

Siirrymme nopean kurssilaskun jälkeen takaisin positiiviselle puolelle

Toistamme Kotipizzan 15,0 euron tavoitehinnan ja nostamme viikon aikana nähdyn nopean kurssilaskun takia suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Yhtiön osake reagoi viime viikolla julkaistuun ennakoitua heikompaan Q1-raporttiin negatiivisesti ja osake on laskenut sen jälkeen yli 10 %. Juuri ennen Q1-raporttia annettu ohjeistuksen nosto puhalsi arvostuksen mielestämme hetkellisesti liian korkealle, mikä kuitenkin korjaantui nopeasti ja olemme jälleen valmiita ottamaan osakkeesta positiivisen näkemyksen.

Kotipizzan viime viikolla julkaistu Q1-raportti oli selvä parannus vertailukaudesta

Vertailukelpoinen liikevaihto kasvoi 19 % ja ja vertailukelpoinen käyttökate kasvoi 26 % edellisvuodesta. Osake reagoi raporttiin kuitenkin negatiivisesti, mikä oli täysin perusteltua, sillä se alitti korkealle nousseet odotukset. Yhtiön julkaisemat alkuvuoden ketjumyyntiluvut ovat olleet vakuuttavia ja kasvua on syntynyt jälleen lähes 20 % vertailukaudesta. Tämän takia yhtiö ehti nostaa jo ennen Q1-raportin julkaisua kuluvan vuoden ohjeistusta, mikä antoi osakkeelle vielä lisää ilmaa ennen Q1-raportin julkaisua. Kun yhtiön arvostuskertoimet olivat nousseet kohtalaisen korkealle, näkyi lievä tulospettymys osakkeessa kahta kautta, sekä ennusteiden että arvostuskertoimien laskuna. Osake on tullut raportin julkaisun jälkeen alas noin 13 %. Emme ole tehneet päivityksen yhteydessä muutoksia ennusteisiimme, eikä näkemyksemme yhtiön arvosta ole muuttunut noin viikko sitten tekemästämme Q1-päivityksestä. Suosituksen nosto perustuu siis vain ja ainoastaan nopeasti pudonneeseen osakekurssiin.

Ketjumyynnin ja vertailukelpoisen käyttökateen odotetaan kasvavan tänä vuonna

Kotipizza-ketjuun kuuluvien ravintoloiden myynnin kasvu on ollut hyvin vahvaa vuosien 2015 (+10 %) ja 2016 (+17 %) aikana. Yhtiö on toteuttanut viimeisen kahden vuoden aikana laajan ilme- ja konseptiuudistuksen, mikä on selvästi vedonnut kuluttajiin ja moni suomalainen on löytänyt vastuullisuuteen ja kotimaisiin tuoreisiin raaka-aineisiin panostavat Kotipizza-ravintolat uudestaan. Kotipizza-ravintoloiden kasvuvauhti on viime vuosina ollut moninkertaista Suomen pikaruokamarkkinoiden yleiseen kasvuun nähden ja yhtiö ohjeistaa kuluvan tilikauden ketjumyynnin kasvavan jälleen yli 10 % ja konsernin vertailukelpoisen EBITDA:n kasvavan edelliseen tilikauteen verrattuna. Ennusteemme mukaan ketjumyyni kasvaa tällä tilikaudella 15 % tasolle 104 MEUR ja hidastuu alle 10 %:n tasolle ensi tilikaudella. Vertailukelpoinen käyttökate (EBITDA) kasvaa tänä vuonna arviomme mukaan 7,7 MEUR:oon (2016: 6,7 MEUR) ja ensi vuonna 8,3 MEUR:oon. Pienikin ketjumyynnin kasvu tekee hyvää konsernin tulokselle, sillä suurin osa siitä muodostuu franchise-yrittäjien myynnin perusteella kerätyistä franchise-maksuista, jotka valuvat hyvällä hyötysuhteella tuloslaskelman läpi vaikuttaen positiivisesti Kotipizza Groupin suhteelliseen kannattavuuteen.

