

Kaikki edellytykset vahvalle tulokasvulle

Tarkistamme Restamaxin tavoitehintamme 7,7 euroon (aik. 7,5 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme hyvän Q1-raportin sekä lievästi kohonneiden tulossennusteiden myötä. Näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa tulokasvun realisoitumisen myötä ja kasvava noin 5 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa.

Vahva aloitus vuodelle

Restamaxin Q1-liikevaihto kasvoi 17,5 %:lla 32 MEUR:oon ja oli hyvin linjassa 31,4 MEUR:n ennusteamme kanssa. Kasvun ajurina toimivat odotetusti yrityskaupat molemmissa segmenteissä sekä Smilen erittäin vahva orgaaninen kasvu (+24 %). Myös Ravintolat-segmentin vertailukelpoinen myynninkasvu kääntyi katsauskaudella positiiviseksi vahvan markkinan myötä. Yhtiön tulos parani odotuksiemme mukaisesti, kun suhteellinen poistotaso supistui ja liikevoitto nousi 0,7 MEUR:oon vuodentakaiselta 0,2 MEUR:n tasolta. Kokonaisuutena numerot eivät tarjonneet oleellisia yllätyksiä ja korostamme, että Q1:n merkitys koko vuoden tulokselle on minimaalinen. Markkinatilanne on katsauskaudella jatkanut piristymistään molemmissa segmenteissä ja näkymä loppuvuodelle on markkinatilanteen osalta aiempia vuosia parempi.

Odotamme vahvaa tulokasvua lähivuosina

Olemme tehneet ennusteisiimme pieniä muutoksia Q1-raportin jälkeen. Liikevaihtoennusteamme ovat nousseet 3-4 %:lla johtuen useista ravintolahankinnoista alkuvuoden aikana. Muilta osin ennusteissamme ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna 32 %:lla ja ensi vuonna 12 %:lla. Nykyennusteillamme yhtiö tulee ylittämään kirkkaasti ensi vuodelle määrittelemänsä 180 MEUR:n liikevaihtotavoitteen. Käyttökatemarginaalin osalta emme odota oleellista parantumista lähivuosina johtuen Henkilöstövuokrauksen etupainotteisista kasvuinvestoinneista ja Ravintoloiden hyvästä kannattavuudesta. Liikevoittomarginaali paranee kuitenkin merkittävästi, kun suhteellinen poistotaso laskee ja veroaste normalisoituu. Kokonaisuutena ennustamme lähivuosien EPS-kasvun olevan noin 25 %:n vuositasolla. Osingonjakosuhte tulee laskemaan aiemmin totutulta lähes 100 %:n tasolta johtuen Smilen korkeasta käyttöpääomasta. Tästä huolimatta osinko pysyy selvällä kasvu-uralla.

Kurssi nousee tuloparannuksen realisoituessa

Restamaxin arvostus on 2017 kertoimilla neutraali (P/E 15x, EV/EBITDA 6,6x), mutta vahvan tulokasvun myötä 2018 kertoimet ovat hyvin edulliset (P/E 12x, EV/EBITDA 5,7x). Näemmekin osakkeessa edelleen selkeää nousuvaraa tulokasvun realisoituessa ja kasvava noin 5 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuotto-odotusta. Näemme osakkeessa myös ilmaisen option mahdolliseen Smilestä irtautumiseen. Näkemyksemme mukaan markkina ei täysimääräisesti huomioi Smilen hyvää kehitystä ja keskipitkällä aikavälillä Smilestä irtautuminen on jopa todennäköinen. Vaikka emme anna tälle oleellista painoa tavoitehinnassamme, pidämme tätä optiota lähtökohtaisesti nettoarvoltaan positiivisena.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 7,70 EUR

Edellinen: 7,50



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 7,20 EUR

12 kk vaihteluväli 4,55-7,54 EUR

Potentiaali 6,9 %

Ohjeistus

Restamax arvioi liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla tilikaudella 2017

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
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	172	12,1	7,1 %	11,2	0,47	0,34	0,9	6,6	13,0	15,4	4,7 %
2018e	192	16,0	8,3 %	14,5	0,58	0,38	0,8	5,7	9,8	12,3	5,3 %
2019e	207	18,5	8,9 %	16,9	0,68	0,42	0,7	5,1	8,2	10,5	5,8 %
Markkina-arvo, MEUR			120	OPO / osake 2017e, EUR			2,78	CAGR EPS, 2016-2019, %			26 %
Nettovelka 2017e, MEUR			40	P/B 2017e			2,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			17 %
Yritysarvo (EV), MEUR			158	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			85,3 %	ROE 2017e, %			17,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR			117	Omavaraisuusaste 2017e, %			40,0 %	ROCE 2017e, %			14,6 %

Vahva aloitus vuodelle

Raportissa ei yllätyksiä

Restamaxin Q1-liikevaihto kasvoi 17,5 %:lla 32 MEUR:oon ja oli hyvin linjassa 31,4 MEUR:n ennusteesemme kanssa. Kasvun ajurina toimivat yrityskaupat molemmissa segmenteissä sekä Smilen voimakas orgaaninen kasvu.

