Nykykurssi ei heijastele Smilen arvoa

Tarkistamme Restamaxin tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 6,7 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Yhtiön eilen ilmoittama Banssi Henkilöstöpalvelun yritysosto luo mielestämme omistaja-arvoa ja olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteita. Suhteessa voimakkaaseen tuloskasvuun osake on edelleen varsin kohtuullisesti hinnoiteltu ja nykykurssi ei huomioi Henkilöstövuokrausliiketoiminnan todellista arvoa.

Restamax ostaa Banssi Henkilöstöpalvelut

Banssi on 2013 perustettu valtakunnallinen henkilöstövälitysyhtiö ja sillä on toimintaa 14 paikkakunnalla. Päätoimialoja Banssilla ovat rakentaminen ja teollisuus. 2016 liikevaihto oli 19,4 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 6 %. Yhtiön kommenttien perusteella Banssin kasvu on jatkunut voimakkaana myös kuluvana vuonna. Restamaxin maksama kauppahinta koostuu kolmesta osasta: 5 MEUR:n käteismaksusta, 1 MEUR:n lisäkauppahinnasta (sidottu 2017 tulokseen) sekä 10 %:n omistusosuudesta Restamaxin 93 %:sesti omistamasta Smile Henkilöstöpalvelusta. Olimme aiemmin arvioineet Smilen arvon olevan noin 26,5 MEUR (analyysi luettavissa tästä) ja näin ollen kauppahinta olisi kokonaisuutena noin 8-9 MEUR. Tällä kauppahinnalla ja 2016 numeroilla EV/S sekä EV/EBITDA-kertoimet ovat 0,5x ja 7x. Banssin ja Smilen yhdistäminen tarjoaa merkittävää synergiapotentiaalia ja laskelmiemme mukaan synergiat huomioiva EV/EBITDA-kerroin on edullinen noin 3-4x.

Smile kasvaa seuraavaan kokoluokkaan

Arviomme mukaan Smilen seuraavan 12kk:n liikevaihto on noin 70 MEUR ja synergiat huomioiva käyttökate noin 7 MEUR. Näillä luvuilla Smile on arviomme mukaan pirstaloituneen toimialan viidenneksi suurin toimija. Toiminta on hajautunut maantieteellisesti sekä toimialoittain aiempaa paremmin ja suurimman asiakkaan (Restamaxin ravintolat) osuus liikevaihdosta on enää alle 15 %. Tämä kaikki tukee Smilelle hyväksyttävää arvostustasoa ja olemme nostaneet arviotamme Smilen arvosta 40 MEUR:oon (aik. 26,5 MEUR).

Ennusteet nousseet selvästi yrityskaupan myötä

Kuluvan ja ensi vuoden liikevaihtoennusteemme ovat kohonneet 166 (aik. 147) ja 187 (aik. 158) MEUR:oon. Liikevoittoennusteemme ovat nousseet 10-15 %:lla. Osakekohtaiseen tulokseen vaikutus on selvästi tätä pienempi johtuen Smilen kasvaneista vähemmistöomistajien määrästä (Restamax omistaa Smilestä noin 85 % kaupan jälkeen) ja EPS-ennusteemme ovat kohonneet noin 5 %:lla. Kauppa vahvistaa uskoamme Restamaxin vahvoja tuloskasvunäkymiä kohtaan ja ennustamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 25 %:lla vuosittain 2016-2019 välillä.

Osakkeen kokonaistuotto pysyy hyvällä tasolla

Suhteessa erittäin vahvaan tuloskasvuun on Restamaxin arvostus edelleen varsin kohtuullinen. Kuluvan vuoden P/E ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 6,5x mitä pidämme suhteellisen neutraaleina yhtiölle. 2017 numerot eivät huomioi Banssia tai sen synergioita täysimääräisesti ja 2018 ennusteilla vastaavat kertoimet painuvat hyvin edullisille 12x ja 5,6x tasoille. Näemmekin osakkeessa edelleen nousuvaraa tulosparannuksen realisoitumisen myötä ja kasvava noin 5 %:n osinko tukee osakkeen kokonaistuottoa.

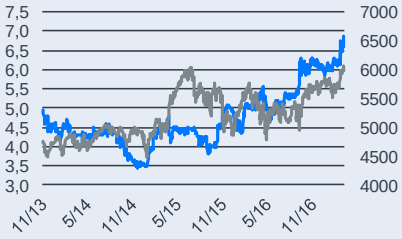
Analyytikko

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

Suositus
Lisää

Edellinen: Lisää

Tavoitehinta **7,50 EUR**
Edellinen: 6,70



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös	**7,05 EUR**
12 kk vaihteluväli	**4,55-7,16 EUR**
Potentiaali	**6,4 %**

Ohjeistus

Restamax arvioi liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla tilikaudella 2017

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto-marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MEUR	Tulos/ osake EUR	Osinko/ osake EUR	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko-tuotto %
2015	114	7,3	6,4 %	6,0	0,31	0,27	1,0	6,7	15,2	16,6	5,3 %
2016	130	9,0	6,9 %	7,9	0,34	0,30	1,0	6,5	14,0	17,4	5,0 %
2017e	166	12,1	7,3 %	11,1	0,46	0,34	0,9	6,5	12,5	15,3	4,8 %
2018e	187	15,4	8,2 %	14,0	0,57	0,38	0,8	5,6	9,7	12,4	5,4 %
2019e	202	18,2	9,0 %	16,7	0,68	0,42	0,7	5,0	7,9	10,3	6,0 %

Markkina-arvo, MEUR	115	OPO / osake 2017e, EUR	2,81	CAGR EPS, 2016-2019, %	26 %
Nettovelka 2017e, MEUR	38	P/B 2017e	2,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %	16 %
Yritysarvo (EV), MEUR	152	Nettovelkaisuusaste 2017e, %	80,9 %	ROE 2017e, %	17,0 %
Taseen koko 2017e, MEUR	114	Omavaraisuusaste 2017e, %	41,0 %	ROCE 2017e, %	14,8 %

Banssi vie Smilen seuraavaan kokoluokkaan

Kaupalla hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa

Restamax kertoi eilen ostavansa Banssi Henkilöstöpalvelut. Banssi on 2013 perustettu valtakunnallinen henkilöstövälitysyhtiö ja sillä on toimintaa 14 paikkakunnalla. Päätoimialoja Banssilla ovat rakentaminen ja teollisuus. 2016 liikevaihto oli 19,4 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 6 %. Yhtiön kommenttien perusteella Banssin kasvu on jatkunut voimakkaana myös kuluvana vuonna ja arviomme mukaan 2017 liikevaihto tulee olemaan selvästi 2016 tasoa korkeampi.

