

Royal-hankinta luo merkittävää omistaja-arvoa

Tarkistamme Restamaxin tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan eilen tiedotettu Royal-hankinta luo merkittävästi omistaja-arvoa ja järjestelyn synergia potentiaali huomioiden osake on edelleen aliarvostettu.

Synergiat huomioiden kauppahinta on edullinen

Royalin velaton kauppahinta on 90 MEUR, josta 70 MEUR maksetaan käteisellä ja 20 MEUR Restamaxin osakkeilla. Kauppa vaatii toteutuakseen vielä rahoittajien hyväksynnän ja yhtiö arvioi kaupan toteutuvan kesään mennessä. Strategisesti kauppa on erinomainen, sillä Royalilla ja Restamaxilla on vain vähän päällekkäisyyksiä ja maantieteellisesti portfoliot täydentävät hyvin toisiaan. Järjestely tarjoaa myös merkittäviä kulusynergioita. Alustavien laskelmiemme perusteella vuotuinen synergia potentiaali on 5-7 MEUR:n tasolla ja synergioiden realisoitumiseen liittyvä riski on mielestämme rajallinen. Toteutuneella tuloksella Royalin hinta on korkea (EV/EBITDA 13x), mutta synergioilla EV/EBITDA laskee kuitenkin matalalle 7x tasolle.

Uudella yhtiöllä edellytykset merkittävään tulospaannukseen

Olemme toistaiseksi pitäneet ennustemme muuttumattomina, koska kauppa ei ole vielä toteutunut. Laskelmiemme mukaan uuden yhtiön 2018 liikevaihtoennuste on 382 MEUR ja käyttökate noin 43 MEUR. Koska järjestely toteutuu vasta kesällä, tulee Restamax kirjaamaan vain osan Royalin liikevaihdosta kuluvalle vuodelle. Integraatioon liittyvät kulut tulevat myös varmasti rasittamaan loppuvuoden tulosta ja kokonaisuutena Restamaxin raportoitavat numerot vuodelta 2018 eivät kerro totuutta uuden yhtiön tulos potentiaalista. Katseet tuleekin kääntää vuoteen 2019 jossa liikevaihtoennustemme on 424 MEUR, käyttökate 51 MEUR ja liikevoitto 31 MEUR. Royal järjestelyn myötä Restamaxin tulos potentiaali tulee vihdoin realisoitumaan kunnolla, kun Royalin synergiat valuvat viivan alle. Restamaxilla onkin mielestämme hyvät edellytykset tehdä 2019 noin 1,0 euron EPS nykyisellä konsernirakenteella.

Osake selvästi aliarvostettu suhteessa uuden yhtiön tulokuntoon

2019 alustavilla tulosennusteillamme Restamaxin arvostustaso on edelleen hyvin houkutteleva. P/E-kerroin jää hieman yli 10x tasolle ja EV/EBITDA-kerroin hieman yli 6x tasolle. Nämä tasot ovat selvästi alle hyväksyttävien tasojen ja näemmekin kertoimissa selkeää nousuvaraa, kunhan Royalin synergiat saadaan realisoitua ja Restamaxin oma suhteellinen poistotaso laskee ennusteidemme mukaisesti. Tavoitehinnallamme kertoimet ovat edelleen hyvin kohtuulliset (EV/EBITDA 7x ja P/E 13x), mutta pidämme tätä perusteltuna, sillä synergioiden realisoitumiseen liittyy edelleen riskejä.

Smilen irtaantuminen käytännössä varmaa

Järjestelyn myötä on mielestämme selvää, että Restamax irtautuu Smilestä. Restamaxin taseen velkaantumisaste kohoaa korkealle tasolle (nettovelkaantumisaste noin 200 %) ja Smilen irtautumisen kautta yhtiön velkataakka laskee selvästi. Smilen irtaantumisen yhteydessä Restamax tulee kirjaamaan laskelmiemme mukaan noin +50 MEUR:n kertaerän. Ennustamme Smilen irtaantumisen tapahtuvan kuluvalle vuoden aikana. Olemme aiemmin kertoneet Smilen arvon olevan noin 105 MEUR. Tätä arvoa ja Restamaxin uutta osakemäärää sekä velkaa käyttämällä jää Ravintolat-segmentin arvoksi hieman yli 200 MEUR. Suhteessa Ravintolat-segmentin 2019 tuloslukuihin, on tämä taso hyvin edullinen ja nykykurssilla EV/EBITDA-kerroin jää alle 6x tasolle.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2016	130	9,0	6,9 %	7,9	0,34	0,30	1,0	6,5	14,0	17,4	5,0 %
2017	186	10,8	5,8 %	8,0	0,30	0,33	1,0	8,2	17,1	27,9	4,0 %
2018e	265	17,4	6,6 %	15,8	0,59	0,38	0,8	6,7	12,8	16,5	3,9 %
2019e	298	22,6	7,6 %	20,7	0,75	0,42	0,7	5,9	9,9	13,1	4,3 %
2020e	327	26,9	8,2 %	24,6	0,90	0,45	0,7	5,4	8,3	10,9	4,6 %
Markkina-arvo, MEUR			163	OPO / osake 2018e, EUR			2,97	CAGR EPS, 2017-2020, %			45 %
Nettovelka 2018e, MEUR			57	P/B 2018e			3,3	CAGR kasvu, 2017-2020, %			21 %
Yritysarvo (EV), MEUR			223	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			111,0 %	ROE 2018e, %			20,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			164	Omavaraisuusaste 2018e, %			31,2 %	ROCE 2018e, %			16,9 %