Käyttökate kasvoi liikevaihdon tahdissa 18 %:lla 3,3 MEUR:oon ja se jäi lievästi 3,5 MEUR:n ennusteesamme. Erotus on pieni ja se johtuu Smilen odotuksia isommista etupainotteisista kasvuinvestoinneista sekä Ravintolat-segmentin lievästi heikentyneestä materiaalikatteesta (myyntimix). Poistomassa pysyi odotuksiemme mukaisesti edellisvuoden tasolla. Tämä on erittäin tärkeää, sillä suhteellisen poistotason lasku on avainasemassa yhtiön käyttökateen alapuolisten rivien tulosparrannuksessa. Veroaste oli odotuksiemme mukainen, mutta vähemmistöille kuuluva osuus tuloksesta oli hieman odotuksiamme enemmän negatiivinen ja tämän myötä EPS nousi 0,03 euroon ja ylitti 0,02 euron ennusteesemme. Korostamme, että Q1 on tuloksellisesti Restamaxille hyvin pieni kvartaali.

Segmenteistä Ravintolat-liikevaihto kasvoi 10,5 %:lla 25,6 MEUR:oon (Inderes: 25,0 MEUR). Pääosa kasvusta syntyi yrityskaupoista sekä uusista avauksista. Yhtiön ravintolamäärä on kasvanut vuodentakaisesta laskelmiemme mukaan noin 10:llä yksiköllä. Myös orgaanisesti liikevaihto on vihdoin kääntynyt plussalle ja laskelmiemme mukaan vertailukelpoinen like-for-like liikevaihto kasvoi Q1:llä noin 2-3 %. Tämä on erittäin tärkeää, sillä se vahvistaa luottamustamme yhtiön portfolion kilpailukykyä kohtaan. Segmentin kannattavuus parani hieman vertailukaudesta ja käyttökatemarginaali oli 10,3 % (Q1'16: 10,0 %). Vertailukauden marginaali oli poikkeuksellisen huono johtuen ongelmista henkilöstön hallinnassa. Nyt ongelmat on saatu korjattua ja henkilöstöhokkuus on palautunut normaalille tasolle (Q1'17: 29,4 %). Materiaalikate heikkeni lievästi vuodentakaisesta (73,8 % vs. 74,1 %) johtuen myyntimixin painottumisesta vertailukautta enemmän ruokaravintoloihin.

Kuten ennakkokommentissamme totesimme, keskittyi raportin päähuomio Smileen. Smile on nopeasti kasvanut merkittävään kokoluokkaan ja Banssi Oy:n yrityskaupan jälkeen, yhtiö on laskelmiemme mukaan Suomen viidenneksi suurin henkilöstövuokrausyhtiö. Smilen liikevaihto kasvoi 33 %:lla 8,7 MEUR:oon (Inderes: 9,0 MEUR). Lievä ennustevalitus johtui

kuitenkin puhtaasti Restamaxin ostojen laskusta (eliminoidaan konsernilaskelmassa) ja Restamaxin ulkopuolinen liikevaihto jatkoi ripeää kasvuaan (Q1'17 +55 %). Kasvun painopiste oli teollisuuden puolella ja katsauskaudella yhtiö laajensi myös ICT- ja toimistoalalle. Segmentin kannattavuus oli linjassa ennusteesemme kanssa (EBITDA-% Q1'17: 8,8 %) ja kannattavuus on odotetusti alle sen täyden potentiaalin yhtiön jatkaessa etupainotteisia kasvupanostuksia strategiansa mukaisesti. Johdon kommentit segmentin näkymistä olivat edelleen erittäin positiivisia ja vahvat orgaaniset kasvuluvut kertovat strategian toimivuudesta.

Katsauskaudella Restamax on jälleen ollut aktiivinen toimija yritysostokentällä ja yhtiö on alkuvuonna toteuttanut useita merkittäviä yritysjärjestelyitä. Merkittävin näistä on Banssi henkilöstöpalvelut Oy:n hankinta ([käsitelly tarkemmin oheisessa raportissa](#)) ja tämän lisäksi yhtiön on tehnyt useita pienempiä ostoja Ravintolat-segmentissä. Laskelmiemme mukaan Q1 aikana ostettujen ravintoloiden nettoliikevaihto on hieman yli 10 MEUR:n tasolla.

Markkinatilanne jatkanut piristymistään

Markkinatilanne on katsauskaudella jatkanut parantumistaan molemmissa segmenteissä. Henkilöstövuokrauksessa markkina kasvaa sekä rakenteellisten muutosten, että syklisen elpymisen myötä ja tammikuussa henkilöstövuokrauspalveluiden liikevaihto kasvoi Suomessa 23 %:lla. Ravintolat-liiketoiminnassa talouden elpyminen yhdessä kasvavien turistimäärien kanssa on pitänyt markkinan selvässä kasvussa ja MaRa:n mukaan Q1-liikevaihto kasvoi koko ravintolamarkkinalla 6,5 %:lla. Kevään kylmät säät ovat myöhästyttäneet terassikauden avausta ja tämä tulee todennäköisesti painamaan hieman Q2-numeroita hyvältä vertailukauden tasolta.