Pidämme Kotipizzaa hyvänä sijoituskohteena kireästä arvostuksesta huolimatta

Ennusteidemme mukaiset 2017 ja 2018 P/E-luvut ovat 19x ja 17x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 15x ja 13x. Molemmat arvostuskertoimet ovat kurssilaskun johdosta laskeneet 10-20 % kansainvälisen verrokkiryhmän alapuolelle ja ennustamamme osinkotuotot ovat 4,3 % ja 4,6 %, mikä ovat yli kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden. Franchising-toimintaan perustuvan toimintamallin matala riskitaso, vahva kassavirta ja hyvä osingonmaksukyky pitävät riski/tuotto-suhteen nykyiseen markkinatilanteeseen nähden houkuttelevana ja pidämme siksi Kotipizzaa hyvänä sijoituskohteena kohtalaisen kireälle nousseesta arvostuksesta huolimatta.

Analyytikko

Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 15,00 EUR

Edellinen: 15,00



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 14,00 EUR

12 kk vaihteluväli 7,31-16,03 EUR

Potentiaali 7,1 %

Ohjeistus

Yhtiö arvioi ketjumyynnin kasvavan kuluvalla tilikaudella yli 10 % edelliseen tilikauteen verrattuna ja vertailukelpoisen käyttökateen (EBITDA) kasvavan edelliseen tilikauteen verrattuna.

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	56,4	3,4	6,1 %	0,5	0,05	0,35	0,9	9,7	11,4	33,6	5,7 %
2016	68,7	5,2	7,6 %	4,4	0,54	0,50	1,1	11,6	13,6	17,9	4,5 %
2017e	82,8	6,6	7,9 %	5,8	0,73	0,60	1,2	12,6	14,6	19,1	4,3 %
2018e	89,5	7,4	8,3 %	6,7	0,85	0,65	1,1	11,4	12,7	16,6	4,6 %
2019e	94,8	8,0	8,5 %	7,3	0,92	0,70	1,0	10,4	11,6	15,2	5,0 %
Markkina-arvo, MEUR			89	OPO / osake 2017e, EUR			5,06	CAGR EPS, 2016-2019, %			19 %
Nettovelka 2017e, MEUR			7	P/B 2017e			2,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			11 %
Yritysarvo (EV), MEUR			96	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			22,1 %	ROE 2017e, %			14,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			64	Omavaraisuusaste 2017e, %			50,1 %	ROCE 2017e, %			13,4 %