Ennusteet eivät huomioi Royalia

Analyttikko

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



Suositus

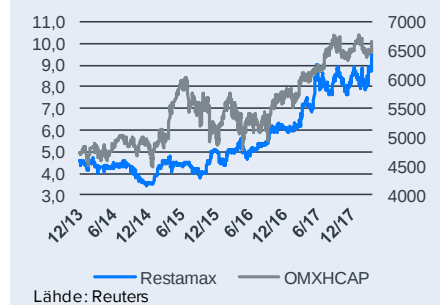
Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 12,00 EUR

Edellinen: 10,00



Lähde: Reuters

Ei ilisen päätös 9,81 EUR

12 kk vaihteluväli 6,85-9,22 EUR

Potentiaali 22,3 %

Ohjeistus

Ravintolat uskotaan saavuttavan noin 140 MEUR:n ja Smilen noin 110 MEUR:n liikevaihdon, eli yhteisten eliminointien jälkeen konsernin liikevaihto on noin 240 MEUR. Kannattavuus säilyy hyvällä tasolla molemmissa segmenteissä.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Royal-osto luo omistaja-arvoa

Kulusynergiat ovat merkittävät

Restamax kertoi torstaina ostavansa Royal Ravintolat. Royalin liikevaihto oli 2017 106 MEUR ja raportoitu käyttökate noin 7 MEUR. Velaton kauppahinta on 90 MEUR, josta 70 MEUR maksetaan käteisellä ja 20 MEUR Restamaxin osakkeilla. Myyjänä on pääomasijoittaja Intera Partners sekä Royalin johto. Kauppa on ehdollinen rahoitusjärjestelyn toteutumiselle, mutta emme näe toteutumisessa riskejä. Kaupan odotetaan toteutuvan 2018 kesään mennessä.

Royalilla on noin 70 ravintolaa, joiden pääpaino on pääkaupunkiseudulla. Royalin ravintolaportfolio täydentää Restamaxin portfolioa erinomaisesti, sillä Restamaxilla on ollut haasteita juuri pääkaupunkiseudulla. Lisäksi Royal on asemoitunut korkeamman hintaluokan segmentteihin, Restamaxin ollessa pääosin alemman hintaluokkaan ja myös tältä osin yhtiöiden tarjonta täydentää hyvin toisiaan. Kulupuolella näemme fuusion tarjoavan merkittäviä synergioita. Näemme Royalilla selkeää parannuspotentiaalia etenkin henkilöstötehokkuudessa, jossa yhtiöllä on ollut haasteita ja jossa Restamax on puolestaan alan tehokkaimpia toimijoita. Lisäksi yhtiöiden hankintojen ja hallintojen yhdistäminen tarjoaa selkeää synergia potentiaalia, ja Smile tulee käytännössä varmasti saamaan Royalista merkittävän asiakkaan. Myös myynnillisesti järjestelyn tulisi tarjota selkeää synergia potentiaalia, sillä Royal on myyntipalvelunsa kanssa huomattavasti Restamaxia edellä. Myynnilliset synergiat ovat kuitenkin aina hyvin epävarmoja ja emme ole huomioineet niitä laskelmissamme. Kokonaisuutena arvioimme alustavasti synergioiden olevan käyttökate tasolla noin 5-7 MEUR ja olemme ennustemallissamme käyttäneet 6 MEUR:n synergia tasoa. Synergioihin liittyy tässä tapauksessa mielestämme varsin rajallisesti epävarmuutta, sillä synergiat ovat poikkeuksellisen selkeät ja perustuvat kulupuolen tehostumiseen.

Royalin synergiat	MEUR	Kommentti
Henkilöstötehokkuus	3,0	Realisoituu jälkipainotteisesti 2019 aikana
Hallinto	1,5	Realisoituu H2'18 aikana
Hankinta	1,5	Realisoituu välittömästi
Yhteensä	6,0	Säästöt näkyvät täysimääräisesti 2019

Synergiat huomioiden kauppa on halpa

Toteutuneella tuloksella Royalin hinta on korkea (EV/EBITDA 13x). Ennustamillamme synergioilla EV/EBITDA laskee kuitenkin hyvin houkuttelevalle 7x tasolle. Suorien synergioiden lisäksi näemme kaupan tukevan Restamaxin hyväksyttävää arvostuskertoimia, sillä yhtiö nousee kaupan myötä seuraavaan kokoluokkaan. Alustavien laskelmiemme perusteella synergiat huomioiva Restamaxin 2019 P/E-kerroin jää alle 10x tasolle ja vastaava EV/EBITDA-kerroin jää alle 7x tasolle. Näemmekin osakkeessa selkeää nousuvaraa, kunhan kauppa varmistuu ja synergiat realisoituvat.

