä on jäänyt yhtiölle pysyvä toimintatapa ja NoHo muokkaakin portfoliotaan aktiivisesti tulostason ylläpitämiseksi. NoHo oli luonnollisesti muun toimialan tavoin kanveesissa koronapandemian ajan, mutta toimintakyky palautui erittäin nopeasti rajoitusten purkaututtua. NoHo joutui tuolloin arvioimaan kustannusrakennettaan hyvin kriittisesti pandemian aikana, mikä on arviomme mukaan edistänyt kannattavuuskehitystä toimintaympäristön elvyttyä.

Kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuus kuroi Suomen etumatkaa kiinni vuosina 2022-2024 kasvun ja tehostustoimien ansiosta, mutta viimeaikoina sekä markkinan että oman toiminnan seurauksena syntynyt vastatuuli Norjassa on rasittanut tuloskehitystä ulkomailla. Norjan toimintaa ohjataan osittain myös Suomesta käsin, ja yhtiö on arvioinut kannattavuuden vakautuvan H1/26:n loppuun mennessä. NoHolla on ollut aiemmin kannattavuushaasteita myös Tanskassa, jotka on kuitenkin saatu ratkottua – tämä kasvattaa luottamusta sen osalta, että myös suunta Norjassa kääntyy ensi vuoden aikana.

NoHon liikevaihto- ja kannattavuuskehitys*



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*BBS mukana luvuissa vuoteen 2024 asti

Orgaaninen kasvunäkymä on lyhyellä aikavälillä vaisu – kulutustrendit tukevat pitkän aikavälin kasvua

Ravintolasektorin lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat vaisut. Kasvu jäänee ainakin vuoden 2026 alkupuoliskolla yhä niukaksi, mutta odotamme kysynnän parantuvan asteittain vuoden mittaan.

Suomen liiketoiminnassa kasvua on luvassa vuonna 2026 jo pelkästään Jungle Juice Bar -yritysoston siivittämänä. Jungle Juice Barin vuoden 2024 liikevaihto oli noin 12,5 miljoonaa euroa, ja NoHon vuoden 2025 luvuissa ketju on ollut mukana vasta syyskuusta alkaen. Kuluttajakysyntä jatkuu arviomme mukaan vielä alkuvuoden 2026 vaisuna, mutta odotamme kysynnän vahvistuvan asteittain kohti jälkimmäistä vuosipuoliskoa. Vuonna 2025 alkukesä oli poikkeuksellisen kylmä, jonka myötä vertailuluvut ovat vuodelle 2026 tältäkin kantilta Suomessa hieman helpommat. Odotamme vuoden 2026 tuovan orgaanisesti yhtiön liiketoiminta-alueille 2-3 prosentin kasvua, ja

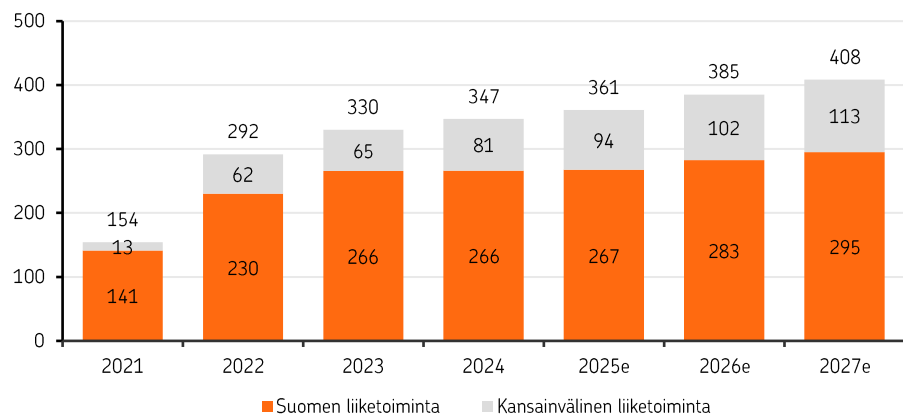
Jungle Juice Bar:n kontribuutio nostaa kasvuennustemme vajaaseen 6 prosenttiin. Vuodelle 2027 odotamme Suomessa noin 4-5 prosentin liikevaihdon kasvua.

Kansainvälisessä liiketoiminnassa näkymät ovat kaksijakoiset. Norjan liikevaihto on ollut vuonna 2025 reippaassa laskussa, mutta odotamme kehityksen vakautuvan ja kääntyvän maltilliseen kasvuun asteittain vuoden 2026 mittaan sekä helpompien vertailulukujen että osittain myös suhdannetilanteen asteittaisen vahvistumisen tukemana. Tanskassa tilanne on selvästi valoisampi ja myös orgaanisen kasvun edellytykset lähivuosille ovat arviomme mukaan hyvät. Halifax Burgers tuo ensi vuonna epäorgaanista kasvua vielä tammi-huhtikuun lukuihin, ja odotamme Tanskan orgaanisen kasvun asettuvan vuonna 2026 3-5 prosentin tasolle.

Pitkän aikavälin orgaanisen kasvun potentiaalista parhaimman kuvan saa tarkastelemalla toimialan historiallista kehitystä, jota olemme käsitelleet tämän raportin markkinakatsauksessa. Arviomme mukaan sektorilla on edellytykset kasvaa keskipitkällä aikavälillä BKT:n kasvua nopeammin noin 3-5 prosentin tahtia. Pidemmällä aikavälillä kasvu todennäköisesti normalisoituu 2-3 prosentin tasolle, kun kuluttajakäyttäytymisen muutostrendi saavuttaa tietynlaisen saturaatiopisteen. Suhdannetilanne on jatkunut jo pidempään erittäin vaikeana, ja kuluttajakäytön vahvistuessa yksittäisinä vuosina voidaan arviomme mukaan yltää helposti 5-10 prosentin kasvulukemiin.

NoHo:n kohdalla yritysostot tulevat varmasti jatkossakin olemaan keskeisessä osassa kasvua, mutta edellä mainittu arvio markkinan kasvusta antaa mielestämme hyvän lähtökohdan arvioida NoHo:n ravintolaportfolion orgaanista kasvupotentiaalia tuleville vuosille.

NoHo - Liikevaihtoennusteet*



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*Nykyinen rakenne

Suomen kannattavuus on osoittanut pitävyytensä – Norjan tilanteen oikeneminen tulokehityksen keskiössä vuosina 2026-2027

Vuoden 2025 tammi-syyskuun operatiivinen tulos on pysynyt Suomessa melko vakaana, vaikka kevätkausi oli erittäin vaikea ja kannattava terassimyynti jäi kylmien säiden vuoksi vertailukautta huomattavasti vaisummaksi. Näemme NoHolla hyvät edellytykset säilyttää liikevoittomarginaalinsa 10 prosentin tasolla kotimaassa myös heikommissa olosuhteissa. Kuluttajakäytön vahvistuminen voisi lyhyellä aikavälillä nostaa kannattavuutta jonkin verran tätä korkeammalle.