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Chipotle Mexican Grill Inc	417,94	10615	10098	29,7	20,5	21,0	15,5	2,4	2,2	50,4	34,3			8,2
El Pollo Loco Holdings Inc	14,55	490	575	13,5	12,6	9,6	8,9	1,6	1,4	21,0	19,5			1,9
Telepizza Group SA	5,00	504	634	12,8	12,0	9,6	9,1	1,8	1,7	15,0	13,9	0,6	1,1	0,8
Bojangles Inc	16,45	529	674	12,0	11,0	9,4	8,7	1,3	1,3	17,6	16,1			
Shake Shack Inc	35,46	1165	1144	40,0	32,0	23,7	18,9	3,6	2,9	71,2	58,5			6,8
McDonald's Corp	153,89	112253	134433	17,7	17,2	15,2	15,0	6,7	7,6	24,1	22,5	2,5	2,6	
Restaurant Brands International Inc	81,56	13145	25726	15,3	13,8	13,7	12,5	6,3	5,9	34,3	25,4	1,2	1,5	7,4
Yum! Brands Inc	74,28	23552	31298	20,2	19,0	17,4	16,8	6,1	7,4	27,0	23,8	1,7	1,9	
Dunkin' Brands Group Inc	54,87	4539	6424	16,1	15,1	15,2	14,3	8,5	8,1	22,7	20,6	2,3	2,5	
Jack in the Box Inc	100,19	2655	3715	15,8	14,3	11,9	11,0	2,6	2,9	24,0	19,8	1,6	1,8	
Wendys Co	15,41	3348	5459	21,4	19,1	15,1	13,9	5,1	4,9	32,9	26,9	1,8	2,0	8,2
Carrols Restaurant Group Inc	12,25	402	615	19,2	16,3	7,4	6,7	0,7	0,6	40,9	30,1			
Del Taco Restaurants Inc	13,77	477	625	15,8	14,7	9,7	8,9	1,5	1,4	24,9	22,6			1,4
Sonic Corp	27,49	1059	1577	15,7	15,6	11,8	11,6	3,7	3,8	22,5	20,4	2,0	2,2	
Restamax Oyj	8,65	144	177	16,1	15,4	8,1	7,4	1,1	1,0	19,7	17,0	3,9	4,2	3,2
Domino's Pizza Group PLC	287,61	1599	1649	15,5	14,1	14,0	12,7	3,4	3,1	19,0	17,3	3,1	3,4	10,1
Kotipizza Group (Inderes)	14,00	89	96	14,6	12,7	12,6	11,4	1,2	1,1	19,1	16,6	4,3	4,6	2,8
Keskiarvo				18,4	16,3	13,3	12,0	3,4	3,4	28,7	23,9	2,2	2,5	5,1
Mediaani				16,1	15,1	13,7	12,0	2,6	2,9	24,0	20,6	2,0	2,2	5,0
Erotus-% vrt. mediaani				-9 %	-15 %	-8 %	-5 %	-56 %	-63 %	-20 %	-20 %	114 %	114 %	-44 %

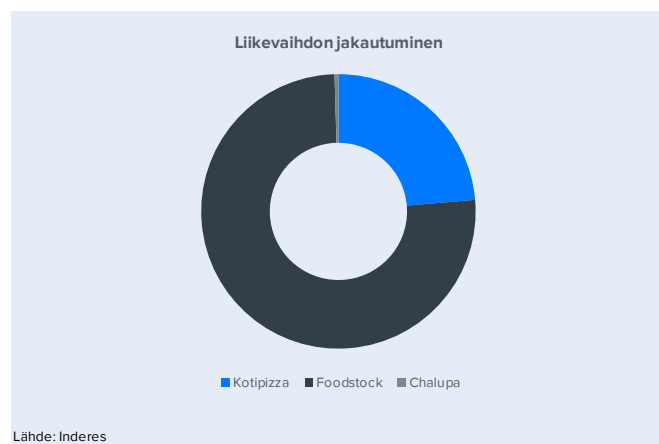
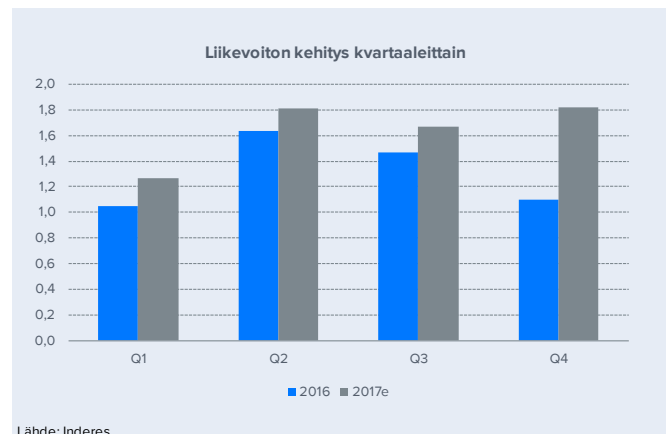
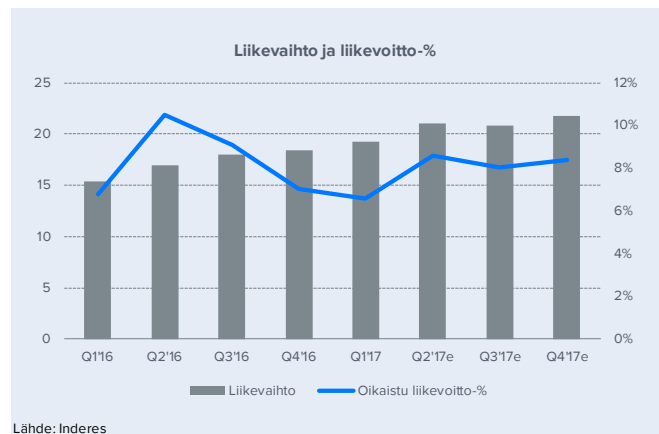
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