Restamax toisti odotetusti ohjeistuksensa jossa se odottaa liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla. Päivitetyillä ennusteillamme odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna 32 %:lla 172 MEUR:oon ja odotammekin yhtiön tarkistavan liikevaihto-ohjeistustaan ylöspäin vuoden edetessä.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	27,2	32,0	31,4				172
Käyttökate	2,8	3,3	3,5				24,0
Liikevoitto	0,2	0,7	0,8				12,1
Tulos ennen veroja	0,1	0,6	0,6				11,2
EPS (oikaistu)	0,01	0,03	0,02				0,47
Osinko/osake							0,34
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	17,5 %	15,2 %				32,2 %
Liikevoitto-%	0,7 %	2,3 %	2,5 %				7,1 %

Lähde: Inderes

Hyvät edellytykset voimakkaalle tulokasvulle

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia Q1-raportin myötä. Liikevaihtoennusteemme ovat nousseet 3-4 %:lla johtuen useista ravintolahankinnoista alkuvuoden aikana. Lisäksi olemme nostaneet lievästi Ravintolat-segmentin orgaanista kasvuennustettamme vahvan Q1:den jälkeen. Ennustamme 2017 liikevaihdon kasvavan 32 %:lla 172 MEUR:oon kuluvana vuonna toteutettujen yrityskauppojen ja Smilen vahvan orgaanisen kasvun myötä. Kuluvana vuonna ennustamastamme 43 MEUR:n liikevaihdosta 11 MEUR on orgaanista ja 32 MEUR epäorgaanista. Ensi vuoden 22 MEUR:n kasvusta orgaanisen paino nousee 12 MEUR:oon ja epäorgaanisen laskee 10 MEUR:oon.

Käyttökatemarginaali säilyy ennusteessamme hyvällä vuoden 2016 tasolla, vaikka Henkilöstövuokrauksen etupainotteiset kasvuinvestoinnit ja Banssin integraatio rasittavat segmentin kannattavuutta. Suhteellisen poistomassan supistumisesta sekä normalisoituvasta veroasteesta johtuen osakekohtainen tulos nousee selvästi liikevaihtoa nopeammin ja ennustamme EPS:n nousevan 0,47 euroon (aik. 0,46 euroa).

Restamaxin tavoitteena on saavuttaa 180 MEUR:n liikevaihto vuoden 2018 loppuun mennessä. Päivitetty liikevaihtoennusteemme on 192 MEUR ja kun huomioidaan, että yhtiö tulee suurella todennäköisyydellä tekemään vielä useita yrityskauppoja ennen vuoden 2018 loppua, on selvää, että yhtiö tulee saavuttamaan 180 MEUR:n tavoitteensa kirkkaasti. Liikevoittomarginaali jatkaa ensi vuonna voimakasta parantumistaan, kun käyttökate jatkaa kasvuaan ja suhteellinen poistomassa laskee. EPS-ennusteemme on noussut sentillä 0,58 euroon (aik. 0,57 euroa).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	166	172	4 %	187	192	3 %	202	207	3 %
Käyttökate	23,3	24,0	3 %	26,5	27,2	3 %	28,9	29,6	2 %
Liikevoitto	12,1	12,1	0 %	15,4	16,0	4 %	18,2	18,5	2 %
Tulos ennen veroja	11,1	11,2	1 %	14,0	14,5	3 %	16,7	16,9	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,46	0,47	2 %	0,57	0,58	2 %	0,68	0,68	0 %
Osakekohtainen osinko	0,34	0,34	0 %	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	116,0	121,0	4 %	122,0	127,1	4 %	128,0	133,4	4 %
Henkilöstövuokraus	63,0	62,9	0 %	78,7	78,6	0 %	89,0	88,8	0 %
Eliminoinnit	-12,7	-12,0	-6 %	-14,0	-13,5	-4 %	-15,2	-15,0	-1 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	8,4	8,4	0 %	9,7	10,3	6 %	11,0	11,4	4 %
Henkilöstövuokraus	3,7	3,7	1 %	5,7	5,7	-1 %	7,1	7,1	0 %

Lähde: Inderes

Sijoittajien on ennusteissamme tärkeä huomioida, että yhtiön poistotaso on edelleen todella korkea (2017e: -11,8 MEUR) ja selvästi arvioimaamme ylläpitoinvestointien tasoa (~5-6 MEUR vuodessa) korkeampi. Taustalla ovat aineettomat poistot sekä nopea poistoaikataulu. Aineettomien poistojen osalta yhtiön investointitarve on vain satoja tuhansia nykyisen poistotason ollessa noin -3,6 MEUR. Poistoaikataulun osalta yhtiö poistaa ravintolat 3-4 vuodessa, kun ravintoloiden keskimääräinen käyttöikä on käsityksemme mukaan 6-8 vuotta.

Näin ollen EPS ei kuvasta yhtiön kassavirtapotentiaalia ja siten on tärkeä seurata EPS:n lisäksi EBITDA:n kehitystä. Samalla on kuitenkin hyvä huomioida, että ilman EPS-potentiaalin realisoitumista, ei osakkeessa ole nousuvaraa nykytasoilta. Ennusteissamme poistomassan supistumisen luoma EPS-vipu alkaa realisoitua kunnolla vuodesta 2017 alkaen, kun kasvuvauhti hidastuu (emme mallinna mahdollisia tulevia yritysjärjestelyjä) ja keskimääräinen EPS-kasvu on 2017 ja 2020 välillä erittäin ripeää (EPS CAGR-% 25 %). Käyttökatemarginaali pysyy muuttumattomana ja näin ollen ennusteemme eivät nojaa yhtiön operatiiviseen tuloparannukseen. Yhtiö todennäköisesti tulee jatkamaan strategiansa mukaista aggressiivista yrityskauppavetoista kasvua ja tämä tulee asettamaan paineita EPS-ennusteisiimme. Samalla kuitenkin yhtiön liiketoiminnan volyyymi ja käyttökate jatkavat kasvuaan, mikä kasvattaa yhtiön tulevaisuuden tulospotentiaalia. Yhtiö on historiallisesti onnistunut yrityskauppavetoisessa laajentumisessaan hyvin (2006-2016 liikevaihto ja EBITDA CAGR-% 30 %) ja luottamuksemme onnistuneisiin yritysjärjestelyihin myös tulevaisuudessa on korkea.