Smile irtautuminen helpottaa velkataakkaa

Kaupan toteutuessa Restamaxin nettovelka kasvaa merkittävästi ja laskelmiemme mukaan nettovelkaantumisaste kohoaa lähes

200 %:iin. Nettovelka suhteessa pro-forma käyttökateeseen on yli 4x. Molemmat tasot ovat yli yhtiön mukavuusalueen ja yhtiön tuleekin laskea velkatasoaan selvästi. Smileen irtautuminen on ratkaisevassa roolissa tässä ja näemmekin Royalin hankinnan viimeisenä varmistuksena Smileen irtautumiselle. Smileen irtautuessa Restamaxin oma pääoma kasvaa merkittävästi ja laskelmiemme mukaan yhtiö tulee kirjaamaan noin 50 MEUR:n positiivisen kertaerän. Ennustamme Smileen irtaantumisen tapahtuvan kuluvan vuoden aikana ja näin ollen Restamaxin kuluvan vuoden tulos tuleekin nousemaan poikkeuksellisen korkeaksi Smileen kertaerästä johtuen.

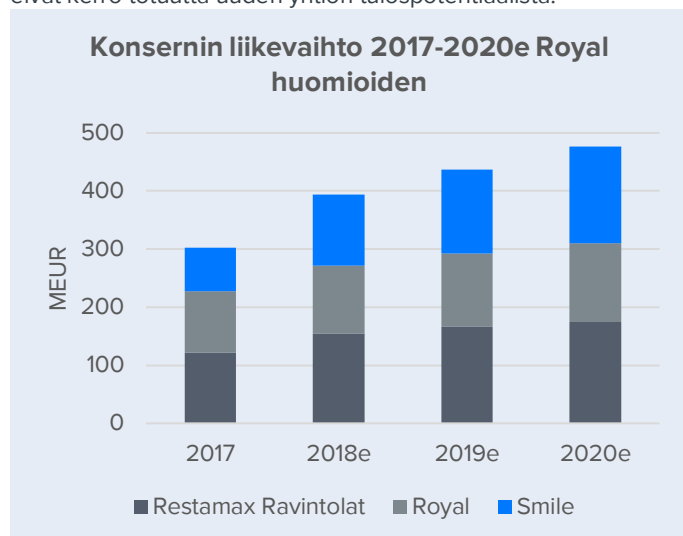
Restamaxin toimitusjohtaja vaihtuu

Restamax kertoi Royal Ravintolat-hankinnan yhteydessä, että sen uudeksi toimitusjohtajaksi nousee järjestelyn myötä Royalin nykyinen toimitusjohtaja Aku Vikström. Restamaxin nykyinen toimitusjohtaja Juha Helminen siirtyy vastaamaan Restamaxin kansainvälistymisestä.

Pidämme siirtoja järkevinä ja mielestämme Helmisen nimitys kansainvälisten toimintojen toimitusjohtajaksi kertoo yhtiön halusta panostaa yhä voimakkaammin kansainväliseen kasvuun. Royalin hankinta ja sen myötä Restamaxille siirtyvä ravintolaportfolio tarjoaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia laajentaa näitä konsepteja ulkomaille. Royalin hankinnan myötä Restamaxin markkinaosuus sille relevantissa segmentissä nousee Suomessa arviomme mukaan yli 10 %:iin ja kasvumahdollisuudet Suomessa alkavat olla rajalliset. Näin ollen kasvu tuleekin yhä selvemmin kansainvälisiltä markkinoilta ja aluksi Tanskasta, jonne yhtiö laajeni hiljattain. Vikströmin tehtäväksi Suomessa jääkin ennen kaikkea huolehtia integraatiosta ja synergiaetujen realisoitumisesta.