Restamaxin maksama kauppahinta koostuu kolmesta osasta: 5 MEUR:n käteismaksusta, 1 MEUR:n lisäkauppahinnasta (sidottu 2017 tulokseen) sekä 10 % omistusosuudesta Restamaxin 93 %:sesti omistamasta Smile Henkilöstöpalvelusta. Olimme aiemmin arvioineet Smilen arvon olevan noin 26,5 MEUR (analyysi luettavissa tästä) ja näin ollen kauppahinta olisi kokonaisuutena noin 8-9 MEUR. Tällä kauppahinnalla ja 2016 numeroilla EV/S sekä EV/EBITDA-kertoimet ovat 0,5x ja 7x. Banssin ja Smilen yhdistäminen tarjoaa merkittävää synergiapotentiaalia hallinnon ja taustakoneiston yhdistämisen kautta ja arviomme mukaan uudesta kokonaisuudesta pitäisi kyetä löytämään synergioita 1-2 MEUR:n edestä. Arviomme mukaiset synergiat huomioiva EV/EBITDA-kerroin on edullinen noin 3-4x. Näin ollen puhtaasti kertoimien valossa kauppa on mielestämme hyvä ja sillä on edellytykset luoda omistaja-arvoa kunhan synergiahyödyt tulevat läpi.

Liikevaihto	2016	2017e	2018e
Smile	34,1	43,0	49,7
Banssi	19,4	20,0	29,0
Yhteensä	**53,5**	**63,0**	**78,7**

Käyttökate	2016e	2017e	2018e
Smile	3,4	4,5	5,5
Banssi	1,2	1,8	2,8
Yhteensä	**4,6**	**6,3**	**8,3**
Käyttökate-%	8,6 %	10,0 %	10,5 %

Arvioitu kauppahinta	8-9	MEUR
EV/S	0,5x	
EV/EBITDA	7x	
EV/EBITDA synergioilla	3-4x	

Strategisessa mielessä kauppa on mielestämme erittäin hyvä. Kaupan myötä Smile Henkilöstöpalvelut kasvaa uuteen kokoluokkaan ja arviomme mukaan sen seuraavan 12kk:n liikevaihto on noin 70 MEUR ja synergiat huomioiva käyttökate noin 7 MEUR. Näillä luvuilla Smile on arviomme mukaan pirstaloituneen toimialan viidenneksi suurin toimija. Smilen maantieteellinen peitto sekä toimialahajautus paranevat myös merkittävästi. Arviomme mukaan uuden kokonaisuuden liikevaihdosta HoReCa:n osuus on noin 45 % ja teollisuuden& rakentamisen noin 40 %. Loput 15 % ovat pienempiä toimialoja mm. terveyspalveluja. Myös suurimman asiakkaan (Restamaxin ravintolat) osuus liikevaihdosta on enää alle 15 %. Tämä kaikki tukee Smilelle hyväksyttävää arvostustasoa ja olemme nostaneet arviotamme Smilen arvosta 40 MEUR:oon (aik. 26,5 MEUR). Restamax omistaa Smilestä järjestelyn jälkeen noin 85 % ja loput 15 % on Smilen avainhenkilöillä sekä Banssin vanhoilla omistajilla.

Arviomme Smilen arvosta perustuu verrokkiryhmän EV/S ja EV/EBITDA-kertoimiin ja niissä vuosien 2016-2018 keskiarvoihin. 40 MEUR:n hinta-arviomme on edelleen varsin varovainen ja mikäli yhtiö onnistuu saavuttamaan vuoden 2017 tulosennusteemme olisi käypä arvo selvästi nykyistä ennustettamme korkeampi. Smilen tarkempi arvonmääritys löytyy sivulta 5.

Ennusteita nostettu

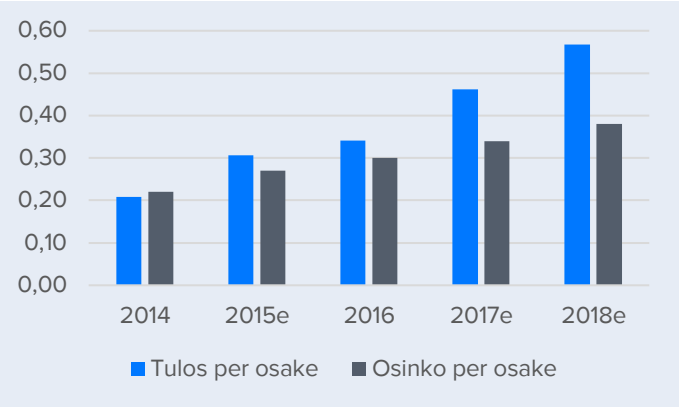
Tuloskasvu kiihtyy

Ennusteemme ovat nousseet selvästi yrityskaupan myötä. Kuluvan ja ensi vuoden liikevaihtoennusteemme ovat kohonneet 166 (aik. 147) ja 187 (aik. 158) MEUR:oon. Päivitettyjen ennusteiden valossa on selvää, että yhtiö tulee saavuttamaan vuoden 2018 180 MEUR:n liikevaihtotavoitteensa kirkkaasti ja todennäköisesti selvästi etuajassa.

Liikevoittoennusteemme ovat nousseet 10-15 %:lla. Osakekohtaiseen tulokseen vaikutus on selvästi tätä pienempi johtuen Smilen kasvaneista vähemmistöomistajien määrästä (Restamax omistaa Smilestä noin 85 % kaupan jälkeen ja Banssilla myös tytäryhtiöissä vähemmistöjä). Kokonaisuutena EPS-ennusteemme ovat kohonneet noin 5 %:lla ja suosittelemme sijoittajia kiinnittämään huomiota etenkin EPS:n muutoksiin. Osinkoennusteemme ovat pysyneet muuttumattomina, sillä Banssin hankinta heikentää Restamaxin käyttöpääomaa selvästi ja laskelmiemme mukaan nettokäyttöpääoma kääntyy positiiviseksi 2017 aikana. Tämän seurauksena yhtiön kasvua ei voida enää rahoittaa pelkällä käyttöpääomalla ja yhtiön pitää joko laskea osingonjakosuhdettaan tai vaihtoehtoisesti kasvattaa velkaantuneisuuttaan vahvan kasvunvauhdin ylläpitämiseksi.