Kurssissa nousuvaraa tuloskasvun myötä

Tuottopotentialiaali edelleen hyvä

Voimakkaan kurssinousun myötä Restamaxin räikein aliarvostus on purkautunut. Kuluva vuoden ennusteillamme P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 6,6x, jota voidaan pitää melko neutraaleina kertoimina. Ensi vuoden selkeään tuloskasvun myötä kertoimet laskevat hyvin houkuttelevalle 12,3x ja 5,7x tasolle ja näemmekin osakkeessa edelleen nousuvaraa tulosparannuksen jatkuessa.

Osinko näyttää yhä tärkeämpää roolia osakkeen lähivuosien tuotossa ja noin 5 %:n selvästi kasvava osinkotuotto antaa selkeää tukea kurssille. Pidämme osinkoon liittyvää riskiä suhteellisen rajallisena, sillä yhtiö kykenee heikommassakin tilanteessa säilyttämään vähintään nykyisen osinkonsa. Smilen kasvun myötä positiiviseksi nouseva käyttöpääoma asettaa painetta voitonjaolle. Olemme huomioineet tämän selvästi laskevana osingonjakosuhteena ja ennustamme osingon pysyvän edelleen selvällä kasvu-uralla.

Kokonaisuutena arviomme mukaan osakkeen tulisi edelleen nykyisten ennusteiden valossa tarjota yli 15 %:n vuotuista tuottoa

ja pidämme tätä edelleen hyvänä tuottona suhteessa yhtiön riskiprofiiliin. Haluamme kuitenkin nähdä lisää konkreettisia merkkejä EPS-parannuksesta, ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista.

Suurimmat riskit potentiaalın realisoitumiseen liittyvät edelleen yrityskauppojen onnistumiseen. Korostamme myös, että mikäli suhteellinen poistomassa ei supistu nykyiseltä tasolta, ei tulosvaikutus tule läpi alimmalle riville ja markkinan riskipreemiot pysyvät nykyisellä korkealla tasolla.

Suhteessa hyvin hajanaiseen verrokkiryhmään on Restamax hinnoiteltu edelleen selvällä alennuksella. Alennus on kuitenkin supistunut kurssinousun myötä ja suhteessa selvästi isompiin globaaleihin toimijoihin voidaan nykyisen kaltaisia alennuksia pitää jo osin perusteltuina. Kotimaisista verrokeista Kotipizza on tällä hetkellä hinnoiteltu selkeällä preemiolla (noin 30 %) suhteessa Restamaxiin. Ottaen huomioon molempien yhtiöiden kasvuprofiilit ja vahva track-record emme pidä tätä alennusta perusteltuna ja näkemyksemme mukaan yhtiöiden kertoimien pitäisi olla lähempänä toisiaan.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	
Restamax	7,22	119	149	13,6	11,1	6,8	6,2	0,9	0,9	16,1	13,9	4,7	5,1	2,6
Jack in the Box	102,65	2987	3940	16,0	14,2	12,0	11,0	2,7	2,9	23,6	19,1	1,5	1,8	
Cheesecake Factory	62,57	2758	2708	15,2	14,2	10,2	9,6	1,3	1,2	20,9	19,1	1,6	1,7	4,3
Restaurant Group	346,90	829	867	12,4	11,7	7,6	7,3	1,1	1,0	15,7	14,8	4,4	4,6	3,1
J D Wetherspoon	1050,00	1381	2209	15,5	15,5	9,6	9,6	1,1	1,1	17,9	17,7	1,2	1,2	5,2
Darden Restaurants	87,27	9981	10026	15,4	14,3	11,2	10,5	1,5	1,5	21,9	20,1	2,6	2,8	6,5
BJ's Restaurants	45,70	906	1021	19,4	18,2	8,8	8,2	1,1	1,0	25,2	22,3			4,2
Ibersol SGPS	14,41	352	478	15,1	14,2	10,0	9,6	1,6	1,5	17,0	15,6	0,6	0,6	2,2
Sherherd Neame	1315,00	236	338	18,6	17,9	12,4	12,0	1,9	1,8	24,4	22,4	2,4	2,4	1,1
Buffalo Wild Wings	159,15	2363	2679	20,8	18,2	9,8	9,2	1,4	1,4	28,6	23,5	0,0	0,1	19,6
Ruth's Hospitality Group	21,25	626	636	13,7	13,0	10,6	10,1	1,7	1,6	19,9	18,6	1,7	1,7	7,0
Chipotle Mexican Grill	479,13	12632	12101	33,4	23,6	23,9	17,9	2,8	2,5	56,6	39,1			9,2
Red Robin Gourmet Burgers	57,85	685	993	20,6	18,3	7,4	7,1	0,8	0,8	20,9	18,0			1,9
Mitchells & Butlers	276,90	1381	3634	9,8	9,9	7,1	7,2	1,4	1,4	8,3	7,8	2,6	2,7	0,8
Texas Roadhouse	49,60	3236	3169	17,4	15,4	11,8	10,6	1,6	1,4	25,9	23,1	1,7	1,9	4,4
Del Frisco's Restaurant Group	18,10	363	376	15,5	14,0	8,6	7,9	1,1	1,0	21,7	19,8	27,6	55,2	1,6
Berjaya Food	1,69	136	182	19,0	15,1	10,9	9,1	1,4	1,3	28,6	20,9	1,9	2,6	1,6
Bloomin' Brands	21,51	1983	2826	13,0	12,7	7,2	7,1	0,7	0,7	15,0	14,2	1,5	1,6	9,2
Kotipizza	13,05	83	90	15,0	13,3	12,8	11,6	1,3	1,2	19,8	16,8	4,0	4,4	2,7
Restamax (Inderes)	7,22	120	158	13,1	9,8	6,6	5,7	0,9	0,8	15,4	12,4	4,7	5,3	2,6
Keskiarvo				16,8	15,0	10,5	9,6	1,4	1,4	22,5	19,3	3,7	5,7	4,8
Mediaani				15,5	14,2	10,0	9,6	1,4	1,3	20,9	19,1	1,8	2,2	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				-16 %	-30 %	-34 %	-38 %	-35 %	-39 %	-29 %	-37 %	192 %	198 %	-38 %

