

Katset isoissa järjestelyissä

Restamaxin Q1-raportti ei tarjonnut meille yllätyksiä ja olemme pitäneet ennusteemme käytännössä ennallaan. Suhtaudumme edelleen positiivisesti Royalin hankintaan sekä Smilen listaukseen ja näemme järjestelyiden luovan omistaja-arvoa Restamaxin omistajille. Osakkeen aliarvostus on kuitenkin purkautunut alkuvuoden kurssirallin jälkeen ja jatkossa näemme kurssinousun vaativan taakseen konkreettisia näyttöjä järjestelyiden etenemisestä. Toistamme 12,0 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta) osakkeen kaventuneen nousuvaran myötä.

Odotuksien mukainen startti vuodelle

Liikevaihto kasvoi odotetusti 55 %:lla isojen yritysjärjestelyiden, Smilen orgaanisen kasvun sekä Ravintoloiden uusperustannan ansiosta. Käyttökate oli hieman odotuksiamme matalampi (4,5 vs. 4,8 MEUR), mutta odotuksia matalampi poistotaso kompensoi tätä osittain. Yhtiö toisti odotetusti ohjeistuksensa, mutta tämän informaatioarvo on varsin matala johtuen meneillään olevista suurista järjestelyistä.

Isot järjestelyt etenevät kesän aikana

Q1 on Restamaxille kausiluontoisista tekijöistä johtuen selvästi vuoden heikoin kvartaali ja sen merkitys koko vuoden tulokseen on hyvin pieni. Q1-raportissa fokus keskittyikin yhtiö meneillään oleviin suuriin järjestelyihin (Royal-hankinta ja Smilen listaus). Royalin hankinta etenee käsityksemme mukaan odotetusti ja odotamme järjestelyn toteutuvan ennen juhannusta. Kuten olemme aiemmin sanoneet, näemme Royalin luovan merkittävää omistaja-arvoa sen synergioiden ansiosta. Syngergioiden realisoituminen tulee kuitenkin viemään aikaa ja arviomme mukaan ne painottuvat vuoteen 2019. Syngergioiden lisäksi pidämme Royalin strategista yhteensopivuutta erinomaisena.

Järjestelyiden jälkeen yhtiön tulee todistaa sen tulokunto

Olemme pitäneet ennusteemme käytännössä muuttumattomina ja ennustamme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 41 %:lla 263 MEUR:oon. Käyttökate kasvaa 32 MEUR:oon (2017: 22,4 MEUR). EPS nousee 0,80 euroon (2017: 0,30 euroa) johtuen SuperParkin osakkeiden myyntivoitosta. Ennusteemme eivät huomioi Royal-hankintaa tai Smilen mahdollista listautumista. Nämä järjestelyt tulevat toteutuessaan muuttamaan yhtiön numeroita merkittävästi. 2018 operatiivista tulosta tulee todennäköisesti painamaan Royal-integraation kulut, mutta raportoitu tulos tulee nousemaan poikkeuksellisen korkeaksi Smilen ylöskirjauksen myötä. 2019 osalta olemme arvioineet, että Restamaxilla on edellytykset yltää noin 1,0 euron EPS:ään, kun Royalin synergiat tulevat läpi ja suhteellinen poistotaso laskee yhtiön fokuoituessa kannattavuuteensa.

Osake ei enää aliarvostettu, mutta kydyissä kannattaa pysyä

Restamaxin osake on noussut voimakkaasti alkuvuoden aikana (+35 %) Smilen listauksen sekä Royal-hankinnan myötä ja mielestämme osake ei enää ole aliarvostettu. Suhteessa 2019 alustaviin uuden konsernirakenteen mukaisiin tulosenusteisiimme osake on edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu (EV/EBITDA ~7x ja P/E 11x). Tämä on kuitenkin mielestämme perusteltua, sillä isoihin järjestelyihin ja Royalin synergioihin liittyy edelleen epävarmuutta. Näemmekin kurssin kehittyvän jatkossa yhä selvemmin käsi kädessä isojen järjestelyjen etenemisen kanssa.

Analytikko

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



Suositus

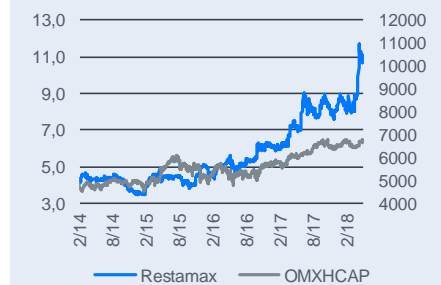
Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 12,00 EUR