Kokonaisuutena Restamaxin tuloskasvuedellytykset tuleville vuosille ovat vahvat. Merkittävä tulosparannus syntyy käyttökatteen alapuolisilla riveillä, kun poistotaso kääntyy asteittain laskuun ja liikevaihto jatkaa kasvuaan. Yhtiön poistotaso on tällä hetkellä noin 11 MEUR ja arviomme mukaan ylläpitoinvestoinnit ovat noin 5 MEUR:n tasolla. Poistoista yli 3 MEUR on aineettomia poistoja ja yhtiön investoinnit aineettomaan omaisuuteen ovat joitain satoja tuhansia euroja vuodessa. Poistotason supistuessa liikevoitto paranee voimakkaasti ja ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan yli 9 %:n tason vuoteen 2020 mennessä. Tämä taso alkaa myös olla lähellä yhtiön normalisoitua liikevoittomarginaalia. Myös Banssin hankinnalla on selkeä positiivinen tulosvaikutus Restamaxille, sillä sen kauppahinta kirjataan pääosin liikearvoksi, eikä sitä näin ollen poisteta.

Ennustamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kaksinkertaistuvan 0,68 euroon seuraavan kolmen vuoden aikana ja keskimääräinen vuosikasvu on erittäin voimakas 25 %/v.



Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017 Vanha	2017 Uusi	Muutos %	2018e Vanha	2018e Uusi	Muutos %	2019e Vanha	2019e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	147	166	13 %	158	187	18 %	169	202	19 %
Käyttökate	22,0	23,3	6 %	24,1	26,5	10 %	25,8	28,9	12 %
Liikevoitto	11,1	12,1	9 %	13,5	15,4	14 %	15,5	18,2	18 %
Tulos ennen veroja	10,1	11,1	10 %	12,5	14,0	12 %	14,4	16,7	16 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,44	0,46	5 %	0,54	0,57	5 %	0,63	0,68	9 %
Osakekohtainen osinko	0,34	0,34	0 %	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %
Lähde: Inderes									

Liikevaihto MEUR / EUR	2017e Vanha	2017e Uusi	Muutos %	2018e Vanha	2018e Uusi	Muutos %	2019e Vanha	2019e Uusi	Muutos %
Ravintolat	116,0	116,0	0 %	122,0	121,8	0 %	128,0	127,9	0 %
Henkilöstövuokraus	43,4	63,0	45 %	49,9	78,7	58 %	56,4	89,0	58 %
Eliminoinnit	-12,7	-12,7	0 %	-14,0	-14,0	0 %	-15,2	-15,2	0 %
Lähde: Inderes									

Liikevoitto MEUR / EUR	2017e Vanha	2017e Uusi	Muutos %	2018e Vanha	2018e Uusi	Muutos %	2019e Vanha	2019e Uusi	Muutos %
Ravintolat	8,4	8,4	0 %	9,7	9,7	0 %	10,9	11,0	1 %
Henkilöstövuokraus	2,7	3,7	39 %	3,8	5,7	49 %	4,6	7,1	55 %
Lähde: Inderes									

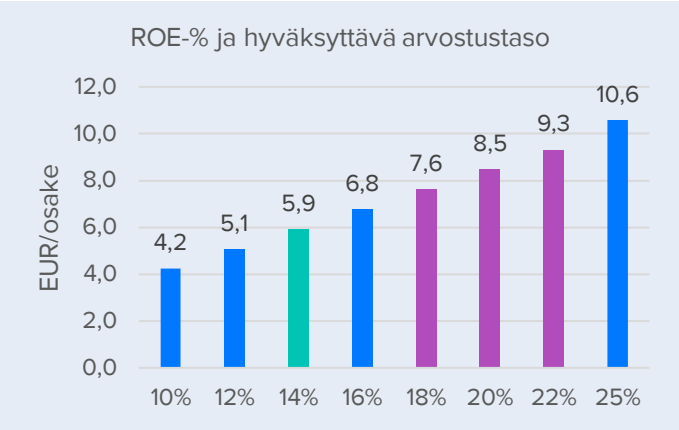
Arvostuskertoimet

Arvostus edelleen houkutteleva

Restamaxin arvostustasoa tarkasteltaessa sijoittajien on tärkeä muistaa yhtiön tämän hetken ylisuuri poistomassa ja tästä syntyvä merkittävä ero nettotuloksen sekä operatiivisen vapaan kassavirran välillä. Suosimme tarkastelussa EV/EBITDA-kerrointa johtuen sen vertailukelpoisuudesta. EV/EBITDA:an liittyvä riski on mielestämme se, että yhtiön kasvu ei ole kannattavaa ja tästä johtuen ylläpitoinvestointitarve olisi jatkuvasti odotuksiamme korkeampi (ravintoloiden käyttöikä odotuksia matalampi ja suurempi kuin poistot). Tässä skenaariossa käyttökate säilyisi korkealla tasolla, mutta viivan alle valuva tulos jäisi jatkuvasti heikoksi. Näin ollen käytämme tarkastelussamme myös P/E-kerrointa, sillä odotamme, että suhteellisesti ylisuuri poistomassa supistuu asteittain ja heijastuu voimakkaana tuloskasvuna alimmalle riville.

Suhteessa erittäin vahvaan tuloskasvuun on Restamaxin arvostus edelleen varsin kohtuullinen. Kuluvan vuoden P/E ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 6,5x mitä pidämme suhteellisen neutraaleina yhtiölle. 2017 numerot eivät huomioi Banssia tai sen synergioita täysimääräisesti ja 2018 ennusteilla vastaavat kertoimet painuvat hyvin edullisille 12x ja 5,6x tasoille.