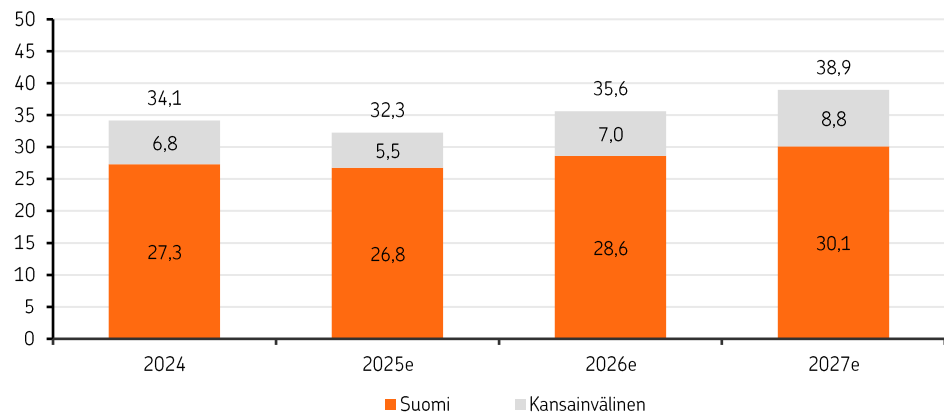
Kannattavuus on toimialaan nähden väkivahva, emmekä näe todennäköisenä, että yhtiö kykenisi parantamaan marginaalejaan Suomessa kestävästi nykyistä korkeammalle. Edellä mainittuja seikkoja heijastellen ennustamme Suomen marginaalien säilyvän 10 prosentin paremmalla puolen vuosina 2025-2027. Tämä tarkoittaa sitä, että tulokasvun kannalta liikevaihdon kehitys on keskeisessä roolissa.

Kansainvälisessä liiketoiminnassa Tanskan parannus on arviomme mukaan ollut keskeinen ajuri viime vuosina vahvistuneen kannattavuuden taustalla. Vuonna 2024 yhtiö ylsi Kansainvälisessä liiketoiminnassa kiitettävään 8,5 prosentin oikaistuun liikevoittoon. Vuosi 2025 on ollut vaikeampi:

tammi-syyskuussa liikevaihto kasvoi yli 14 prosenttia, mutta tästä huolimatta liikevoitto romahti 16 prosentilla 4,1 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaali laski 6,0 prosenttiin (Q1-Q3/24: 8,3 %).

Tanskassa kehitys on edennyt käsityksemme mukaan edelleen parempaan suuntaan, ja haasteiden juurisyy löytyy Norjasta. Takavuosina markkinakehitys on ollut Norjassa pääsääntöisesti suotuisaa, ja pitkittynyt lasku markkinassa ja yhtiön liikevaihdossa on aiheuttanut yllättäviä haasteita operatiiviseen toimintaan esimerkiksi resurssien optimoinnin näkökulmasta. Tilanteeseen reagointi on ollut vajavaista, mutta yhtiö uskoo nyt varmistaneensa riittävät toimenpiteet, joilla Norjan kannattavuus on vuoden 2026 ensimmäisen puoliskon lopussa jälleen kannattavalla pohjalla.

NoHo - Liikevoittoennusteet



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*Nykyinen raportointirakenne myös vuonna 2024

Better Burger Society:n kasvu jatkuu taustalla – yhä erittäin keskeinen tulosajuri

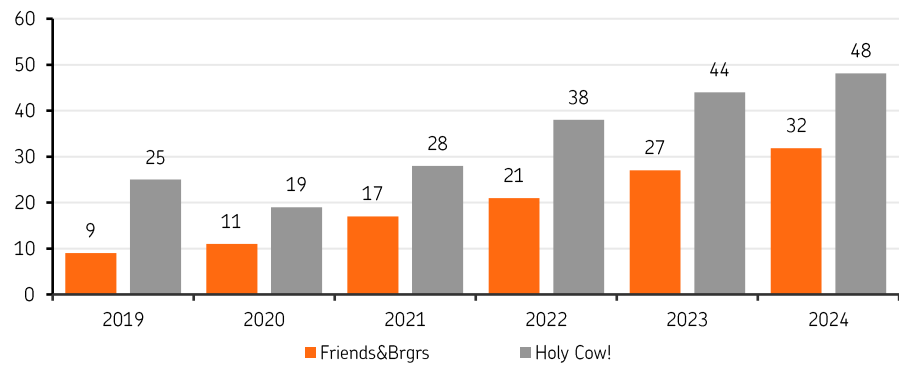
Osakkuusyhtiö Better Burger Society:n (50,7 % omistus) kasvutarina on edennyt vakuuttavasti. BBS:n liikevaihto kohosi vuonna 2024 jo 80 miljoonaan euroon, liikevoitto 7,5 miljoonaan euroon ja yksiköiden määrä saavutti 50 ravintolan rajapyykin – Friends&Brgrs ja Holy Cow! vastasivat näin ollen jo noin 10 prosentin osuutta NoHon tuloksesta.

BBS avasi vuoden 2025 tammi-syyskuussa 7 uutta yksikköä, ja loppuvuodelle 2025 sekä vuodelle 2026 on vahvistettu jo yhteensä 10 uutta avausta. Sijoittajan näkökulmasta negatiivinen asia on osakkuusyhtiöstä myötä rajallisempi näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen. Käsityksemme mukaan NoHo kuitenkin kommentoi BBS:n kehitystä tilinpäätösten yhteydessä myös numeerisesti.

Kuten olemme aiemmin tässä raportissa nostaneet esille, oli BBS-järjestely luonteeltaan hyvin tekninen. Tämä tarkoittaa BBS:n olevan NoHolle edelleen yhtä keskeinen tulosajuri kuin ennenkin. Ainoa muutos on, että BBS:n tulos raportoidaan osakkuusyhtiönä rahoitustuotoissa, ja liiketoiminnan kontribuutio valuu NoHon nettotulokseen yhtiön omistuosuuden (50,7 %) mukaisesti. Sijoittajan on siis suunnattava katseensa NoHon kohdalla aiempaa enemmän osakekohtaisen tuloksen kehitykseen kokonaisuutta arvioitaessa.

Kuluvana vuonna NoHon raportoitu osakekohtaista tulosta nostaa BBS-järjestelyn yhteydessä tehty kertaluonteinen positiivinen käyvän arvon kirjaus, suuruudeltaan 1,07 euroa per osake.

BBS-ketjujen liikevaihdon kehitys (milj. euroa)



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

2025 ohjeistus: EPS kasvaa ja Suomen kannattavuus pysyy vakaana

NoHo on ohjeistanut vuoden 2025 konsernin osakekohtaisen tuloksen kasvavan ja Suomen liiketoiminnan kannattavuuden säilyvän vakaana hyvällä tasolla.

BBS-järjestelyn yhteydessä tehty arvonnkorotus on keskeinen ajuri EPS-kasvun taustalla, vaikka orgaanisesti odotammekin oikaistun EPS:n jäävän viime vuodesta. Osakekohtaisen tuloksen ennustemme on vuodelle 2025 1,56 euroa (2024: 0,54). BBS-järjestelyn kertaluonteisesta käyvän arvon kirjauksesta oikaistuna odotamme osakekohtaisen laskevan 0,49 euroon.