Edellinen: 12,00



Lähde: Reuters

Ei ilisen päätös 11,05 EUR

12 kk vaihteluväli 6,85-12 EUR

Potentiaali 8,6 %

Ohjeistus

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

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	(MEUR)	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	130	9,0	6,9 %	7,9	0,34	0,30	1,0	6,5	14,0	17,4	5,0 %
2017	186	10,8	5,8 %	8,0	0,30	0,33	1,0	8,2	17,1	27,9	4,0 %
2018e	263	17,2	6,6 %	19,3	0,80	0,38	0,9	7,5	13,9	13,9	3,4 %
2019e	297	22,1	7,4 %	20,3	0,73	0,42	0,8	6,3	10,8	15,1	3,8 %
2020e	326	26,1	8,0 %	24,0	0,87	0,45	0,7	5,9	9,2	12,7	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			184	OPO / osake 2018e, EUR			3,17	CAGR EPS, 2017-2020, %			43 %
Nettovelka 2018e, MEUR			52	P/B 2018e			3,5	CAGR kasvu, 2017-2020, %			21 %
Yritysarvo (EV), MEUR			239	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			94,8 %	ROE 2018e, %			27,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR			162	Omavaraisuusaste 2018e, %			33,7 %	ROCE 2018e, %			16,8 %

Odotettu startti vuodelle

Vahva kasvu jatkuu

Restamaxin liikevaihto kasvoi odotuksiemme mukaisesti 55 %:lla 49,4 MEUR:oon (Q1'18e: 49,0 MEUR). Smilen kasvu oli odotuksien mukaisesti erittäin voimakasta (+141 %) johtuen isoista yrityskaupoista ja markkinan ripeästi orgaanisesta kasvusta. Laskelmiemme mukaan Smilen orgaaninen kasvu on Q1:llä ollut 15-20 %. Ravintolat-segmentti kasvoi 21 %:lla uusperustannan ja yrityskauppojen vetämänä. Laskelmiemme mukaan Ravintolat-segmentin vertailukelpoinen orgaaninen kasvu oli katsauskaudella lievästi positiivinen.

Yhtiön käyttökate oli 4,5 MEUR ja se jäi lievästi 4,8 MEUR:n ennusteestamme. Smilen tulos oli hieman odotuksia parempi, mutta kannattavuus on edelleen alle sen normaalin tason johtuen isojen yritysostojen keskeneräisistä integraatioista. Ravintolat-segmentin tulos oli odotuksiamme heikompi. Tulosta painoivat heikentynyt myyntimix sekä alkuvuonna tehdyt panostukset kasvuun. Yhtiön mukaan nämä panostukset alkoivat näkyä maaliskuun luvuissa, mikä lupaa hyvää loppuvuotta ajatellen. Konsernin poistotasoa oli odotuksiamme matalampi ja johdon kommenttien perusteella suhteellinen poistotaso tulee jatkamaan laskuaan. Tämä on erittäin tärkeää, sillä suhteellinen poistotason lasku nostaa esiin yhtiön EPS-potentiaalin. EPS oli lopulta odotuksiemme mukainen 0,03 euroa. Muistutamme, että tuloksellisesti Q1 on vuoden selvästi heikoin kvartaali ja sen merkitys koko vuoden tulokselle on hyvin pieni.

Restamax toisti odotetusti ohjeistuksensa. Yhtiö odottaa Ravintoloiden liikevaihdon olevan 140 MEUR, Smilen noin 110 MEUR ja konsernin liikevaihdon eliminointien jälkeen 240 MEUR. Kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla molemmissa segmenteissä. Ohjeistuksen informaatioarvo on erittäin matala johtuen tulevista isoista järjestelyistä ja yhtiö tulee tarkistamaan ohjeistustaan isojen järjestelyjen edetessä. Alustavasti emme näe tarvetta muuttaa ennusteistamme Q1-raportin perusteella ja odotamme yhtiöltä edelleen voimakasta tuloskasvua loppuvuoden aikana.

Isot järjestelyt etenevät

Q1 on Restamaxille kausiluontoisista tekijöistä johtuen selvästi vuoden pienin kvartaali ja sen merkitys koko vuoden tulokseen

on hyvin pieni. Q1-raportissa fokus keskittyikin yhtiön meneillään oleviin suuriin järjestelyihin (Royal-hankinta ja Smilen listaus). Royalin hankinta etenee käsityksemme mukaan odotetusti ja odotamme järjestelyn toteutuvan ennen juhannusta. Kuten olemme aiemmin sanoneet, näemme Royalin luovan merkittävää omistaja-arvoa sen synergioiden ansiosta. Synergioiden realisoituminen tulee kuitenkin viemään aikaa ja arviomme mukaan ne tulevat painottamaan vuoteen 2019. Synergioiden lisäksi pidämme Royalin strategista yhteensopivuutta erinomaisena. Tarkempi analyysimme (julkaistu 13.4.2018) Royal-hankintaan liittyen on luettavissa [oheisesta linkistä](#).