Näemme Restamaxissa edelleen pitkällä aikavälillä selvästi nykyistä tavoitehintaamme suurempaa potentiaalia. Vuoden 2018 EPS-ennusteellamme ja yhtiölle neutraalilla 15- 16x P/E-kertoimella, olisi yhtiön arvon haarukka 9-10 euroa. Oman pääoman tuoton näkökulmasta yhtiön nykyinen kurssitaso on perusteltu, mikäli pääoman tuotto jää 2016 noin 14 %:n tasolle (vihreä palkki). Mikäli yhtiö yltää ennusteidemme (tai oman +20 %:n ROI tavoitteensa) mukaiseen pääoman tuottoon olisi käypäarvo 7,6-9,3 euroa (violetit palkit).



Näemmekin osakkeessa edelleen nousuvaraa tulosparannuksen realisoitumisen myötä ja kasvava noin 5 %:n osinko tukee osakkeen kokonaistuottoa.

Lähtölaskenta Smilestä irtautumiseen alkaa

Banssi ostoksen jälkeen Restamax on arviomme mukaan astetta lähempänä tilannetta, jossa se irtautuu Smilesta. Perustelemme näkemystämme seuraavilla tekijöillä:

1) Smilen kokoluokan kasvu nostaa Restamaxin nettokäyttöpääoman positiiviseksi ja tekee yhtiön kasvusta aiempaa kalliimpaa

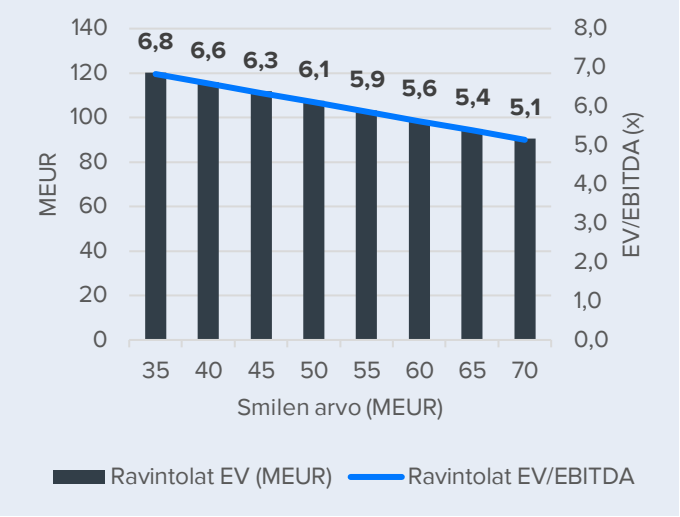
2) Smilen ja Restamaxin välillä ei ole oleellisia synergioita

3) Smilen arvo hautautuu Restamaxin Ravintolat-segmentin alle ja sen täysi potentiaali ei tule esiin osana Restamaxia

Uskomme, että vuosi 2017 tulee menemään vielä Smilen integraatiossa sekä liiketoiminnan kasvattamisessa ja emme yllättyisi mikäli Smile tekisi vielä täydentäviä yritysostoja kuluvan vuoden aikana. Näin ollen mahdollinen irtautuminen nousee pöydälle vasta 2018 aikana.

Todennäköisin irtaantumiskanava on mielestämme teollinen ostaja, mutta myös listautuminen on mahdollinen. Smilen verrokkien EV/EBITDA-kertoimet ovat 8-10x tasoilla ja mikäli yhtiö onnistuu nostamaan kannattavuutensa odotuksiemme mukaiselle tasolle (käyttökate +7 MEUR), olisi sen arvo 56-70 MEUR ja selvästi 40 MEUR:n arviotamme korkeampi. Smilen kohdalla laskelmia tehtäessä on hyvä muistaa, että Restamaxin omistusosuus on noin 85 %.

Oheisessa graafissa olemme havainnollistaneet Smilen arvoa. Vaaka-akselilla annamme Smilelle eri arvoja koko osakekannalle (35-70 MEUR). Nämä arvot olemme vähentäneet nykyisestä noin 150 MEUR:n yritysarvosta sekä Smilen vähemmistöistä, jonka jälkeen jäljelle jää Ravintolat-segmentin laskennallinen markkinahinta (musta pylväs). Suhteessa tähän hintaan olemme soveltaneet Ravintolat-segmentin 2017 käyttökate-ennustettamme, josta olemme saaneet jäljellä olevan Ravintolat-segmentin laskennallisen EV/EBITDA-kertoimen. Näkemyksemme mukana Ravintolat-segmentin käypä EV/EBITDA-kerroin on noin 7x ja mikäli Restamax onnistuisi irtautumaan Smilestä yli 35 MEUR:n hinnalla, jäisivät Ravintolat-segmentin kertoimet alle sen hyväksyttävän tason. Myyntihinnan ollessa 60-70 MEUR olisi Ravintolat-segmentin kertoimissa nousuvaraa 25-40 %.



Restamaxin nykykurssi ei mielestämme heijastele Smilen täyttä arvoa ja sijoittajat saavatkin jatkossa Restamaxissa myös ilmaisen yritysjärjestelyoption liittyen Smileen.