Ennusteet tulevat nousemaan selvästi

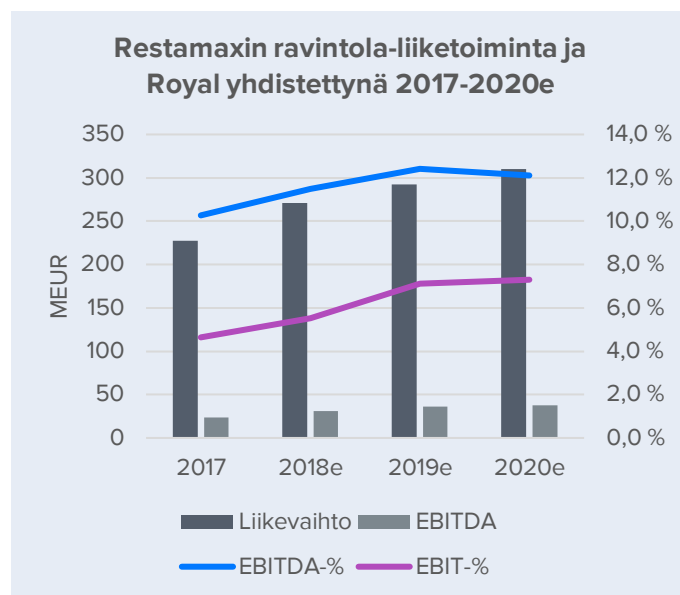
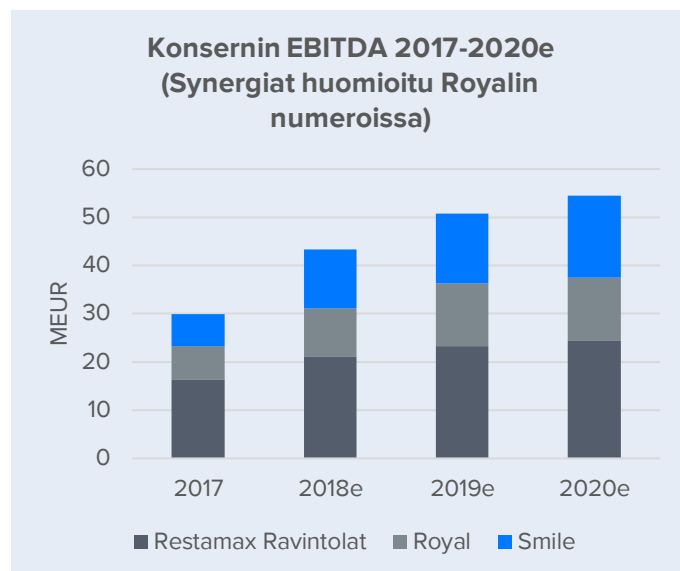
Olemme toistaiseksi pitäneet ennusteemme muuttumattomina, koska kauppa ei ole vielä toteutunut. Laskelmiemme mukaan uuden yhtiön 2018 liikevaihtoennuste 382 MEUR ja käyttökate noin 43 MEUR (graafi vieressä). Koska järjestely tulee toteutumaan vasta kesällä, tulee Restamax kirjaamaan vain osan Royalin liikevaihdosta kuluvalle vuodelle. Integraatioon liittyvät kulut tulevat myös varmasti rasittamaan loppuvuoden tulosta ja kokonaisuutena Restamaxin raportoitavat numerot vuodelta 2018 eivät kerro totuutta uuden yhtiön tulospotentialista.



Katseet tuleekin kääntää vuoteen 2019 jossa liikevaihtoennusteemme on 424 MEUR (graafi vieressä), käyttökate 51 MEUR ja liikevoitto 31 MEUR. Royal järjestelyn myötä Restamaxin tulospotentialiaali tulee vihdoin realisoitumaan kunnolla, kun Royalin synergiat valuvat tehokkaasti viivan alle ja Restamaxin oma suhteellinen poistotaso supistuu. Restamaxilla onkin mielestämme hyvät edellytykset tehdä ensi vuodelta noin 1,0 euron osakekohtainen tulos nykyisellä konsernirakenteella.

Korostamme, että ennusteemme ovat vielä alustavia ja ne sisältävät Smilen. Smile tullaan käytännössä varmasti listaamaan ja näin ollen ensi vuoden numeroissa tulee suurella todennäköisyydellä olemaan mukana vain Restamaxin ravintolat-segmentti ja Royal. Smile tulee olemaan osakkuusyhtiö jonka tulososuus kirjataan liikevoiton alle osakkuusyhtiöt riville.

Alustavien laskelmiemme mukaan puhtaasti ravintolaliiketoimintaan keskittyvän Restamaxin liikevaihto on 2018 osalta noin 270 MEUR ja pro-forma käyttökate 31 MEUR. 2019 osalta käyttökate kohoaa 36 MEUR:oon mitä pidämme hyvänä tasona uudelta yhtiöltä.



Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	265	265	0 %	298	298	0 %	327	327	0 %
Käyttökate	33,3	33,3	0 %	37,8	37,8	0 %	41,4	41,4	0 %
Liikevoitto	17,4	17,4	0 %	22,6	22,6	0 %	26,9	26,9	0 %
Tulos ennen veroja	15,8	15,8	0 %	20,7	20,7	0 %	24,6	24,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,59	0,59	1 %	0,75	0,75	0 %	0,90	0,90	0 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet eivät huomioi Royalia

Arvostuskertoimet

Sijoittajan fokus Smileen ja synergioihin

Sijoittajan kannalta keskeiset asiat Restamaxissa 2018 aikana ovat seuraavat asiat:

- Smilen irtautumisen onnistuminen
- Royal-synergioiden realisoituminen
- Konsernin EPS-parannuksen realisoituminen

Näiden kaikkien kolmen onnistuessa tulee Restamaxin tulos nousemaan uudelle tasolle ja ensimmäistä kertaa yhtiön pörssihistoriassa myös alimmalle riville jää merkittävästi tulosta. Tähän asti yhtiön käyttökate on valunut heikosti tuloslaskelman alimmille riveille johtuen jatkuvista kovista kasvupanostuksista, jotka ovat kasvattaneet yhtiön poistomassaa.

Smilen irtautumisen myötä sen arvo tulee täysimääräisesti esiin ja konsernin käyttöpääoma on jälleen raskaasti negatiivinen. Tämä mahdollistaa sen, että yhtiö kykenee jatkossa rahoittamaan kasvunsa käyttöpääomansa turvin. Yhtiö tulee siirtämään kasvunsa fokuksensa ulkomaille, koska Suomessa sen markkinaosuus on sille relevantissa segmentissä noussut varsin korkealle noin 10 %:n tasolle. Yhtiön johto näkee edelleen kasvuvaraa myös Suomessa, mutta tämä perustuu enemmän yksittäisiin kohteisiin (esim. Helsinki Garden ja Tampere Areena) tai yksittäisiin yritysostoihin. Sijoittajien kannalta olisi tärkeää, että Restamax pyhittäisi vuoden 2018 siihen, että se varmistaisi aiemmin mainittujen tekijöiden toteutumisen ja siirtäisi vasta sen jälkeen fokuksensa takaisin voimakkaaseen kasvuun ulkomaille.