Smilen listauksen osalta yhtiö totesi, että selvitystyö on edelleen kesken. Pidämme Smilen listausta käytännössä varmana, sillä Royal-hankinnan myötä Restamaxin pitää vahvistaa omaa tasettaan ja lisäksi yhtiön on loogista fokuksitoita puhtaaksi ravintolayhtiöksi. Odotamme selvitystyön tapahtuvan kesän aikana ja listaus tapahtuisi todennäköisesti syksyllä. Näkemyksemme Smilen käyvistä arvosta on 105 MEUR (Restamaxin omistus ~78 %) ja laskelmiemme mukaan Restamax tulee kirjaamaan Smilestä noin 50 MEUR:n ylöskirjauksen listauksen toteutuessa. Restamax tulee arviomme mukaan jäämään Smilen listauksen jälkeen yhtiön suurimmaksi omistajaksi. Tarkempi analyysimme Smilen listauksesta (julkaistu 26.3.2018) on luettavissa [oheisesta linkistä](#).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus		Erotus (%)		2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes		Inderes
Liikevaihto	32,0	49,4	49,0				1 %		263
Käyttökate	3,3	4,3	4,8				-10 %		32,0
Liikevoitto	0,7	0,9	1,2				-24 %		17,2
Tulos ennen veroja	0,6	0,8	0,8				0 %		19,3
EPS (oikaistu)	0,03	0,03	0,03				0 %		0,80
Osinko/osake									0,38
Liikevaihdon kasvu-%	17,5 %	54,5 %	53,1 %				1,4 %-yks.		41,3 %
Liikevoitto-%	2,3 %	1,8 %	2,5 %				-0,6 %-yks.		6,6 %

Lähde: Inderes

Isot järjestelyt muuttavat yhtiötä merkittävästi

Lyhyellä aikavälillä fokus järjestelyiden läpiviennissä

Olemme pitäneet ennustemme käytännössä muuttumattomina ja ennustamme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 41 %:lla 263 MEUR:oon. Käyttökate kasvaa 32 MEUR:oon (2017: 22,4 MEUR). Käyttökateen vahvan kasvun taustalla on liikevaihdon voimakas kasvu, Ravintolat-segmentin poikkeuksellisen heikosta vertailukaudesta parantuva kannattavuus sekä Smilen isojen yrityskauppojen synergioiden realisoituminen. EPS nousee poikkeuksellisen korkealle 0,80 euroon (2017: 0,30 euroa) johtuen vahvasta tuloskasvusta sekä SuperParkin osakkeiden myyntivoitosta.

Ennustemme eivät huomioi Royal-hankintaa tai Smilen mahdollista listautumista. Nämä järjestelyt tulevat toteutuessaan muuttamaan yhtiön numeroita merkittävästi. 2018 operatiivista tulosta tulevat todennäköisesti painamaan Royal-integraation kulut, mutta raportoitu tulos tulee nousemaan poikkeuksellisen korkeaksi Smilen ylöskirjauksen myötä. 2019 osalta olemme arvioineet, että Restamaxilla on edellytykset yltää noin 1,0 euron EPS:ään, kun Royalin synergiat tulevat läpi ja suhteellinen poistotaso laskee yhtiön fokuksitessa kannattavuuteensa. Yhtiön onkin mielestämme ensiarvoisen tärkeää fokuksitua isojen järjestelyiden (Tanska ja Royal) jälkeen integraation läpivientiin sekä kannattavuuspotentiaalin realisoitumiseen.

