

# Restamax

## Yhtiöraportti

**03/2017**

inde  
res.

# Vahva tulokasvu jatkuu

Toistamme Restamaxin 6,7 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan Restamaxin käypä arvo on edelleen selvästi nykyistä kurssia korkeampi ja näemme tämän arvon realisoituvan asteittain, kun yhtiön tulos jatkaa parantumistaan. Osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla vahvan tulokasvun sekä korkean ja kasvavan osingon (+5 %) myötä.

## Ravintola-alan suurimpia pelureita

Vuonna 1996 perustettu Restamax on Suomen suurimpia ravintola-alan yhtiöitä ja se operoi yli 120 seurustelu- ja ruokaravintolaa, kahvilaa sekä yökerhoa eri puolilla Suomea. Yhtiö laajentui vuonna 2014 arvoketjussa vertikaalisesti yrityskaupoilla henkilöstövuokrausliiketoimintaan ja yhtiöllä on nykyisin kaksi raportointisegmenttiä: Ravintolaliiketoiminta ja Henkilöstövuokraus (Smile).

## Kasvuyhtiö historiansa alusta asti

Restamaxin strategian keskiössä on läpi sen historian ollut kasvu (2009-2016 CAGR 33 %) ja yhtiö pyrkii jatkamaan ripeää kasvuaan myös lähivuosina. Yhtiö tavoittelee 180 MEUR:n liikevaihtoa vuoden 2018 loppuun mennessä ja yhtiö harkitsee myös laajentumista ulkomaille. Yhtiön kasvu on ollut läpi sen historian kannattavaa ja laskelmiemme mukaan yhtiö on saanut listautumisen jälkeen toteuttamilleen investoinneille (pääosin yrityskauppoja) keskimäärin 19 %:n sijoitetun pääoman tuoton. Odotamme yhtiön jatkavan yrityskauppavetoista kasvuaan myös tulevina vuosina ja kasvua tullaan hakemaan molemmista segmenteistä. Suhtaudumme yrityskauppoihin lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä yhtiöllä on hyvät näytöt omistaja-arvon kasvattamisesta yrityskaupoilla.

## Tuloksen pitäisi parantua voimakkaasti

Restamaxin käyttökate on erittäin vahva ja yhtiön kannattavuus on käyttökatteella mitattuna alan parhaimmistoa. Liikevoittomarginaali on viime vuosina jäänyt selvästi arvioimaamme yhtiön normalisoitua tasoa alemmaksi johtuen poikkeuksellisen korkeasta poistotasosta. Yhtiö poistaa yrityksistä syntyneet omaisuuserät (pl. liikearvo) selvästi ravintoloiden todellista käyttöikää nopeammin, joten poistotasoa on suhteellisesti liian suuri. Poistotason suhteellinen supistuminen onkin liikevaihdon kasvun kanssa keskeinen tulosajuri lähivuosille. Odotamme yhtiön lähivuosien osakekohtaisen tuloksen kasvavan tulevina vuosina yli 20 %:n vuosivauhtia.

## Kurssinousu nojaa tuloparannuksen realisoitumiseen

Restamaxin arvostustaso on kaksijakoinen. Vuoden 2016 tuloksella laskettu P/E-kerroin on 18x ja EV/EBITDA noin 7x. Kertoimet ovat neutraaleja eivätkä tarjoa nousuvaraa. Ennustamallamme tulokasvulla 2017 vastaavat kertoimet laskevat 14x ja 6x tasolle, joissa puolestaan näemme edelleen nousuvaraa. Odotammekin osakekurssin korreloivan entistä selvemmin yhtiön tuloskehityksen kanssa ja tulokasvun realisoituessa osakkeessa on nousuvaraa. 6,7 euron tavoitehintamme heijastelee 2017 ennusteilla P/E 15x ja EV/EBITDA 6,5x kertoimia. Kurssinousupotentiaalin lisäksi osakkeen kokonaistuotto saa selkeää tukea nousevasta noin 5 %:n osinkotuotosta.

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

Edellinen: Lisää

**6,70 EUR**

Edellinen: 6,70 euroa



**Osakekurssi: 6,15 EUR**

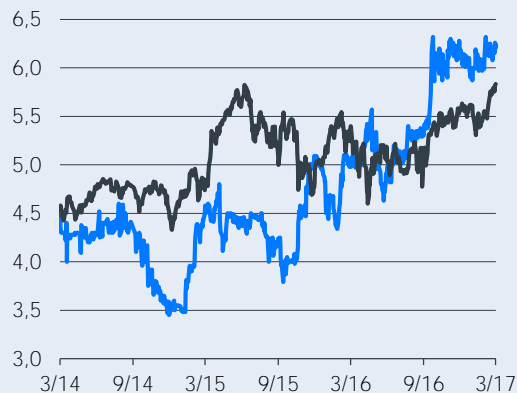
**Potentiaali 12kk: 9 %**

## Avainluvut

	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	113,6	130,0	146,7	157,7
<i>Kasvu-%</i>	31 %	14 %	13 %	8 %
EBITDA	16,5	19,4	22,0	24,1
<i>EBITDA-%</i>	14,6 %	14,9 %	15,0 %	15,3 %
EBIT	7,3	9,0	11,1	13,5
<i>EBIT-%</i>	6,4 %	6,9 %	7,6 %	8,6 %
Nettotulos	5,0	5,6	7,2	8,9
EPS	0,31	0,34	0,44	0,54
Osinko	0,27	0,30	0,34	0,38
<i>Osinkosuhte</i>	88 %	88 %	77 %	70 %
P/E	16,6	17,4	14,3	11,6
P/B	2,1	2,3	2,3	2,1
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBIT	15,2	14,0	11,7	9,4
EV/EBITDA	6,7	6,5	5,9	5,3
EV/S	1,0	1,0	0,9	0,8
Osinkotuotto -%	5,3 %	5,0 %	5,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes

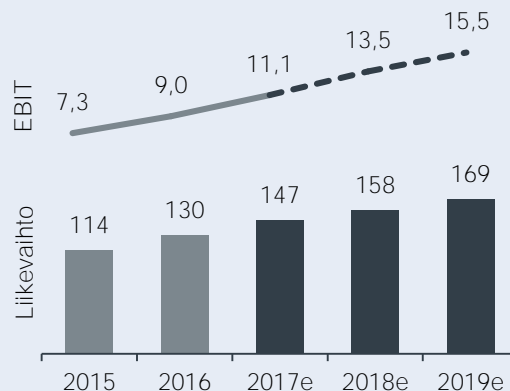
## Kurssikehitys



— Restamax — OMXHCAP

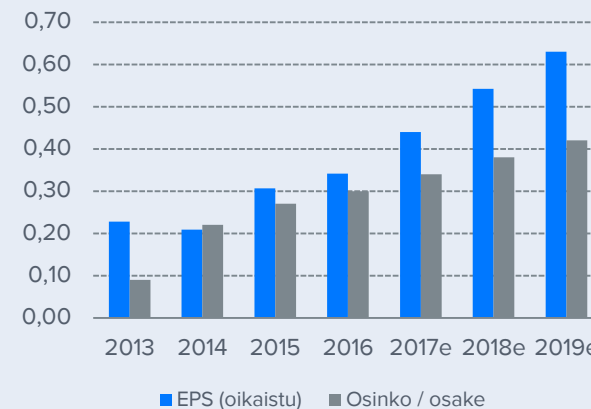
Lähde: Bloomberg

## Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

## EPS ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

**14x**

2017e

EV/EBITDA

**6x**

2017e

P/B

**2,3x**

2016

Osinko-%

**4,9**

2016e



### Arvoajurit

- Yritysostovetoinen kasvu ravintola-liiketoiminnassa
- Orgaaninen kasvu Smilessä
- Negatiivinen käyttöpääoma ja vahva kassavirta
- Smilen irrottaminen konsernista



### Riskitekijät

- EPS-parannuksen realisoituminen
- Muutokset lainsäädännössä
- Epäonnistuminen yrityskaupoissa
- Kasvunhallinta



### Arvostus

- Yhtiöllä hyvät edellytykset selvään tuloskasvuun lähivuosina
- Vahva operatiivinen kassavirta mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostustaso neutraali, kurssinousu nojaa tulosparannukseen

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili</b>	<b>s. 5-8</b>
<b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 9-12</b>
<b>Ravintolamarkkina</b>	<b>s. 13-14</b>
<b>Ravintolat</b>	<b>s. 15-20</b>
<b>Henkilöstövuokraus</b>	<b>s. 21-24</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 25-26</b>
<b>Yritysjärjestelyt</b>	<b>s. 27-28</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 29-31</b>
<b>Arvonmääritys ja suositus</b>	<b>s. 32-36</b>
<b>Liitteet&amp;taulukot</b>	<b>s. 37-39</b>
<b>Vastuuvapauslauseke &amp; suositushistoria</b>	<b>s. 40</b>

# Yhtiöesittely

## Suomen suurimpia Ravintola-alan yhtiötä

Vuonna 1996 perustettu Restamax on suomalainen ravintola-alan konserni, joka operoi yli 120 seurustelu- ja ruokaravintolaa, kahvilaa sekä yökerhoa eri puolilla Suomea. Yhtiö laajentui ravintolaliiketoiminnan ulkopuolelle vuonna 2014, kun yhtiö osti Staff Investin henkilöstövuokrausliiketoiminnan. Vuoden 2014 kolmannelta kvartaalilta alkaen yhtiöllä on kaksi raportointisegmenttiä: Ravintolaliiketoiminta ja Henkilöstövuokraus. Restamax-konsernin palveluksessa on noin 900-1000 henkilöä sesongista riippuen. Yhtiön omistamat ravintolat voidaan jakaa kolmeen ryhmään: ruokaravintolat, yökerhot ja muu viihde. Yhtiön brändejä ovat ruokaravintoloissa mm. Beef King, Bella Roma, Classic Diner, Stefan's Steakhouse, Midhill Burger, Food Park & Daddy's Diner. Yökerhoissa yhtiön brändejä ovat mm. Fat Lady, Escape, Ilona, London ja Circus. Pubien ja muiden viihderavintoloiden osalta yhtiön brändejä ovat mm. Alepub, Passion, Galaxie Center ja Henry's Pub.

## Visio ja missio

**Visio:** ”Suomen suurin, laadukkaita ja elämyksellisiä ravintolapalveluita tuottava yhtiö. Yhtiöllä on kohderyhmiensä parhaat ravintolat Suomen suurimmissa keskuksissa”.

**Missio:** ”Luomme uusia kiinnostavia ravintoloita ja konsepteja kaikille kohderyhmille”

## Organisaatorakenne

Restamaxin organisaatorakenne pohjautuu malliin, jossa jokaisella ravintolalla on oma tulosvastuu. Konsernin johtamisesta vastaa

konsernin johtoryhmä, jonka tärkeimpinä vastuualueina ovat strategian luominen ja kehittäminen, yrityskaupat, päätökset ravintoloiden avauksista ja sulkemisista, uusien konseptien suunnittelu ja keskitetyt sopimusneuvottelut (ostosopimukset, vuokrasopimukset yms.). Konsernilla on myös keskitetyt tukitoiminnot ravintoloille, jotka vastaavat mm. siivouspalveluista. Operatiivisella puolella yhtiön ravintolalinjoja johtavat linjajohtajat, jotka vastaavat konseptien implementoinnista ja ravintoloiden kehittämisestä. Linjajohtajista seuraavana tulevat ravintolapäälliköt, jotka ovat vastuussa päivittäisestä liiketoiminnan pyörittämisestä. Henkilöstövuokraus on oma liiketoimintayksikkö ja se raportoi suoraan konsernijohdolle. Henkilöstövuokrausta johdetaan itsenäisenä yksikkönä.

## Kasvuyhtiö historian alusta asti

Restamax on perustamisestaan (1996) asti keskittynyt voimakkaasti kasvuun erityisesti yritysostojen kautta. Vuosien 2009-2012 Restamax kasvoi uuteen kokoluokkaan. Yhtiö laajeni vuoden 2008 yritysostoilla viihderavintoloihin ja nykytuotoinen Restamax-konserni syntyi vuonna 2010 yritysjärjestelyssä. Liikevaihto nelinkertaistui vuosien 2009- 2012 välillä ja nousi 60,8 MEUR:oon. Liikevoitto nousi tappiolta 5,7 MEUR:oon.

Restamax listautui Helsingin pörssiin 2013 ja keräsi osakeannilla noin 15 MEUR nettovarant. Listautumisesta saadut varat yhtiö käytti kasvustrategiansa toteuttamiseen ja yhtiö toteutti vuosien 2014-2015 aikana useita merkittäviä yrityskauppoja. Merkittävimmät

yrityskaupat olivat Rengasravintolat hankinta sekä laajentuminen henkilöstövuokraukseen Staff-Investin oston myötä. Pörssilistauksen jälkeen yhtiön liikevaihto sekä käyttökate ovat kaksinkertaistuneet. Tarkastelemme yhtiön yrityskauppoja ja niiden onnistumista tarkemmin sivuilla 27-28.

## Sijoitusprofiilina kasvuyhtiö

Restamax profiloituu sijoituskohteena selvästi kasvuyhtiöksi. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuoden 2006 jälkeen keskimäärin noin 30 % vuodessa ja yhtiön kasvuhistoria on yksi pörssin vakuuttavimmista. Yhtiö tulee arviomme mukaan pysymään kasvuyhtiönä myös tulevina vuosina ja kasvaa tullaan hakemaan aktiivisesti molemmista segmenteistä.

Historiallisesti yhtiön kasvu on ollut kannattavaa ja perustajat omistavat yhtiöstä edelleen lähes 50 %. Vahva kasvullinen omistajuus on myös yksi yhtiön sijoitusprofiilin kulmakivistä.

# Restamax lyhyesti

Restamax on Suomen suurimpia ravintola-alan yhtiöitä. Ravintolatoiminnan lisäksi Restamax operoi myös Henkilöstövuokrausliiketoimintaa.

**n.80 %** lv:sta  
Ravintoloista

**n.20 %** lv:sta  
Henkilöstö-  
vuokrauksesta

Suomen laajuinen  
konseptipohjainen ravintola-  
verkosto

**130 MEUR** (+14 % vs. 2015)  
LIIKEVAIHTO 2016

**19,4 MEUR** (+17 % vs. 2015)  
Käyttökate 2016

**33%** vuodessa  
09-16 liikevaihdon  
kasvu keskimäärin

**>120**  
Ravintolaa

## Liikevaihto & käyttökate 2006-2016



# Sijoitusprofiili

1. Liiketoiminnan voimakas kasvu
2. Vahva track-record yritysjärjestelyistä
3. Defensiivinen liiketoiminta
4. Negatiivinen käyttöpääoma
5. Mittakaavaedut

## Potentiaali

- Liiketoiminnan kasvun jatkuminen
- Yritysjärjestelyt
- Negatiivinen käyttöpääoma pitää kassavirran erinomaisena
- Markkinan elpyminen Suomessa
- Smilen irrottaminen konsernista

## Riskit

- Epävarmuus liittyen EPS parannuksen realisoitumiseen
- Suomen talouden pitkän aikavälin näkymät
- Lainsäädännön muutokset
- Kasvunhallinta

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Restamaxin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

## Kasvu strategian keskiössä

Restamaxin strategiana on yhtiön perustamisesta ollut aggressiivinen ja kannattava kasvu. Yhtiön keskimääräinen kasvu vuosien 2009-2016 välillä on ollut 33 % liikevaihdon kasvaessa 15,6 MEUR:sta 130 MEUR:oon. Yhtiön strategiana on voimakkaan kasvun jatkuminen ja tavoitteena on saavuttaa 180 MEUR:n liikevaihto 2018 loppuun mennessä ja ylläpitää hyvää kannattavuutta. Yhtiö hakee kasvua sen molemmista liiketoimintasegmenteistä.

Ravintoloissa kasvua haetaan Suomen suurimmista kaupungeista ja kauppakeskuksista. Yhtiöllä on edelleen merkittävää kasvupotentiaalia Suomessa ja Tamperetta lukuun ottamatta yhtiö kykenee kasvamaan edelleen kaikilla markkina-alueilla. Restamaxin markkinaosuus on laskelmiemme mukaan noin 4 % sille relevantista ravintolamarkkinasta Suomessa ja pitkällä aikavälillä pidämme noin 10 %:n markkinaosuutta realistisena. Uskomme, että valtaosa kasvusta tullaan toteuttamaan yritysostoilla, sillä uusperustannan näkökulmasta markkinatilanne on edelleen pääosin haastava.

Henkilöstövuokrauksen osalta yhtiö hakee kasvua maantieteellistä peittoa kasvattamalla sekä laajentamalla uusille toimialoille. Kasvua haetaan orgaanisesti sekä yrityskauppojen kautta. Toimialan kasvunäkymät ovat tällä hetkellä vahvat ja markkinoiden rakenteellisista muutoksista johtuen markkina on viime vuodet kasvanut ripeästi. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on lähivuosina hyvät edellytykset ylittää markkinan kasvu ja yhtiön tavoitteena vaikuttaakin olevan liiketoiminnan nostaminen

seuraavaan kokoluokkaan nopealla aikataululla.

## Ulkomaille laajentuminen

Restamax myös kartoittaa Ravintolat-liiketoiminnan ulkomaille laajentumista. Arviomme mukaan yhtiö harkitsee tällä hetkellä laajentumista eritoten Pohjoismaihin, ja näistä loogisin vaihtoehto olisi Ruotsin markkina. Suhtaudumme ulkomaille laajentumiseen varauksella, koska yhtiöllä on mielestämme edelleen merkittävää kasvupotentiaalia Suomessa. Ulkomaille laajentuminen veisi yhtiön fokusta pois Suomen kehityksestä ja vaikeuttaisi kasvunhallintaa.