Kertoimet edullisella tasolla

Koska Royal ehtii olla mukana vain osan vuodesta 2018 ja Royalin synergiat näkyvät vasta 2019 täysimääräisesti,

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Restamax	9,88	151	197	11,6	8,6	6,0	5,2	0,7	0,7	15,4	12,1	4,2	4,6	3,1
Jack in the Box	86,90	2075	2966	17,6	17,1	13,8	13,6	4,2	4,9	22,2	18,1	2,0	2,1	
Cheesecake Factory	51,04	1895	1898	15,6	15,1	9,5	9,3	1,0	1,0	18,7	17,4	2,4	2,7	4,0
Restaurant Group	272,20	614	642	9,9	9,4	6,0	5,7	0,8	0,8	12,7	12,0	5,8	6,0	2,4
J D Wetherspoon	1122,00	1353	2221	14,8	14,3	9,3	9,0	1,1	1,1	15,4	15,2	1,1	1,1	5,0
Darden Restaurants	86,50	8660	9313	14,9	13,9	10,6	10,0	1,4	1,4	18,1	16,0	2,9	3,2	5,5
BJ's Restaurants	46,35	769	881	23,6	22,2	9,3	8,9	1,0	1,0	25,9	23,1	0,9	1,0	3,9
Ibersol SGPS	11,45	346	435	16,4	14,9	9,4	8,9	1,4	1,4	16,6	14,4	0,8	0,9	1,6
Sherherd Neame	1039,50	176	267	15,1	15,5	9,8	9,9	1,5	1,5	17,9	17,7	2,7	2,8	
Ruth's Hospitality Group	25,35	634	670	16,0	15,1	12,0	11,4	1,8	1,7	19,0	17,4	1,7	1,7	7,2
Chipotle Mexican Grill	321,75	7243	6832	25,1	21,0	16,7	14,3	1,7	1,6	38,0	29,5			6,2
Red Robin Gourmet Burgers	59,40	623	832	22,3	20,1	7,3	7,0	0,7	0,7	22,3	19,0			1,8
Mitchells & Butlers	253,40	1243	3301	9,5	9,4	6,9	6,8	1,3	1,3	7,6	7,3	2,0	2,0	0,6
Texas Roadhouse	60,07	3469	3399	20,1	17,9	13,4	12,2	1,7	1,6	25,3	22,4	1,6	1,9	4,6
Del Frisco's Restaurant Group	15,70	258	286	21,3	15,9	8,8	7,0	0,9	0,8	23,3	17,1			1,4
Berjaya Food	1,71	136	187	18,5	13,5	10,2	8,3	1,4	1,3	27,1	20,4	2,1	2,7	1,6
Bloomin' Brands	23,92	1798	2607	16,9	16,6	8,3	8,2	0,8	0,8	17,1	15,8	1,5	1,7	12,9
Kotipizza	15,35	97	107	15,9	14,3	13,4	11,6	1,3	1,2	19,2	17,8	3,9	4,6	3,1
Restamax (Inderes)	9,81	163	223	12,8	9,9	6,7	5,9	0,8	0,7	16,5	13,1	3,9	4,3	3,3
Keskiarvo				16,9	15,3	10,0	9,3	1,4	1,4	20,1	17,4	2,4	2,6	4,1
Mediaani				16,2	15,1	9,5	9,0	1,3	1,2	18,9	17,4	2,0	2,1	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-35 %	-29 %	-34 %	-36 %	-39 %	-12 %	-25 %	92 %	100 %	-5 %

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

fokusoidumme tulosennusteissamme vuoteen 2019. 2019 alustavilla tulosennusteillamme Restamaxin arvostustaso on edelleen hyvin houkutteleva. P/E-kerroin jää hieman yli 10x tasolle ja EV/EBITDA-kerroin hieman yli 6x tasolle. Nämä tasot ovat selvästi alle yhtiölle hyväksyttävien tasojen ja näemmekin kertoimissa selkeää nousuvaraa, kunhan Royalin synergiat saadaan realisoitua ja Restamaxin oma suhteellinen poistotaso laskee ennusteidemme mukaisesti. Tavoitehinnallamme kertoimet ovat edelleen hyvin kohtuulliset (EV/EBITDA 7x ja P/E 13x), mutta pidämme tätä perusteltuna, sillä synergioiden realisoitumiseen liittyy edelleen riskejä.

Myös osien summa analyysimme tukee Restamaxin aliarvostusta. Olemme aiemmin kertoneet Smilen arvon olevan noin 105 MEUR. Tätä arvoa ja Restamaxin uutta osakemäärää sekä velkaa käyttämällä jää Ravintolat-segmentin arvoksi hieman yli 200 MEUR. Suhteessa Ravintolat-segmentin 2019 tuloslukuihin, on tämä taso hyvin edullinen ja nykykurssilla EV/EBITDA-kerroin jää alle 6x tasolle.