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	56,4	15,4	16,9	18,0	18,4	68,7	19,2	21,1	20,8	21,7	82,8	89,5	94,8
Kotipizza	11,8	3,1	3,5	4,2	4,2	15,1	4,5	5,0	4,9	5,2	19,6	21,2	22,4
Foodstock	44,1	12,1	13,2	13,8	14,2	53,2	14,7	16,0	15,8	16,4	62,8	67,9	71,9
Chalupa	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5
Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	4,2	1,3	1,9	1,7	1,3	6,2	1,6	2,1	1,9	2,1	7,6	8,3	9,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,8	-1,0
Liikevoitto ilman kertaerä	4,3	1,0	1,8	1,6	1,3	5,7	1,3	1,8	1,7	1,8	6,6	7,4	8,0
Liikevoitto	3,4	1,0	1,6	1,5	1,1	5,2	1,3	1,8	1,7	1,8	6,6	7,4	8,0
Kotipizza	4,6	1,3	1,6	1,6	1,4	5,9	1,4	1,8	1,7	1,8	6,7	7,4	8,0
Foodstock	0,7	0,3	0,5	0,4	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,9	2,0
Chalupa	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Muut	-1,8	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-1,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-1,9	-2,0
Nettorahoituskulut	-3,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	0,5	0,9	1,4	1,3	0,9	4,4	1,1	1,6	1,5	1,6	5,8	6,7	7,3
Verot	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-1,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,3	-1,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,3	0,7	1,1	1,0	0,7	3,5	0,8	1,3	1,2	1,3	4,6	5,4	5,9
EPS (oikaistu)	0,18	0,00	0,20	0,12	0,13	0,62	0,13	0,21	0,19	0,21	0,73	0,85	0,92
EPS (raportoitu)	0,05	0,10	0,18	0,16	0,10	0,54	0,13	0,21	0,19	0,21	0,73	0,85	0,92

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	7,9 %	17,7 %	18,3 %	25,2 %	26,0 %	21,9 %	24,9 %	24,6 %	15,3 %	18,0 %	20,5 %	8,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	12,7 %	46,4 %	32,4 %	19,2 %	52,4 %	34,4 %	21,4 %	2,3 %	1,7 %	41,1 %	14,3 %	13,4 %	8,0 %
Käyttökate-%	7,4 %	8,4 %	11,2 %	9,5 %	7,3 %	9,1 %	8,1 %	9,8 %	9,2 %	9,5 %	9,2 %	9,3 %	9,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,6 %	6,8 %	10,5 %	9,1 %	7,0 %	8,4 %	6,6 %	8,6 %	8,0 %	8,4 %	7,9 %	8,3 %	8,5 %
Nettotulos-%	0,6 %	4,3 %	6,7 %	5,6 %	3,6 %	5,0 %	4,4 %	6,2 %	5,7 %	6,0 %	5,6 %	6,0 %	6,2 %