Toisaalta ulkomaille laajentuminen vaatii vain rajattuja etupainotteisia kustannuksia ja esimerkiksi yrityskaupalla toteuttavassa laajentumisessa toiminta olisi ensimmäisestä päivästä alkaen voitollista. Pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö ottaa ensimmäisen askeleen ostamalla valmista liiketoimintaa, jota on tämän jälkeen helpompi lähteä orgaanisesti kasvattamaan. Ulkomaille laajentuminen tarjoaa myös mahdollisuuden viedä yhtiön nykyisiä brändejä uusille markkinoille ja näemme esimerkiksi Stefan's Steakhousen konseptissa potentiaalia myös Suomen rajojen ulkopuolella.

Synergiaedut ulkomaille laajentumisesta ovat arviomme mukaan rajalliset varsinkin toiminnan alkuvaiheissa. Odotamme, että yhtiö pyrkii aluksi laajentumaan ruoka ja muu viihde –ravintoloihin, joiden riskiprofiili on yökerhoja maltillisempi. Lisäksi arvioimme, että yhtiö pyrkii yritysostoissa soveltamaan Suomessa aiemmin käytettyä vähemmistöosakasmallia, missä ostettavan yhtiön myyjille/avainhenkilöille jätetään merkittävä osuus yhtiöstä ja varmistetaan näin

heidän sitoutuminen liiketoimintaan. Pidämme tätä viisaana, sillä tämä rajaa laajenemiseen liittyviä riskejä. Kokonaisuutena pidämme ulkomaille laajentumisen riskejä varsin maltillisina, ja sen kulurasite konsernille tulee jäämään vähäiseksi.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

## Taloudelliset tavoitteet

Restamaxilla on tällä hetkellä vain yksi voimassa oleva taloudellinen tavoite:

- Yli 180 MEUR:n liikevaihto 2018 loppuun mennessä

Yhtiöllä oli aiemmin myös kolme muuta taloudellista tavoitetta ja näkemyksemme mukaan ne tarjoavat edelleen kohtuullisen hyvää suuntaa yhtiön liiketoiminnan potentiaalista ja suunnasta. Kolme aiemmin voimassa ollutta tavoitetta ovat:

- Yli 20 %:n sijoitetun pääoman tuotto
- Nettovelkaantumisasaste alle 70 %
- Jakaa kilpailukykyistä osinkoa

Pidämme Restamaxin **180 MEUR:n liikevaihto tavoitetta** 2018 loppuun mennessä realistisena. Nykyennusteillamme odotamme 2018 liikevaihdon nousevan 167 MEUR:oon. Ennusteemme ei huomioi tulevia yrityskauppoja ja yhtiön jatkaessa aktiivisena toimijana yrityskauppamarkkinoilla molemmissa segmenteissä, tulee se ylittämään tavoitteen kirkkaasti.

Negatiivisen käyttöpääoman sekä vahvan kassavirran ansiosta yhtiöllä on laskelmiemme mukaan seuraavan kahden vuoden aikana käytössä noin 30 MEUR yritysostoja varten ilman, että 70 %:n nettovelkaantumistavoite ylittyy. Yhtiö on historiallisesti toteuttanut yritysostoja EV/S-kertoimella 0,5-0,6x ja mikäli yhtiö investoisi koko 30 MEUR historiallisilla arvostustasoilla olisi vuoteen 2019 lähdeittäessä run-rate liikevaihtotaso yli 200 MEUR.

Suurempia yritysjärjestelyjä silmällä pitäen yhtiöllä on luonnollisesti käytössä myös omat osakkeet.

**Yli 20 %:n sijoitetun pääoman tuotto** on mielestämme kunnianhimoinen tavoite ja arviomme mukaan sen saavuttaminen nykyisellä pääomarakenteella vaatii yhtiöltä noin 9 %:n liikevoittomarginaalia (2016: 6,9 %). Yhtiön haasteena on lyhyellä aikavälillä ovat yrityskaupoista syntyneet ylisuuret poistot, jotka rasittavat sen liikevoittoa. Poistotaso on selvästi ylläpitoinvestointeja suurempi, joten yhtiön kasvuvauhdin hidastuessa ja poistotason laskiessa on yhtiön liikevoittomarginaalissa sisäänrakennettu vipu ylöspäin. Arviomme mukaan yhtiön normalisoitu liikevoittomarginaali on nykyisellä liiketoimintaportfoliolla 8-9 %:n luokassa, mikä nykyisellä pääomarakenteella tarkoittaisi noin 20 %:n sijoitetun pääoman tuottoa. Näin ollen pidämmekin tavoitetta pitkällä aikavälillä realistisena, mutta odotamme yhtiön jäävän tavoitteesta lähivuosina johtuen ripeästä kasvusta ja ylisuurista poistoista.

**70 %:n nettovelkaantumistavoitetta** pidämme yhtiön kannalta varovaisena. Yhtiön liiketoiminta on vähäsyklistä ja kassavirrat verrattain defensiivisiä. Lisäksi liiketoiminta sitoo vain rajallisesti pääomia ja tase on suhteellisen kevyt. 70 %:n nettovelkaantumisasaste tarkoittaakin 2016 luvuilla vain 1,5x tasolla olevaa nettovelka/EBITDA-suhdetta, joka on mielestämme erittäin matala taso. Yhtiölle hyväksyttävä nettovelka/EBITDA-taso olisi mielestämme noin 3x, joka mahdollistaisi taseen entistä tehokkaamman käytön, mutta säilyttäisi samalla rahoitusaseman vahvana. Uskommekin, että 70 %:n tavoite on enemmänkin suuntaa

antava ja yhtiö on sopivan yritysostokohteen osuessa kohdalla valmis menemään tästä selvästi yli.

**Osingonjakopolitiikka** on hieman epäselvä, mutta käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii jakamaan vuotuista kasvavaa osinkoa ja osingon merkitys yhtiön pääomistajille on suuri. Negatiivisen käyttöpääoman ja vahvan kassavirran ansiosta osingonjakosuhde voidaan pitää korkeana ja pidämme osingon laskemista nykytasolta epätodennäköisenä edes negatiivisessa skenaariossa.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

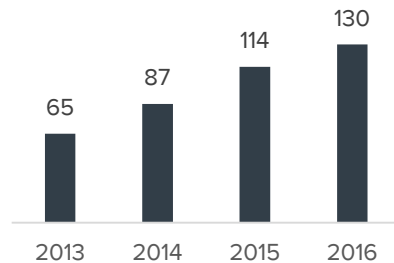


# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

## Kasvu

Liikevaihto yli 180 MEUR 2018 loppuun mennessä

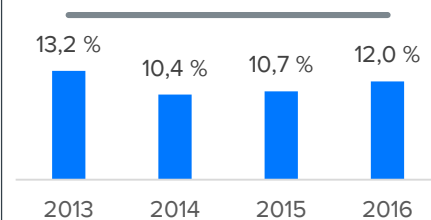
**+23 %**  
2013-2016 keskiarvo vuosikasvu



## Kannattavuus

Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI-%) yli 20 %

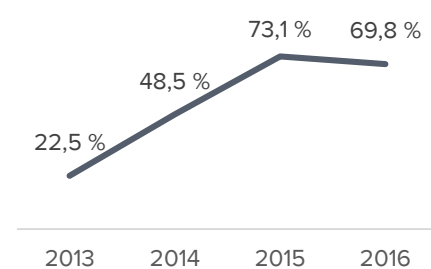
**12 %**  
Rullaava  
12kk



## Tase

Nettovelkaantumisaste <70 %

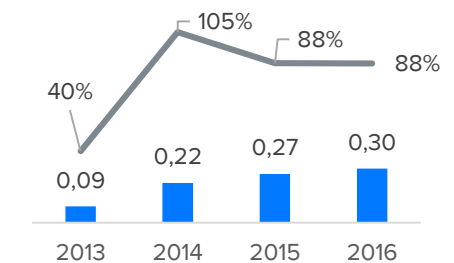
**70 %**  
2016 loppussa



## Voitonjako

Jakaa kilpailukykyistä osinkoa

**88 %**  
2016 tuloksesta



# Toimialan kehitys

## Ravintolamarkkina Suomessa

Ravintola-ala on kasvanut Suomessa vuosien 2006-2016 aikana keskimäärin hieman yli 3 % vuodessa. Kasvu on ollut selvästi bruttokansantuotteen kasvua nopeampaa johtuen ravintola-alan keskeisistä trendeistä (seuraava kappale). Kasvun ajureina ovat olleet pikaruokaravintolat & kahvilat sekä A&B segmentin ravintolat. Ravintola-alan myynti laski vuoden 2009 taantumassa ainoastaan 2 % ja ala toipui kriisistä erittäin nopeasti. Tämä on mielestämme hyvä osoitus alan defensiivisyydestä ja alla olevista kasvutrendeistä.

Talouden vaisusta suhdanteesta huolimatta ravintola-ala on pysynyt viime vuodet kasvussa. Talouden pirstyminen vuoden 2016 aikana on heijastunut selvästi myös ravintola-alaan ja liikevaihto on kasvanut ensimmäisen yhdeksän kuukauden aikana 5,3 %:lla.

## Toimialan trendit

Ravintola-ala on kasvanut yleistä BKT:n kasvua nopeammin viimeisen vuosikymmenen aikana. Kokonaisuutena Suomen ravintolamaailma on muuntautunut selkeästi eurooppalaiseen suuntaan, missä arvostus ulkona syömistä ja laadukasta ruokaa sekä juomaa kohtaan yleisesti kasvaa. Alan keskeisiä kasvutrendejä ovat:

- Ulkona ruokaileminen arkipäiväisty. Suhtautuminen ulkona ruokailua kohtaan on muuttunut selvästi Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana. Ulkona ruokailu nähdään entistä arkipäiväisempänä asiana ja ulos ruokailemaan lähtemiseen ei enää tarvita merkittävää syytä.

- Matkailun kasvu Suomessa. Ulkomaisten matkailijoiden määrä on Suomessa kasvanut selvästi viimeisen 10 vuoden aikana. Matkailijat hyödyntävät ravintolapalveluita aktiivisesti. Viimeisen kahden vuoden aikana matkailijoiden määrä on kärsinyt venäläisten matkailijoiden määrän romahduksesta.
- Kiristynyt alkoholiverotus ohjaa yhä enemmän kulutusta kotioloihin ja tällä on ollut jo pidemmän aikaa negatiivinen vaikutus ravintoloissa myytäviin alkoholimääriin.
- Kuluttajat hakevat ravintoloilta yhä enemmän elämyksiä ja digitaalisten palveluiden sekä sosiaalisen median myötä myös vaatimustaso on kohonnut. Keskekertaisuus kelpaa kuluttajille yhä harvemmin ja kuluttajat ovat valmiit maksamaan elämyksistä yhä enemmän.

Vaikka toimialalla on takanaan selkeitä kasvutrendejä, ovat alan lähivuosien näkymät melko vaatimattomat johtuen Suomen talouden vaisuista näkymistä. Odotamme alan jatkavan BKT:n kasvua nopeampaa kasvuaan, mutta johtuen talouskasvun heikkoudesta myös alan kasvu tulee jäämään historiallista kasvua matalammalle tasolle.

## Pirstaloitunut markkina

Ravintola-ala Suomessa on kokonaisuutena erittäin pirstaloitunut. Alalla oli vuonna 2016 Suomessa lähes 10 000 toimijaa. Yli 10 MEUR:n yrityksiä on Suomen markkinoilla vain muutamia kymmeniä. 97 % koko toimialan yrityksistä ovat kokoluokaltaan alle 2 MEUR:n liikevaihtoa tekeviä. Vaikka yli 10 MEUR:n liikevaihtoa tekeviä yrityksiä on alalla vain kourallinen, on

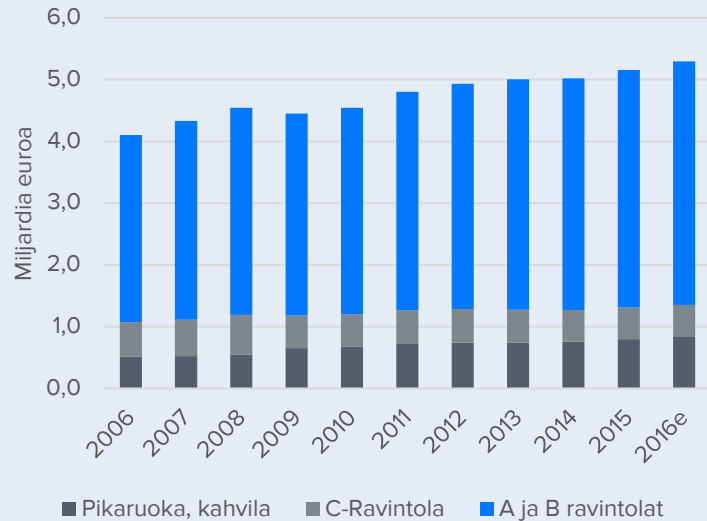
niiden osuus koko alan myynnistä lähes 30 %. Pienten toimijoiden valtavasta lukumäärästä huolimatta niiden osuus alan kokonaisymyynnistä on vain noin 50 %.

Uskomme, että ravintola-ala tulee konsolidoitumaan voimakkaasti lähivuosina. Toimialalla hallinnosta ja sisäänostoista saatavat synergiaedut ovat merkittäviä ja näin ollen konsolidaatiolle on olemassa vahvat liiketaloudelliset perusteet. Uskomme, että Restamaxin tyyppiset konseptipohjaiset lähestymistavat tulevat yleistymään alalla jatkossa, sillä se mahdollistaa alan synergiahäyötyjen saamisen ilman ravintoloiden ketjuttamista. Tähän viittaa myös se, että Restamaxin keskeisistä kilpailijoista Royal on ottanut selkeitä askelia konseptipohjaisen lähestymistavan suuntaan.

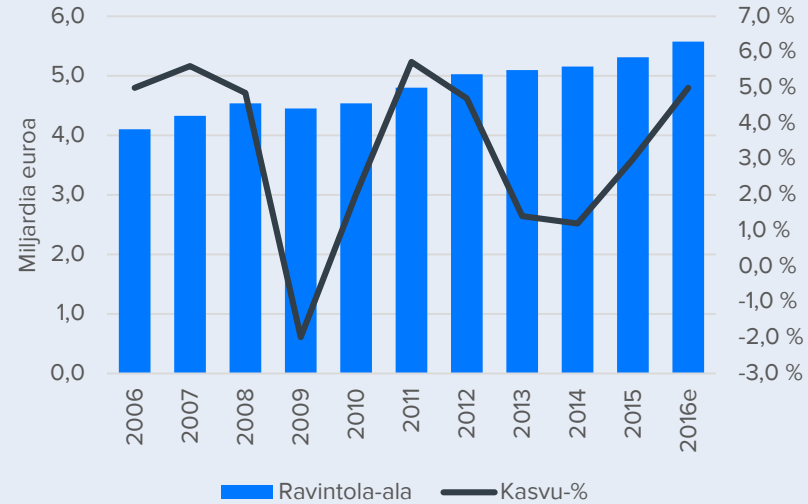
Restamaxin konseptipohjaisesta liiketoimintamallista johtuen yhtiö kilpailee käytännössä kaikkien sen markkinoilla toimivien ravintoloiden kanssa. Alan suurin toimija on S-Ryhmä, jonka ravintolatoiminnan liikevaihto oli vuonna 2015 517 MEUR. S-Ryhmällä oli 2015 lopussa 736 ravintolaa. Toiseksi suurin toimija on Restel, jonka liikevaihto oli vuonna 2015 noin 198 MEUR ja sillä on noin 240 ravintolaa. Ripeän kasvun myötä Restamax on arviomme mukaan noussut alan kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi. Muita merkittäviä toimijoita alalla ovat muun muassa Royal Ravintolat ja Kämp Group.

# Toimialan kehitys

## Ravintolamarkkinan segmenttien kehitys



## Ravintolamarkkinan kasvu



## Ravintola-alan toimijoiden lukumäärä

Kokoluokka (MEUR)	Toimijoiden lukumäärä (kpl)	Osuus alan myynnistä (-%)
Yli 40	10	20 %
10-40	20	10 %
2-10	250	20 %
Alle 2	+9000	50 %

# Ravintolat 1/4

## Liiketoimintamalli

Restamax operoi yli 120 ravintolaa Suomessa. Yhtiön toiminta perustuu konseptipohjaiseen lähestymistapaan, missä se pyrkii välttämään ketjumaista toimintamallia. Yhtiöllä on yhteensä noin 60 eri konseptia, joista noin 15 on suunniteltu monistettavaksi. Esimerkkejä monistettavista konsepteista ovat mm. American Diner, Stefan's Steakhouse ja Viihdemaailma Ilona. Ei monistettavia paikalliseksi tarkoitettuja ravintoloita ovat mm. Roast, FatLady ja Viilisika.

Konseptipohjaisessa lähestymistavassa suurimpana etuna on se, että yhtiö pystyy olemaan osana koko elämysketjua, mikä mahdollistaa suuremman markkinaosuuden saavuttamisen tietyssä kaupungissa. Esimerkiksi Tampereella yhtiöllä on kahviloita (aamiainen), lounasravintoloita, illallispaikkoja, illanviettopaikkoja (biljardisalit, pubit yms.) ja yökerhoja. Yhtiö voi myös tarjota useita kilpailevia konsepteja eri kategorioihin (esim. useita lounaspaikkoja) ja kasvattaa markkinaosuuttaan tämän kautta.

Nämä ravintolat operoivat eri brändeillä, joten kuluttaja ei itseasiassa tiedä käyvänsä saman omistajan paikoissa. Mielestämme onkin erittäin tärkeää, että yhtiö pitää Restamaxin puhtaasti pörssi-brändinä ja pois kuluttajien tietoisuudesta. Uskomme, että mikäli Restamax alkaisi korostaa ravintoloidensa kuulamista Restamax-konserniin, voisi sillä olla negatiivisia vaikutuksia kuluttajien mielikuvaan ravintoloista. Toinen merkittävä hyöty konseptipohjaisessa lähestymistavassa on yhtiön reagointikyky. Restamax voi nopeallakin aikataululla reagoida markkinoiden muutoksiin ja luoda uuden sen hetkistä kysyntää vastaavan ravintolan jollekin tietylle markkina-alueelle. Jos konsepti ei toimi, se voidaan myös tarvittaessa ajaa myös alas melko nopeasti. Historiallisesti

yhtiö on reagoinut varsin nopeasti tappiollisiin yksiköihin ja markkinan muutoksiin.