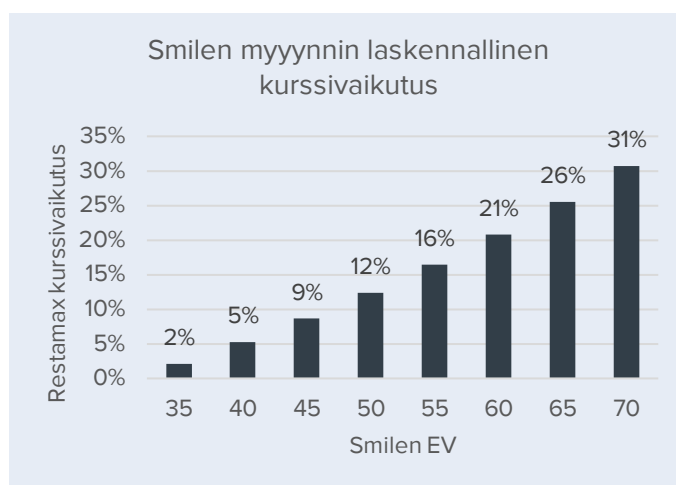
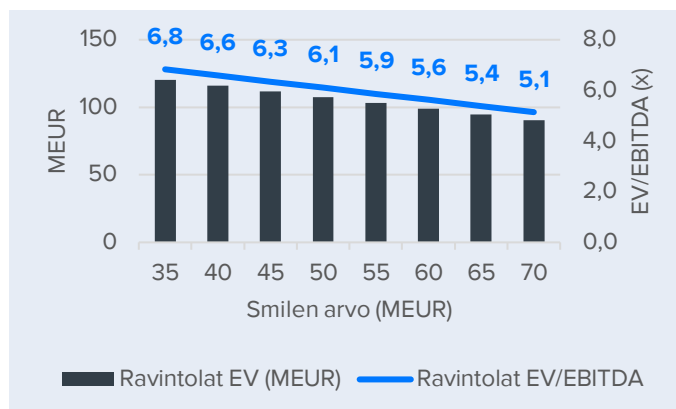
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Smilen arvo ei täysimääräisesti osakekurssissa

Ilmainen Optio mahdollisesta Smilen irtautumisesta

Pidämme varsin todennäköisenä, että Restamax tulee keskipitkällä aikavälillä irtautumaan ainakin osittain Smilestä. Näkemyksemme perustuu Smilen kasvaneeseen kokoluokkaan ja tämän kautta kohonneeseen käyttöpääomatarpeeseen sekä rajallisiin synergioihin Ravintolat-segmentin kanssa. Lisäksi näkemyksemme mukaan Smilen täysi arvo ei tule esiin osana Restamaxia.

Uskomme, että vuosi 2017 tulee menemään vielä Smilen integraatiossa sekä liiketoiminnan kasvattamisessa ja emme yllätyisi, 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 (laskelma alla). 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 mukaan Ravintolat-segmentin käypä EV/EBITDA-kerroin on noin 7x ja mikäli Restamax onnistuisi irtautumaan Smilestä yli 35 MEUR:n hinnalla, jäisivät Ravintolatsegmentin kertoimet alle sen hyväksyttävän tason. Myyntihinnan ollessa 60-70 MEUR olisi Ravintolat-segmentin kertoimissa nousuvaraa 25-40 %.