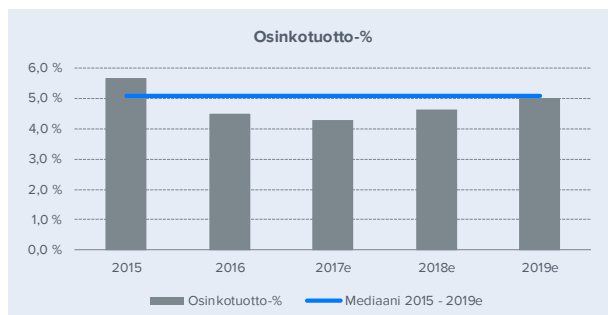
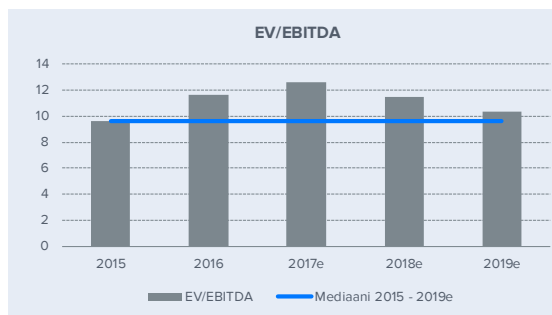
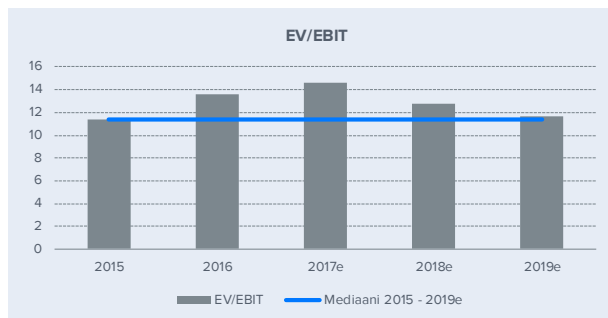
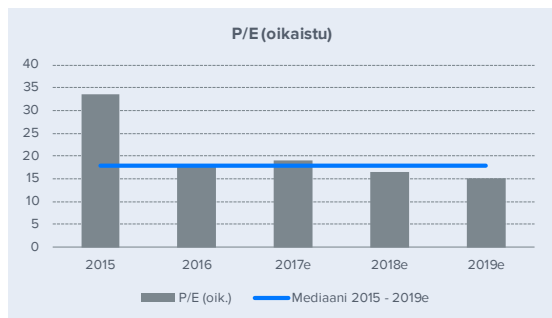
Lähde: Inderes



Arvostus

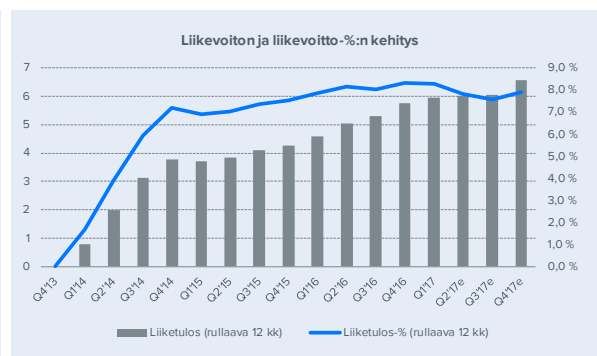
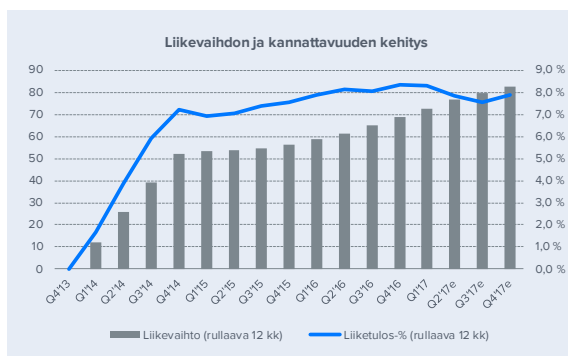
Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	6,18	11,16	14,00	14,00	14,00
Markkina-arvo	39	71	89	89	89
Yritysarvo (EV)	49	78	96	95	94
P/E (oik.)	33,6	17,9	19,1	16,6	15,2
P/E	119,7	20,5	19,1	16,6	15,2
P/Kassavirta	-106,8	15,0	26,4	16,6	14,8
P/B	1,3	2,3	2,8	2,6	2,5
P/S	0,7	1,0	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,7	11,6	12,6	11,4	10,4
EV/EBIT	11,4	13,6	14,6	12,7	11,6
Osinko/tulos (%)	677,7 %	91,9 %	82,0 %	76,8 %	75,8 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	4,5 %	4,3 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