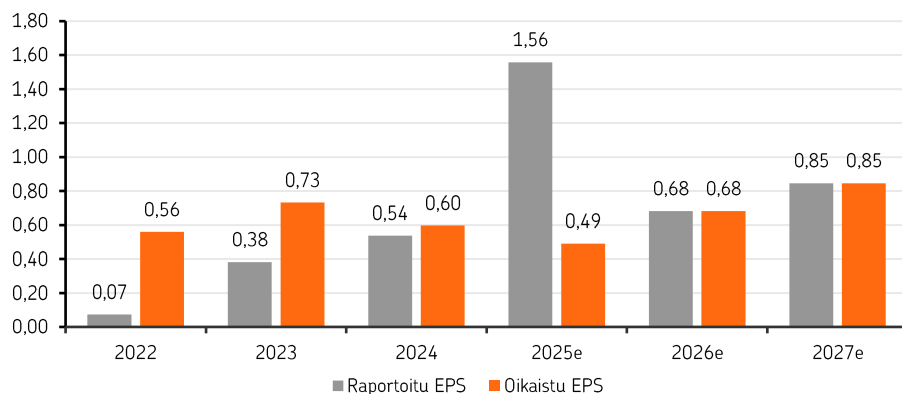
Suomen kannattavuus on pysynyt suhteellisen vakaana heikosta markkinatilanteesta ja kylmän kevään viivästyttämästä terassikaudesta huolimatta. Kolmen kvartaalin jälkeen liikevoittomarginaali on vain hienoisesti vertailukautta perässä (Q1-Q3/25: 8,7 % vs. Q1-Q3/24: 8,8 %). Vuonna 2024 pikkujoulukausi sujui erittäin suotuisasti ja Q4:n kannattavuus oli vahva – yhtiö on kertonut olevansa luottavainen vuoden 2025 kannattavuusohjeistuksen suhteen, ja totesi Q3-tulospuhelussa varauksanaan olleen loppuvuoteen lähdeittäessä suunnilleen vertailukauden tasolla. Vaikka asiakasmäärät säilyisivät vakaana, tuo keskiostoksen suuruus yhtälöön vaikeasti ennakoitavan muuttujan.

Odotamme NoHon vuoden 2025 oikaistun liikevoittomarginaalin laskevan 8,9 prosenttiin (2024: 9,7 %). Suomen kannattavuuden odotamme säilyvän melko vakaana 10,0 prosentissa (2024: 10,3 %), mikä arviomme mukaan täyttää hyvin yhtiön ohjeistuksen kriteeristön. Kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuus painuu ennusteissamme Norjan haasteiden myötä selvästi vuodentakaisesta heikommaksi 5,9 prosenttiin (2024: 8,5 %). Norjan parantaessa odotamme konsernin kannattavuuden palautuvan 9,2 prosenttiin vuonna 2026 ja 9,7 prosenttiin vuonna 2027.

Odotamme NoHon kykenevän kasvattamaan alinta tulosriviään ja kassavirtaansa lähivuosina vahvasti. Kasvun ajureina toimivat operatiivisen tuloksen vahvistuminen markkinan elpyessä ja BBS:n skaalaaminen. Lisäksi vuonna 2024 toteutettu koronapandemian aikaisen rahoitussopimuksen uusiminen suotuisammin ehdoin, yhdessä viitekorkojen laskun kanssa, heijastuu positiivisesti rahoituskuluihin ja sitä kautta yhtiön nettotulokseen ja kassavirtaan.

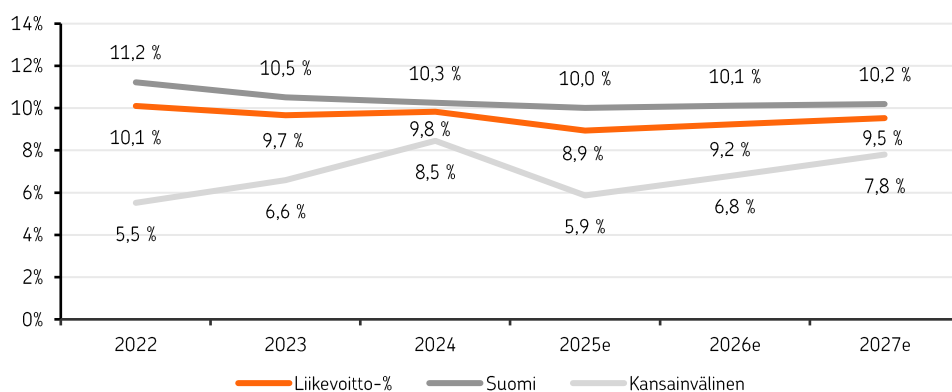
Vuosien 2026-2027 ennusteissamme yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa vahvasti 0,68 ja 0,85 euroon (2024-2027 CAGR 12,3 %). Tuloskasvun ohella odotamme NoHon maksavan lähivuosina nykykurssilla kilpailukykyistä 6-7 prosentin osinkotuottoa, mikä tarjoaa sijoittajalle varsin kilpailukykyisen pohjatuoton tuloskasvu-odotuksen rinnalle.

Osakekohtaisen tuloksen kehitys



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

NoHo - liikevoittomarginaali



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

*BBS mukana vuoteen 2023 asti

Poistoista suuri osa vuokratuluihin linkittyviä IFRS 16 -poistoja

NoHon poistot ovat olleet viime vuosina noin 50–60 miljoonaa euroa. Poistojen korkeaa tasoa selittää yhtiön huomattavat vuokrasopimusvastuut. Esimerkiksi vuonna 2024 poistot olivat noin 60 miljoonaa euroa, joista IFRS 16 -sidonnaisia poistoja (vuokrasopimukset) oli 42 miljoonaa euroa. Loput poistoista jakautuivat aineellisten hyödykkeiden poistoihin (13 milj. euroa) ja aineettomien hyödykkeiden poistoihin (4 milj. euroa).

Korkeiden poistojen ja matalien käyttöomaisuusinvestointien vuoksi NoHon kassavirta on vahva suhteessa tulokseen (kassavirtapohjainen EPS on korkeampi).

BBS-järjestelyn myötä poistoissa tapahtuu muiden operatiivisten rivien tavoin tasonlasku vuodesta 2025 alkaen. Vuoden 2025 poistoennustemme on noin 55 miljoonaa euroa (2024: 60). Ennustamme poistojen jatkavan kasvua tulevaisuudessa kasvavan vuokrasopimuskannan ajamana.

Tulosennusteet 2025-2027

NoHo - Vuosiennusteet

milj. euroa	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	313	372	427	361	385	408
Suomi	251	293	298	267	283	295
Kansainvälinen	62	80	129	94	102	113
Liikevaihdon kasvu	68 %	19 %	15 %	-15 %	7 %	6 %
OPEX	-233	-283	-326	-274	-292	-310
Käyttökate (EBITDA)	79,4	89,1	101,4	86,9	93,4	98,5
Marginaali	25 %	24 %	24 %	24 %	24 %	24 %
Operatiivinen käyttökate	41,6	44,7	51,3	40,5	44,4	48,3
Marginaali	13,3 %	12,0 %	12,0 %	11,2 %	11,5 %	11,8 %
Poistot ja arvonalentumiset	47,8	53,1	59,7	54,7	57,8	59,5
Liikevoitto - raportoitu	31,6	35,9	41,5	32,3	35,6	38,9
Liikevoitto - oikaistu	31,6	37,4	41,5	32,3	35,6	38,9
Suomi	28,2	30,7	30,5	26,8	28,6	30,1
Kansainvälinen	3,4	5,3	11,1	5,5	7,0	8,8
Marginaali (oikaistu)	10,1 %	10,1 %	9,7 %	8,9 %	9,2 %	9,5 %
Suomi	11,2 %	10,5 %	10,2 %	10,0 %	10,1 %	10,2 %
Kansainvälinen	5,5 %	6,6 %	8,6 %	5,9 %	6,8 %	7,8 %
Rahoituserät (netto)	-22,5	-23,0	-23,7	-17,0	-14,7	-14,1
Tulos ennen veroja	9,1	12,9	17,8	15,3	20,9	24,8
Verot	-4,3	-2,6	-3,0	-3,0	-4,2	-4,5
Vähemmistöosuus	-3,4	-2,5	-3,6	-3,0	-2,4	-2,6
Nettotulos	1,4	7,9	11,3	32,7	14,3	17,8
Tulos/osake - raportoitu	0,07	0,38	0,54	1,56	0,68	0,85
Tulos/osake - oikaistu	0,56	0,73	0,60	0,49	0,68	0,85
Osinko/osake	0,40	0,43	0,46	0,50	0,53	0,55