Konseptipohjaisen lähestymistavan suurimpana heikkoutena on tiettyjen skaalaetujen puuttuminen. Jokaista konseptia pitää mainostaa erikseen ja siten esimerkiksi valtakunnallinen mainostaminen on mahdotonta. Myös johtamismielessä useiden yksittäisten ravintoloiden johtaminen on ketjumaista lähestymistapaa vaikeampaa. Laajan konseptiportfolion hallinta ja jatkuva uusiutumistarve kasvattavat kuluja ja sitovat organisaation resursseja.

Konseptipohjainen lähestymistapa vaikuttaa neutraalisti esimerkiksi panimo- ja tukkusopimusten osalta, sillä yhtiö saa käytännössä samat hyödyt niistä sekä konsepti että ketjupohjaisella lähestymistavalla. Arviomme mukaan valtaosa (noin 90 %) kaikkien ravintoloiden hankinnoista menee saman hankintaputken läpi. Henkilöstöresurssien tehokkuus riippuu ennen kaikkea yhtiön alueellisesta kokoluokasta eikä niinkään konseptien määrästä. Kun yhtiöllä on tietyllä alueella riittävä määrä yksiköitä (arviomme mukaan noin 10 kpl) alkaa henkilöstötehokkuus parantua selvästi.

Mainonnan osalta yhtiö on ottanut verkossa käyttöönsä Ravintola.fi-sivuston, mihin se kerää kaikki yhtiön ravintolat ja niiden tarjoukset. Ravintola.fi-brändillä yhtiö tarjoaa myös erilaisia kanta-asiakaskortteja ja etuja kaikkiin Restamaxin ravintoloihin. Ravintola.fi on kokonaisuutena mielenkiintoinen mahdollisuus varsinkin, mikäli yhtiö päättäisi avata palvelun myös konsernin ulkopuolisille ravintoloille ja lähtisi kehittämään Ravintola.fi:stä koko Suomen kattavaa ravintolaportaalia. Tässä skenaariossa palvelun rooli muuttuisi täysin, mutta samalla

sen potentiaali myös kasvaisi merkittäväksi.

## Päämarkkina-alueet ja ravintolaverkosto

Restamaxin kotimarkkina on Suomi ja yhtiön ravintolaverkosto on maantieteellisesti melko kattava. Merkittävimmät markkina-alueet yhtiöllä ovat Tampere, Jyväskylä, pääkaupunkiseutu, Seinäjoki ja Ruka. Ravintolatoiminta on keskittynyt Etelä-Suomeen ja pohjoisessa Oulun lisäksi hiihtokeskuksiin. Maantieteellisesti tarkasteltuna yhtiö on selvästi aliedustettuna Turussa, Kuopiossa sekä Vaasassa. Myös pääkaupunkiseudulla yhtiöllä on edelleen tilaa moninkertaistaa ravintoloidensa määrää (tällä hetkellä 15 yksikköä).

Restamaxilla on tilaa laajentua selvästi myös muilla markkina-alueilla, sillä Tamperetta lukuun ottamatta markkinaosuudet ovat vielä varsin vaatimattomia. Tampereella markkinaosuus on arviomme mukaan noin 30 %, minkä kasvattamista pidämme erittäin haastavana. Kokonaisuutena uskomme, että yhtiö kykenee konseptipohjaisella liiketoimintamallilla saavuttamaan 10-20 %:n markkinaosuuden eri kaupungeissa, riippuen kaupungin kilpailuasetelmasta ja markkinan koosta. Esimerkiksi Helsingissä pidämme yli 10 %:n markkinaosuuden saavuttamista haastavana markkinan suuresta koosta johtuen. Kokonaisuutena tarkasteltaessa Restamaxin tavoittama kokonaismarkkina on noin 3,5 miljardia euroa (koko ravintolamarkkina vähennettynä pikaruoalla ja C-ravintoloilla). Kun tästä puhdistetaan pois alueet, jotka eivät ole yhtiön kannalta relevantteja, päästään arviomme mukaan noin 2,5 miljardin markkinaan. Pitkällä aikavälillä pidämme yhtiölle realistisena potentiaalina noin 300 MEUR:n liikevaihtoa eli hieman yli 10 %:n markkinaosuutta Suomessa.



# Ravintolat 2/4

## Kolme eri liiketoimintaryhmää

Restamax operoi tällä hetkellä yli 120 ravintolaa, jotka voidaan jakaa kolmeen ryhmään: Ruokaravintolat, Yökerho ja Muu viihde.

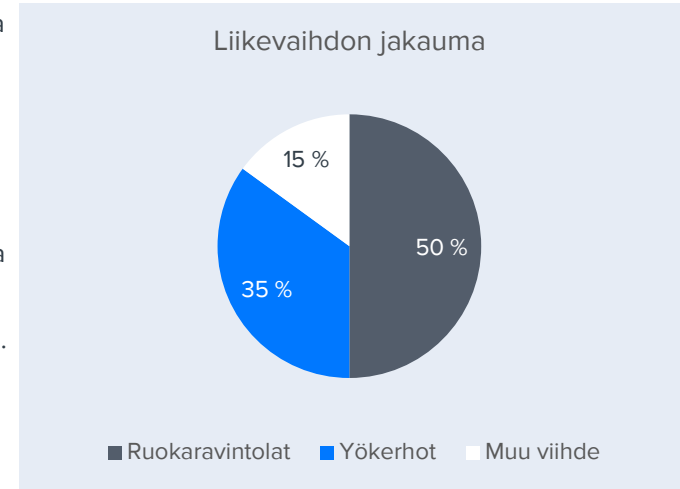
Liikevaihdolla mitattuna Ravintolaliiketoiminnan suurin ryhmä on Ruokaravintolat. Vuonna 2016 sen osuus yhtiön liikevaihdosta tulee arviomme mukaan olemaan noin 50 %. Yhtiöllä on eri puolilla Suomea yli 70 ruokaravintolaa. Ravintolat ovat asemoituneet laajasti eri hintaluokkiin aina ”fine diningista” ”fast casualiin”. Yhtiön kohdemarkkina ruokaravintoloissa on ”fast casual” ja ”upper quality dining” välinen alue, emmekä usko yhtiön olevan kiinnostunut laajentamaan ”fine dining” puolelle johtuen sen haastavasta ansaintalogiikasta. Emme myöskään usko yhtiön olevan kiinnostunut laajentamaan pikaruokaloihin johtuen niiden erilaisesta liiketoimintamallista.

Yhtiön brändejä ovat ruokaravintoloissa mm. Beef King, Bella Roma, Classic Diner, Stefan’s Steakhouse, Food Park & Daddy’s Diner. Ruokaravintolat ovat tyypillisesti auki suuren osan viikosta ja myös päivän sisällä ne ovat auki yleensä lounaasta myöhään iltaan. Näin ollen niiden käyttöasteet ovat melko korkeita. Ruokaravintolat sitovat suhteessa enemmän henkilöstöresursseja ja niiden materiaalikate on yökerhoja heikompi. Näin ollen ruokaravintoloiden liikevoittomarginaalit ovat tyypillisesti yökerholiiketoimintaa heikompia, mutta vastaavasti myös riskiprofiili on selvästi matalampi. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että ruokaravintoloissa markkina-alueen voitot jakautuvat tasaisemmin useiden eri toimijoiden kesken.

Yökerhot ovat Restamaxin toiseksi suurin liiketoiminta ja niiden osuus Ravintolat-segmentin liikevaihdosta on vuonna 2016 arviomme mukaan noin 35 %. Yhtiöllä on yli 20 yökerhoa eri puolilla Suomea ja yhtiön yökerhobrändejä ovat mm. Fat Lady, Escape, Ilona, London ja The Circus. Yökerhojen puolella kannattavuusjakauma hyvien ja huonojen yökerhojen välillä on erittäin suuri. Yökerhot ovat auki vain rajallisen ajan joka viikko ja myös päivän sisällä niiden myynti keskittyy muutamien tunteihin puolen yön molemmille puolille. Näin ollen niiden käyttöasteet ovat varsin matalia ja tämän kautta hyvin herkkiä kysynnän muutoksille. Parhaimmillaan yökerholiiketoiminta on erittäin kannattavaa johtuen korkeasta materiaalikatteesta ja tehokkaasti kysynnän kasvun mukana skaalautuvista kiinteistä kuluista. Yökerhoissa kaupungin kaksi parasta yökerhoa ovat lähtökohtaisesti aina erittäin kannattavia ja myös kolmanneksi suosituimmalla paikalla on edellytykset hyvään tulokseen. Rajoitetusta käyttöasteesta ja kiinteästä kulumassasta johtuen on top-3 yökerhojen ulkopuolisilla toimijoilla vaikea enää saavuttaa erinomaisia marginaaleja ilman erikoistumista. Tästä Helsinki on kokoluokkansa vuoksi Suomessa selkeä poikkeus.

Muu viihde -ryhmän osuus yhtiön liikevaihdosta on kuluvana vuonna arviomme mukaan noin 15 %. Tähän ryhmään kuuluvat mm. pubit, biljardiravintolat ja muut viihderavintolat. Yhtiön brändejä ovat mm. Alepub, Passion, Galaxie Center ja Henry’s Pub. Muu viihde ravintoloiden käyttöaste on lähtökohtaisesti korkea - ravintolat ovat auki lähes koko viikon ja usein varsin aikaisesta aamusta myöhään iltaan. Tässä segmentissä keskiostos on hyvin matala, mutta samalla vaadittavat henkilöstöresurssit ovat

erittäin vähäiset. Keskimääräinen kannattavuustaso on arviomme mukaan ruokaravintoloita korkeampi, mutta yökerhoja matalampi ja riskiprofiili kaikista yhtiön ravintolatyypeistä matalin.



## Eri linjojen liiketoimintalogiikkaa

	Yökerho	Ruoka	Muu Viihde
Materiaalikate	75-85%	65-75%	70-80%
Kiinteät kulut	35-45%	30-40%	25-30%
Käytettävyys (aukioloaika)	Matala	Korkea	Korkea
Herkyys käyttöasteelle	Suuri	Maltillinen	Matala
Elinikä	4-7v	5-10v	5-10v
Tulopotentiali	Korkea	Kohtuullinen	Kohtuullinen
Riskiprofiili	Korkea	Maltillinen	Matala



# Ravintolat 3/4

## Vähemmistöt

Restamaxilla oli 2016 lopussa yli 20 tytäryhtiötä, jossa sillä on mukana vähemmistöomistajia. Näistä merkittävimmät ovat Gastromax, Tunturimax, Hernesaarenranta ja Stefan's Stakehouse ravintolat. Vähemmistöomistukset ovat syntyneet pääosin yrityskauppojen kautta ja vähemmistöomistajarakenteen tarkoituksena on sitouttaa ostettujen liiketoimintojen myyjät Restamaxiin ja toiminnan jatkuvuuteen. Vähemmistöomistajien osuudet vaihtelevat 10-40 %:n välillä ja tyypillisesti ne ovat 20 %:n molemmin puolin. Lähtökohtaisesti pidämme vähemmistöomistajat lähestymistapaa järkevänä, sillä se pienentää operatiivisen johtamisen tarvetta Restamaxin osalta ja toisaalta antaa entisen omistajan osaamisen yhtiön käyttöön. Ongelmana mallissa ovat tilanteet, jossa kohteen toiminta ei vastaa odotuksia, ja missä syntyy merkittäviä näkemyseroja Restamaxin ja vähemmistöomistajan välille. Näissä skenaarioissa osakassopimus mahdollistaa käsityksemme mukaan vähemmistöomistajan lunastamisen.

Laskelmiemme mukaan kaikki osakkuusyhtiöt vastaavat noin 40 %:sta koko Ravintolat-divisioonan liikevaihdosta ja näin ollen niiden merkitys on yhtiön kannalta oleellinen. Vuonna 2016 Restamaxin raportoima vähemmistöomistajille kuuluva erä oli -0,3 MEUR, eli kääntäen sen osakkuusyhtiöt ovat tehneet yhteensä pientä nettotulosta. Yhtiöllä on viime vuosina ollut ongelmia muutamien suurempien yksiköiden kanssa (Gastromax ja Priima), joiden tappiot ovat heikentäneet koko konsernin tulosta ja painaneet vähemmistölle kuuluvaa tulososuutta. Muutaman

ongelmayksikön tappioilla oikaistuna vähemmistöomistus ravintoloiden pitäisi näkemyksemme mukaan ylittää noin 10 %:n liikevoittomarginaaliin. Vähemmistöomistajien osuus tulee arviomme mukaan olemaan nykyisellä rakenteella hieman alle miljoona euroa lähivuosina.

## Kulurakenne

Sijoittajan kannalta Ravintolat toiminnan seuraamisessa keskeisiä tunnuslukuja ovat materiaalikate-% ja henkilöstökulu-%. Materiaalikate kertoo yhtiön sisään ostaman tavaran myyntikatetasosta ja siihen vaikuttaa merkittävästi yhtiön oma skaala (sisäänostot), myyntimix ja talouden suhdanne. Materiaalikate oli 2016 74,6 % ja se on pysynyt vakaana 74-75 %:n välillä 2010-2016 aikana. Materiaalikate on mielestämme vahvalla tasolla emmekä näe siinä oleellista nousuvaraa nykytasolta. Tuleva nousuvara perustuukin entistä enemmän yhtiön kasvavaan mittakaavaan ja tämän kautta paraneviin ostoehtoihin. Ostoehtojen alennukset voivat olla hyvinkin merkittäviä ja esimerkiksi vuoden 2014 alusta voimaan tullut panimosopimus Hartwallin kanssa laskee laskelmiemme mukaan panimotuotteiden hankintakuluja noin 8 %:lla.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2016 28,1 %. Taso on yhtiön lähihistorian paras ja se on parantunut tasaisesti yhtiön mittakaavan kasvaessa ja Smile Henkilöstöpalvelun lisääntyneellä yhteistyöllä. Pidämme nykyistä noin 28 %:n tasoa erinomaisena ja sitä on vaikea parantaa.

Ravintoloissa kulurakenteen skaalautuvuus nojaa ennen kaikkea liiketoiminnan muihin kuluihin, joissa näemme jonkin verran skaalautuvuutta liiketoiminnan kokoluokan

kasvaessa. Kokonaisuutena segmentin yli 15 %:n käyttökate-marginaali on kuitenkin erittäin vahva ja toimialan parhaimmistoa. Tämän takia tuloskasvu nojaakin yhä enenemissä määrin liikevaihdon kasvun jatkumiseen.

Kannattavuuden mittaamisessa suosimme lähivuosien ennusteiden osalta käyttökate-marginaalia liikevoittomarginaaliin sijaan johtuen ylisuurista poistoista. Restamax on viime vuosina investoinut voimakkaasti ja Ravintolat-segmentin vuotuiset poistot ovat noin 9 MEUR tällä hetkellä. Arviomme mukaan segmentin ylläpitoinvestoinnit ovat noin 5 MEUR vuodessa, joten poistomassa on tällä hetkellä lähes kaksinkertainen normaaliin tasoon nähden.

Keskeisenä selittävänä tekijänä ylisuuren poistotason taustalla on nopea poistoaikataulu. Restamax poistaa ravintolat keskimäärin noin 5-6 vuodessa, kun ravintoloiden keskimääräinen elinikä on noin 7-9 vuotta. Näin ollen tuloslaskelman kautta tarkasteltuna Ravintolat tekevät parasta liikevoittoaan elinkaarensa loppupuolella, kun poistot ovat loppuneet. Ravintolat-liiketoiminta pysyy arviomme mukaan selvällä kasvu-uralla lähivuodet ja näin ollen poistomassa pysyy normalisoitua tasoa suurempana lähivuosina. Näin ollen käyttökateen kehityksen seuraaminen on sijoittajien kannalta järkevää lähivuosina. Arviomme mukaan suhteellinen poistotaso saavutti huippunsa 2016 ja laskee asteittain tulevina vuosina. Näin ollen divisioonan liikevoittotason pitäisi tästä eteenpäin parantua vivulla suhteessa käyttökatteeseen. Mikäli poistotaso ei laske, kasvattaa se riskiä kasvun kannattavuudesta. Vuosina 2012-2016 yhtiö ei ole tehnyt oleellisia alaskirjauksia ravintoloista, mikä pienentää huolia tähän liittyen.

# Ravintolat 4/4

## Ennusteet

Odotamme Ravintolat-segmentin jatkavan voimakasta kasvuaan myös lähivuosina. Kasvu tulee painottumaan yrityskauppoihin ja uskomme Restamaxin olevan hyvin valikoiva uusien ravintola-avaustensa kanssa, sillä ne kasvattavat alan kapasiteettia. Yrityskaupoilla uskomme yhtiön jatkavan markkinaosuutensa vahvistamista useilla nykyisillä markkina-alueilla (mm. pääkaupunkiseutu, Oulu ja Levi) ja pyrkivän laajenemaan myös täysin uusille alueille (mm. Vaasa).