2020 fokus jälleen kasvuun

Uskommekin vuoden 2019 olevan yhtiölle kasvun osalta välivuosi. 2019 jälkeen uskomme yhtiön jälleen siirtävän fokuksensa kasvuun, kun Royal-hankinnan synergiat näkyvät yhtiön numeroissa. Kasvun pääfokus on ulkomailta ja alkuvaiheissa todennäköisesti Tanskassa, jonne yhtiö laajeni tänä keväänä. Kansainvälisessä kasvussa yhtiön tulisi mielestämme fokuksitua alkuvaiheessa Tanskaan ja vahvistaa jalansijaansa tällä markkinalla sekä varmistaa liiketoiminnan kestävä kannattavuus. Tanska on myös looginen alusta kokeilla yhtiön kotimaisten brändien kantavuutta ulkomailta. Suhtaudumme kansainväliseen laajentumiseen selvästi aiempaa positiivisemmin johtuen Tanskan hyvin strukturoidusta laajentumisesta (oikeat kumppanit ja toimivat konseptit). Yhtiön on kuitenkin tärkeää säilyttää maltti laajentumisessa ja jatkossa yrityskauppojen hintatason tulisi olla selvästi Tanskan ostoja matalampi, jotta niitä voidaan pitää omistaja-arvoa kasvattavina. Pidemmällä aikavälillä pidämme laajentumista myös muihin Pohjoismaihin loogisena polkuna, mutta ennen tätä yhtiön pitää todistaa Tanskan liiketoiminnan toimivuus.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	262	263	0 %	295	297	1 %	324	326	1 %
Käyttökate	33,1	32,0	-3 %	37,4	37,6	0 %	41,0	40,9	0 %
Liikevoitto	17,2	17,2	0 %	22,2	22,1	-1 %	26,5	26,1	-1 %
Tulos ennen veroja	19,0	19,3	2 %	20,5	20,3	-1 %	24,4	24,0	-2 %
EPS (ilman kertaeeriä)	0,78	0,80	2 %	0,75	0,73	-2 %	0,89	0,87	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	139,2	153,7	10 %	146,1	166,0	14 %	153,4	174,3	14 %
Henkilöstövuokraus	117,3	121,1	3 %	134,9	143,4	6 %	155,2	164,9	6 %
Eliminoinnit	-12,3	-12,2	-1 %	-13,0	-12,5	-4 %	-14,0	-13,0	-7 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	9,6	9,8	2 %	11,4	12,2	7 %	13,0	14,2	9 %
Henkilöstövuokraus	7,0	7,4	6 %	9,5	9,8	4 %	12,8	11,9	-7 %

Lähde: Inderes

Osake ei enää aliarvostettu

Synergioiden realisoituessa osakkeessa edelleen selvää nousuvaraa

Sijoittajien tulee Restamaxia arvioidessa kääntää katseensa vuoteen 2019. 2018 numerot eivät vielä heijastele Royal-fuusion potentiaalia (mukana vain osan vuodesta ja synergiat painottuvat vuoteen 2019). Näin ollen fokusoidumme tulosenusteissamme vuoteen 2019, jonka tulisi heijastella uuden yhtiön potentiaalia.