Uuden Restamaxin kertoimet***	2018e*	2019e	2020e
EV/S	0,82	0,74	0,68
EV/EBITDA	7,3	6,2	5,8
EV/EBIT	14,1	10,3	9,0
P/E**	15,1	10,6	9,1

*2018 on pro-forma luku

** Lainan koroksi oletettu 3%

*** Laskettu nykyisellä osakekurssilla. Sisältää myös Smilen

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Ennusteet eivät huomioi Royalia

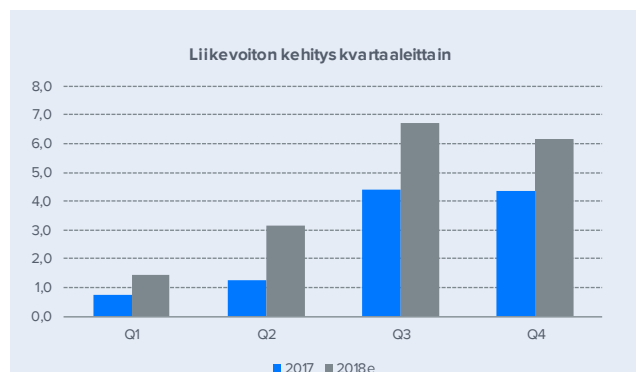
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	130,0	32,0	43,6	55,9	54,4	185,9	51,7	66,1	76,2	71,0	265,0	298,1	327,1
Ravintolat	107,5	25,6	29,0	33,2	34,4	122,2	31,3	39,3	42,6	41,0	154,2	166,5	174,8
Henkilöstövuokraus	34,1	8,7	17,4	26,1	23,4	75,6	22,9	29,8	37,2	33,2	123,1	144,6	166,3
Eliminoinnit	-11,6	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4	-11,9	-2,5	-3,0	-3,6	-3,2	-12,3	-13,0	-14,0
Käyttökate	19,4	3,3	3,9	7,5	7,8	22,4	5,0	7,2	10,8	10,2	33,3	37,8	41,4
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,4	-11,6	-3,6	-4,1	-4,1	-4,1	-15,9	-15,2	-14,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	1,4	3,1	6,7	6,1	17,4	22,6	26,9
Liikevoitto	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	1,4	3,1	6,7	6,1	17,4	22,6	26,9
Ravintolat	7,4	0,4	0,4	2,6	3,5	6,9	0,7	1,5	3,9	3,9	10,0	12,8	14,6
Henkilöstövuokraus	1,6	0,4	0,8	1,8	0,8	3,8	0,8	1,6	2,8	2,3	7,4	9,8	12,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-2,0	-2,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,9	-2,3
Tulos ennen veroja	7,9	0,6	0,9	4,0	2,5	8,0	1,0	2,7	6,3	5,7	15,8	20,7	24,6
Verot	-2,1	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,6	-0,3	-0,7	-1,6	-1,4	-4,0	-5,2	-6,2
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-2,0	-3,0	-3,5
Nettotulos	5,6	0,5	0,4	2,5	1,5	4,9	0,6	1,6	4,1	3,6	9,9	12,5	14,9
EPS (oikaistu)	0,34	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,09	0,25	0,22	0,59	0,75	0,90
EPS (raportoitu)	0,39	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,09	0,25	0,22	0,59	0,75	0,90

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	17,5 %	36,3 %	53,1 %	58,6 %	43,0 %	61,8 %	51,8 %	36,2 %	30,5 %	42,6 %	12,5 %	9,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,9 %	265,7 %	-14,9 %	16,4 %	23,1 %	19,6 %	93,2 %	150,7 %	51,5 %	41,6 %	62,0 %	29,5 %	19,1 %
Käyttökate-%	14,9 %	10,2 %	9,0 %	13,3 %	14,3 %	12,1 %	9,7 %	11,0 %	14,2 %	14,4 %	12,6 %	12,7 %	12,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,9 %	2,3 %	2,9 %	7,9 %	8,0 %	5,8 %	2,8 %	4,8 %	8,8 %	8,7 %	6,6 %	7,6 %	8,2 %
Nettotulos-%	4,3 %	1,6 %	0,9 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %	1,1 %	2,4 %	5,4 %	5,1 %	3,7 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