Lähde: OP Markets

NoHo - Osavuosiennusteet

milj. euroa	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25e
Liikevaihto	93,5	107,0	106,6	120,0	77,2	87,6	91,4	104,8
Suomi	65,7	73,5	74,2	84,8	58,0	63,0	67,1	79,4
Kansainvälinen	27,8	33,5	32,3	35,2	19,2	24,6	24,3	25,4
Käyttökate	21,4	24,5	24,7	30,7	18,2	20,6	21,7	26,4
Operatiivinen käyttökate	9,1	12,2	12,2	17,8	7,1	9,1	9,6	14,7
Liikevoitto	6,9	9,7	9,9	15,1	5,5	7,4	7,6	11,7
Suomi	4,5	6,7	7,6	11,7	4,2	5,3	7,0	10,3
Kansainvälinen	2,3	3,0	2,4	3,4	1,3	2,2	0,6	1,4
Liikevoitto -%	7,3 %	9,1 %	9,3 %	12,6 %	7,1 %	8,5 %	8,3 %	11,2 %
Suomi	6,8 %	9,1 %	10,2 %	13,8 %	7,2 %	8,3 %	10,4 %	13,0 %
Kansainvälinen	8,3 %	9,0 %	7,3 %	9,7 %	6,8 %	8,9 %	2,5 %	5,5 %
Rahoituskulut (netto)	-6,5	-5,4	-5,5	-6,3	-4,4	-4,6	-4,5	-3,5
Tulos ennen veroja	0,3	4,3	4,4	8,8	1,1	2,8	3,1	8,2
Verot	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8	-0,3	-0,3	-0,8	-1,6
Nettotulos	-0,6	2,2	2,9	6,7	0,9	24,2	1,8	5,8
Tulos/osake, oikaistu	0,03	0,11	0,14	0,32	0,04	0,09	0,09	0,27
Tulos/osake	-0,03	0,11	0,14	0,32	0,04	1,15	0,09	0,27

Lähde: OP Markets

Tase

Vuokrasopimusvelat ja liikearvo saavat taseen näyttämään suurelta

NoHon tase on yhtiön liiketoiminnan kokoon nähden suuri. Tase on vuoden 2025 aikana supistunut BBS-järjestelyn myötä hieman, ja taseen loppusumma oli Q3/25:n päätteeksi 551 miljoonaa euroa. Taseen suuri koko selittyy pääasiassa IFRS 16 -vuokravastuilla sekä liikearvolla, joiden osuus on huomattava. Näistä oikaistu tase kuvaa paremmin liiketoiminnan todellisia pääomatarpeita. Taseen loppusumma olisi vuokravastuista ja aineettomista oikeuksista oikaistuna alle 200 miljoonaa euroa.

Merkittävä liikearvon määrä (161 milj. euroa) on seurausta yritysostoista. Arviomme mukaan tästä ei ole koitumassa yhtiölle haasteita ainakaan lyhyellä aikavälillä. Keskeistä on kuitenkin ymmärtää liikearvoon liittyvät alaskirjausriskit ja niiden mahdolliset vaikutukset yhtiön liiketoimintaan. Yhtiön omissa laskelmissa rahavirrat ylittävät liikearvon mukaisen kirjanpitoarvon Suomen liiketoiminnassa 113 miljoonalla eurolla ja Kansainvälisessä liiketoiminnassa 100 miljoonalla eurolla, joten puskurit ovat kasvaneet hyvälle tasolle. Näkemysemme mukaan laskelmissa käytetyt oletukset ovat realistiset.

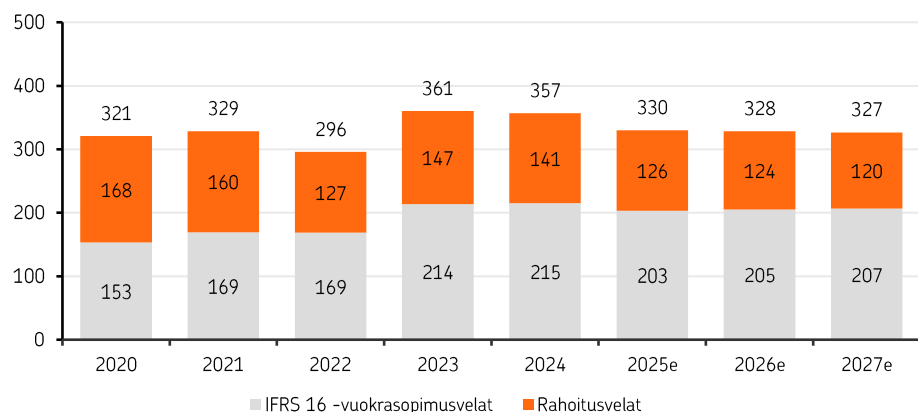
Jos NoHo kuitenkin joutuisi alaskirjaamaan merkittävän määrän liikearvoa, olisi nykyisellä taserakenteella riski pääomituksen tarpeelle mielestämme ilmeinen. Alaskirjausriski ei mielestämme kuitenkaan ole huomattava riski sijoittajille, sillä yhtiön kannattavuus on noussut kestävästi erinomaiselle tasolle.

Vuokrasopimukset keskeisessä roolissa liiketoiminnan kannalta

IFRS-kirjanpitoikäytäntöjen muuttumisella vuonna 2019 oli huomattava vaikutus NoHon velkaantumista kuvaaviin tunnuslukuihin. Nykyisessä IFRS 16 -standardissa vuokrasopimusvelkojen kirjanpidollista käsittelyä on pyritty yhtenäistämään ja standardin voimaantulon myötä IFRS 16 -vuokrasopimusvastuut luokitellaan kirjanpidossa velaksi. NoHon korolliset velat olivat syyskuun 2025 lopussa 330 miljoonaa euroa. Tästä IFRS 16 -vuokrasopimusvelkojen osuus oli 203 miljoonaa euroa ja rahoitusvelkojen 126 miljoonaa euroa.

Sijoittajien on tärkeää huomioida, että vaikka standardin muuttumisen jälkeen NoHon velkatasot ovat kasvaneet, vuokrasopimusvelkoja ei tule mielestämme tulkita normaalina rahoitusvelkana. Vuokrasopimukset ovat keskeinen osa liiketoimintaa, ja lisäksi ne poikkeavat luonteeltaan esimerkiksi pankkilainasta. Koronakriisin aikana yhtiö esimerkiksi neuvotteli sopimuksia uusiksi ja sai myös merkittäviä vuokranalennuksia, sillä poikkeusolojen ulkopuolella kannattava ravintolayhtiö on vuokranantajille arvokas pitkän aikavälin kumppani. Lisäksi yhtiön on mielekästä solmia pitkiä vuokrasopimuksia, mikä tuo ravintolatoimintaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta. Vuokrasopimusvelkojen osalta keskeistä on myös vuokrattujen toimitilojen sijainti, sillä tiloja on myös mahdollista myydä eteenpäin alivuokraamalla – NoHon ravintolat sijaitsevat pääasiassa keskeisillä sijainneilla, mikä myös liudentaa velan riskiprofiilia.