Alkuvuoden voimakkaan kurssinousun (+35 %) myötä osake ei mielestämme ole enää aliarvostettu ja jatkossa kurssikehitys tulee olemaan yhä riippuvaisempi järjestelyiden etenemisestä ja onnistumisesta. 2019 alustavilla tulosenusteillamme Restamaxin arvostustaso on edelleen houkutteleva (P/E 11x ja EV/EBITDA noin 7x), mutta näiden realisoituminen vaatii Royal-integraation onnistumista ja suhteellisen poistotason laskua. Tulosenusteidemme realisoituessa näemme osakkeessa edelleen selkeää nousuvaraa, mutta korostamme, että synergioiden realisoituminen tulee painottumaan vuodelle 2019. Näin ollen pidämmekin lyhyen aikavälin nousuvaraa aiempaa rajallisempänä ja laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta). Suosittelemme sijoittajia kuitenkin pysymään osakkeen kyydissä ja pidämme yhtiön pitkän aikavälin tarinaa ja näkymiä edelleen hyvin houkuttelevina.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Restamax	10,95	183	230	13,5	10,5	7,0	6,2	0,9	0,8	14,0	14,6	3,5	3,8	3,5
Jack in the Box	90,78	2260	3111	17,0	17,2	13,8	13,7	4,2	5,0	23,4	19,0	1,9	2,1	
Cheesecake Factory	54,13	2086	2055	16,4	15,8	10,0	9,6	1,0	1,0	20,2	18,6	2,3	2,5	4,1
Restaurant Group	313,80	721	733	11,5	10,8	6,9	6,5	0,9	0,9	14,6	13,6	5,2	5,2	2,6
J D Wetherspoon	1182,00	1425	2261	15,1	14,6	9,5	9,2	1,2	1,1	16,2	16,0	1,1	1,1	5,1
Darden Restaurants	92,27	9629	10291	15,8	14,7	11,2	10,6	1,5	1,4	19,3	17,0	2,7	3,0	5,9
BJ's Restaurants	55,70	976	1068	24,5	23,1	10,3	9,8	1,2	1,1	27,7	25,5	0,8	0,8	4,2
Ibersol SGPS	11,45	345	438	16,2	16,7	9,0	8,6	1,3	1,3	16,4	16,1	0,9	0,9	1,5
Sherherd Neame	1060,00	183	274			10,1	10,2	1,5	1,5	17,9	17,6	2,7	2,8	
Ruth's Hospitality Group	28,15	734	769	17,4	16,5	13,1	12,4	2,0	1,9	20,8	19,2	1,6	1,6	8,8
Chipotle Mexican Grill	424,42	9944	9385	31,7	25,5	20,5	17,4	2,3	2,1	49,5	36,8			8,3
Red Robin Gourmet Burgers	61,15	669	865	22,2	20,0	7,3	7,0	0,7	0,7	22,7	19,4			1,9
Mitchells & Butlers	279,40	1367	3410	9,9	9,8	7,1	7,0	1,4	1,3	8,2	7,8	1,8	1,8	0,7
Texas Roadhouse	63,84	3843	3702	21,0	18,6	14,1	12,6	1,8	1,6	26,7	23,5	1,5	1,8	4,9
Del Frisco's Restaurant Group	15,35	264	292	20,9	15,4	8,6	6,7	0,9	0,8	22,4	16,0			1,6
Berjaya Food	1,65	135	182	17,6	12,9	9,7	7,9	1,3	1,2	26,2	19,7	2,2	2,8	1,6
Bloomin' Brands	24,38	1910	2720	16,9	16,3	8,2	8,1	0,8	0,8	17,1	16,1	1,5	1,6	25,8
Kotipizza	15,75	101	108	16,0	14,7	13,5	11,6	1,3	1,1	19,7	18,2	3,8	4,6	3,1
Restamax (Inderes)	11,05	184	239	13,9	10,8	7,5	6,3	0,9	0,8	13,9	15,1	3,4	3,8	3,5
Keskisarvo				17,9	16,1	10,6	9,7	1,5	1,4	21,3	18,6	2,2	2,4	5,2
Mediaani				16,9	15,8	9,8	9,4	1,3	1,2	19,9	17,9	1,9	2,1	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				-18 %	-32 %	-24 %	-33 %	-30 %	-32 %	-30 %	-16 %	83 %	85 %	-8 %