Verrokkiryhmä

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Restamax	7,05	114	146	12,0	11,8	6,3	5,4	0,9	0,8	16,2	12,8	4,9	5,3	2,5
Jack in the Box	101,72	3016	3986	15,5	13,7	11,5	10,7	2,6	2,8	23,3	18,8	1,6	1,8	
Cheesecake Factory	63,49	2839	2789	14,7	13,2	10,0	9,1	1,2	1,1	20,9	19,1	1,5	1,7	4,7
Restaurant Group	332,70	781	814	11,9	11,0	7,3	6,7	1,1	1,0	14,6	13,7	4,8	4,9	3,1
J D Wetherspoon	955,00	1224	2031	14,8	14,7	9,1	8,9	1,1	1,0	16,5	16,3	1,3	1,3	4,8
Darden Restaurants	83,98	9771	10074	14,9	14,2	10,8	10,4	1,5	1,5	21,1	19,3	2,7	3,0	6,1
BJ's Restaurants	39,90	817	935	17,3	15,6	8,0	7,3	1,0	0,9	22,7	19,5			3,6
Ibersol SGPS	15,10	359	396	11,3	10,4	7,1	6,5	1,2	1,1	27,2	25,8	0,6	0,6	2,2
Sherherd Neame	1277,00	225	324		17,1	12,0	11,5	1,8	1,7	22,7	20,8			1,0
Buffalo Wild Wings	151,85	2474	2624	18,6	16,5	9,1	8,2	1,3	1,2	26,4	22,6	0,1	0,0	16,3
Ruth's Hospitality Group	20,00	596	616	10,8	10,3	8,5	7,7	1,3	1,3	18,7	17,7	1,8	1,8	6,2
Chipotle Mexican Grill	449,41	12079	11687	31,4	21,3	22,2	16,1	2,5	2,2	57,6	39,6			9,1
Red Robin Gourmet Burgers	55,85	673	987	18,9	16,5	6,7	6,2	0,7	0,7	20,1	17,6			1,8
Mitchells & Butlers	244,20	1201	3405	9,6	9,8	7,0	7,0	1,4	1,4	7,0	7,0	3,2	3,2	0,7
Texas Roadhouse	44,37	2941	2892	16,4	14,5	11,1	9,9	1,5	1,3	23,9	21,1	1,9	2,1	3,9
Kotipizza	11,97	76	84	14,9	12,3	12,8	10,7	1,2	1,1	19,4	15,5	4,6	5,0	2,6
Del Frisco's Restaurant Group	18,20	399	385	14,0	12,6	8,0	7,3	1,1	1,0	21,7	19,6	27,5	54,9	1,7
Berjaya Food	1,76	141	187	20,2	15,7	11,2	9,3	1,5	1,3	31,0	22,9	1,7	2,4	1,7
Bloomin' Brands	19,55	1884	2934	11,6	11,5	6,4	6,3	0,6	0,6	13,9	13,2	1,6	1,7	5,9
Restamax (Inderes)	**7,05**	**115**	**152**	**12,5**	**9,7**	**6,5**	**5,6**	**0,9**	**0,8**	**15,3**	**12,4**	**4,8**	**5,4**	**2,5**
Keskiarvo				**15,5**	**13,8**	**9,7**	**8,7**	**1,3**	**1,3**	**22,4**	**19,1**	**4,0**	**6,0**	**4,3**
Mediaani				**14,8**	**13,7**	**9,1**	**8,2**	**1,2**	**1,1**	**21,1**	**19,1**	**1,8**	**2,1**	**3,3**
Erotus-% vrt. mediaani				**-16 %**	**-29 %**	**-28 %**	**-31 %**	**-26 %**	**-30 %**	**-28 %**	**-35 %**	**168 %**	**157 %**	**-25 %**

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Smilen arvostus

MEUR	MCAP	EV	EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/Sales		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Staffing 360 Solutions	8	32	6,2	5,3	4,6		-	-	0,2	0,2	0,2
Heidrick & Struggles	470	305	5,5	4,8	4,7		-	-	0,5	0,5	0,5
Kelly Services	829	799	8,5	8,2	7,5		-	-	0,2	0,2	0,1
AMN Healthcare services	2 005	2 358	11,0	9,3	8,5	11,3	10,3	9,3	1,3	1,2	1,1
Manpowergroup	6 930	7 241	9,2	8,6	7,9	10,6	9,5	8,5	0,5	0,4	0,3
Navigant Consulting	1 080	1 206	8,5	8,0	7,6		-	-	1,1	1,1	1,1
Robert Half	6 222	5 963	10,3	9,8	9,2	11,2	10,4	10,4	1,2	1,1	1,1
Cross country Healthcare	477	510	10,9	10,3	8,3	15,0	13,4	10,4	0,6	0,6	0,5
Hackett Group	564	551	12,1	10,8	10,1	16,1	14,5	-	1,9	1,8	1,7
Franklin Covey	235	269	30,0	23,9	13,3	-	246,6	16,0	1,5	1,4	1,3
Big Staffing	124	148	6,5	5,9	6,0	-	-	-	0,5	0,6	0,5
CEB	2 561	3 301	14,5	13,8	12,8	23,0	21,7	-	3,2	3,4	3,3
Trueblue	1 131	1 233	10,0	9,4	8,5	14,4	13,4	12,4	0,6	0,5	0,5
Kforce	663	777	10,7	9,8	9,2	13,1	12,1	11,2	0,6	0,6	0,5
Hays	2 869	2 809	11,1	10,2	9,8	12,2	11,3	10,8	0,5	0,5	0,5
Sthree	503	490	8,9	8,4	7,4	10,7	10,0	8,5	0,4	0,4	0,4
Groupe Crit	864	937	7,6	6,8	5,9	9,0	8,0	7,0	0,6	0,4	0,4
Adecco Group	11 938	12 882	9,8	9,4	9,0	11,2	10,4	9,8	0,5	0,5	0,5
Randstand holdings	10 923	12 084	10,2	9,9	9,2	12,4	11,5	10,7	0,6	0,5	0,5
Poolia	27	25	6,8	6,4	5,0	7,8	7,0	5,4	0,4	0,3	0,3
SJR in Scandinavia	44	40	9,5	9,0	8,4	10,1	9,2	8,8	1,0	1,0	0,9
Staffline Group	398	444	9,2	8,2	8,0	9,9	9,2	8,9	0,4	0,4	0,4
Mediaani	**663**	**777**	**9,7**	**9,1**	**8,3**	**11,3**	**10,4**	**9,8**	**0,60**	**0,5**	**0,5**
Smile EV			**45,2**	**53,4**	**65,6**	**30,8**	**38,9**	**55,7**	**32,1**	**31,6**	**38,2**

	EV	Painoarvo		
Keskiarvo EV/EBITDA 16-18	54,7	50 %	27,4	
Keskiarvo EV/EBIT 16-18	41,8	0 %	0	
Keskiarvo EV/S 16-18	34,0	50 %	17,0	
Yhteensä (MEUR):			**44,3**	
Hyväksyttävä alennus			**-10 %**	**Aiemmin**
Smilen käypä arvo (MEUR)			**39,9**	26,4
Restamax osuus (~85%)			**33,9**	24,6