NoHo – Korolliset velat



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

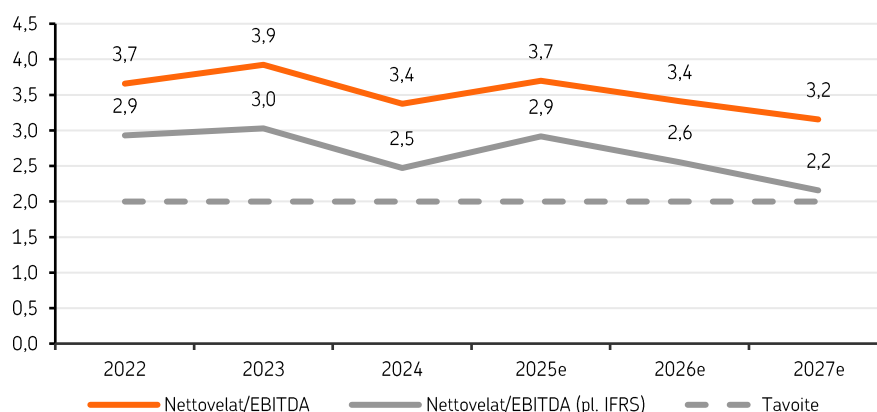
Velkaantuneisuuden tunnusluvut parantuneet ja tasetilanne on hallinnassa

NoHon tasetilanne heikentyi korona-aikana ymmärrettävistä syistä. Tappiollisina vuosina oma pääoma supistui ja velkaantuneisuus kasvoi. Nettovelkaantumisaste ilman vuokrasopimusvelkoja kohosi pahimmillaan yli 200 prosenttiin ja omavaraisuusaste laski alhaiselle tasolle. Taloudellinen tilanne on elpyneen liikevaihdon ja vahvan kannattavuuden ansiosta parantunut selvästi, ja syyskuussa 2025 nettovelkaantumisaste ilman vuokrasopimusvelkoja oli laskenut jo noin 100 prosentin tasolle.

NoHon velkaantuneisuuden seurantaan oiva tunnusluku on IFRS 16 -oikaistun nettovelan ja operatiivisen käyttökateen välinen suhde. Yhtiön tavoitteena on laskea tämä vuoden 2027 loppuun mennessä noin kahteen. Syyskuussa 2025 tunnusluku oli 3x, joten tavoitteeseen on runsaasti matkaa.

Suhteellisen korkeasta velkaantuneisuudesta ei ole mielestämme syytä huolestua, sillä yhtiön kassavirran generointikyky on erinomainen, ja negatiivinen käyttö pääoma tukee tätä entisestään. Lisäksi monipuolinen ravintolaportfolio tuo liiketoimintaan defensiivisyyttä. Ennusteissamme velkataakka sulaa vauhdilla ja asettuu strategiakauden lopulla lähemmäs tavoitetasoa ilman yritysostoja.

Nettovelat/käyttökate



Lähde: OP Markets, NoHo Partners

Tase-ennusteet 2025-2027

NoHo – Tase						
Milj. euroa	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Vastaavaa:						
Liikearvo	141	181	193	161	161	161
Muut aineettomat	38	46	48	43	44	44
Aineelliset hyödykkeet	210	265	264	237	241	243
Sijoitukset	0	17	19	67	67	67
Vaihto-omaisuus	6	8	12	10	10	9
Saamiset	37	40	32	27	29	32
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	21	20	15	8	10	16
Yhteensä	453	576	583	553	561	572
Vastattavaa:						
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0
Muu sidottu	72	72	72	72	72	72
Vapaa pääoma	-2	8	31	35	42	51
Vähemmistöosuus	29	23	13	14	15	17
Oma pääoma yhteensä	82	98	103	117	121	128
Varaukset	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	242	279	293	270	271	271
Pitk. koroton vpo	9	25	25	23	23	23
Muu pitkäaikainen vpo	0	8	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	60	81	64	60	58	56
Lyh. koroton vpo	60	84	98	83	89	94
Yhteensä	453	576	583	553	561	572
Korolliset nettovelat	291	349	342	321	318	311
Korolliset nettovelat (pl. IFRS 16)	122	135	127	118	113	104

Lähde: OP Markets

Tavoitehintaa 9,60 euroa

Olemme määrittäneet NoHon tavoitehinnan EV/EBITDA- sekä P/E-arvostuskertoimien kautta, joita sovellamme vuosien 2026-2027 tulosennusteisiimme (aik. 2026). Painotamme sekä molempia arvostuskertoimia että vuositason tulosennusteitamme tasasuhtein. Hyväksymämme arvostuskertoimet perustuvat yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiiliin sekä historialliseen arvostukseen. Verrokkiryhmän painoarvo arvonmäärittämisessämme on alhainen, sillä valtaosa NoHon verrokeista on pohjoisamerikkalaisia ja moni verrokkiyhtiöstä operoi ketjumallilla NoHon konseptipohjaisen mallin sijaan. Lisäksi NoHon korkeat IFRS 16 -vuokrasopimusvelat heikentävät vertailtavuutta. Vuokrasopimukset ovat erittäin keskeinen osa NoHon liiketoimintaa ja arvostuskertoimissa käyttämämme EBITDA pohjautuu operatiiviseen käyttökatteeseen, jossa vuokrasopimukset on palautettu operatiivisiin kustannuksiin. Vastaavasti olemme eliminointeet nettovelasta IFRS 16 -vuokrasopimusten vaikutuksen.

Olemme säilyttäneet NoHolle hyväksymiämme arvostuskertoimet ennallaan. EV/EBITDA-pohjaisessa arvonmäärittämisessä olemme hyväksyneet NoHolle kertoimen 6,5x. Better Burger Societyn ja määräysvallattomille omistajien osuuden osalta olemme soveltaneet tasearvoja, jotka antavat mielestämme realistisen kuvan käyvästä arvosta. Arvonmäärittämisemme toinen osa pohjautuu P/E-kertoimeen 12,5x.

Yhtiön arvostuskertoimissa on mielestämme jonkin verran nousuvaraa tulevaisuudessa, jos yleiseen talouskehitykseen sekä kuluttajakäytännön liittyvä epävarmuus häviää ja yhtiö kykenee palauttamaan kannattavuutensa lähemmäs 10 prosentin tasoa liikevoittomarginaalilla mitattuna. Käytännössä tämän realisoituminen vaatisi tukea markkinalta sekä yhtiön osalta onnistuttua käännettä Norjassa ja muiden liiketoiminta-alueiden hyvän suorittamisen jatkumista.

Pidemmällä tähtäimellä NoHon arvonluonnon keskiössä on kasvuinvestointien onnistuminen, sillä yhtiön tulokasvu perustuu tulevaisuudessa pitkälti liikevaihdon kasvuun. Yhtiö investoi merkittävästi pääomaa takaisin liiketoimintaansa, jonka myötä pääomien allokoinnissa onnistuminen on kriittisessä roolissa. Suurin epävarmuus NoHon kohdalla liittyykin mielestämme houkuttelevien ostokohteiden löytymiseen ja näiden kannattavuusvaikutuksiin.