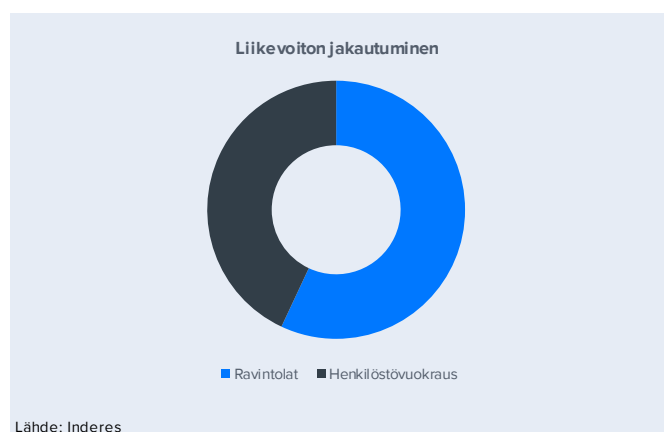
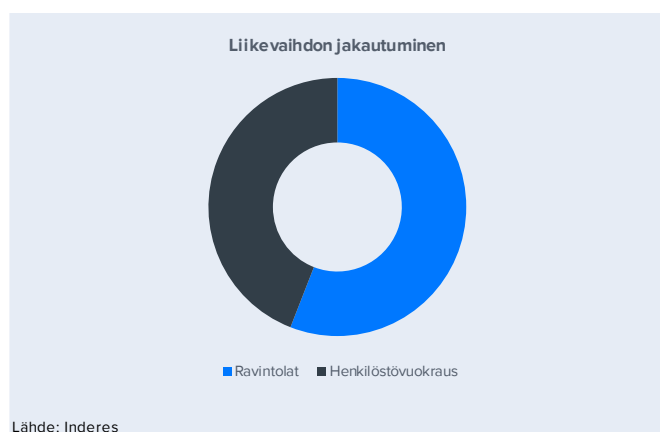
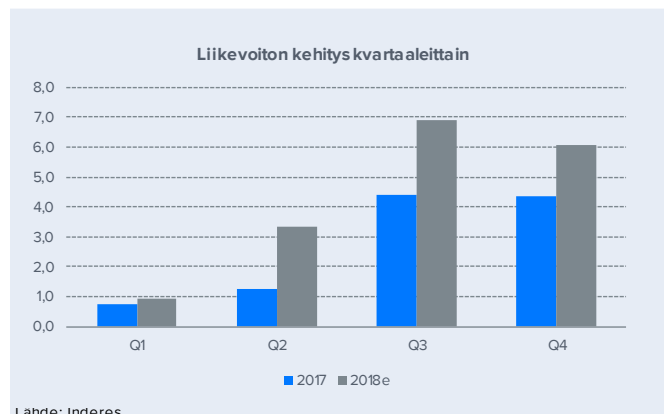
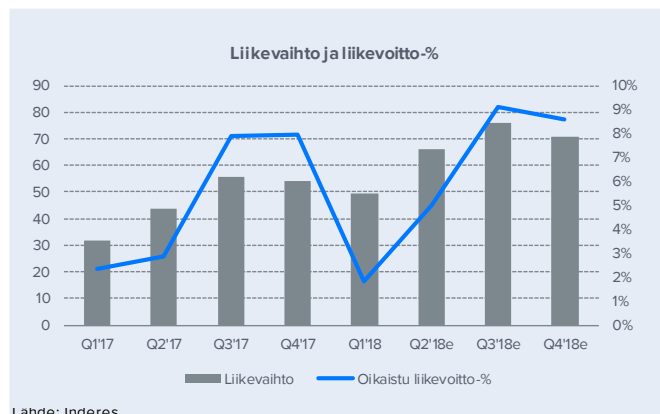
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	130,0	32,0	43,6	55,9	54,4	185,9	49,4	66,1	76,2	71,0	262,7	296,9	326,2
Ravintolat	107,5	25,6	29,0	33,2	34,4	122,2	30,9	39,3	42,6	41,0	153,7	166,0	174,3
Henkilöstövuokraus	34,1	8,7	17,4	26,1	23,4	75,6	20,9	29,8	37,2	33,2	121,1	143,4	164,9
Eliminoinnit	-11,6	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4	-11,9	-2,4	-3,0	-3,6	-3,2	-12,2	-12,5	-13,0
Käyttökate	19,4	3,3	3,9	7,5	7,8	22,4	4,3	7,1	10,7	9,9	32,0	37,6	40,9
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,4	-11,6	-3,4	-3,8	-3,8	-3,8	-14,8	-15,5	-14,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,3	6,9	6,1	17,2	22,1	26,1
Liikevoitto	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,3	6,9	6,1	17,2	22,1	26,1
Ravintolat	7,4	0,4	0,4	2,6	3,5	6,9	0,1	1,7	4,1	3,9	9,8	12,2	14,2
Henkilöstövuokraus	1,6	0,4	0,8	1,8	0,8	3,8	0,8	1,6	2,8	2,2	7,4	9,8	11,9
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-2,0	-2,9	-0,1	3,0	-0,4	-0,4	2,1	-1,7	-2,1
Tulos ennen veroja	7,9	0,6	0,9	4,0	2,5	8,0	0,8	6,3	6,5	5,7	19,3	20,3	24,0
Verot	-2,1	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,6	-0,4	-0,9	-1,6	-1,4	-4,3	-5,1	-6,0
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,7	-1,8	-3,1	-3,6
Nettotulos	5,6	0,5	0,4	2,5	1,5	4,9	0,4	4,9	4,3	3,6	13,2	12,2	14,5
EPS (oikaistu)	0,34	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,30	0,26	0,21	0,80	0,73	0,87
EPS (raportoitu)	0,39	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,30	0,26	0,21	0,80	0,73	0,87