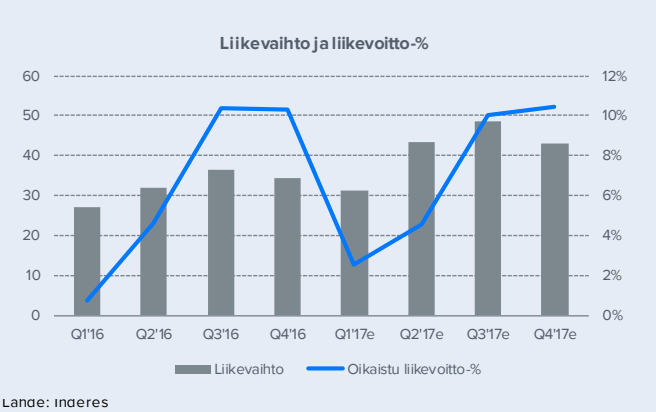
Smile kertoimet 44,3 MEUR EV:llä	
EV/EBITDA 16	8,5
EV/EBITDA 17	6,8
EV/S 16	0,75
EV/S 17	0,64

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

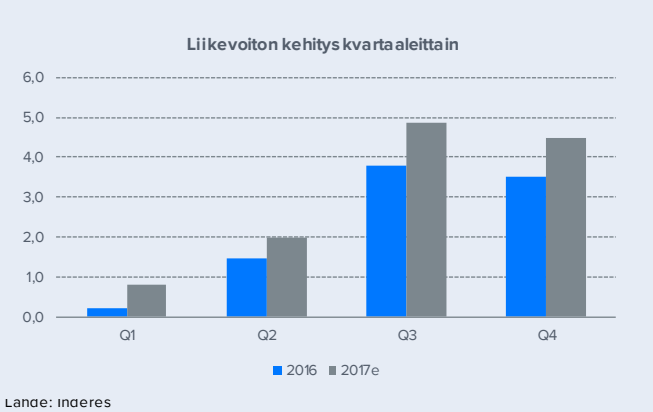
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	**113,6**	**27,2**	**31,9**	**36,5**	**34,3**	**130,0**	**31,4**	**43,3**	**48,6**	**43,0**	**166,3**	**186,5**	**201,7**
Ravintolat	*100,3*	*23,1*	*26,5*	*29,4*	*28,4*	*107,5*	*25,0*	*28,9*	*32,3*	*29,8*	*116,0*	*121,8*	*127,9*
Henkilöstövuokraus	*24,2*	*6,5*	*8,5*	*10,4*	*8,6*	*34,1*	*9,0*	*17,8*	*19,8*	*16,3*	*63,0*	*78,7*	*89,0*
Eliminoinnit	*-10,8*	*-2,4*	*-3,1*	*-3,3*	*-2,7*	*-11,6*	*-2,7*	*-3,4*	*-3,5*	*-3,1*	*-12,7*	*-14,0*	*-15,2*
Käyttökate	**16,5**	**2,8**	**4,3**	**6,4**	**5,9**	**19,4**	**3,5**	**4,8**	**7,7**	**7,4**	**23,3**	**26,5**	**28,9**
Poistot ja arvonalennukset	-9,3	-2,6	-2,8	-2,6	-2,4	-10,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-11,2	-11,1	-10,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	**7,3**	**0,2**	**1,5**	**3,8**	**3,5**	**9,0**	**0,8**	**2,0**	**4,9**	**4,5**	**12,1**	**15,4**	**18,2**
Liikevoitto	**7,3**	**0,2**	**1,5**	**3,8**	**3,5**	**9,0**	**0,8**	**2,0**	**4,9**	**4,5**	**12,1**	**15,4**	**18,2**
Ravintolat	*6,5*	*0,0*	*1,3*	*3,1*	*3,0*	*7,4*	*0,4*	*1,1*	*3,5*	*3,4*	*8,4*	*9,7*	*11,0*
Henkilöstövuokraus	*0,8*	*0,2*	*0,1*	*0,7*	*0,5*	*1,6*	*0,4*	*0,9*	*1,4*	*1,1*	*3,7*	*5,7*	*7,1*
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-1,0	-1,6	-1,7
Tulos ennen veroja	**6,0**	**0,1**	**1,1**	**3,6**	**3,2**	**7,9**	**0,6**	**1,7**	**4,7**	**4,2**	**11,1**	**14,0**	**16,7**
Verot	-1,3	-0,1	-0,3	-1,1	-0,6	-2,1	-0,1	-0,4	-1,1	-1,0	-2,6	-3,0	-3,6
Vähemmistöosuudet	0,2	-0,2	0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,0	-1,6	-1,9
Nettotulos	**5,0**	**-0,3**	**1,1**	**2,3**	**2,5**	**5,6**	**0,4**	**1,0**	**3,3**	**2,9**	**7,6**	**9,3**	**11,2**
EPS (oikaistu)	**0,31**	**-0,02**	**0,07**	**0,14**	**0,15**	**0,34**	**0,02**	**0,06**	**0,20**	**0,18**	**0,46**	**0,57**	**0,68**
EPS (raportoitu)	**0,35**	**-0,02**	**0,07**	**0,14**	**0,15**	**0,34**	**0,02**	**0,06**	**0,20**	**0,18**	**0,46**	**0,57**	**0,68**

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	31,1 %	*11,3 %*	*20,9 %*	*16,8 %*	*9,0 %*	14,4 %	*15,2 %*	*35,6 %*	*33,1 %*	*25,3 %*	27,9 %	12,2 %	8,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	38,2 %	*-74,1 %*	*190,5 %*	*26,7 %*	*18,5 %*	23,9 %	*288,5 %*	*34,1 %*	*28,4 %*	*27,3 %*	34,8 %	26,7 %	18,4 %
Käyttökate-%	14,6 %	*10,3 %*	*13,4 %*	*17,5 %*	*17,3 %*	14,9 %	*11,1 %*	*11,0 %*	*15,8 %*	*17,2 %*	14,0 %	14,2 %	14,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,4 %	0,7 %	4,6 %	10,4 %	10,3 %	6,9 %	2,5 %	4,6 %	10,0 %	10,4 %	7,3 %	8,2 %	9,0 %
Nettotulos-%	4,4 %	-1,1 %	3,4 %	6,4 %	7,2 %	4,3 %	1,1 %	2,4 %	6,8 %	6,7 %	4,6 %	5,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