NoHo Partners - Arvonmäärittäminen

EV/EBITDA	EV/EBITDAx	Paino	Operat. käyttökatte	EV	Per osake
2025e	6,5x	0 %	40	261	12,4
2026e	6,5x	50 %	44	286	13,6
2027e	6,5x	50 %	48	312	14,8
Painotettu EV				299	
Nettovelka (pl. IFRS16-velat)				-113	-5,4
BBS:n tasearvo				45	2,1
Vähemmistöosuudet				-13	-0,6
Osakekannan markkina-arvo				205	9,7

P/E	P/Ex	Paino	EPS	Per osake
2025e	12,5x	0 %	0,49	6,1
2026e	12,5x	50 %	0,68	8,5
2027e	12,5x	50 %	0,85	10,5
Arvo per osake				9,5

Tavoitehintaa	Painotus	Per osake
EV/EBITDA	50 %	9,7
P/E	50 %	9,5
Kassavirtamalli	0 %	9,8
Arvo per osake		9,6

Lähde: OP Markets

Verrokkiryhmä

NoHon osalta hyvän verrokkiryhmän kokoaminen on haastavaa. Listattuja ravintolayhtiöitä ei Euroopassa juurikaan ole, ja valtaosa kaikista listatuista ravintolayhtiöistä operoi ketjumallilla. On kuitenkin hyvä huomioida, että harvoille yhtiöille on saatavilla laajaa ja laadukasta verrokkiryhmää, eikä puutteet verrokeissa täysin poissulje käytettävyyttä arvostustasojen vertailussa. NoHon verrokkiryhmä on kuitenkin kohtuullisen laaja ja sen pohjalta saa jonkinlaisen arvion toimialan keskimääräisestä arvostustasosta.

Verrokkien P/E-kertoimien mediaani vuodelle 2025 on 16,1x ja vuodelle 2026 13,1x, mutta kertoimissa on suurta hajontaa ryhmän sisällä. Suosimme vertailussa P/E-kerrointa, sillä EV-pohjaisten arvostuskertoimien vertailtavuus on toimialalla heikompi, johtuen erityisesti IFRS 16-veloista. Verrokkiryhmän kertoimet ovat hieman NoHolle sallimaamme tasoa korkeammat, mitä selittää erityisesti yhdysvaltalaisen yhtiöiden korkea paino (arvostukset Eurooppaa korkeammat).

Merkittävä osa verrokkiryhmän yhtiöistä operoi ketjumallilla, mikä heikentää vertailukelpoisuutta.

NoHo Partners - Verrokkiryhmä									
	MCAP	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		P/E	
	EURm	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ONE Group Hospitality	49	1,1x	1,0x	9,5x	8,2x	42,0x	16,9x	12,7x	4,3x
BJ's Restaurants	682	0,9x	0,9x	10,0x	9,2x	25,0x	21,8x	17,0x	16,0x
Bloomin' Brands	513	0,7x	0,7x	8,7x	9,2x	20,0x	23,6x	6,2x	7,8x
Mitchells & Butlers	1 778	1,0x	1,0x	6,1x	6,1x	8,6x	8,6x	8,4x	8,3x
Nordrest Holding	263	1,2x	1,1x	10,4x	9,2x	13,5x	11,6x	19,1x	15,7x
Ibersol	413	1,1x	1,0x	4,4x	4,1x	20,2x	16,8x	32,5x	27,1x
JD Wetherspoon	899	0,9x	0,9x	7,4x	7,3x	13,2x	13,1x	14,3x	13,1x
Mediaani		1,0x	1,0x	8,7x	8,2x	20,0x	16,8x	14,3x	13,1x
Keskiarvo		1,0x	0,9x	8,1x	7,6x	20,3x	16,1x	15,7x	13,2x
NoHo Partners (OP)	165	1,4x	1,3x	5,6x	5,2x	15,1x	13,6x	16,1x	11,6x
Erotus (vs. mediaani)		29 %	25 %	-36 %	-37 %	-24 %	-19 %	12 %	-12 %

Lähde: OP Markets, Factset

Kassavirtamalli

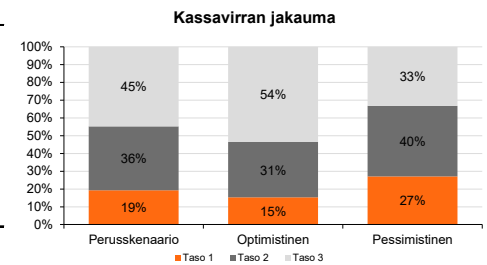
NoHo Partners

NoHo Partners kassavirtamalli

EURm	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Liikevaihto	361	385	408	429	446	464	480	492	504	517	527
Liikevaihdon kasvu	4,0 %	6,7 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %
Liikevoitto	32	36	39	42	43	44	46	46	47	47	47
Liikevoitto %	8,9 %	9,2 %	9,5 %	9,7 %	9,6 %	9,5 %	9,5 %	9,4 %	9,3 %	9,1 %	9,0 %
Bruttoinvestoinnit	17	18	19	20	21	22	23	23	23	23	24
Vapaa kassavirta	15	23	24	21	23	23	22	23	20	18	18

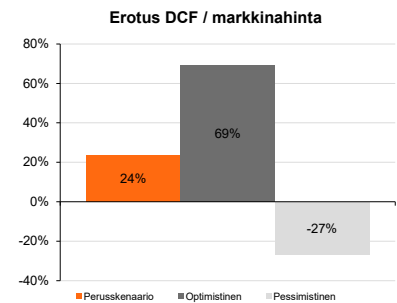
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1						
2025						
:	-18,0 %	19 %	-18,0 %	15 %	-18,0 %	27 %
Taso 2						
2028						
:	-3,9 %	36 %	-1,4 %	31 %	-9,3 %	40 %
Taso 3						
2036	2,0 %	45 %	3,0 %	54 %	1,0 %	33 %
Nykyarvo yht.	294	100 %	369	100 %	210	100 %

* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta



KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

NoHo Partners	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	294	369	210
- velat (korollinen, pl. IFRS)	125	125	125
- vähemmistösuus	10	10	10
+ BBS tasearvo	45	45	45
+ rahavarat	2	2	2
OPO:n nykyarvo	206	281	122
Osakelkm (mkpl)	21,0	21,0	21,0
Kassavirta-perusteinen hinta	9,8	13,4	5,8
Markkinahinta	7,9	7,9	7,9
Erotus (EUR)	1,9	5,5	-2,1
Erotus %	23,8 %	69,3 %	-26,7 %



HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyys		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta				
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen		
riskitön	2,50 %	10,8	15,1	6,3		
korko	3,00 %	9,8	13,4	5,8		
	3,50 %	8,9	11,9	5,3		

Kasvuherkkyys		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		6,7 %	7,2 %	7,7 %	8,2 %	8,7 %	
Perusskenaario							
	1,00 %	10,8	9,7	8,8	8,0	7,3	
Jatkuvan	1,50 %	11,5	10,3	9,2	8,4	7,6	
kassavirran	2,00 %	12,3	10,9	9,8	8,8	8,0	
kasvu	2,50 %	13,4	11,8	10,4	9,3	8,4	
	3,00 %	14,8	12,8	11,2	9,9	8,9	

WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	2,50 %	3,00 %	3,50 %
CAPM	8,00 %	8,50 %	9,00 %
WACC	7,20 %	7,66 %	8,12 %
	WACC ₂	WACC ₁	WACC ₃

WACC

Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	3,0 %
Markkinoiden riskipreemio	5,0 %
Yrityksen beta	1,1
Oman pääoman kustannus	8,5 %

Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	3,0 %
Riskipreemio	5,0 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuoja	1,6 %
Vieraan pääoman kustannus	6,4 %

WACC:

Oman pääoman kustannus	8,5 %
Vieraan pääoman kustannus	6,4 %
Vieraan po:n osuus (target)	40,0 %
Oman po:n osuus (target)	60,0 %
Likviditeettipreemio	0,0 %
WACC	7,7 %

Lähde: OP Markets

Ennustemuutokset

NoHo Partners – Ennustemuutokset

Milj. euroa	2025e			2026e			2027e		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
Liikevaihto									
Suomi	267	267	0 %	283	283	0 %	295	295	0 %
Kansainvälinen	94	94	0 %	102	102	1 %	113	109	4 %
Liikevaihto yhteensä	361	361	0 %	385	385	0 %	408	403	1 %
Liikevoitto									
Suomi	26,8	27,6	-3 %	28,6	29,2	-2 %	30,1	30,3	-1 %
Kansainvälinen	5,5	5,5	0 %	7,0	6,9	0 %	8,8	8,7	2 %
Liikevoitto yhteensä	32,3	33,1	-2 %	35,6	36,2	-2 %	38,9	39,0	0 %
Liikevoitto-%	8,9 %	9,2 %		9,2 %	9,4 %		9,5 %	9,7 %	
EPS, raportoitu	1,56	1,60	-2 %	0,68	0,74	-7 %	0,85	0,89	-4 %
EPS, oikaistu	0,49	0,53	-7 %	0,68	0,74	-7 %	0,85	0,89	-4 %
Osinko/osake	0,50	0,51	-2 %	0,53	0,53	0 %	0,55	0,55	0 %

Lähde: OP Markets

OP vs. konsensus

NoHo: Vuosiennusteet

Milj. euroa	OP			Konsensus			OP vs. konsensus		
	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2025e	2025e	2026e	2025e
Liikevaihto									
Suomi	267	283	295	-	-	-	-	-	-
Kansainvälinen	94	102	113	-	-	-	-	-	-
Liikevaihto yhteensä	361	385	408	361	389	410	0 %	-1 %	0 %
Liikevoitto									
Suomi	27	29	30	-	-	-	-	-	-
Kansainvälinen	5	7	9	-	-	-	-	-	-
Liikevoitto yhteensä	32	36	39	32	36	39	0 %	-1 %	1 %
Liikevoitto-%	8,9 %	9,2 %	9,5 %	8,9 %	9,3 %	9,4 %			
EPS	0,49	0,68	0,85	0,48	0,67	0,82	2 %	2 %	3 %

Lähde: OP Markets, Vara Research

Tuloslaskelma, tase ja kassavirta

NoHo - Tuloslaskelma

Milj. euroa	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	157	186	313	372	427	361	385	408
Kasvu	-43 %	19 %	68 %	19 %	15 %	-15 %	7 %	6 %
Käyttökate (EBITDA)	27,6	45,9	79,4	89,1	101,4	86,9	93,4	98,5
Marginaali	17,6 %	24,7 %	25,4 %	23,9 %	23,7 %	24,1 %	24,2 %	24,1 %
Poistot	52,0	47,1	47,8	53,1	59,7	54,7	57,8	59,5
Liikevoitto	-23,9	-0,9	31,6	35,9	41,5	32,3	35,6	38,9
Marginaali	-15,2 %	-0,5 %	10,1 %	9,7 %	9,7 %	8,9 %	9,2 %	9,5 %
Rahoituserät (netto)	-11,0	-11,9	-22,5	-23,0	-23,7	-17,0	-14,7	-14,1
Tulos ennen veroja	-34,8	-12,8	9,1	12,9	17,8	15,3	20,9	24,8
Verot	5,4	2,4	-4,3	-2,6	-3,0	-3,0	-4,2	-4,5
Vähemmistöosuus	2,6	-0,3	-3,4	-2,5	-3,6	-3,0	-2,4	-2,6
Nettotulos	-26,8	-10,6	1,4	7,9	11,3	32,7	14,3	17,8
Tulos/osake - raportoitu	-1,44	-0,55	0,07	0,38	0,54	1,56	0,68	0,85
Tulos/osake - oikaistu	-1,44	-0,55	0,56	0,73	0,60	0,49	0,68	0,85
Osinko/osake	0,00	0,00	0,40	0,43	0,46	0,50	0,53	0,55

Lähde: OP Markets

NoHo - Tase

Milj. euroa	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Vastaavaa:								
Liikearvo	135	137	141	181	193	161	161	161
Muut aineettomat	84	40	38	46	48	43	44	44
Aineelliset hyödykkeet	197	209	210	265	264	237	241	243
Sijoitukset	0	0	0	17	19	67	67	67
Vaihto-omaisuus	4	5	6	8	12	10	10	9
Saamiset	26	31	37	40	32	27	29	32
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	3	37	21	20	15	8	10	16
Yhteensä	448	459	453	576	583	553	561	572
Vastattavaa:								
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0	0	0
Muu sidottu	58	70	72	72	72	72	72	72
Vapaa pääoma	6	4	-2	8	31	35	42	51
Vähemmistöosuus	5	7	29	23	13	14	15	17
Oma pääoma yhteensä	81	69	82	98	103	117	121	128
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	224	256	242	279	293	270	271	271
Pitk. koroton vpo	8	5	9	25	25	23	23	23
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	0	8	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	101	76	60	81	64	60	58	56
Lyh. koroton vpo	35	52	60	84	98	83	89	94
Yhteensä	448	459	453	576	583	553	561	572
Korolliset nettovelat	318	322	291	349	342	321	318	311
Korolliset nettovelat (pl. IFRS 16)	165	153	122	135	127	118	113	104

Lähde: OP Markets

NoHo - Kassavirta

Milj. euroa	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevoitto	-24	-1	32	37	42	32	36	39
-Verot	5	2	-4	-3	-3	-3	-4	-4
-Korkojen verosuoja	-2	-2	-11	-4	-5	-4	-4	-3
+/- Muut oikaisut	0	0	0	-7	0	0	0	0
NOPLAT	-20	-1	16	24	34	26	28	31
+Poistot	52	47	48	53	60	55	58	60
Operatiivinen kassavirta*	-1	12	37	43	51	32	38	41
+Saamiset	26	31	37	40	32	27	29	32
+Vaihto-omaisuus	4	5	6	8	12	10	10	9
-Lyh. koroton vpo	-35	-52	-60	-84	-98	-83	-89	-94
Nettokäyttöpääoma	-5	-17	-17	-36	-55	-46	-50	-52
NKP muutos ed.v.	8	-11	0	-19	-18	0	-3	-2
-Bruttoinvestoinnit	6	9	15	19	20	17	18	19
Vapaa kassavirta	-15	14	23	44	49	15	23	24