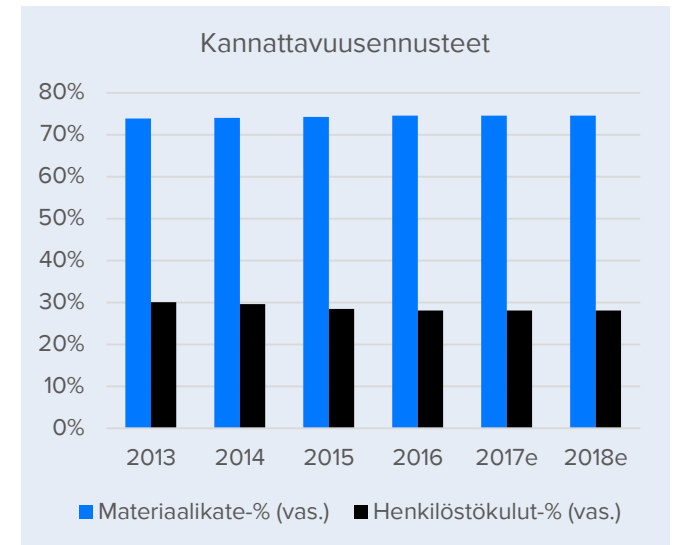
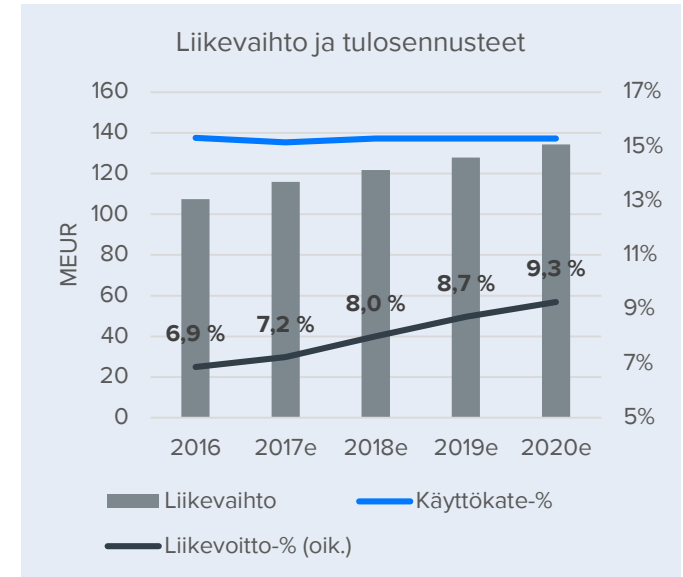
Yrityskaupoissa pidämme pieniä täydentäviä ostoksia todennäköisimpänä polkuna. Silloin yhtiö hankkii enemmistön (tyypillisesti 60-90 %) kohdeyhtiöstä ja entinen omistaja motivoidaan johtamaan liiketoimintaa vähemmistöomistuksella. Isommat yrityskaupat (liikevaihto +20 MEUR) ovat myös mahdollisia, mutta potentiaalisten kohteiden pieni lukumäärä Suomessa rajoittaa niiden todennäköisyyttä. Ulkomaille laajentumista emme ole toistaiseksi huomioineet ennusteissamme ollenkaan, koska yhtiö ei ole kertonut tarkempia suunnitelmia tämän suhteen. Tämä on myös keskeinen selittävä tekijä ennusteidemme ja yhtiön omien taloudellisten tavoitteiden välillä. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö tulee laajentumaan ulkomaille vielä ennen nykyisen strategiakauden päätöstä (2016-2018).

Ennustamme Ravintolaliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 8 %:lla 116 MEUR:oon toteutetuista yrityskaupoista ja uusista ravintola-avauksista johtuen. Odotamme myös markkinan varovaisen piristymisen tukevan hieman yhtiön myyntiä.

Käyttökatemarginaali säilyy ennusteessamme edellisvuoden vahvalla noin 15 %:n tasolla. Kannattavuutta painaa alkuvuonna hieman muutaman isomman yksikön remontit (mm. Namu Helsinki), mikä hautaa alleen pienen tehokkuusparannuksen liiketoiminnan muissa kuluissa. Liikevoitto paranee ennusteissamme käyttökate nopeammin 8,4 MEUR:oon (2016: 7,4 MEUR) ja liikevoittomarginaali paranee 7,2 %:iin (2016: 6,9 %). Liikevoittoparannuksen taustalla on suhteellisen poistotason supistuminen.

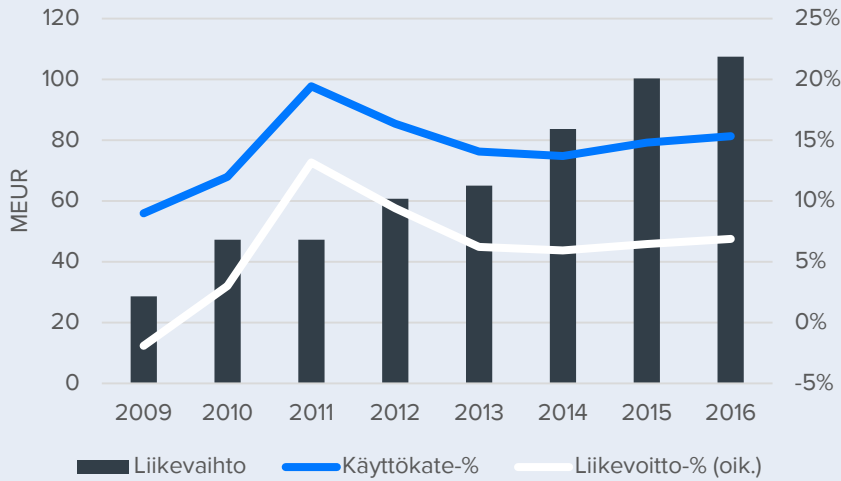
Odotamme segmentin liikevaihdon pysyvän selvässä kasvussa myös tulevina vuosina. Ennustamme kasvun olevan 5 % vuodessa, mikä heijastelee rajallista uusperustantaa sekä markkinan muutaman prosentin kasvua. Yhtiö tulee suurella todennäköisyydellä jatkamaan aggressiivista laajentumistaan yrityskaupoilla, mutta emme ota näitä huomioon ennusteissamme johtuen yritysostoihin liittyvästä epävarmuudesta.

Käyttökatemarginaali pysyy hyvällä hieman yli 15 %:n tasolla emmekä näe kasvuennusteidemme parantavan yhtiön skaalaetuja oleellisesti. Segmentin liikevoitto paranee kuitenkin merkittävästi, kun ylisuuri poistomassa sulaa pois ja liikevoittotaso normalisoituu. Ennustamme liikevoiton parantuvan noin 0,5 %:lla vuodessa ja nousevan hieman yli 9 %:iin 2020 mennessä. Pidämme tätä noin 9 %:n tasoa yhtiön liiketoiminnan täyden potentiaalilin mukaisena tasona. Tulostavien realisoitumisesta johtuen ennustamme liikevoiton paranevan keskimäärin 14 %:lla vuodessa.



# Ravintolat yhteenveto

## Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



## Yhtiön brändejä



Lähde: Inderes, Restamax

## Ketjumallin ja konseptimallin erot

	Ketjumalli	Konseptimalli
<b>Skaalaeut sisäänostoissa</b>	Merkittävät	Riippuu emoyhtiön koosta
<b>Markkinointi</b>	Voidaan toteuttaa valtakunnallisesti suuremmin resurssein	Paikallisesti rajallisin resurssein
<b>Reagointinopeus</b>	Isot muutokset tapahtuvat hitaasti	Yksittäiseen ravintolaan voidaan tehdä nopeitakin muutoksia
<b>Maineriski</b>	Koko ketju altis maineriskille	Riski koskee aina yksittäistä ravintolaa
<b>Kulut</b>	Kulurakenne lähtökohtaisesti matalampi	Yksittäinen ravintola suhteellisesti kalliimpi kuin ketju
<b>Markkinaosuuspotentiaali</b>	Rajallinen	Mahdollistaa korkeankin markkinaosuuden
<b>Kannattavuuspotentiaali</b>	Onnistuessaan ketjutoiminta konseptia kannattavampi	Mahdollisuus hyvään kannattavuuteen skaalan myötä
<b>Riskiprofiili</b>	Kohtuullinen	Ketjutoimintaa matalampi

## Toiminta-alueet ja markkina-asema



Alue	Asema*
Tampere	# 1
Jyväskylä	# 1
Pääkaupunkiseutu	# 4-5
Joensuu	# 1
Ruka	# 1
Oulu	# 3
Seinäjoki	# 1

\* Inderesin arvio

# Ravintolat ennusteet

MEUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	15,6	28,6	47,3	60,8	65,0	83,7	100,3	107,5	116,0	121,8	127,9	134,3
Kasvu-%	35 %	83 %	65 %	28 %	7 %	29 %	20 %	7 %	8 %	5 %	5 %	5 %
Käyttökate	1,5	3,5	9,2	9,9	9,1	11,5	14,8	16,5	17,6	18,6	19,6	20,1
Käyttökate-%	9,0 %	12,0 %	19,4 %	0,2	14,1 %	13,7 %	14,8 %	15,3 %	15,2 %	15,3 %	15,3 %	15,0 %
Poistot	-1,8	-3,4	-3,0	-4,2	-5,1	-6,6	-8,3	-9,1	-9,2	-8,9	-8,7	-8,3
Liikevoitto	-0,3	0,9	6,2	5,7	4,1	5,0	6,5	7,4	8,4	9,7	10,9	11,8
Liikevoitto-% (oik.)	-1,9 %	3,0 %	13,2 %	9,4 %	6,2 %	5,9 %	6,5 %	6,9 %	7,2 %	8,0 %	8,5 %	8,8 %
Materiaalikate-% (vas.)		74,6 %	75,0 %	74,3 %	73,9 %	74,0 %	74,3 %	74,6 %	74,6 %	74,6 %	74,6 %	74,6 %
Henkilöstökulut-% (vas.)		29,8 %	28,6 %	29,6 %	30,1 %	29,6 %	28,5 %	28,1 %	28,1 %	28,1 %	28,1 %	28,1 %
Poistot/liikevaihto-%	-11,3 %	-11,9 %	-6,3 %	-6,9 %	-7,8 %	-7,8 %	-8,3 %	-8,4 %	-7,9 %	-7,3 %	-6,8 %	-6,2 %

# Smile (Henkilöstövuokraus) 1/2

## Tukifunktiosta oikeaksi liiketoiminnaksi

Smile Henkilöstöpalvelut Oy on Restamaxin tytäryhtiö, jonka kautta konserni tarjoaa henkilöstövuokrauspalveluja. Smile Henkilöstöpalvelut on yksi Suomen suurimmista HoReCa-alan henkilöstöpalveluja tarjoavista yrityksistä ja HoReCan osuus yhtiön liikevaihdosta on arviomme mukaan 70-80 %. Yhtiön muita toimialoja ovat mm. teollisuus, rakentaminen, lääkärit ja kauppa. Yhtiön henkilöstöpankissa on yli 2 000 työntekijää. Restamax omistaa Smilestä 93 % (lopun toimitusjohtajalla ja sijoittajilla). Henkilöstövuokrausliiketoimintaa johdetaan täysin itsenäisenä yhtiönä ja sen toimitusjohtaja vastaa suoraan Restamax-konsernille.

Restamax laajensi Henkilöstövuokraukseen 2014 ostamalla Staff Invest Oy:n liiketoiminnan. Ostettavan liiketoiminnan liikevaihto 31.7.2014 päättyneeltä tilikaudelta oli 16,6 MEUR ja käyttökate noin 14 % tai 2,3 MEUR. Restamax on ollut Staff Investin merkittävin asiakas ja sen osuus yhtiön liikevaihdosta on ollut yli puolet. Loput asiakkaat ovat pääosin ravintola-alan yrityksiä. Kauppa oli niin sanottu lähipiirikauppa, sillä myyjänä oli useita Restamaxin hallituksen jäseniä ja merkittäviä omistajia. Restamax maksoi Staff Invest Oy:stä 7,0 MEUR ja 1,9 MEUR:n lisäkauppahinnan. Kaupan EV/EBITDA-kerroin oli näin ollen 4,3x ja EV/Sales 0,5x. Kertoimien osalta kaupan hinnoittelu vaikuttaa kohtuulliselta, kun huomioidaan ostettavan liiketoiminnan vahva historiallinen tulokunto (EBITDA-% 2011-2014 keskimäärin 14 %) ja liiketoiminnan defensiivinen luonne.

Smilen taloudellinen kehitys on ollut erittäin vahvaa sen hankinnasta alkaen ja laskelmiemme mukaan Restamax on investoinut liiketoimintaan kokonaisuutena noin 12 MEUR. Liiketoiminnan

arvo on tällä hetkellä selvästi tätä korkeampi (sivu 22) ja mielestämme on selvää, että matalilla arvostuskertoimilla toteutetut yrityskaupat ovat luoneet omistaja-arvoa.

Strategisessa mielessä suhtaudumme henkilöstövuokraukseen laajentumiseen neutraalisti. Henkilöstövuokrauksella on näkemyksemme mukaan vain rajalliset synergiat perinteisen ravintolatoiminnan kanssa ja toinen liiketoimintasegmentti vie myös yhtiön johdon fokusta pois itse ydinliiketoiminnan kehittämisestä. Lisäksi Smilen kasvu sitoo käyttöpääomaa ja tämä tulee muutaman vuoden kuluessa nostamaan konsernin käyttöpääoman positiiviseksi. Tämä tulee asettamaan rajoitteita yhtiön kasville ja voitonjaolle. Näkemyksemme mukaan arvoketjussa vertikaalinen laajentuminen heikentää myös läpinäkyvyyttä ja vaikuttaa näkemyksemme mukaan negatiivisesti yhtiön hyväksyttävään arvostustasoon.

## Strategia

Smile on laajentunut aggressiivisesti koko toimintansa ajan. Yhtiö on laajentanut maantieteellistä ja toimialapeittoaan useilla yrityskaupoilla ja lisäksi yhtiö on tehnyt merkittäviä etupainotteisia investointeja liiketoiminnan kasvuun (mm. myyntiorganisaatioon). Lisäksi kasvua on tukenut markkinan vahva orgaaninen kasvu. Kasvunostukset ovat tuottaneet tulosta ja liiketoiminta on kasvanut nopeasti merkittäväksi osaksi konsernia. Liikevaihto oli 2016 34 MEUR, josta Restamaxin osuus oli enää kolmannes. Käyttökate on ollut noin 10 %:n tasolla.

Restamaxin tavoitteena on kasvattaa Henkilöstövuokrausliiketoimintaa merkittävästi nykyisestä. Kasvua haetaan kasvattamalla maantieteellistä peittoa HoReCa-sektorin ympärillä ja laajentamalla uusille toimialoille.

Uskomme, että yhtiö hakee kasvua sekä orgaanisesti ja yritysostoin, sillä esimerkiksi maantieteellinen laajentuminen on tällä toimialalla yleensä helpompi tehdä yritysostoin. Uskomme yhtiön etsivän etenkin pieniä paikallisia ostokohteita, jossa ostettavalla yhtiöllä on vahva läsnäolo tietyllä maantieteellisellä alueella. Arviomme mukaan pitkällä aikavälillä yhtiön tavoitteena on saavuttaa koko maanlaajuinen peitto ja kattaa ravintola-alan lisäksi useita muita toimialoja.

## Markkina Suomessa

Henkilöstövuokrausmarkkina on viimeisen kuuden vuoden aikana kasvanut keskimäärin noin 7 % vuodessa ja markkinan koko oli vuonna 2015 arviomme mukaan noin 1,7 miljardia euroa. Henkilöstövuokraus on alana edelleen varsin nuori ja sen osuus koko Suomen työvoimasta on edelleen vain hieman yli prosentti. Suomi on tässä selvästi Eurooppaa jäljessä ja Euroopan keskimääräinen taso vuokratyövoiman käytössä on noin 2 %. Eroa selittää arviomme mukaan ennen kaikkea lainsäädännölliset tekijät.

Kokonaisuutena henkilöstövuokraus on mielestämme selkeä kasvuala ja työelämän rakenteellisista muutoksista johtuen uskomme sen kasvavan lähivuosina selvästi kansantaloutta nopeammin. Näkemyksemme mukaan markkinalla on lähivuosina edellytykset kasvaa 5-10 % vuodessa. Henkilöstövuokrausmarkkina Suomessa erittäin pirstaloitunut ja viiden suurimman toimijan markkinaosuus kokonaismarkkinasta on vain noin neljännes. Suurimpia toimijoita alalla ovat Barona, StaffPoint ja VMP. Iso osa alan suurista toimijoista on pääomasijoittajien omistuksessa. Alalla saatavat skaalaedut ovat merkittäviä ja odotamme alan konsolidaation jatkuvan vilkkaana myös tulevina vuosina.

# Smile (Henkilöstövuokraus) 2/2

## Ennusteet

Ennustamme Smilen liikevaihdon jatkavan ripeää kasvuaan lähivuosina. Kuluvan vuoden liikevaihtoa nostavat vuoden 2016 aikana toteutetut yrityskaupat (TOR ja MMS), Holiday Club sopimuksen nousu täyteen volyyymiinsa sekä vahva orgaaninen kasvu. Käsityksemme mukaan Smile on vasta vuoden 2016 aikana saanut pystyyn kunnollisen myyntiorganisaation ja tämän pitäisi tukea yhtiön myyntiä selvästi kuluvan vuoden aikana.

Ennustamme 2017 liikevaihdon kasvavan 27 %:lla 43 MEUR:oon. Tästä kasvusta Restamaxin ostojen kasvu näyttelee vain pientä osaa (+10 %) ja Restamaxin ulkopuolinen liikevaihto kasvaa noin 40 %:lla. Vuoden lopussa Restamaxin osuus Smilen liikevaihdosta on laskelmiemme mukaan noin neljännes. Käyttökate pysyy kohtuullisella hieman yli 10 %:n tasolla, kun etupainotteiset kasvuinvestoinnit (rekrytoinnit) painavat kannattavuutta. EBIT-% jää vaisuksi (2017e: 6,3 %) johtuen yrityskaupoista syntyneistä aineettomista poistoista. Yhtiön vuotuinen investointitarve on erittäin matala (muutama satatuhatta) ja näin ollen poistotaso tulee laskemaan selvästi lähivuosina.