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	17,5 %	36,3 %	53,1 %	58,6 %	43,0 %	54,5 %	51,8 %	36,2 %	30,5 %	41,3 %	13,0 %	9,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,9 %	265,7 %	-14,9 %	16,4 %	23,1 %	19,6 %	22,0 %	165,1 %	56,6 %	40,0 %	60,1 %	28,0 %	18,4 %
Käyttökate-%	14,9 %	10,2 %	9,0 %	13,3 %	14,3 %	12,1 %	8,7 %	10,8 %	14,1 %	13,9 %	12,2 %	12,7 %	12,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,9 %	2,3 %	2,9 %	7,9 %	8,0 %	5,8 %	1,8 %	5,0 %	9,1 %	8,6 %	6,6 %	7,4 %	8,0 %
Nettotulos-%	4,3 %	1,6 %	0,9 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %	0,9 %	7,4 %	5,6 %	5,0 %	5,0 %	4,1 %	4,4 %

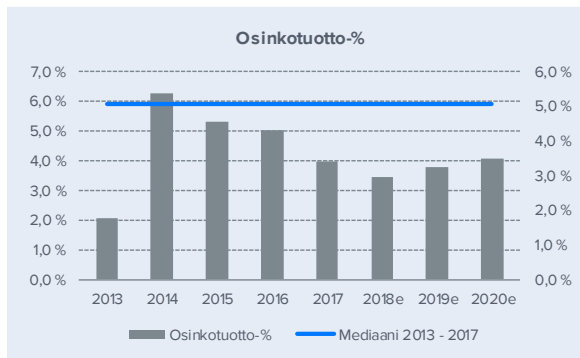
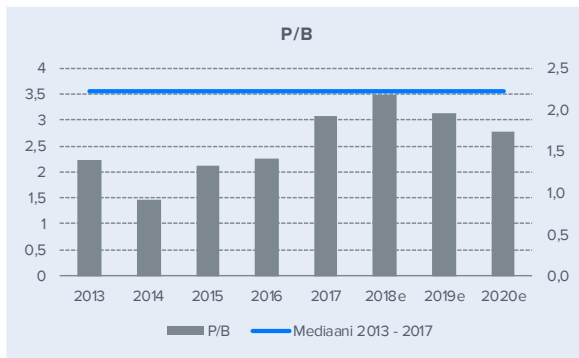
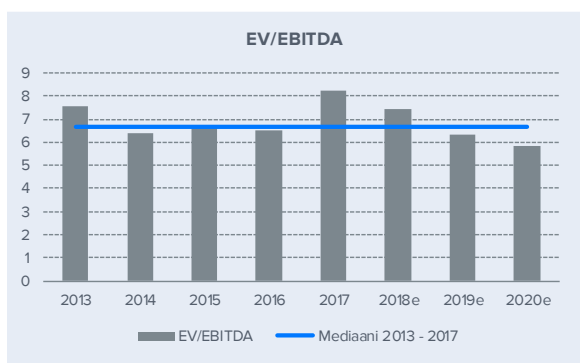
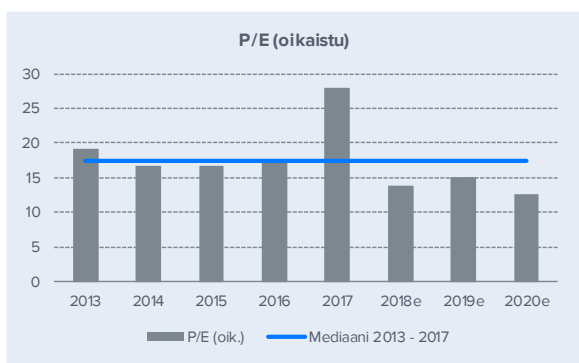
Lähde: Inderes



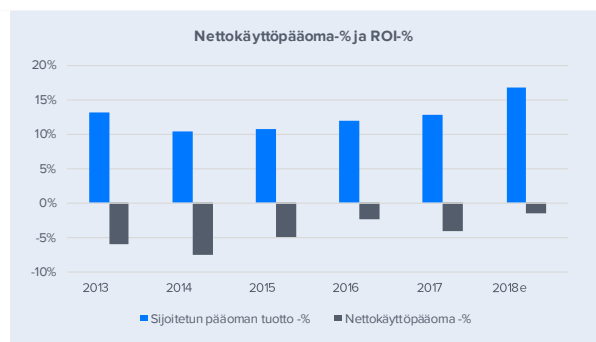
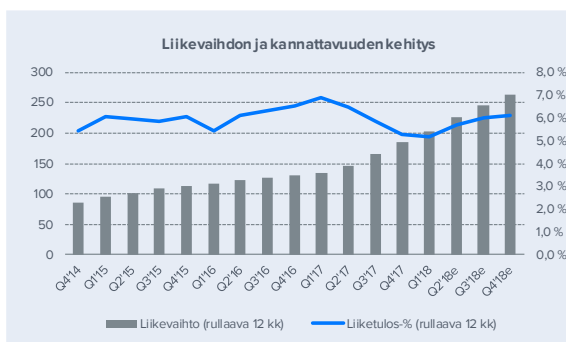
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,38	3,50	5,10	5,95	8,30	11,05	11,05	11,05
Markkina-arvo	62	57	84	97	138	184	184	184
Yritysarvo (EV)	69	77	110	126	184	239	238	240
P/E (oik.)	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	13,9	15,1	12,7
P/E	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	13,9	15,1	12,7
P/Kassavirta	-5,4	-2,8	-22,8	81,0	-20,7	-34,6	17,2	18,8
P/B	2,2	1,5	2,1	2,3	3,1	3,5	3,1	2,8
P/S	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,6	6,4	6,7	6,5	8,2	7,5	6,3	5,9
EV/EBIT	17,1	14,6	15,2	14,0	17,1	13,9	10,8	9,2
Osinko/tulos (%)	39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	47,8 %	57,2 %	51,7 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,4 %	3,8 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

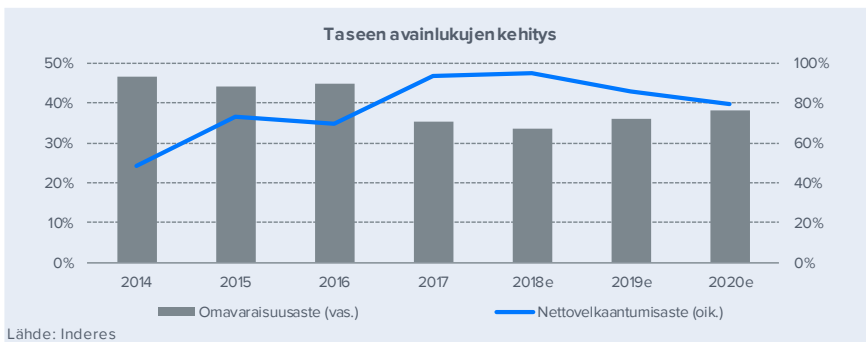


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	76	79	104	116	113
Liikearvo	34	38	47	61	61
Aineettomat oikeudet	10	10	19	22	21
Käyttöomaisuus	29	29	32	31	29
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	3	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	14	18	29	46	55
Varastot	2	2	3	4	4
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	14	24	37	45
Likvidit varat	2	2	3	5	6
Taseen loppusumma	91	98	133	162	168