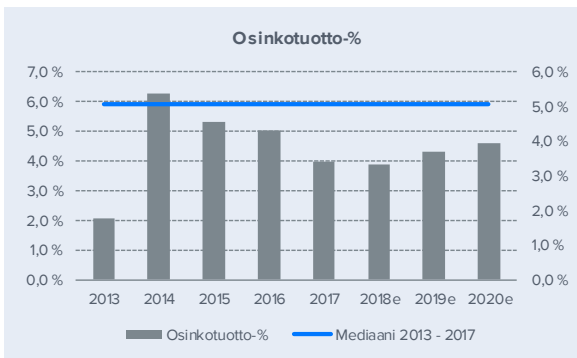
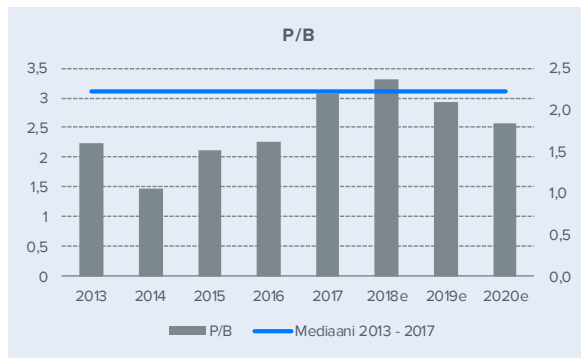
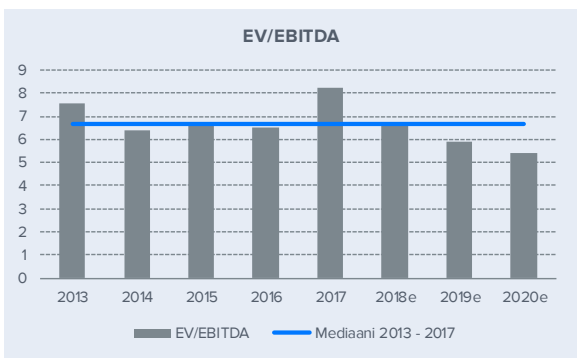
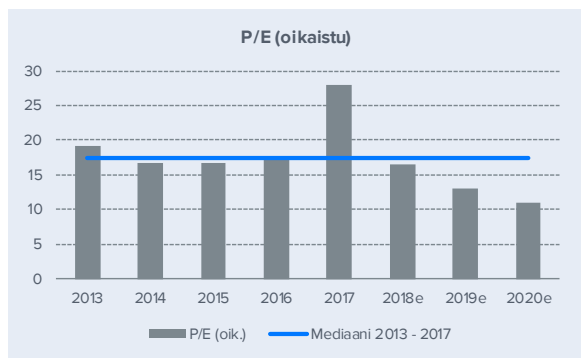
Lähde: Inderes

Arvostus

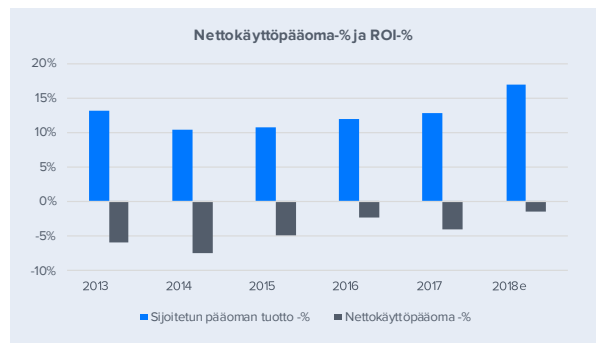
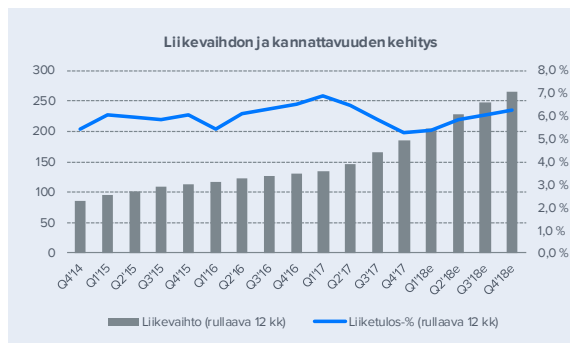
Kertoimet laskettu ilman Royalia

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,38	3,50	5,10	5,95	8,30	9,81	9,81	9,81
Markkina-arvo	62	57	84	97	138	163	163	163
Yritysarvo (EV)	69	77	110	126	184	223	223	224
P/E (oik.)	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	16,5	13,1	10,9
P/E	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	16,5	13,1	10,9
P/Kassavirta	-5,4	-2,8	-22,8	81,0	-20,7	-36,4	15,3	16,1
P/B	2,2	1,5	2,1	2,3	3,1	3,3	2,9	2,6
P/S	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,6	6,4	6,7	6,5	8,2	6,7	5,9	5,4
EV/EBIT	17,1	14,6	15,2	14,0	17,1	12,8	9,9	8,3
Osinko/tulos (%)	39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	64,0 %	55,9 %	50,1 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,9 %	4,3 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)



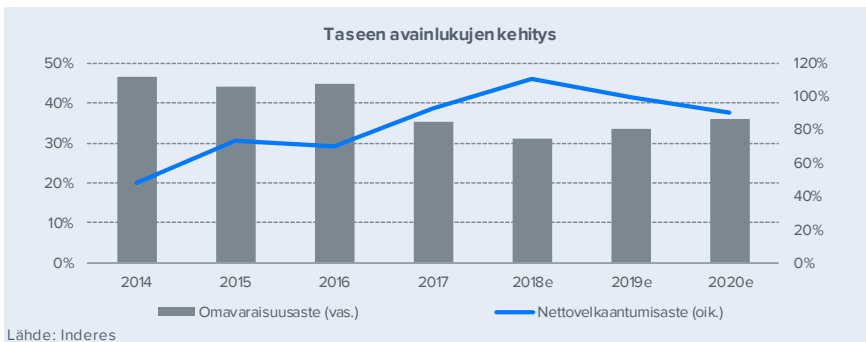
Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	76	79	104	118	116
Liikearvo	34	38	47	61	61
Aineettomat oikeudet	10	10	19	21	20
Käyttöomaisuus	29	29	32	31	29
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	3	3	3
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	14	18	29	46	55
Varastot	2	2	3	4	4
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	14	24	37	45
Likvidit varat	2	2	3	5	6
Taseen loppusumma	91	98	133	164	171