2018-2020 välillä ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 13 %:lla. Ripeää kasvuvauhtia tukevat yhtiön laajentuminen uusille toimialoille, maantieteellisen peiton laajentuminen ja markkinan vahva kasvu. Fokus tulee olemaan liikevaihdon kasvattamisessa - käyttökate jää katsauskaudella 10-11 %:n tuntumaan ja alle yhtiön potentiaalisen tason. Arviomme mukaan potentiaalinen käyttökate olisi 12-13 %, mutta tämän saavuttaminen vaatisi kasvupanostusten hidastumista. Liikevoittomarginaali nousee kuitenkin selvästi, kun poistotaso supistuu.

Liikevoittomarginaali nousee asteittain noin 9 %:iin vuoteen 2020 mennessä.

## Henkilöstövuokrauksen arvo

Smile on edelleen pieni toimija Suomen henkilöstövuokrausmarkkinoilla ja pääosa sen liikevaihdosta tulee HoReCa-puolelta. Lisäksi Restamax on edelleen sen suurin asiakas, mikä painaa yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Smilen liiketoiminnan kaltaista, vähän pääomaa sitovaa liiketoimintaa tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella EV/EBITDA-sekä EV/S-kertoimien kautta. Suomessa ei ole listattu henkilöstövuokraukseen erikoistuneita toimijoita, joten arvostustasolle pitää hakea tukea ulkomaisesta verrokkiryhmästä. Laajan verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimet ovat lähivuosille 8-10x tasolla ja vastaavat EV/S-kertoimet noin 0,5x tasolla.

Annamme arvonmäärityksessämme 50/50 painotuksen EV/S ja EV/EBITDA-kertoimille ja käytämme molemmista luvuista 2016-2018 keskiarvoja (sivu 24). Sovellamme Smilen arvoon myös -15 % alennusta johtuen pienestä kokoluokasta. Näin saamme yhtiön arvoksi 27 MEUR, joka vastaa EV/EBITDA kerrointa 8x 2016 tuloksella ja 6x 2017 ennusteella. Tulospohjainen alennus suhteessa verrokkiryhmään on noin 30 %:n tasolla, mitä pidämme perusteltuna. Volyymipohjaisilla EV/S-kertoimilla Smileä hinnoitellaan noin 25 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään johtuen yhtiön verrokkiryhmää selvästi paremmasta kannattavuudesta.

Näkemyksemme mukaan Smilen hyväksyttävät kertoimet nousevat asteittain liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa, tulosparannuksen realisoituessa alariville ja yhtiön toimialahajautuksen parantuessa. Mikäli yhtiö

yltää tulosennusteidemme mukaiseen kehitykseen tulevina vuosina, olisi yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso 30-40 MEUR:n välillä.

Alalla tehdyistä yrityskaupoista on saatavilla hyvin rajallisesti luotettavaa tietoa, mutta käsityksemme mukaan alan viimeaikaiset kauppahinnat ovat olleet EV/EBITDA 4-10x tasolla, riippuen pitkälti ostokohteen kokoluokasta ja laadusta. Myös tässä suhteessa arviomme mukaiset tulos pohjaiset kertoimet 8x ja 6x ovat hyvin perusteltavissa.

## Pitkällä aikavälillä 1 + 1 < 2

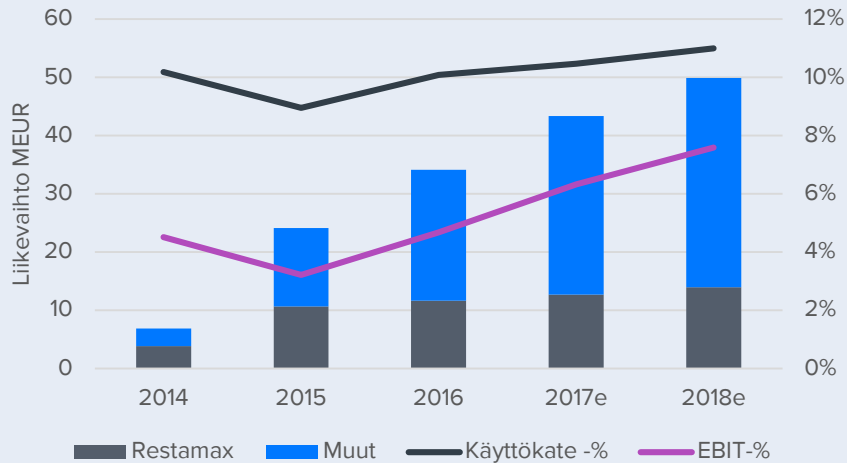
Pidemmällä aikavälillä Smilen rooli osana Restamax-konsernia on mielestämme kyseenalainen. Näkemyksemme mukaan Restamaxin nykyinen arvostustaso ei täysimääräisesti heijastele Smilen arvoa johtuen heikentyneestä läpinäkyvyydestä ja rajallisista synergioista. Parin vuoden tähtäimellä tapahtuva käyttöpääoman kääntymisen negatiiviseksi on myös konsernin kannalta ongelmallista ja arviomme mukaan sijoittajien kannalta paras ratkaisu olisi keskipitkällä aikavälillä irrottaa Smile Restamaxista.

Mahdollisia skenaariota arvon realisoimiseksi ovat mm. yhteisyrityksen muodostaminen tai täysi divestointi. Yhteisyritysskenaariossa Restamax voisi esimerkiksi muodostaa 50/50 yhteisyrityksen toisen vastaavankokoisen toimijan kanssa. Tässä skenaariossa Smile rahoittaisi jatkossa itse itsensä oman taseensa kautta ja Restamax keskittyisi Ravintolat-segmenttiin säilyttäen samalla Smilen arvonnousupotentiaalin osakkuusyhtiön kautta. Myynti teolliselle ostajalle taas vapauttaisi merkittävästi pääomia, millä voitaisiin kiihdyttää Ravintolat-segmentin kasvua.

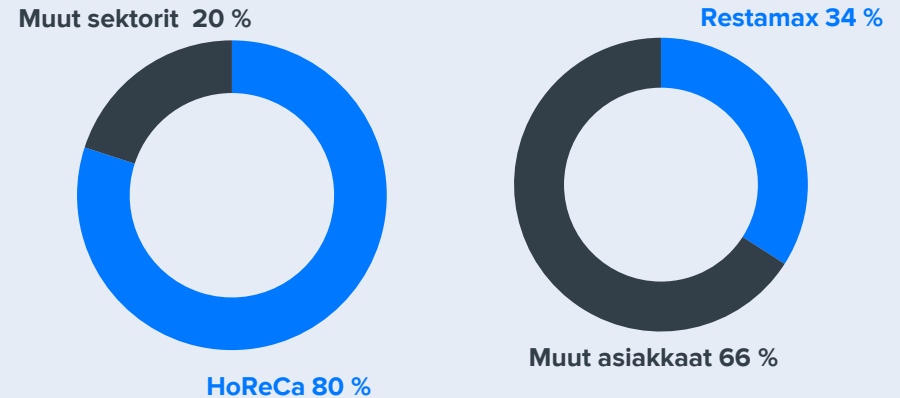


# Smile (Henkilöstövuokraus) yhteenveto

## Liikevaihto, EBITDA-% ja EBIT-%



## Liikevaihdon jakauma 2016



Inderes ennuste

## Smilen tulosenusteet

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	6,83	24,1	34,1	43,4	49,9	56,4	62,0
Restamax	3,8	10,6	11,6	12,7	14,0	15,2	16,1
Muut	3,0	13,5	22,5	30,7	35,9	41,2	45,9
EBITDA	0,7	2,2	3,4	4,5	5,5	6,2	6,8
EBITDA-%	10,2 %	9,0 %	10,1 %	10,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Poistot	0,4	1,4	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5
EBIT	0,3	0,8	1,6	2,7	3,8	4,6	5,3
EBIT-%	4,5 %	3,2 %	4,7 %	6,3 %	7,6 %	8,2 %	8,6 %

# Smilen arvostus

## Smilen verrokkiryhmä

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	
Manpowergroup	6 930	7 241	9,2	8,6	7,9	10,6	9,5	8,5	0,5	0,4	
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	
Cross country Healthcare	477	510	10,9	10,3	8,3	15,0	13,4	10,4	0,6	0,6	
Hackett Group	564	551	12,1	10,8	10,1	16,1	14,5	-	1,9	1,8	
Franklin Covey	235	269	30,0	23,9	13,3	-	246,6	16,0	1,5	1,4	
Big Staffing	124	148	6,5	5,9	6,0	-	-	-	0,5	0,6	
CEB	2 561	3 301	14,5	13,8	12,8	23,0	21,7	-	3,2	3,4	
Trueblue	1 131	1 233	10,0	9,4	8,5	14,4	13,4	12,4	0,6	0,5	
Kforce	663	777	10,7	9,8	9,2	13,1	12,1	11,2	0,6	0,6	
Hays	2 869	2 809	11,1	10,2	9,8	12,2	11,3	10,8	0,5	0,5	
Sthree	503	490	8,9	8,4	7,4	10,7	10,0	8,5	0,4	0,4	
Groupe Crit	864	937	7,6	6,8	5,9	9,0	8,0	7,0	0,6	0,4	
Adecco Group	11 938	12 882	9,8	9,4	9,0	11,2	10,4	9,8	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	
Poolia	27	25	6,8	6,4	5,0	7,8	7,0	5,4	0,4	0,3	
SJR in Scandinavia	44	40	9,5	9,0	8,4	10,1	9,2	8,8	1,0	1,0	
Staffline Group	398	444	9,2	8,2	8,0	9,9	9,2	8,9	0,4	0,4	
<b>Mediaani</b>	<b>663</b>	<b>777</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>0,60</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Smile EV</b>			<b>33,2</b>	<b>41,5</b>	<b>45,7</b>	<b>18,0</b>	<b>28,5</b>	<b>37,2</b>	<b>20,5</b>	<b>21,8</b>	<b>24,2</b>

## Smilen arvo

	EV	Painoarvo	
Keskiarvo EV/EBITDA 16-18	40,1	50 %	20,1
Keskiarvo EV/EBIT 16-18	27,9	0 %	0
Keskiarvo EV/S 16-18	22,1	50 %	11,1
<b>Yhteensä (MEUR):</b>			<b>31,1</b>
<b>Hyväksyttävä alennus</b>			<b>-15 %</b>
<b>Smilen käypä arvo (MEUR)</b>			<b>26,5</b>

### Smilen kertoimet 26,5 MEUR arvostuksella

EV/EBITDA 16	7,7
EV/EBITDA 17	5,8
EV/S 16	0,78
EV/S 17	0,61



# Taloudellinen tilanne

## Kokonaisuutena vahva taloudellinen tilanne

Restamaxin liiketoiminta sitoo itsessään vain vähän pääomaa ja valtaosa yhtiön taseen pääomista on sidottu yrityskaupoista syntyneeseen aineettomaan omaisuuteen. Yhtiön taseen loppusumma oli 2016 lopussa 97,7 MEUR, mistä aineettomien hyödykkeiden osuus oli 47,4 MEUR. Tämä aineeton varallisuus sisältää mm. yrityskaupoista syntyneitä liikearvoja ja tavaramerkkejä. Emme pidä liikearvoon liittyviä alaskirjausriskejä merkittävänä johtuen liiketoiminnan vahvasta kassavirrasta. Lisäksi viime vuosina toteutetuista yritysostoista ei näkemyksemme mukaan ole maksettu ylihintaa.

Aineellista omaisuutta yhtiöllä oli 2016 lopussa taseessaan 28,3 MEUR. Aineellinen omaisuus pitää sisällään yhtiön ravintoloihin liittyviä omaisuuseriä kuten koneet, laitteet ja huonekalut. Yhtiö toimii vuokrakiinteistöissään ja se omistaa ainoastaan pääkonttorinsa kiinteistön Tampereen keskustassa (tase-arvo noin 3 MEUR). Muita merkittäviä pitkäaikaisia omaisuuseriä yhtiön taseessa ei ole. Lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin myyntisaatavista ja yhtiön varastot ovat pienet.

## Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa ripeän kasvun

Yhtiön taseen osalta tärkein yksittäinen tekijä on negatiivinen käyttöpääoma. Nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen, koska ravintolat saavat maksun myynnistä heti ja ehdot tavarantoimittajien suuntaan ovat hyvät. Tämä mahdollistaa liiketoiminnan kasvattamisen ilman merkittävää

pääoman sitoutumista. Henkilöstövuokrauksessa käyttöpääoma ei ole negatiivinen ja tällä on selkeä vaikutus koko konsernin käyttöpääomaan.

Negatiivisen käyttöpääoman taustalla ovat etenkin yhtiön korkeat ostovelat (2016: 15 %). Korkeat ostovelat johtuvat yhtiön hyvästä mittakaavaedun mukanaan tuomasta neuvotteluvoimasta tavarantoimittajia (mm. panimot & tuottajat) kohtaan. Saamiset ovat ravintoloiden osalta erittäin matalat, mutta Henkilöstövuokrauksessa saamiset ovat merkittävät.

Henkilöstövuokraus heikentää asteittain yhtiön käyttöpääomaa ja odotamme konsernin käyttöpääoman kääntyvän lievästi positiiviseksi 2018 loppuun mennessä. Yhtiön kannalta on mielestämme erittäin tärkeää, että se kykenee säilyttämään käyttöpääomansa negatiivisena, sillä sen avulla yhtiön orgaaninen kasvu ei sido lisää pääomaa. Näin ollen odotammekin yhtiöltä strategisia linjauksia Smilen tulevaisuudesta seuraavan 12 kuukauden aikana.

## Velkaantuneisuus maltillisella tasolla

Restamaxin oma pääoma oli 2016 lopussa 44,0 MEUR ja nettovelat 30,4 MEUR. 2016 nettovelkaantumisasaste oli 69 % ja linjassa yhtiön aiemman hyvin konservatiivisen taloudellisen tavoitteen kanssa. Vahvasta rahavirrasta johtuen yhtiöllä on edelleen merkittävästi taloudellista liikkumavaraa yrityskauppoja silmällä pitäen. Laskelmiemme mukaan vuosien 2016-2018 investointikapasiteetti on yli 30 MEUR, ilman että tase heikentyy oleellisesti nykyisestä. Mikäli yhtiö toteuttaisi yrityskauppoja historiallisella

0,55x EV/S-kertoimella, voisi yhtiö ostaa seuraavan kahden vuoden aikana noin 55 MEUR:lla liikevaihtoa.

## Pääoman tuoton pitäisi parantua

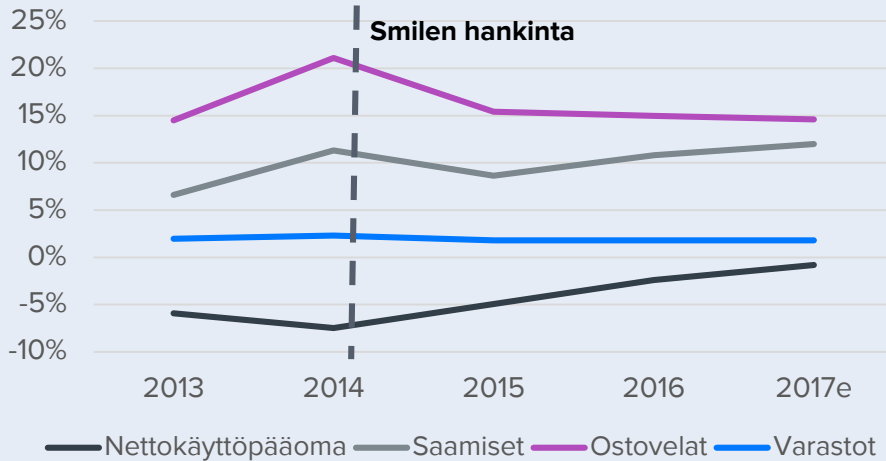
Aggressiivisen kasvun ja tämän myötä syntyneen aineettoman varallisuuden seurauksena Restamaxin pääoman tuotot ovat jääneet viimevuosina vaatimattomalle tasolle. Tämä johtuu yhtiön poistoista, jotka ovat selvästi ylläpitoinvestointeja suuremmat, sekä kasvaneesta käyttöpääomasta (Smile). Yhtiön pääoman tuotot tulevat ennusteissamme parantumaan lähivuosina, kun poistomassa laskee ja kannattavuus paranee.

## Kassavirta ja osinko

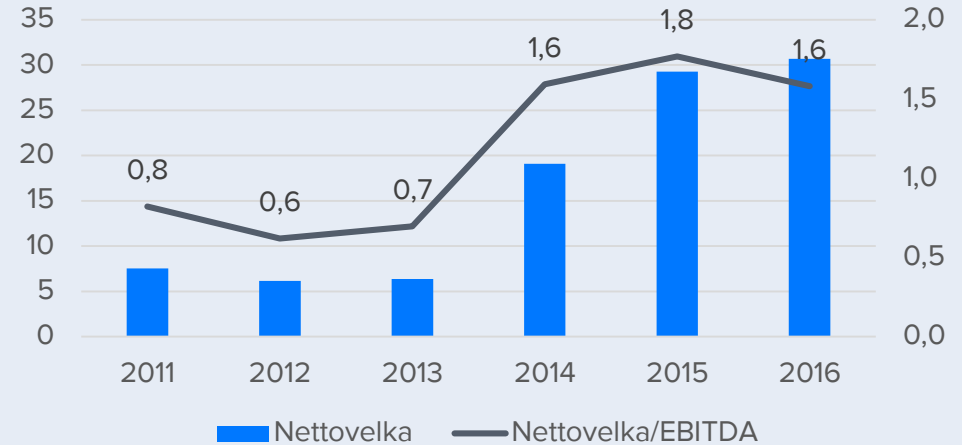
Restamaxin liiketoiminnan rahavirta on viime vuodet ollut erinomaisella tasolla ja negatiivisen käyttöpääoman ansiosta yhtiön asiakkaat ovat pitkälti rahoittaneet kasvua. Tämän ansiosta yhtiö on voinut pitää voitonjakosuhteensa korkeana ja lähes koko tulos on jaettu ulos osinkoina. Odotamme kassavirran pysyvän vuolaana myös lähivuosina ja käyttöpääoman säilyessä negatiivisena on yhtiöllä hyvät edellytykset ylläpitää avokätistä osingonjakoaan.