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

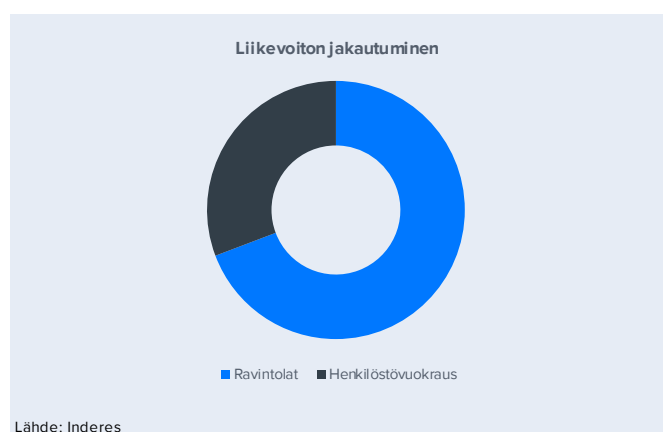
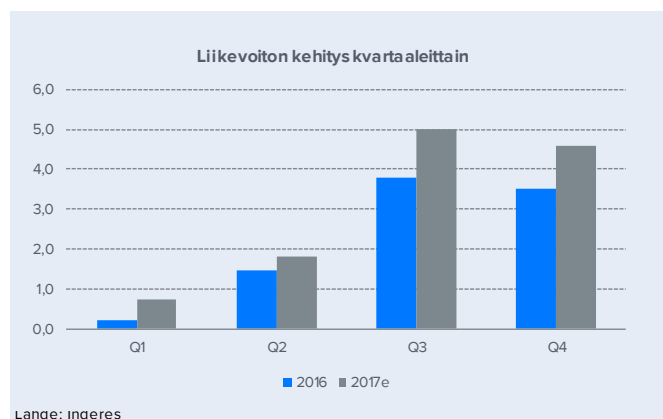
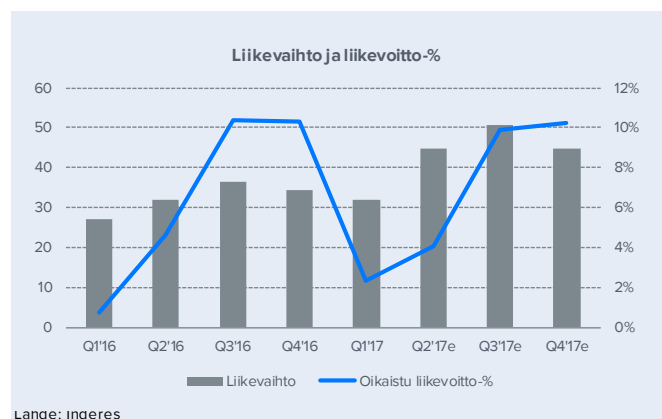
Smile EV			45,2	52,7	65,4	30,8	38,8	55,6	32,1	31,5	38,1
	EV	Painoarvo									
Keskiarvo EV/EBITDA 16-18	54,4	50 %	27,2			Smile kertoimet 44,3 MEUR EV:llä					
Keskiarvo EV/EBIT 16-18	41,7	0 %	0			EV/EBITDA 16	8,5				
Keskiarvo EV/S 16-18	33,9	50 %	17,0			EV/EBITDA 17	6,9				
Yhteensä (MEUR):			44,2			EV/S 16	0,74				
Hyväksyttävä alennus			-10 %	Aiemmin		EV/S 17	0,63				
Smilen käypä arvo (MEUR)			39,8	26,4							
Restamax osuus (~85%)			33,8	24,6							

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	27,2	31,9	36,5	34,3	130,0	32,0	44,6	50,6	44,7	171,9	192,1	207,2
<i>Ravintolat</i>	<i>100,3</i>	<i>23,1</i>	<i>26,5</i>	<i>29,4</i>	<i>28,4</i>	<i>107,5</i>	<i>25,6</i>	<i>30,1</i>	<i>34,1</i>	<i>31,3</i>	<i>121,0</i>	<i>127,1</i>	<i>133,4</i>
<i>Henkilöstövuokraus</i>	<i>24,2</i>	<i>6,5</i>	<i>8,5</i>	<i>10,4</i>	<i>8,6</i>	<i>34,1</i>	<i>8,7</i>	<i>17,9</i>	<i>19,9</i>	<i>16,4</i>	<i>62,9</i>	<i>78,6</i>	<i>88,8</i>
<i>Eliminoinnit</i>	<i>-10,8</i>	<i>-2,4</i>	<i>-3,1</i>	<i>-3,3</i>	<i>-2,7</i>	<i>-11,6</i>	<i>-2,3</i>	<i>-3,3</i>	<i>-3,4</i>	<i>-3,0</i>	<i>-12,0</i>	<i>-13,5</i>	<i>-15,0</i>
Käyttökate	16,5	2,8	4,3	6,4	5,9	19,4	3,3	4,9	8,1	7,7	24,0	27,2	29,6
Poistot ja arvonalennukset	-9,3	-2,6	-2,8	-2,6	-2,4	-10,4	-2,5	-3,1	-3,1	-3,1	-11,8	-11,2	-11,1
Liikevoitto ilman kertaerä	7,3	0,2	1,5	3,8	3,5	9,0	0,7	1,8	5,0	4,6	12,1	16,0	18,5
Liikevoitto	7,3	0,2	1,5	3,8	3,5	9,0	0,7	1,8	5,0	4,6	12,1	16,0	18,5
<i>Ravintolat</i>	<i>6,5</i>	<i>0,0</i>	<i>1,3</i>	<i>3,1</i>	<i>3,0</i>	<i>7,4</i>	<i>0,4</i>	<i>1,0</i>	<i>3,6</i>	<i>3,5</i>	<i>8,4</i>	<i>10,3</i>	<i>11,4</i>
<i>Henkilöstövuokraus</i>	<i>0,8</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>3,7</i>	<i>5,7</i>	<i>7,1</i>
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-1,0	-1,7	-1,8
Tulos ennen veroja	6,0	0,1	1,1	3,6	3,2	7,9	0,6	1,5	4,8	4,3	11,2	14,5	16,9
Verot	-1,3	-0,1	-0,3	-1,1	-0,6	-2,1	-0,2	-0,3	-1,1	-1,0	-2,7	-3,1	-3,7
Vähemmistöosuudet	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,8	-1,6	-1,9
Nettotulos	5,0	0,1	0,7	2,3	2,5	5,6	0,5	0,9	3,4	2,9	7,8	9,7	11,3
EPS (oikaistu)	0,31	0,01	0,04	0,14	0,15	0,34	0,03	0,06	0,20	0,18	0,47	0,58	0,68
EPS (raportoitu)	0,35	0,01	0,04	0,14	0,15	0,34	0,03	0,06	0,21	0,18	0,47	0,58	0,68