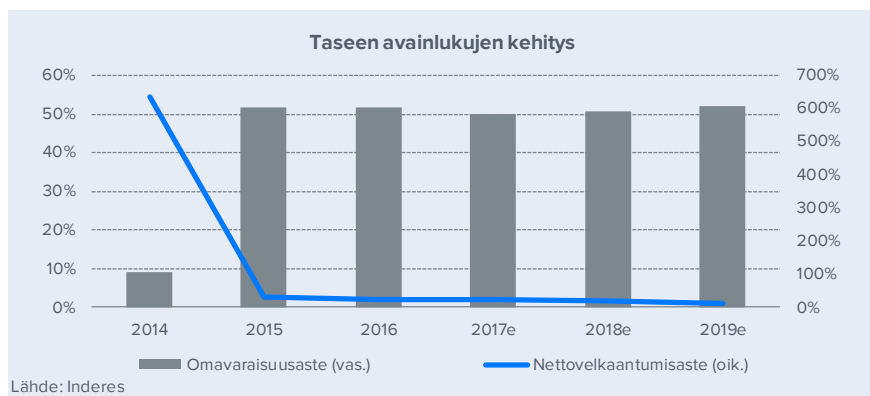


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	40,0	40,6	41,4	41,8
Liikearvo	35,8	35,8	35,8	35,8
Aineettomat oikeudet	2,1	2,3	2,8	3,0
Käyttöomaisuus	1,0	1,1	1,4	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	16,5	18,5	22,7	24,5
Varastot	3,4	3,1	4,1	4,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,9	5,8	7,0	7,5
Likvidit varat	8,1	9,7	11,6	12,5
Taseen loppusumma	56,5	59,2	64,1	66,4

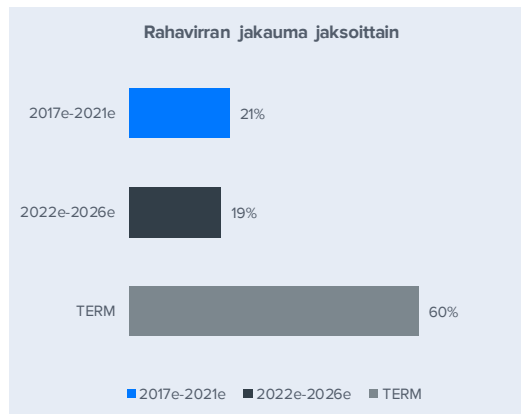
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	29,3	30,7	32,1	33,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,6	3,0	4,5	6,0
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	29,8	27,6	27,6	27,6
Vähemmistöosuus	0,0	-0,1	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	19,2	18,9	19,9	19,8
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	16,4	15,8	16,8	16,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,8	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset velat	8,0	9,6	12,1	12,9
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	1,2	1,9	1,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,9	8,5	10,2	11,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	56,5	59,2	64,1	66,4