# Taloudellinen tilanne

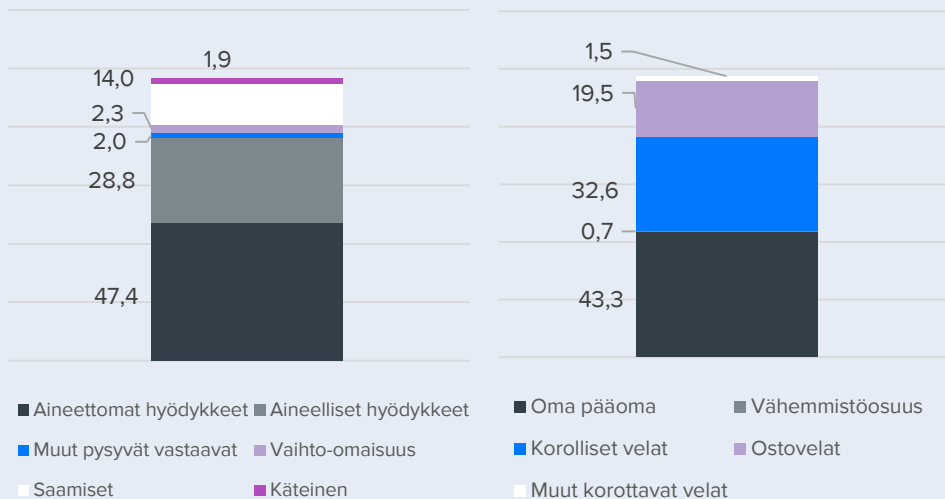
## Nettokäyttöpääoma



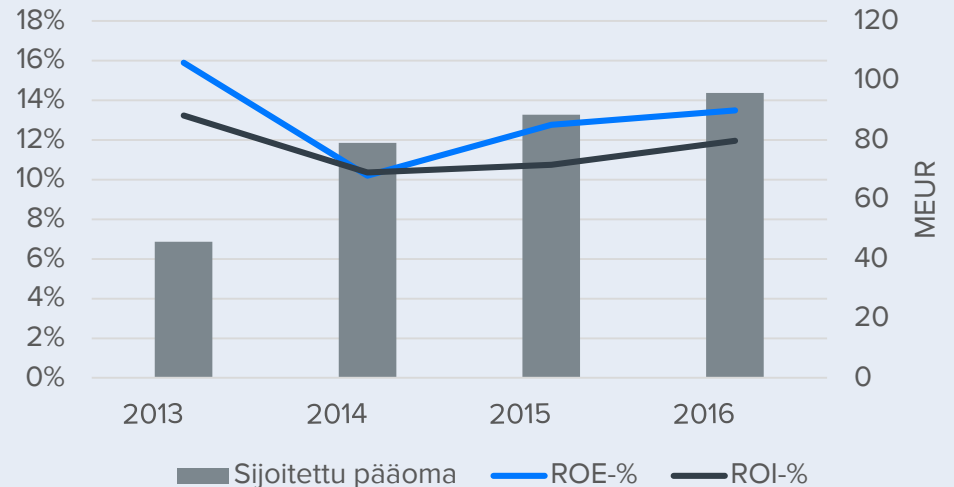
## Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



## Taserakenne, 2016



## Pääoman tuotto



# Yritysjärjestelyt

## Yritysjärjestelyt olleet keskeinen kasvun ajuri

Restamax on läpi historiansa kasvanut voimakkaasti yrityskauppojen kautta. Yhtiön liikevaihto on vuosien 2009-2016 välillä lähes kymmenkertaistunut 15,6 MEUR:sta 130 MEUR:oon ja tämä kasvu on saavutettu ennen kaikkea yritysjärjestelyin. Keskimääräinen vuosikasvu on ollut 33 %, markkinakasvun jäädessä samaan aikaan 3-4 %:n tuntumaan.

Vaikka näkyvyys ennen pörssilistausta tehtyihin yritysjärjestelyihin on heikko, ovat yhtiön yritysjärjestelyt olleet pääsääntöisesti onnistuneita ja yhtiö on onnistunut luomaan niillä omistaja-arvoa. Tästä osoituksena on yhtiön omistajarakenne, jossa perustajat ja avainhenkilöt omistavat edelleen yli puolet. Myös taseen velkaantuminen on maltillisella tasolla, eikä yhtiön erittäin voimakas kasvu olisi ollut mahdollista ilman onnistuneita yritysjärjestelyitä.

## Antirahoilla kaksi merkittävää järjestelyä

Yhtiö keräsi vuonna 2013 pörssilistauksensa yhteydessä noin 15 MEUR:n nettovarot. Listauksesta saadut rahat yhtiö investoi vuosien 2014-2015 aikana liiketoiminnan voimakkaaseen kasvattamiseen. Suurin yksittäinen yritysjärjestely oli Rengasravintolat-hankinta keväällä 2014. Rengasravintoloilla oli yhteensä 16 ravintolaa Helsingissä, Tampereella, Jyväskylässä ja Porissa. Rengasravintolat konsernin vuoden 2013 liikevaihto oli 21,9 MEUR, käyttökate 4,5 MEUR ja liikevoitto 4,1 MEUR. Restamax maksoi Rengasravintoloista 7,8 MEUR käteistä ja 2,13 miljoonaa omaa osaketta (9,4 MEUR laskettuna sen hetkiseksi 4,4 euron

pörssikursilla). Lisäksi yhtiö sitoutui 1,2 MEUR:n lisäkauppahintaan, josta se maksoi lopulta 0,3 MEUR. Näin ollen kokonaiskauppahinta oli 17,5 MEUR.

Rengasravintolat-hankinnan myötä Restamax laajensi maantieteellistä peittoaan Poriin ja vahvisti jalansijaansa selvästi Helsingin ja Jyväskylän markkinoilla. Kaupan EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet olivat 3,9x ja 4,3x. Näitä voidaan pitää varsin edullisina, kun huomioidaan, että yrityskauppa avaa yhtiölle uusia markkina-alueita ja tarjoaa selkeitä synergiahyötyjä (Rengasravintolat esimerkiksi liittyy Restamaxin panimo- ja tukkusopimusten piiriin). Näkemyksemme mukaan yhtiö on pystynyt kiihdyttämään maantieteellistä laajentumistaan Rengasravintolat-oston myötä ja pääosa suunnitelluista synergioista on tullut läpi.

Kaupan huonona puolena voidaan pitää sen hetkistä matalaa osakekursia, jonka myötä osakesarjan diluutio oli tarpeettoman suuri. Tästä huolimatta kaupan matalat kertoimet, synergiat ja strateginen yhteensopivuus huomioiden pidämme kauppaa onnistuneena.

Toinen merkittävä järjestely yhtiölle oli laajentuminen Henkilöstövuokraukseen. Olemme tarkastelleet kauppaa tarkemmin sivulla 21. Yhteenvetona voidaan todeta kaupan luoneen omistaja-arvoa huolimatta kaupan kyseenalaisesta strategisesta logiikasta, sillä 12 MEUR:n kokonaisinvestointien arvo on alle kolmessa vuodessa kohonnut arviomme mukaan 27 MEUR:oon.

## Kasvu on ollut kannattavaa

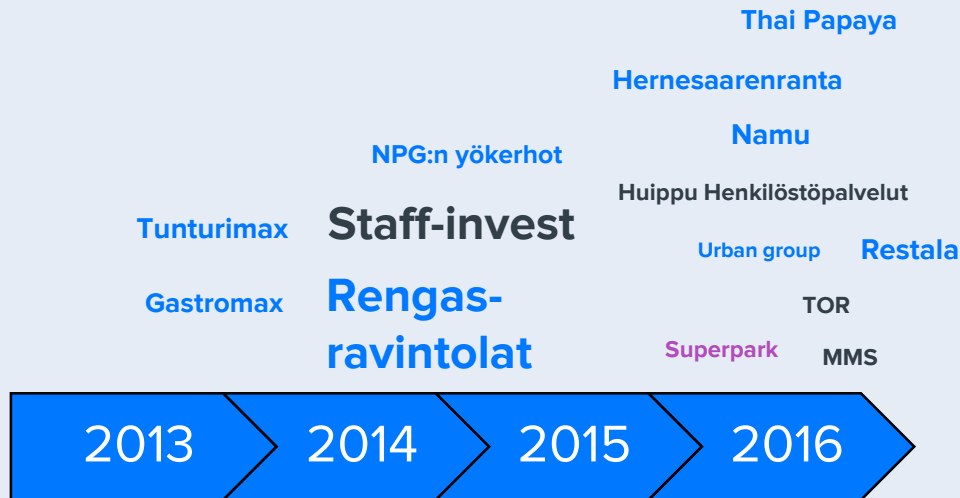
Restamaxin kasvun (pääosin yrityskaupat) kannattavuutta on mielestämme syytä tarkastella kokonaisinvestointien kautta.

Kokonaisinvestointeja tulee verrata yhtiön listauksen jälkeen saamaan uuteen liikevaihtoon oikaistuna matalalla orgaanisella kasvulla sekä listauksen jälkeen syntyneellä uudella tuloksella oikaistuna kertaluontoisilla tapahtumilla (esim. uusi panimosopimus).

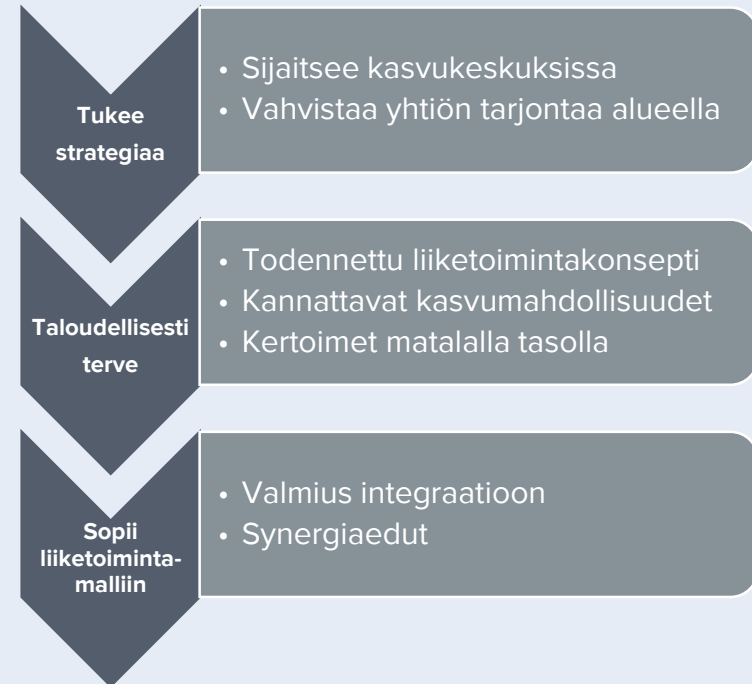
Kokonaisuutena Restamax on listautumisensa jälkeen investoinut yrityskauppoihin ja liiketoiminnan kasvuun noin 40 MEUR. Tällä 40 MEUR:lla yhtiö on laskelmiemme mukaan saanut uutta liikevaihtoa noin 70 MEUR (huomioi eliminoinnit) ja uutta käyttökatetta noin 10 MEUR. Investointien keskimääräinen EV/EBITDA-kerroin on ollut noin 4x ja EV/Sales-kerroin 0,57x. Liikevoittoa uudet hankinnat ovat tuottaneet noin 5 MEUR, joten sijoitetun pääoman tuotto on ollut noin 12 %. Nopea poistoaikataulu kuitenkin rasittaa liikevoittoa ja aineettomista poistoista oikaistuna sijoitetun pääoman tuotto on ollut laskelmiemme mukaan noin 19 %. Aineettomien poistojen oikaisu on mielestämme perusteltua, sillä yhtiön vuotuiset ylläpitoinvestoinnit aineettomaan omaisuuteen ovat lähellä nolaa. Hyvällä tasolla oleva sijoitetun pääoman tuotto tukee näkemystämme siitä, että yhtiön investoinnit ja yrityskaupat ovat luoneet omistaja-arvoa.

# Yritysjärjestelyt

## Restamaxin yritysostoja 2013-2016



## Restamaxin yritysostokriteeristöä



# Ennusteet

## Vuoden 2017 ennusteet

Restamax ohjeistaa vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla. Ohjeistus on lähtökohtaisesti suhteellisen varovainen ja ennustamme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 12,8 %:lla 147 MEUR:oon. Yhtiö todennäköisesti jatkaa aktiivista toimintaansa yrityskauppamarkkinoilla ja näin ollen yhtiön liikevaihto tulee lopulta olemaan suurella todennäköisyydellä ennustettamme korkeampi. Liikevoiton ajurina toimii 2016 aikana toteutetut yrityskaupat sekä vahva orgaaninen kasvu Smilessä. Ravintoloiden puolella orgaaninen kasvu on hieman yleistä markkinakasvua hitaampaa ja lievästi positiivinen.

Konsernin käyttökatemarginaali säilyy ennusteissamme edellisvuoden hyvällä tasolla ja sitä rasittaa Henkilöstövuokrauksen kasvupanostukset. Käyttökate kuitenkin nousee liikevaihdon kasvun mukana ja ennustamme käyttökate kasvavan 22 MEUR:oon (2016: 19,4 MEUR). Liikevoitto paranee selvästi (+24 %) johtuen suhteellisen poistotason laskusta. EPS:n ennustamme nousevan 0,44 euroon ja vahvan kassavirran ansiosta yhtiö kykenee pitämään voitonjakosuhteensa korkeana (osinko 2017e: 0,34 euroa).

## Vuosien 2018-2020 ennusteet

Ennusteissamme Restamaxin liikevaihdon kasvu hidastuu lähivuosina, kun yrityskauppojen vaikutus hälvenee ja vetovastuu siirtyy orgaanisen kasvun harteille. Ennusteissamme vuosien 2018-2020 liikevaihto kasvaa noin 7 %:n vauhtia. Käyttökate-% paranee vain hieman, sillä

pidämme nykyistä tasoa jo valmiiksi suhteellisen vahvana ja näemme siinä enää rajallisesti parantamisen varaa. Merkittävä tulosparannus syntyy käyttökate alapuolisilla riveillä, kun poistotaso kääntyy asteittain laskuun ja liikevaihto jatkaa kasvuaan. Yhtiön poistotaso on tällä hetkellä noin 11 MEUR ja arviomme mukaan ylläpitoinvestoinnit ovat noin 5 MEUR:n tasolla. Poistoista yli 3 MEUR on aineettomia poistoja ja yhtiön investoinnit aineettomaan omaisuuteen ovat joitain satoja tuhansia euroja vuodessa. Poistotason supistuksessa liikevoitto paranee voimakkaasti ja ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan yli 9 %:n tason vuoteen 2020 mennessä. Tämä taso alkaa myös olla lähellä yhtiön normalisoitua liikevoittomarginaalia. Veroaste pysyy yhtiölle normaalilla noin 23 %:n tasolla ja vähemmistöille kuuluva tulososuus kasvaa tasaisesti.

Kokonaisuutena EPS-kasvu pysyy vahvana ja ennustamme 2017-2020 EPS-kasvun olevan keskimäärin 20 % vuodessa. Vahvan rahavirran myötä osinkovirta pysyy vuolaana, mutta positiiviseksi kääntyvä käyttöpääoma laskee jonkin verran osingonjakosuhdetta.

## Yrityskaupat todennäköisiä

Pidämme erittäin todennäköisenä, että Restamax tulee lopulta ylittämään nykyiset ennusteemme, sillä yhtiö tulee jatkamaan aggressiivista laajentumista yrityskaupoin. Emme kuitenkaan näe järkevänä mallintaa yrityskauppoja johtuen niihin liittyvästä epävarmuudesta. Mikäli yhtiö jatkaa aggressiivista yrityskauppavetoista kasvuaan, tulevat liikevaihto ja käyttökate ylittämään ennusteemme. Vastaavasti poistotaso tulee

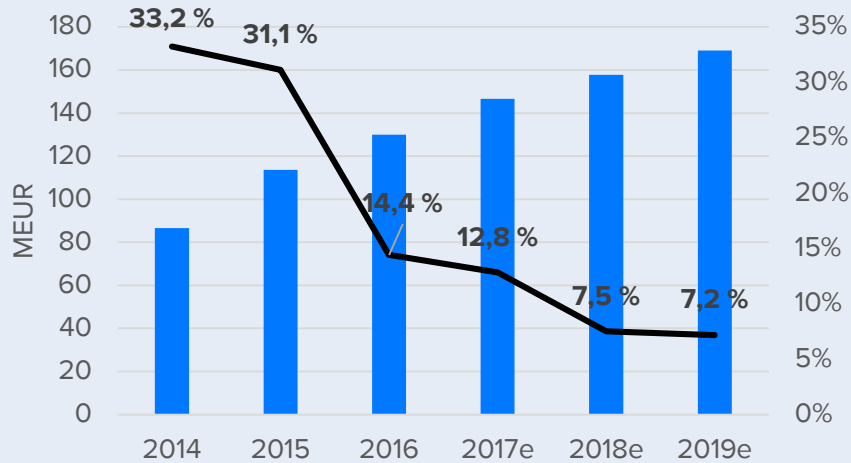
laskemaan ennusteitamme hitaammin ja tämä rasittaisi puolestaan käyttökate alapuolisia rivejä. Tässä skenaariossa liikevoiton ja EPS:n kasvu olisivat ennusteitamme hitaampia. Sijoittajien on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että nämä tekijät ovat puhtaasti kirjanpidollisia. Sijoittajien kannalta keskeistä onkin, että kasvun hidastuessa tulosvipu (poistotason supistuminen) tulee läpi yhtiön tulokseen tai aggressiivisen kasvun jatkuessa yrityskaupat luovat lähtökohtaisesti omistaja-arvoa.