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>31,1 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>9,0 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>39,7 %</i>	<i>38,4 %</i>	<i>30,4 %</i>	<i>32,2 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>7,8 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>38,2 %</i>	<i>-74,1 %</i>	<i>190,5 %</i>	<i>26,7 %</i>	<i>18,5 %</i>	<i>23,9 %</i>	<i>265,7 %</i>	<i>23,6 %</i>	<i>31,4 %</i>	<i>30,0 %</i>	<i>34,9 %</i>	<i>31,6 %</i>	<i>16,0 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>14,6 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>17,3 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>16,0 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>13,9 %</i>	<i>14,1 %</i>	<i>14,3 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>6,4 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>8,9 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>4,4 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,5 %</i>

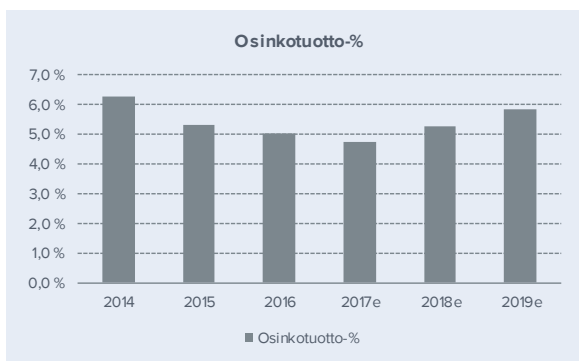
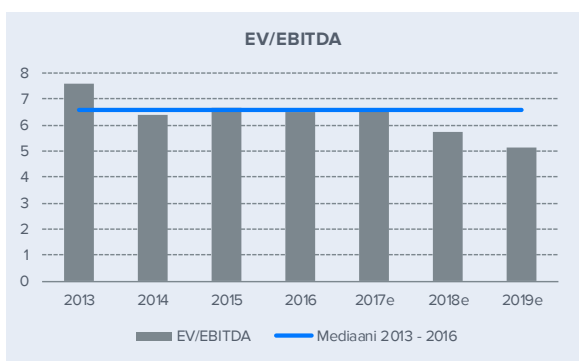
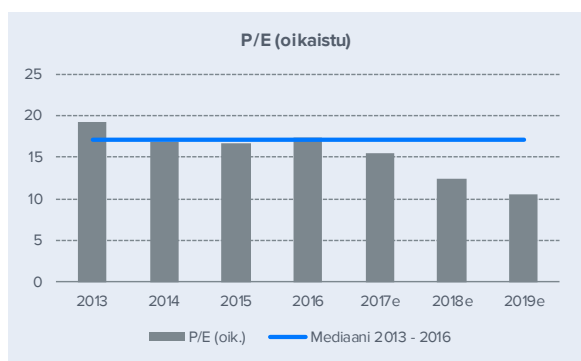
Lähde: Inderes



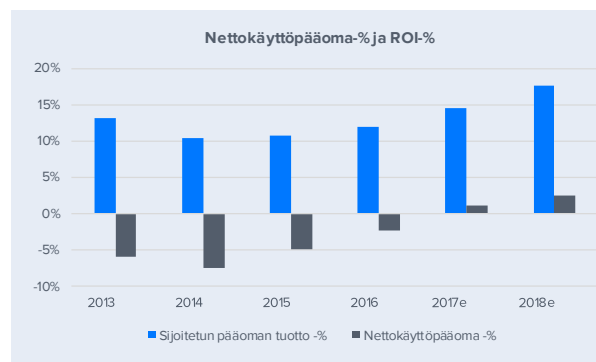
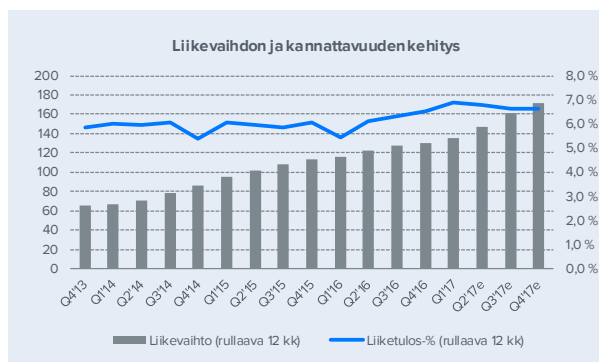
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,38	3,50	5,10	5,95	7,20	7,20	7,20
Markkina-arvo		62	57	84	97	120	120	120
Yritysarvo (EV)		69	77	110	126	158	156	151
P/E (oik.)		19,2	16,7	16,6	17,4	15,4	12,3	10,5
P/E		19,2	16,7	16,6	17,4	15,4	12,3	10,5
P/Kassavirta		-5,4	-2,8	-22,8	78,7	-40,7	11,5	8,7
P/B		2,2	1,5	2,1	2,3	2,6	2,4	2,2
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	6,6	5,7	5,1
EV/EBIT		17,1	14,6	15,2	14,0	13,0	9,8	8,2
Osinko/tulos (%)		39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	72,7 %	65,1 %	61,5 %
Osinkotuotto-%		2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,7 %	5,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