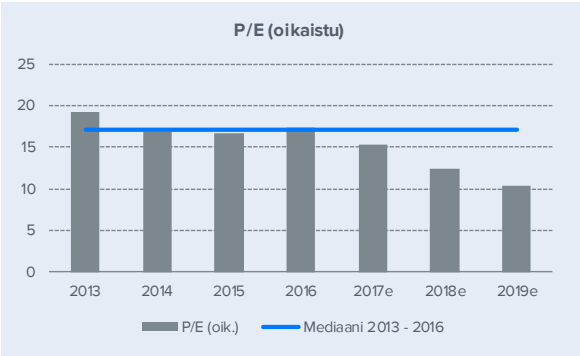
Lähde: Inderes

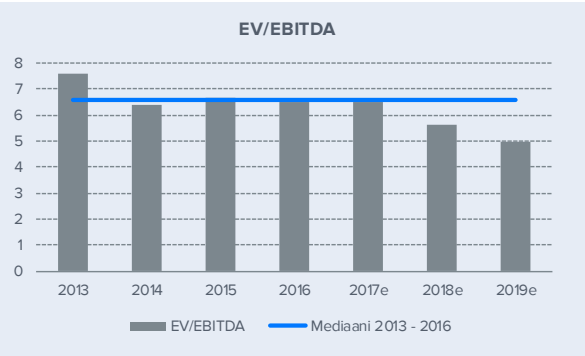
Lähde: Inderes

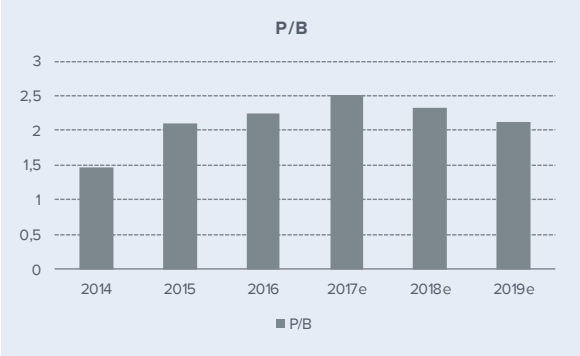
Arvostus

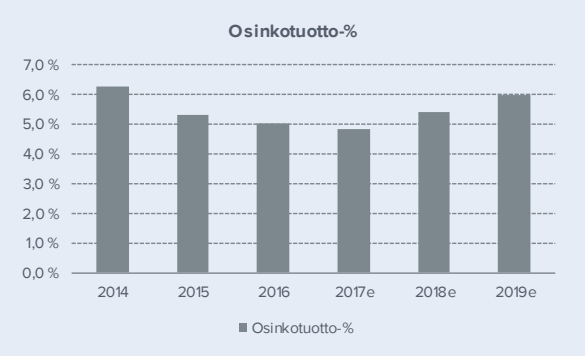
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,38	3,50	5,10	5,95	7,05	7,05	7,05
Markkina-arvo		62	57	84	97	115	115	115
Yritysarvo (EV)		69	77	110	126	152	149	145
P/E (oik.)		19,2	16,7	16,6	17,4	15,3	12,4	10,3
P/E		19,2	16,7	16,6	17,4	15,3	12,4	10,3
P/Kassavirta		-5,4	-2,8	-22,8	78,7	-293,3	10,5	8,7
P/B		2,2	1,5	2,1	2,3	2,5	2,3	2,1
P/S		1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto		1,1	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA		7,6	6,4	6,7	6,5	6,5	5,6	5,0
EV/EBIT		17,1	14,6	15,2	14,0	12,5	9,7	7,9
Osinko/tulos (%)		39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	73,6 %	66,8 %	61,5 %
Osinkotuotto-%		2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,8 %	5,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes

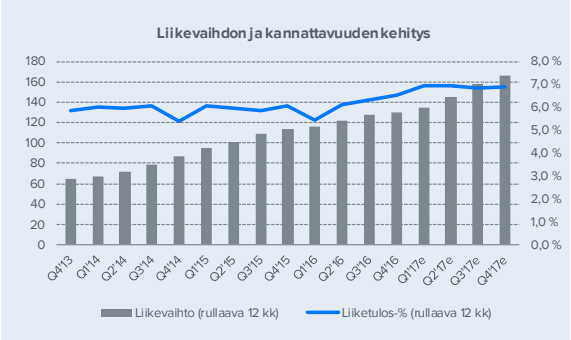


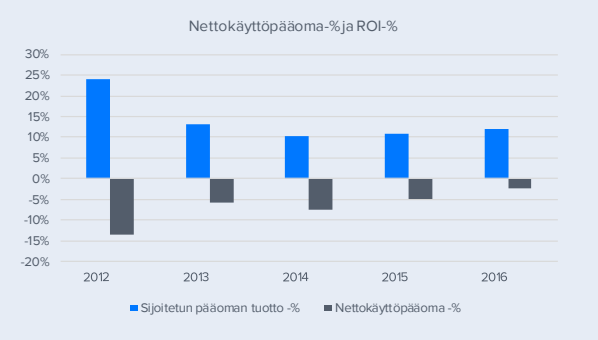






Tulostrendi (rullaava 12 kk)



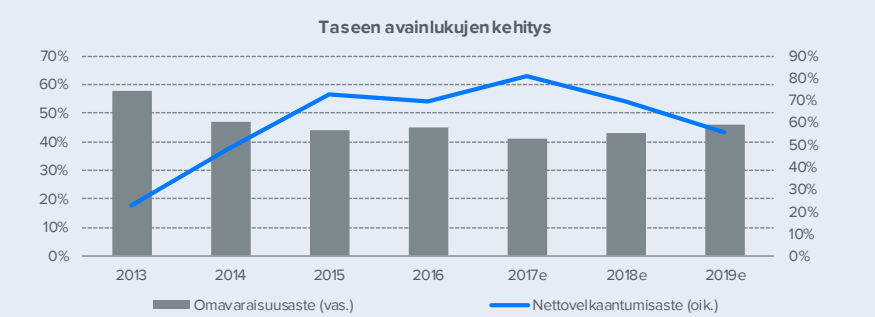


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	**67**	**76**	**79**	**84**	**83**
Liikearvo	30	34	37	41	41
Aineettomat oikeudet	10	10	10	12	10
Käyttöomaisuus	25	29	29	28	28
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	1	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	**17**	**14**	**18**	**29**	**35**
Varastot	2	2	2	3	3
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	10	14	23	28
Likvidit varat	5	2	2	3	4
Taseen loppusumma	**84**	**91**	**98**	**114**	**117**