Oheisessa matriisissa olemme havainnollistaneet yhtiön EPS-potentiaalia suhteessa liikevoittomarginaalin ja liiketoiminnan volyyymiin. Violettiiviiva kuvastaa ennustamaamme liiketoiminnan volyyymiä ja kannattavuutta 2018 osalta. Vihreä viiva kuvastaa yhtiön 2018 tavoiteltua liiketoiminnan volyyymiä ja arviotamme kannattavuudesta, kun poistomassa supistuu odotuksiamme hitaammin. Molempien laskelmien mukainen 2018 EPS-potentiaali on hyvin samankaltainen ja ennusteet ovat haarukassa 0,53-0,64 euroa.

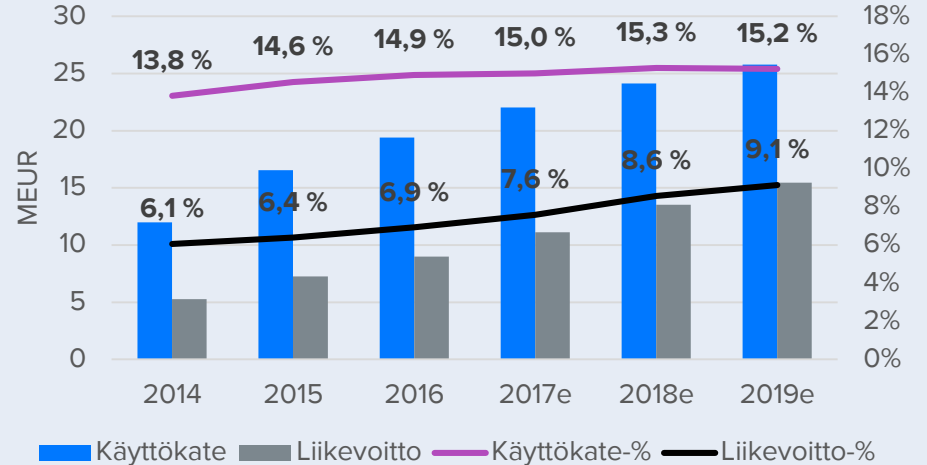
		Liikevoittomarginaali				
		6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
Liikevaihto (MEUR)	130	0,33	0,39	0,45	0,52	0,58
	140	0,36	0,43	0,49	0,56	0,62
	150	0,39	0,46	0,53	0,60	0,67
	160	0,42	0,49	0,57	0,64	0,71
	170	0,45	0,52	0,60	0,68	0,76
	180	0,47	0,56	0,64	0,72	0,81
	190	0,50	0,59	0,68	0,77	0,85
	200	0,53	0,62	0,71	0,81	0,90

# Ennusteet yhteenveto

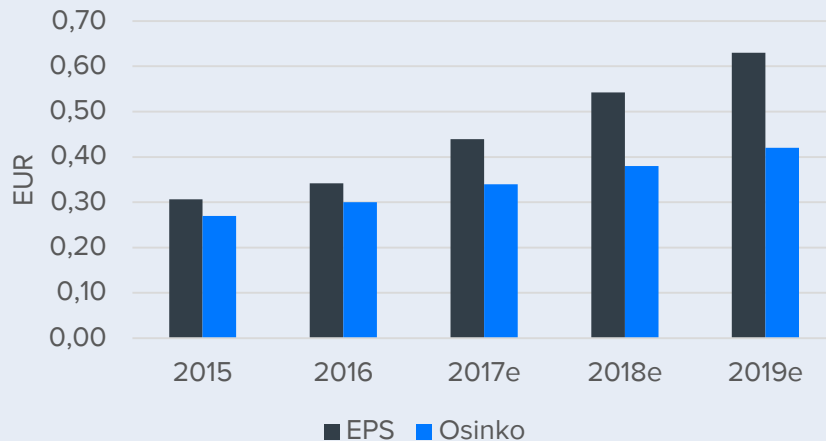
## Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



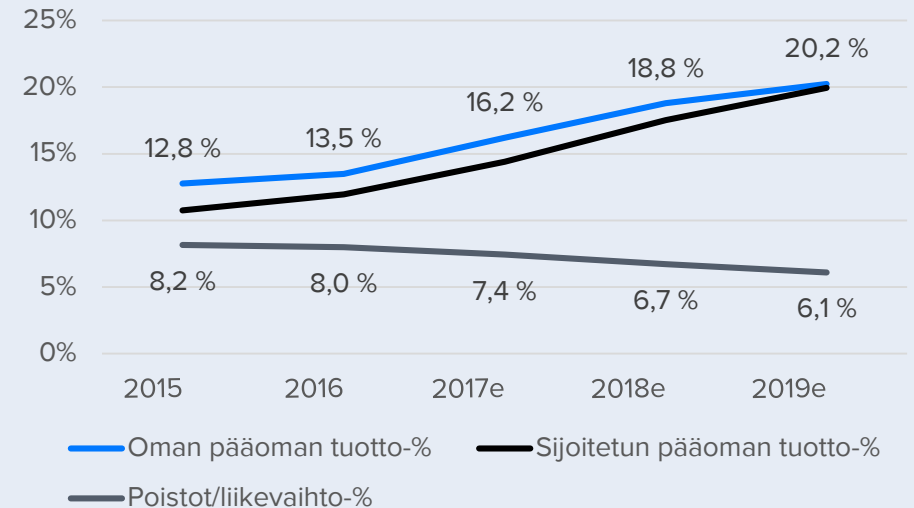
## Kannattavuus



## EPS ja osinko



## Pääoman tuotto



# Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>113,6</b>	<b>27,2</b>	<b>31,9</b>	<b>36,5</b>	<b>34,3</b>	<b>130,0</b>	<b>31,4</b>	<b>36,3</b>	<b>41,6</b>	<b>37,4</b>	<b>146,7</b>	<b>157,7</b>	<b>169,1</b>
<i>Ravintolat</i>	100,3	23,1	26,5	29,4	28,4	107,5	25,0	28,9	32,3	29,8	116,0	121,8	127,9
<i>Henkilöstövuokraus</i>	24,2	6,5	8,5	10,4	8,6	34,1	9,0	10,8	12,8	10,7	43,4	49,9	56,4
<i>Eliminoinnit</i>	-10,8	-2,4	-3,1	-3,3	-2,7	-11,6	-2,7	-3,4	-3,5	-3,1	-12,7	-14,0	-15,2
<b>Käyttökate</b>	<b>16,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>19,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>22,0</b>	<b>24,1</b>	<b>25,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-9,3	-2,6	-2,8	-2,6	-2,4	-10,4	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-10,9	-10,6	-10,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>7,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>9,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>11,1</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>9,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>11,1</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>
<i>Ravintolat</i>	6,5	0,0	1,3	3,1	3,0	7,4	0,4	1,1	3,5	3,4	8,4	9,7	10,9
<i>Henkilöstövuokraus</i>	0,8	0,2	0,1	0,7	0,5	1,6	0,4	0,7	1,0	0,7	2,7	3,8	4,6
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-1,0	-1,2	-1,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>10,1</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>
Verot	-1,3	-0,1	-0,3	-1,1	-0,6	-2,1	-0,1	-0,3	-1,0	-0,9	-2,3	-2,8	-3,3
Vähemmistöosuudet	0,2	-0,2	0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>7,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,31</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,34</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,19</b>	<b>0,17</b>	<b>0,44</b>	<b>0,54</b>	<b>0,63</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,35</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,34</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,19</b>	<b>0,17</b>	<b>0,44</b>	<b>0,54</b>	<b>0,63</b>

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	31,1 %	11,3 %	20,9 %	16,8 %	9,0 %	14,4 %	15,2 %	13,7 %	13,9 %	9,0 %	12,8 %	7,5 %	7,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	38,2 %	-74,1 %	190,5 %	26,7 %	18,5 %	23,9 %	288,5 %	20,5 %	17,8 %	15,9 %	23,7 %	21,6 %	14,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,6 %	10,3 %	13,4 %	17,5 %	17,3 %	14,9 %	11,1 %	12,3 %	17,2 %	18,4 %	15,0 %	15,3 %	15,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,4 %	0,7 %	4,6 %	10,4 %	10,3 %	6,9 %	2,5 %	4,9 %	10,8 %	10,9 %	7,6 %	8,6 %	9,1 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,4 %	-1,1 %	3,4 %	6,4 %	7,2 %	4,3 %	1,1 %	2,9 %	7,4 %	7,3 %	4,9 %	5,6 %	6,1 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Yhteenveto

Restamaxin osaketta arvostettaessa annamme pääpainon arvostuskertoimille (etenkin P/E, EV/EBITDA ja osinko), mutta lisäksi tarkastelemme arvostusta myös DCF-laskelman pohjalta sekä skenaariossa, jossa Smile eriyttäisi omaksi yhtiökseen. Verrokkiryhmälle annamme vain rajallista painoarvoa johtuen sen huonosta vertailukelpoisuudesta.

Kokonaisuutena pidämme Restamaxin osakkeen käypänä arvona 7-8 euroa. Osakekurssin selvästi tätä tasoa matalampi taso on lyhyellä aikavälillä mielestämme perusteltua, sillä Smilen arvo ei pääse täysimääräisesti esiin osana Restamaxia ja lisäksi tulosparannuksen pitää heijastua myös jatkossa alimmalle riville, jotta osakekurssilla olisi nousuvaraa nykytasolta. Odotammekin osakkeen nousevan asteittain 7-8 euron tasoa käsikädessä EPS-parannuksen kanssa. Toistammekin 6,7 euron 12 kuukauden tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Arviomme mukaan tavoitehintamme tuleva kehitys tulee korreloimaan vahvasti yhtiön EPS-parannuksen realisoitumisen kanssa.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus on mielestämme edelleen hyvä ja arviomme mukaan osakkeen tuotto-odotus on lähivuosille 10-15 %:n välissä ilman uusia onnistuneita yritysjärjestelyjä.

## Nykyinen arvostustaso

Restamaxin arvostustasoa tarkasteltaessa sijoittajien on tärkeää muistaa yhtiön tämän hetken ylisuuri poistomassa ja tästä syntyvä merkittävä ero nettotuloksen sekä operatiivisen

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

Kuluvan vuoden ennusteillamme laskettu yhtiön EV/EBITDA-kerroin on 5,8x ja P/E-kerroin 14x. Kertoimet ovat matalat ja noin 10 % alle yhtiölle hyväksyttävän tason. Näin ollen tulosparannuksen realisoituessa näemme kertoimissa nousuvaraa. Osinkotuotosta on muodostunut yhä tärkeämpi osa yhtiön sijoittajatarinaa. Käsityksemme mukaan yhtiön tavoitteena on pitää osinko kasvussa ja osingonjakosuhteet korkeana. 2016 osingolla osinkotuotto on noin 5 % ja ennustamme sen kasvavan 10 %:n vuosivauhtia.

## Vertailuryhmä

Restamaxin vertailuryhmä on hyvin kansainvälinen ja Suomen tai lähimarkkinoiden osalta kunnollisia verrokkeja ei Kotipizzaa lukuun ottamatta löydy. Valtaosa verrokkiryhmän yhtiöistä on kokoluokaltaan selvästi Restamaxia suurempia ja ne toimivat ketjupohjaisesti. Näin ollen yksittäisen yhtiön

vertailtavuus on verrattain heikko. Kokonaisuutena laaja vertailuryhmä antaa kuitenkin melko hyvän kuvan ravintola-alan yhtiöiden arvostustasoista. Ravintola-alan yhtiöitä hinnoitellaan tällä hetkellä lievällä preemiolla suhteessa muuhun pörssiin. Mediaani P/E-kerroin kuluvalle vuodelle on 18x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin hieman yli 10x.

Suhteessa vertailuryhmään Restamax on arvostettu noin 30 %:n alennuksella. Pidämme tiettyä alennusta oikeutettuna johtuen Restamaxin pienemmästä koosta ja korkeammasta riskiprofiilista. 30 %:n alennus on mielestämme kuitenkin selvästi liian korkea ja pidämme noin 15 %:n alennusta perusteltuna. Myös tämä tukee näkemystämme yhtiön 7-8 euron tasolla olevasta käyvästä arvosta.

## DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmamme lähtee oletuksesta, että Restamaxin kasvu hidastuu asteittain ja laskee vuonna 2019 markkinan yleisen kasvun tasolle. Kannattavuus paranee poistomassan supistumisen myötä normaalille tasolle, mutta laskee ennusteperiodin lopussa varovaisuusperiaatteen myötä. Soveltavamme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % joka on mielestämme yhtiön defensiivinen liiketoiminta huomioiden varsin konservatiivinen taso. DCF-laskelmamme mukainen arvo yhtiölle on 8,12 euroa, joka niin ikään tukee näkemystämme yhtiön pitkän aikavälin 7-8 euron välisestä käyvästä arvosta. Tarkempi DCF-malli löytyy sivulta 37.



# Arvonmääritys ja suositus 2/2

## Smilen arvo ei näy kursseissa

Kuten aiemmin sivulla 22 totesimme, mielestämme nykyinen osakekurssi ei täysimääräisesti hinnoitele Smileä. Smilen kontribuutio nettotulokseen on ylisuurien poistojen myötä matala ja markkinan silmissä Smile hautautuu Ravintolat-segmentin alle.

Havainnollistamme Smilen potentiaalia yksinkertaisella laskelmalla. Arviomme mukaan Smilen nykyinen käypä arvo on noin 27 MEUR (sivu 22). Mikäli Restamax myisi Smilen ja investoisi rahat ravintolaliiketoimintaan saisi yhtiö uutta liikevaihtoa arviomme mukaan noin 50-55 MEUR, kun sovellamme yhtiön historiallisesti maksamia volyymikertoimia (EV/S 0,5-0,6x). Smilen nettoliikevaihto (liikevaihto vähennettynä Restamaxin ostoilla) on kuluvalta vuodelta noin 30 MEUR. Mikäli ostettavien kohteiden keskimääräinen käyttökate olisi ravintola-alan keskimääräisellä 5 %:n tasolla ja Restamax saisi normaalit 5-10 %:n kustannussynergiat ostettavista kohteista (skaalaedut yms.) saisi yhtiö uutta käyttökateä 8,1-5,4 MEUR, kun Smilen vastaava käyttökate-ennuste vuodelle 2017 on 4,5 MEUR. Näin ollen yhtiön käyttökate kasvaisi 0,9-3,6 MEUR:lla tai 5-20 %:lla. Tällä olisi suora positiivinen vaikutus osakekurssiin, sillä Smilen poistuminen ei heikentäisi yhtiölle hyväksyttävää arvostuskertoimia. Parhaassa tapauksessa hyväksyttävä arvostustaso saattaisi nousta, kun läpinäkyvyys yhtiön liiketoimintaan paranee.

Vaikka yhtiöllä olisi mahdollisuus luoda omistaja-arvoa myymällä Smile ja kiihdyttämällä ravintolatoiminnan kasvua, ei se automaattisesti tarkoita, että yhtiön tulisi juuri nyt luopua Smilestä. Smile on voimakkaan kasvun vaiheessa ja mikäli

ennusteemme yhtiön kasvusta toteutuvat, tulee Smilen arvo kasvamaan voimakkaasti seuraavan kahden vuoden aikana. Käyttöpääoma ei muodostu yhtiölle ongelmaksi vielä tämän tai ensi vuoden aikana ja näin ollen Smilen irtautumisen kannalta optimaalinen paikka saattaisi olla 2018/2019 vaihteessa. Pitkällä aikavälillä on mielestämme selvää, että Smile tulee irrottaa konsernista, jotta sen arvo saadaan esiin. Tarkka ajankohta riippuu lopulta kauppahinnasta sekä tarjolla olevista investointikohteista Ravintolat-segmentissä.

## Kursseissa selvää nousuvaraa tulosvivun realisoituessa

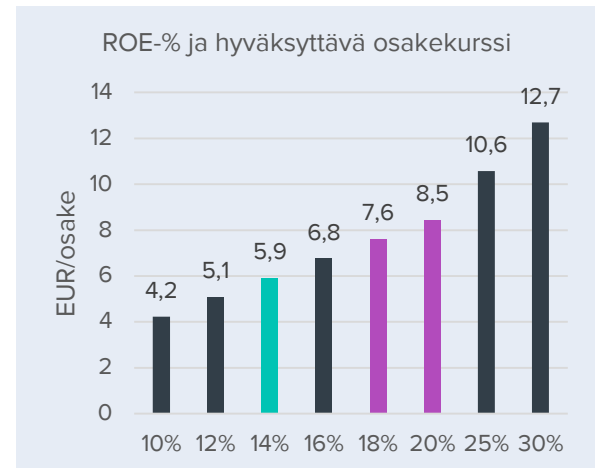
Näemme Restamaxissa edelleen pitkällä aikavälillä selvästi nykyistä tavoitehintaamme suurempaa potentiaalia ja olemme havainnollistaneet tätä potentiaalia oheisilla matriiseissa. Vuoden 2018 tulospotentialimme mukaista (laskelma sivulla 29) 0,56-0,64 euron osakekohtaista tulosta ja yhtiölle neutraalilla 15-16x P/E-kertoimella, olisi yhtiön arvon haarukka 8-10 euroa. Muistutamme, että tämä laskelma pohjaa vuoden 2018 lukuihin ja heijastelevat osakkeen nousuvaraa positiivisessa skenaariossa.

Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan liikevoittomarginaalinsa lähivuosina arvioimallamme 8-9 %:n tasolle, olisi yhtiön käypä hinta haarukassa 7,6-9,2 euroa (violettia viiva). Vuoden 2016 toteutuneella liikevoittomarginaalilla ja P/E-kertoimella 15-16x olisi hyväksyttävä arvostustaso 6,5-7,0 euron välissä (vihreä viiva) ja lähellä nykykursssia.