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	5,2	6,6	7,4	8,0	8,7	9,3	9,2	9,3	9,4	9,6	9,9	
+ Kokonaispoistot	1,0	1,1	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	
- Maksetut verot	-1,2	-1,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	1,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,9	5,8	6,7	7,3	8,0	8,4	8,4	8,5	8,6	8,8	9,0	
+ 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	-1,4	-1,8	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,7	4,0	5,5	6,1	6,8	7,2	7,2	7,3	7,4	7,5	7,7	
+/- Muut	0,0	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,7	3,4	5,4	6,0	6,8	7,2	7,2	7,3	7,4	7,5	7,7	137,3
Diskontattu vapaa kassavirta		2,6	4,8	4,9	5,1	5,0	4,6	4,3	4,1	3,8	3,6	64,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		108,0	104,8	100,0	95,1	90,0	84,9	80,3	76,0	71,9	68,1	64,4
Velaton arvo DCF		108,0										
- Korolliset velat		-17,0										
+ Rahavarat		9,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,2										
Oman pääoman arvo DCF		97,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,35										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	52,2	56,4	68,7	82,8	89,5
EBITDA	4,3	4,2	6,2	7,6	8,3
EBITDA-marginaali (%)	8,2	7,4	9,1	9,2	9,3
EBIT	3,8	3,4	5,2	6,6	7,4
Voitto ennen veroja	0,6	0,5	4,4	5,8	6,7
Nettovoitto	0,4	0,3	3,5	4,6	5,4
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,8	-0,5	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	52,4	56,5	59,2	64,1	66,4
Oma pääoma	4,9	29,3	30,6	32,1	33,7
Liikearvo	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Korolliset velat	36,0	17,4	17,0	18,7	18,6

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4,3	4,2	6,2	7,6	8,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-0,1	1,1	-0,5	-0,1
Operatiivinen kassavirta	2,1	2,9	5,9	5,8	6,7
Vapaa kassavirta	-32,7	-0,4	4,7	3,4	5,4

Yhtiökuvaus
Kotipizza Groupin missio on tehdä maailmasta parempi paikka pizza kerrallaan. Kotipizza Group koostuu yksiköistä, joilla on vankka osaaminen fast casual -ravintolaliiketoiminnasta. Kotipizza on Pohjoismaiden suurin pizzaketju ja Chalupa on uudenlainen meksikolaistyypinen fast casual -ketju. Logistiikkayritys Helsinki Foodstock mahdollistaa ketjuasiakkailleen laajentumisen valtakunnallisesti.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,31	0,05	0,54	0,73	0,85
EPS oikaistu	0,31	0,18	0,62	0,73	0,85
Operat. kassavirta per osake	1,71	0,45	0,93	0,91	1,06
Tasearvo per osake	3,89	4,61	4,83	5,06	5,31
Osinko per osake	0,00	0,35	0,50	0,60	0,65
Voitonjako, %	0	678	92	82	77
Osinkotuotto, %		5,7	4,5	4,3	4,6

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	0,0	119,7	20,5	19,1	16,6
P/B	0,0	1,3	2,3	2,8	2,6
P/Liikevaihto	0,0	0,7	1,0	1,1	1,0
P/CF	0,0	13,6	12,0	15,4	13,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,9	1,1	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,2	11,6	12,5	12,6	11,4
EV/EBIT	8,1	14,1	14,9	14,6	12,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	8,1 %
Sr Evli Suomi Pienyhtiöt	5,4 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,1 %
Sr Säästöpankki Pienyhtiöt	3,1 %
Sr Danske Invest Suomen Pienyhtiöt	3,1 %
Sr Danske Invest Arvo Finland Value	2,8 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.11.2016	Lisää	10,00 €	9,00 €
22.12.2016	Lisää	12,30 €	11,70 €
24.1.2017	Osta	12,30 €	9,96 €
14.3.2017	Lisää	12,30 €	11,70 €
22.3.2017	Lisää	12,30 €	11,65 €
7.6.2017	Lisää	15,00 €	14,20 €
21.6.2017	Vähennä	15,00 €	15,38 €
28.6.2017	Lisää	15,00 €	14,00 €

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 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/>