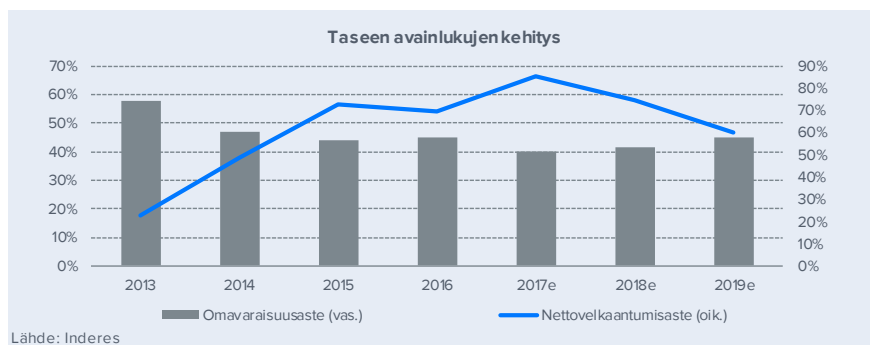


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	67	76	79	87	86
Liikearvo	30	34	37	41	42
Aineettomat oikeudet	10	10	10	13	11
Käyttöomaisuus	25	29	29	30	30
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	30	36
Varastot	2	2	2	3	3
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	10	14	24	29
Likvidit varat	5	2	2	3	4
Taseen loppusumma	84	91	98	117	122

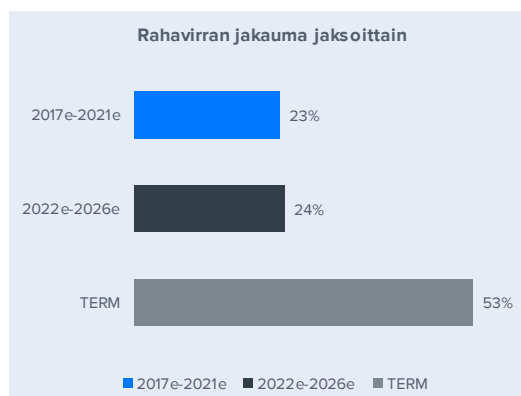
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	39	40	43	46	50
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	5	6	7	9	13
Omat osakkeet	0	-1	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	34	37	37	37
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	19	24	26	34	33
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	17	22	24	32	31
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	25	27	28	36	38
Lainat rahoituslaitoksilta	7	9	8	11	11
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	18	19	25	27
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	84	91	98	117	122



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	9,0	12,1	16,0	18,5	21,2	19,4	20,0	19,2	18,4	17,5	17,7	
+ Kokonaispoistot	10,4	11,8	11,2	11,1	10,4	9,9	9,0	8,3	7,8	7,2	6,7	
- Maksetut verot	-1,7	-2,7	-3,1	-3,7	-4,3	-4,0	-4,2	-4,1	-4,0	-3,8	-3,9	
- 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	-5,0	-2,7	-3,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	14,9	16,1	20,9	22,3	25,7	24,8	24,3	23,1	21,9	20,6	20,4	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-13,9	-19,0	-10,5	-8,5	-8,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,5	-5,5	-6,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	-2,9	10,4	13,8	17,2	18,3	17,8	16,6	16,4	15,1	14,3	
+/- 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	-2,9	10,4	13,8	17,2	18,3	17,8	16,6	16,4	15,1	14,3	214,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,8	9,2	11,2	12,9	12,6	11,4	9,8	9,0	7,6	6,6	100,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	187,6	190,4	181,2	170,0	157,2	144,5	133,2	123,4	114,4	106,8	100,2	
Velaton arvo DCF	187,6											
- Korolliset velat		-32,6										
+ Rahavarat		1,9										
- Vähemmistöosuus		-1,7										
- Osinko/pääomapalautus		-4,9										
Oman pääoman arvo DCF	153,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,24											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	86,7	113,6	130,0	171,9	192,1
EBITDA	12,0	16,5	19,4	24,0	27,2
EBITDA-marginaali (%)	13,8	14,6	14,9	13,9	14,1
EBIT	5,3	7,3	9,0	12,1	16,0
Voitto ennen veroja	4,7	6,0	7,9	11,2	14,5
Nettovoitto	3,4	5,0	5,6	7,8	9,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	84,2	90,6	97,6	117,0	121,6
Oma pääoma	39,4	40,1	44,0	46,8	50,9
Liikearvo	30,1	34,2	37,0	41,0	42,0
Korolliset velat	24,4	31,4	32,6	43,4	41,8

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	12,0	16,5	19,4	24,0	27,2
Nettokäyttöpääoman muutos	13,6	-0,9	-2,5	-5,0	-2,7
Operatiivinen kassavirta	25,2	13,7	14,9	16,1	20,9
Vapaa kassavirta	-20,2	-3,7	1,2	-2,9	10,4

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	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,21	0,31	0,34	0,47	0,58
EPS oikaistu	0,21	0,31	0,34	0,47	0,58
Operat. kassavirta per osak	1,54	0,84	0,91	0,97	1,26
Tasearvo per osake	2,38	2,42	2,64	2,78	3,02
Osinko per osake	0,22	0,27	0,30	0,34	0,38
Voitonjako, %	105	88	88	73	65
Osinkotuotto, %	6,3	5,3	5,0	4,7	5,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	16,7	16,6	17,4	15,4	12,3
P/B	1,5	2,1	2,3	2,6	2,4
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/CF	2,3	6,1	6,5	7,5	5,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,4	6,7	6,5	6,6	5,7
EV/EBIT	14,6	15,2	14,0	13,0	9,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Laine Capital Oy	18,3 %
PIMU Capital	18,1 %
Mika Niemi	13,5 %
Mr Max Oy	10,1 %
Sign Systems Finland	6,0 %
Evli Suomi pienyhtiöt	5,0 %

Suositus historia, 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 €
10.5.2017	Lisää	7,70 €	7,20 €

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 suositukseen 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 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/>