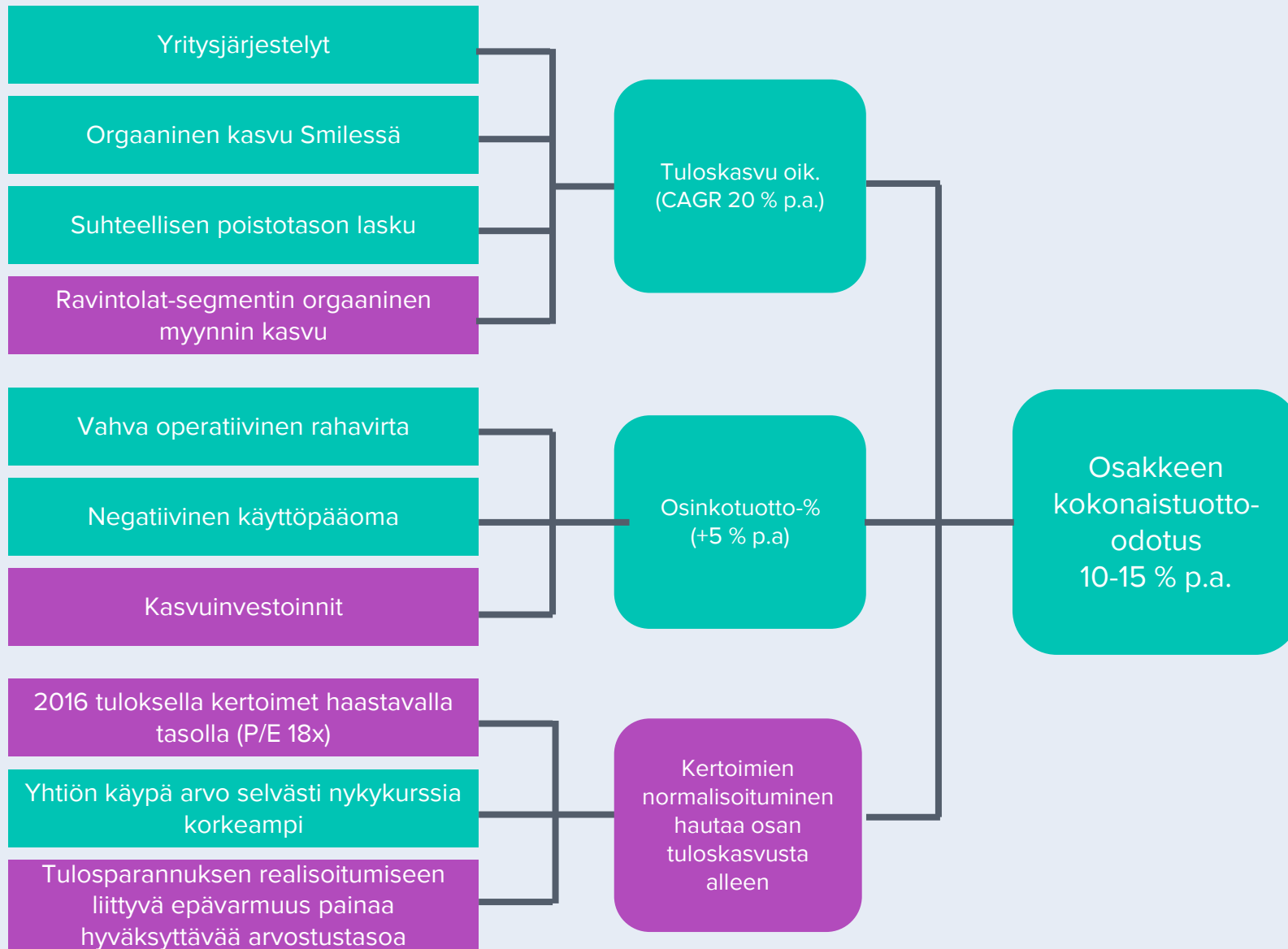
Oman pääoman tuoton näkökulmasta yhtiön nykyinen kurssitaso on perusteltu, mikäli pääoman tuotto jää 2016 noin 14 %:n tasolle (vihreä palkki).

Mikäli yhtiö ylittää ennusteidemme (tai oman +20 %:n ROI tavoitteensa) mukaiseen pääoman tuottoon olisi käypäarvo 7,6-8,5 euroa (violettia palkit).

		Liikevoittomarginaali						
		6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
P/E-kerroin	10	3,2	4,4	5,0	5,7	6,4	7,1	7,8
	11	3,5	4,8	5,6	6,3	7,1	7,8	8,6
	12	3,8	5,2	6,1	6,9	7,7	8,5	9,4
	13	4,2	5,7	6,6	7,5	8,4	9,3	10,1
	14	4,5	6,1	7,1	8,0	9,0	10,0	10,9
	15	4,8	6,5	7,6	8,6	9,6	10,7	11,7
	16	5,1	7,0	8,1	9,2	10,3	11,4	12,5
	17	5,4	7,4	8,6	9,8	10,9	12,1	13,3
	18	5,8	7,8	9,1	10,3	11,6	12,8	14,1
	19	6,1	8,3	9,6	10,9	12,2	13,5	14,8
	20	6,4	8,7	10,1	11,5	12,9	14,2	15,6



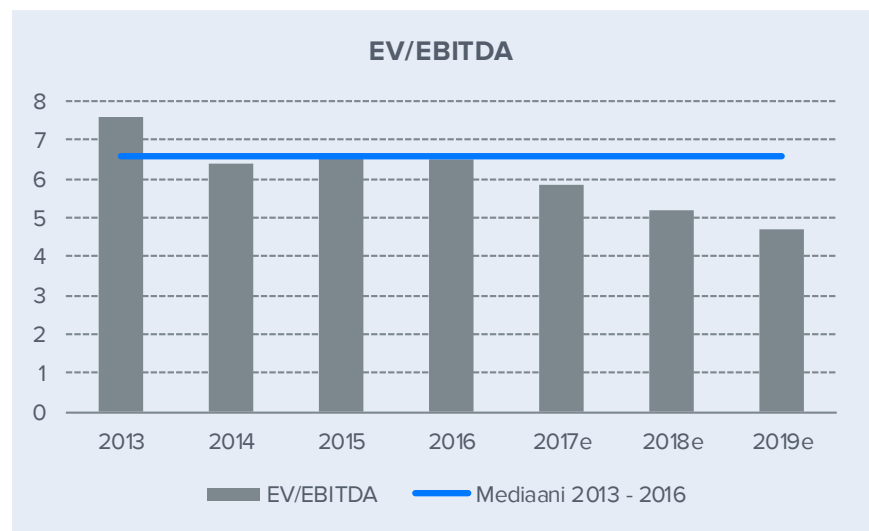
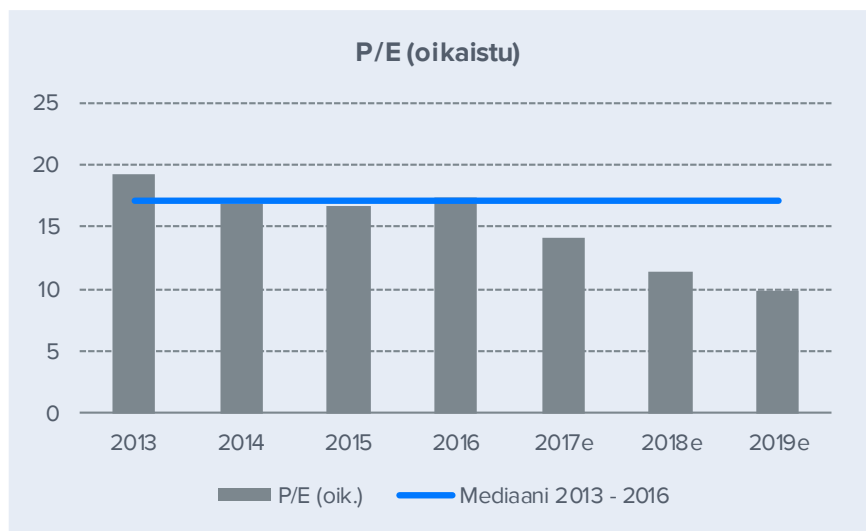
# Restamaxin arvoajurit 2017-2019



# Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,38	3,50	5,10	5,95	6,20	6,20	6,20
Markkina-arvo		62	57	84	97	102	102	102
Yritysarvo (EV)		69	77	110	126	129	125	121
P/E (oik.)		19,2	16,7	16,6	17,4	14,1	11,4	9,8
P/E		19,2	16,7	16,6	17,4	14,1	11,4	9,8
P/Kassavirta		-5,4	-2,8	-22,8	78,7	12,6	10,0	8,3
P/B		2,2	1,5	2,1	2,3	2,2	2,1	1,9
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	5,8	5,2	4,7
EV/EBIT		17,1	14,6	15,2	14,0	11,6	9,3	7,8
Osinko/tulos (%)		39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	77,4 %	70,1 %	66,7 %
Osinkotuotto-%		2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	5,5 %	6,1 %	6,8 %

Lähde: Inderes



# Vertailuryhmän arvostustaso

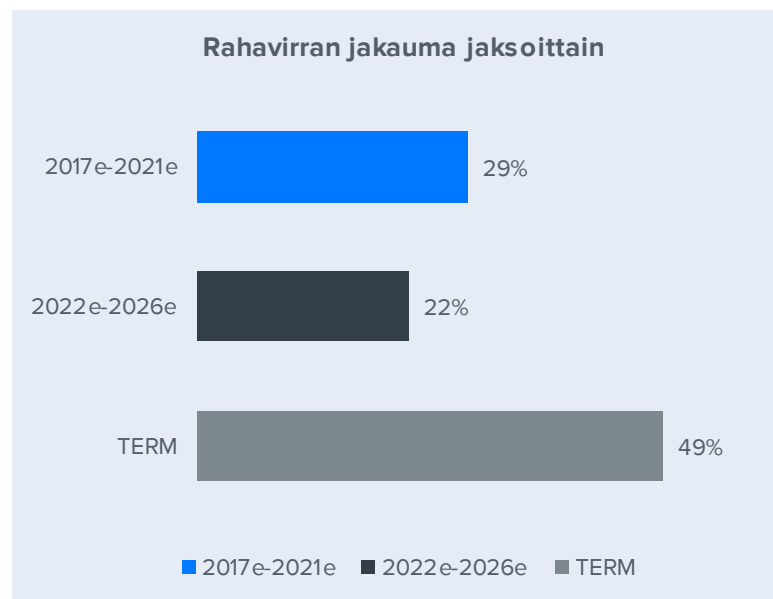
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Restamax	6,30	104	135	12,8	11,1	6,4	6,0	0,9	0,9	14,7	12,7	5,9	6,5	2,3
Jack in the Box	93,22	2954	3924	15,8	14,0	11,6	10,7	2,6	2,8	22,7	18,5	1,9	2,2	
Restaurant Group	4,14	830	868	12,6	11,9	7,8	7,4	1,1	1,1	16,1	15,1	4,5	4,8	3,0
Greene King	7,91	2454	4886	10,4	10,4	8,2	8,2	2,0	1,9	9,7	9,6	5,0	5,2	1,1
Wetherspoon	10,93	1208	2018	14,9	15,1	9,2	9,1	1,1	1,1	16,8	16,6	1,3	1,3	4,7
Darden Restaurants	70,37	8874	9180	14,0	13,0	10,1	9,5	1,4	1,3	19,4	17,8	3,2	3,5	4,8
Autogrill SPA	9,03	2300	2929	13,8	12,7	6,7	6,3	0,6	0,6	22,9	20,1	2,1	2,7	3,3
Ibersol SGPS	14,01	338	376	14,8	12,0	9,4	7,9	1,5	1,2	18,2	16,4	0,8	0,8	2,3
Sherherd Neame	14,88	220	294			11,0	10,6	1,7	1,6	22,4	20,5	2,3	2,3	
Domino's Pizza	3,81	1869	1909	17,6	16,1	16,0	14,5	4,1	3,7	21,6	19,5	3,0	3,3	10,1
Punch Taverns	2,06	457	1835	9,9	9,9	9,3	9,3	4,0	3,9	9,5	8,1			
Mitchells & Butlers	2,80	1186	3374	9,4	9,5	6,8	6,8	1,4	1,4	7,0	6,9	3,2	3,3	0,7
Texas Roadhouse	39,93	2919	2869	16,1	14,2	10,7	9,6	1,4	1,2	23,8	20,9	2,2	2,9	3,9
Tasty Plc	1,38	83	92			11,2	8,8	1,7	1,4	19,4	15,0			
Patisserie Holdings	3,52	360	345	14,9	13,0	12,0	10,6	2,6	2,3	19,7	17,0	1,3	1,7	3,4
Kotipizza	11,97	76	84	14,9	12,3	12,8	10,7	1,2	1,1	19,4	15,5	4,6	5,0	2,6
<b>Restamax (Inderes)</b>	<b>6,30</b>	<b>103</b>	<b>130</b>	<b>11,7</b>	<b>9,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>14,3</b>	<b>11,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>2,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>13,7</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>17,7</b>	<b>15,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>19,4</b>	<b>16,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-19 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>104 %</b>	<b>94 %</b>	<b>-29 %</b>

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

# Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,0</b>	<b>11,1</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>	<b>17,2</b>	<b>15,8</b>	<b>16,2</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,4</b>	
+ Kokonaispoistot	10,4	10,9	10,6	10,3	9,8	9,5	8,6	8,0	7,6	7,0	6,6	
- Maksetut verot	-1,7	-2,3	-2,8	-3,3	-3,7	-3,5	-3,6	-3,5	-3,6	-3,5	-3,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	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	-1,9	-1,3	-1,5	-0,7	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>14,9</b>	<b>17,5</b>	<b>19,7</b>	<b>20,7</b>	<b>22,4</b>	<b>21,5</b>	<b>21,0</b>	<b>20,0</b>	<b>19,8</b>	<b>18,6</b>	<b>18,4</b>	
+ 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	
- Bruttonoinvestoinnit	-13,9	-9,5	-9,5	-8,5	-8,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,5	-5,5	-5,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,2</b>	<b>8,0</b>	<b>10,2</b>	<b>12,2</b>	<b>13,9</b>	<b>15,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>13,1</b>	<b>12,7</b>	
+/- 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	8,0	10,2	12,2	13,9	15,0	14,5	13,5	14,3	13,1	12,7	179,7
Diskontattu vapaa kassavirta		7,5	8,8	9,7	10,1	10,1	9,0	7,7	7,5	6,3	5,6	79,7
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>161,9</b>	<b>154,4</b>	<b>145,6</b>	<b>136,0</b>	<b>125,8</b>	<b>115,7</b>	<b>106,8</b>	<b>99,1</b>	<b>91,6</b>	<b>85,3</b>	<b>79,7</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>161,9</b>										
- Korolliset velat		-32,6										
+ Rahavarat		1,9										
-Vähemmistöosuus		-1,5										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>133,0</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,12</b>										

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



# Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>87</b>	<b>114</b>	<b>130</b>	<b>147</b>	<b>158</b>	<b>169</b>
Kulut	-75	-97	-111	-125	-134	-143
<b>EBITDA</b>	<b>12,0</b>	<b>16,5</b>	<b>19,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,1</b>	<b>25,8</b>
Poistot	-6,7	-9,3	-10,4	-10,9	-10,6	-10,3
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,0</b>	<b>11,1</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeräiä</i>	5,3	7,3	9,0	11,1	13,5	15,5
Rahoituserät	-2,7	-3,2	-3,2	-3,4	-3,4	-2,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,2
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,4	-1,3	-2,1	-2,3	-2,8	-3,3
Vähemmistöosuus	0,1	0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeräiä</i>	3,4	5,0	5,6	7,2	8,9	10,3
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>

Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	7,0 %	33,2 %	31,1 %	14,4 %	12,8 %	7,5 %	7,2 %
Käyttökate-%	14,1 %	13,8 %	14,6 %	14,9 %	15,0 %	15,3 %	15,2 %
Liikevoitto-%	6,2 %	6,1 %	6,4 %	6,9 %	7,6 %	8,6 %	9,1 %
ROE-%	15,9 %	10,2 %	12,8 %	13,5 %	16,2 %	18,8 %	20,2 %
ROI-%	13,2 %	10,4 %	10,7 %	12,0 %	14,4 %	17,5 %	19,9 %
Omavaraisuusaste	58,0 %	46,8 %	44,2 %	45,0 %	45,7 %	48,3 %	51,8 %
Nettovelkaantumisaste	22,5 %	48,5 %	73,1 %	69,8 %	62,5 %	52,1 %	40,0 %

Osakelukuja	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
EPS (oikaistu)	0,23	0,21	0,31	0,34	0,44	0,54	0,63
Kassavirta / osake	-0,81	-1,23	-0,22	0,08	0,49	0,62	0,74
Osinko / osake	0,09	0,22	0,27	0,30	0,34	0,38	0,42
Omapääoma / osake	1,97	2,38	2,42	2,64	2,78	2,99	3,24

# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>67</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>78</b>	<b>77</b>
Liikearvo	30	34	37	37	37
Aineettomat oikeudet	10	10	10	9	9
Käyttöomaisuus	25	29	29	28	28
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	1	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>26</b>
Varastot	2	2	2	3	3
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	10	14	18	20
Likvidit varat	5	2	2	3	3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>103</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	5	6	7	9	12
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>23</b>
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	17	22	24	24	22
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	1	1	1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>30</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	7	9	8	8	7
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	18	19	21	22
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>103</b>

# 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 suosituksen 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:

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 kohdeyhtiössä. 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/>

## Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.12.2014	Osta	4,50 €	3,80 €
20.2.2015	Osta	5,00 €	4,20 €
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 €



# Inderes Oy



**2015**

#1 Ennustetarkkuus



**2014, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

#1 Ennustetarkkuus



**2012, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2012, 2016**

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Palkittua  
analyysiä.**