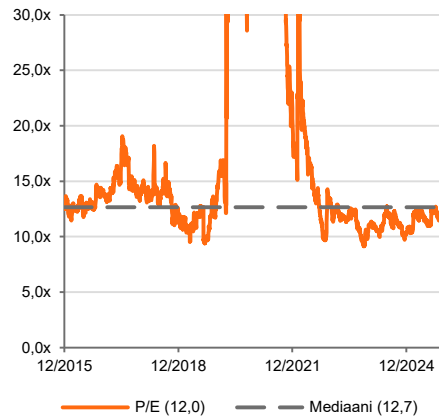
Korolliset nettovelat

*IFRS16 oikaistu

Historialliset arvostuskertoimet

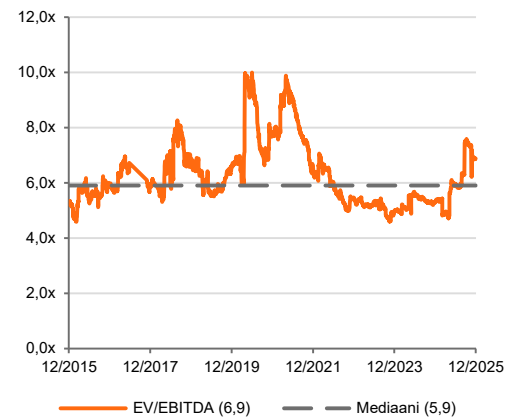
Historialliset arvostuskertoimet (12kk eteenpäin katsova)

NoHo Partners Plc - P/E



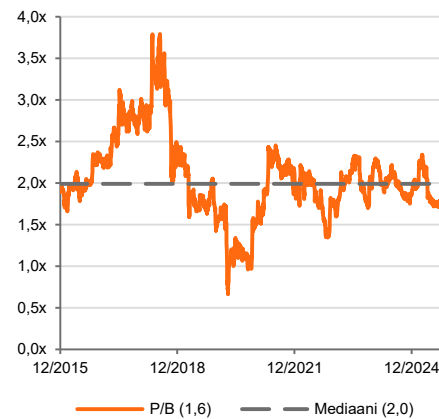
Lähde: Factset, OP Markets

NoHo Partners Plc - EV/EBITDA



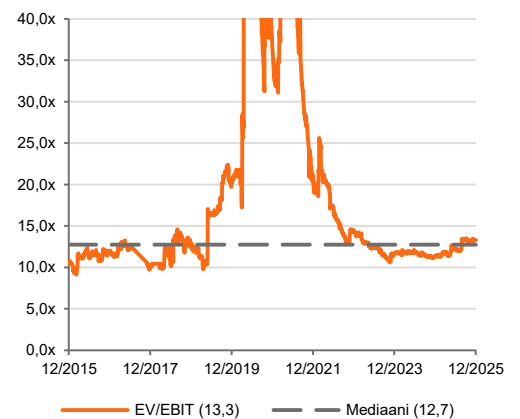
Lähde: Factset, OP Markets

NoHo Partners Plc - P/B



Lähde: Factset, OP Markets

NoHo Partners Plc - EV/EBIT



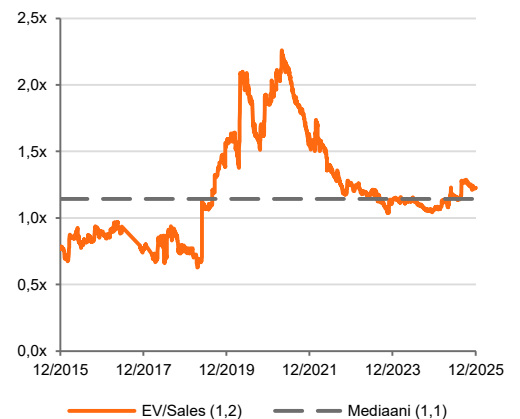
Lähde: Factset, OP Markets

NoHo Partners Plc - P/S



Lähde: Factset, OP Markets

NoHo Partners Plc - EV/Sales



Lähde: Factset, OP Markets

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitustutkimuksista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj:n Markets-liiketoiminta-alueen (OP Markets) Analyysi-tiimi (OP Analyysi). OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Tutkimusraporttia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen raportin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehintaa kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP Analyysi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot. Poikkeustapauksessa, jossa seurannassa olevan yhtiön osakkeista on tehty julkinen ostotarjous, voi OP Analyysi osoittaa kantansa ostotarjoukseen käyttämällä suosituksia: HYVÄKSY OSTOTARJOUS tai HYLKÄÄ OSTOTARJOUS. Näissä tapauksissa OP Analyysin arvio perustuu käytössä olevien tietojen perusteella tehtyyn analyysiin ostotarjouksen mielekkyydestä osakkeenomistajalle.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosennusteiden herkkyyks keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin

perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Pohjolan eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen ja OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen jäsen on Raisio Oyj:n hallituseuvoston jäsen. Näiden eturistiriitatilanteiden ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysitiimin Kesko Oyj:tä ja Raisio Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

OP Analyysin analytiikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa OP Analyysin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytiikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytiikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 10 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä OP Osuuskunnan osakeomistuksen kautta. OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n ja OP-Henkivakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Pohjolan liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Pohjolan keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Pohjolan keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Boreo, Cibus Nordic, Citycon, Elisa, Eltel, Fingrid, Finnair, HKFoods, Huhtamäki, Kojamo, Rapala, Teollisuuden Voima, Tokmanni ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKFoods, KH Group, Koskisen, LapWall, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala, Teleste ja Wetteri.

Suositukset ja tavoitehinnat		NoHo Partners		
Suositus	Tavoitehintaa (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
OSTA	9,60	8,34	5.11.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	10,40	8,96	6.8.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	10,90	9,45	7.5.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	10,50	9,14	17.4.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	10,20	8,80	12.2.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	9,90	7,94	3.2.2025	Tavoitehinnan muutos
OSTA	9,00	7,78	7.8.2024	Tavoitehinnan muutos
OSTA	9,30	7,94	23.7.2024	Tavoitehinnan muutos
OSTA	9,50	8,24	8.5.2024	

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa tutkituissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosittelun jakauma (1.12.2025)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	19	28	1	13
LISÄÄ	25	37	1	13
VÄHENNÄ	21	31	6	75
MYY	3	4	0	0
	68	100	8	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta op.fi/tutkimus.

Yhteystiedot**Analyyysi**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Joonas Häyhä	Seniorianalyytikko, kauppa, kulutustavarat	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Seniorianalyytikko, investointitavarat, yrityslainat	010 252 8780
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia	010 252 4561
Carlo Gylling	Analyytikko, yritysainat	010 252 4392
Joona Harjama	Analyytikko, metalli, kiinteistöt, rakentaminen, media	010 252 4351
Matti Kaurola	Analyytikko, terveydenhuolto, elintarvikkeet	010 252 4408
Auli Valtanen-Huopaniemi	Assistentti	050 413 1362

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP POHJOLA
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Asiakkuudet ja myynti

Antti Niemelä	Johtaja	010 252 4722
---------------	---------	--------------

Instituutiomyynti

Tuomas Kaasalainen	010 252 2534
Kasper Hietanen	010 252 4479
Tomi Kallio	010 252 2993
Terhi Ollikainen	010 252 3148
Wilhelm Stjernvall	010 252 4436
Iiro Tolonen	010 252 3252

Execution

Mikael Ahovuo	010 252 1706
Jesse Hoskonen	010 252 1710
Ville Orava	010 252 2672
Ari Triumf	010 252 4349
Ville Viertola	010 252 3870