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	**39**	**40**	**43**	**46**	**50**
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarat	5	6	7	9	13
Omat osakkeet	0	-1	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	34	37	37	37
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	**19**	**24**	**26**	**32**	**31**
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	17	22	24	31	29
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	**25**	**27**	**28**	**35**	**36**
Lainat rahoituslaitoksilta	7	9	8	10	10
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	18	19	24	26
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	**84**	**91**	**98**	**114**	**117**

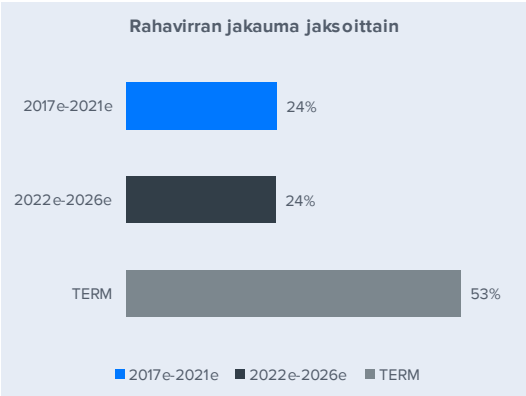


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	**9,0**	**12,1**	**15,4**	**18,2**	**20,2**	**18,9**	**19,5**	**18,7**	**19,1**	**18,2**	**18,5**	
+ Kokonaispoistot	10,4	11,2	11,1	10,7	10,1	9,7	8,8	8,1	7,7	7,1	6,6	
- Maksetut verot	-1,7	-2,6	-3,0	-3,6	-4,1	-3,9	-4,1	-4,0	-4,1	-4,0	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,5	-4,9	-2,6	-3,2	-1,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	**14,9**	**15,6**	**20,5**	**21,7**	**24,7**	**24,2**	**23,7**	**22,5**	**22,4**	**21,1**	**20,9**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-13,9	-16,0	-9,5	-8,5	-8,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,5	-5,5	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**1,2**	**-0,4**	**11,0**	**13,2**	**16,2**	**17,7**	**17,2**	**16,0**	**16,9**	**15,6**	**15,3**	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	-0,4	11,0	13,2	16,2	17,7	17,2	16,0	16,9	15,6	15,3	216,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,4	9,5	10,5	11,8	11,9	10,7	9,2	8,9	7,5	6,8	96,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		**182,9**	**183,3**	**173,7**	**163,2**	**151,4**	**139,5**	**128,8**	**119,6**	**110,7**	**103,2**	**96,4**
Velaton arvo DCF		**182,9**										
- Korolliset velat		-32,6										
+ Rahavarat		1,9										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		**153,8**										
Oman pääoman arvo DCF per osake		**9,39**										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	86,7	113,6	130,0	166,3	186,5
EBITDA	12,0	16,5	19,4	23,3	26,5
EBITDA-marginaali (%)	13,8	14,6	14,9	14,0	14,2
EBIT	5,3	7,3	9,0	12,1	15,4
Voitto ennen veroja	4,7	6,0	7,9	11,1	14,0
Nettovoitto	3,4	5,0	5,6	7,6	9,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,21	0,31	0,34	0,46	0,57
EPS oikaistu	0,21	0,31	0,34	0,46	0,57
Operat. kassavirta per osak	1,54	0,84	0,91	0,95	1,25
Tasearvo per osake	2,38	2,42	2,64	2,81	3,03
Osinko per osake	0,22	0,27	0,30	0,34	0,38
Voitonjako, %	105	88	88	74	67
Osinkotuotto, %	6,3	5,3	5,0	4,8	5,4

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	84,2	90,6	97,6	113,6	117,3
Oma pääoma	39,4	40,1	44,0	46,6	50,4
Liikearvo	30,1	34,2	37,0	41,0	41,0
Korolliset velat	24,4	31,4	32,6	41,1	38,7

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	12,0	16,5	19,4	23,3	26,5
Nettokäyttöpääoman muutos	13,6	-0,9	-2,5	-4,9	-2,6
Operatiivinen kassavirta	25,2	13,7	14,9	15,6	20,5
Vapaa kassavirta	-20,2	-3,7	1,2	-0,4	11,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	16,7	16,6	17,4	15,3	12,4
P/B	1,5	2,1	2,3	2,5	2,3
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/CF	2,3	6,1	6,5	7,4	5,6
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,4	6,7	6,5	6,5	5,6
EV/EBIT	14,6	15,2	14,0	12,5	9,7

Yhtiökuvaus

Restamax Oyj on yksi Suomen suurimmista ravintola-alan konserneista. Tarjoamme elämyksiä asiakkaillemme noin sadassa ruoka- ja viihderavintolassa ympäri Suomen. Vuonna 1996 perustettu Restamax on koko historiansa ajan kasvanut voimakkaasti sekä strategisten yritysostojen kautta että orgaanisen kasvun avulla. Yhtiön valikoimiin kuuluu sekä premium-tason ravintoloita, rentoja päivällis- ja illallisravintoloita että helppoja perheravintoloita.

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Laine Capital Oy	18,3 %
PIMU Capital	18,3 %
Mika Niemi	13,7 %
Mr Max Oy	8,3 %
Sign Systems Finland	6,1 %
Evli Suomi pienyhtiöt	4,7 %

Suositushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.5.2015	Osta	5,20 €	4,30 €
10.8.2015	Lisää	5,00 €	4,30 €
6.11.2015	Osta	5,50 €	4,35 €
22.12.2015	Lisää	5,50 €	5,10 €
23.2.2016	Osta	5,80 €	4,92 €
10.5.2016	Lisää	5,80 €	5,19 €
9.8.2016	Lisää	6,00 €	5,38 €
8.11.2016	Lisää	6,50 €	5,93 €
21.2.2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
23.3.2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
6.4.2017	Lisää	7,50 €	7,05 €

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroon. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: http://www.inderes.fi/research-disclaimer/