Ennusteet eivät huomioi Royalia

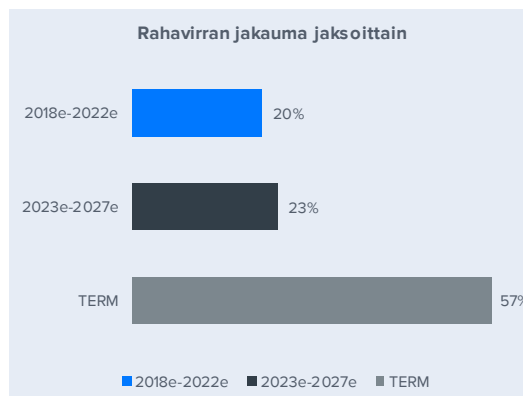
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	40	43	45	49	55
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	6	7	4	9	15
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	37	41	41	41
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	2	2
Pitkäaikaiset velat	24	26	40	52	53
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	22	24	35	47	47
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	27	28	46	61	61
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	12	16	16
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	19	34	45	45
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	91	98	133	164	171



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	10,8	17,4	22,6	26,9	29,8	29,0	27,7	26,4	26,9	25,5	25,9	
+ Kokonaispoistot	11,6	15,9	15,2	14,6	14,1	13,5	13,1	13,1	13,3	13,5	13,7	
- Maksetut verot	-1,8	-4,0	-5,2	-6,2	-6,9	-6,8	-6,5	-6,2	-6,4	-6,1	-6,2	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	-3,4	-8,4	-8,6	-1,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	24,3	25,5	23,7	26,1	35,5	34,8	33,5	32,5	33,2	32,3	32,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-33,7	-30,0	-13,0	-16,0	-12,0	-12,0	-13,0	-14,0	-14,0	-14,0	-13,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	-4,5	10,7	10,1	23,5	22,8	20,5	18,5	19,2	18,3	19,0	
+/- 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	-6,7	-4,5	10,7	10,1	23,5	22,8	20,5	18,5	19,2	18,3	19,0	279,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,2	9,3	8,1	17,4	15,6	13,0	10,8	10,3	9,1	8,7	127,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		225,8	230,0	220,7	212,6	195,2	179,6	166,6	155,8	145,5	136,4	127,8
Velaton arvo DCF		225,8										
- Korolliset velat		-46,3										
+ Rahavarat		2,6										
- Vähemmistöosuus		-6,5										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		178,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,76										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	130,0	185,9	265,0	298,1
EBITDA	16,5	19,4	22,4	33,3	37,8
EBITDA-marginaali (%)	14,6	14,9	12,1	12,6	12,7
EBIT	7,3	9,0	10,8	17,4	22,6
Voitto ennen veroja	6,0	7,9	8,0	15,8	20,7
Nettovoitto	5,0	5,6	4,9	9,9	12,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	90,6	97,7	133,1	164,2	170,7
Oma pääoma	40,1	44,0	46,9	51,3	57,4
Liikearvo	34,2	37,9	47,0	61,0	61,0
Korolliset velat	31,4	32,6	46,3	62,2	63,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	16,5	19,4	22,4	33,3	37,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-2,5	4,3	-3,4	-8,4
Operatiivinen kassavirta	13,7	14,9	24,3	25,5	23,7
Vapaa kassavirta	-3,7	1,2	-6,7	-4,5	10,7

Yhtiökuvaus
Restamax Oy 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.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,31	0,34	0,30	0,59	0,75
EPS oikaistu	0,31	0,34	0,30	0,59	0,75
Operat. kassavirta per osake	0,84	0,91	1,46	1,54	1,42
Tasearvo per osake	2,42	2,64	2,70	2,97	3,34
Osinko per osake	0,27	0,30	0,33	0,38	0,42
Voitonjako, %	88	88	111	64	56
Osinkotuotto, %	5,3	5,0	4,0	3,9	4,3

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	16,6	17,4	27,9	16,5	13,1
P/B	2,1	2,3	3,1	3,3	2,9
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
P/CF	6,1	6,5	5,7	6,4	6,9
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,7	6,5	8,2	6,7	5,9
EV/EBIT	15,2	14,0	17,1	12,8	9,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
PIMU Capital	21,1 %
Laine Capital Oy	18,3 %
Mika Niemi	13,5 %
Mr Max Oy	7,0 %
Sign Systems Finland	6,0 %
Evli Suomi pienyhtiöt	5,0 %

Suosittelushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
10.5.2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
9.8.2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22.9.2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
7.11.2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21.2.2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26.3.2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13.4.2018	Osta	12,00 €	9,85 €

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 sijoituspäätöksensä 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 omistussuusia 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/>