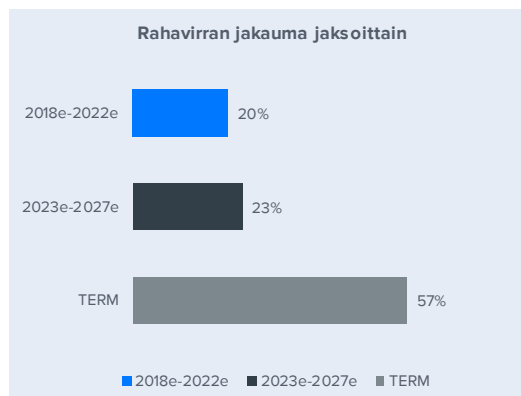
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	40	43	45	53	59
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	6	7	4	12	18
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	37	41	41	41
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	2	2
Pitkäaikaiset velat	24	26	40	48	49
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	22	24	35	43	43
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	27	28	46	59	59
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	12	14	15
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	19	34	45	45
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	91	98	133	162	168



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	10,8	17,2	22,1	26,1	29,0	28,8	27,5	26,2	26,7	25,3	25,7	
+ Kokonaispoistot	11,6	14,8	15,5	14,8	14,3	13,6	13,1	13,1	13,4	13,6	13,7	
- Maksut verot	-1,8	-4,3	-5,1	-6,0	-6,8	-6,8	-6,5	-6,2	-6,4	-6,1	-6,2	
- verot rahoituskuluista	-0,6	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	-3,5	-8,4	-8,6	-0,9	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	24,3	24,7	23,7	25,8	35,1	34,8	33,5	32,5	33,1	32,2	32,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-33,7	-30,0	-13,0	-16,0	-12,0	-12,0	-13,0	-14,0	-14,0	-14,0	-13,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	-5,3	10,7	9,8	23,1	22,8	20,5	18,5	19,1	18,2	19,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	-5,3	10,7	9,8	23,1	22,8	20,5	18,5	19,1	18,2	19,2	282,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,0	9,3	7,9	17,2	15,7	13,0	10,8	10,3	9,1	8,8	130,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		227,2	232,3	222,9	215,0	197,8	182,1	169,1	158,3	148,0	138,9	130,1
Velaton arvo DCF		227,2										
- Korolliset velat		-46,3										
+ Rahavarat		2,6										
- Vähemmistöosuus		-6,9										
- Osinko/pääomapalautus		-5,5										
Oman pääoman arvo DCF		174,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,49										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	130,0	185,9	262,7	296,9
EBITDA	16,5	19,4	22,4	32,0	37,6
EBITDA-marginaali (%)	14,6	14,9	12,1	12,2	12,7
EBIT	7,3	9,0	10,8	17,2	22,1
Voitto ennen veroja	6,0	7,9	8,0	19,3	20,3
Nettovoitto	5,0	5,6	4,9	13,2	12,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	90,6	97,7	133,1	161,9	168,3
Oma pääoma	40,1	44,0	46,9	54,6	60,5
Liikearvo	34,2	37,9	47,0	61,0	61,0
Korolliset velat	31,4	32,6	46,3	57,0	57,7

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	16,5	19,4	22,4	32,0	37,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-2,5	4,3	-3,5	-8,4
Operatiivinen kassavirta	13,7	14,9	24,3	24,7	23,7
Vapaa kassavirta	-3,7	1,2	-6,7	-5,3	10,7

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,31	0,34	0,30	0,80	0,73
EPS oikaistu	0,31	0,34	0,30	0,80	0,73
Operat. kassavirta per osak	0,84	0,91	1,46	1,49	1,42
Tasearvo per osake	2,42	2,64	2,70	3,17	3,52
Osinko per osake	0,27	0,30	0,33	0,38	0,42
Voitonjako, %	88	88	111	48	57
Osinkotuotto, %	5,3	5,0	4,0	3,4	3,8

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	16,6	17,4	27,9	13,9	15,1
P/B	2,1	2,3	3,1	3,5	3,1
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/CF	6,1	6,5	5,7	7,4	7,8
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,7	6,5	8,2	7,5	6,3
EV/EBIT	15,2	14,0	17,1	13,9	10,8

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/05/2016	Lisää	5,80 €	5,19 €
09/08/2016	Lisää	6,00 €	5,38 €
08/11/2016	Lisää	6,50 €	5,93 €
21/02/2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
23/03/2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
06/04/2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10/05/2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
05/07/2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
09/08/2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22/09/2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
07/11/2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21/02/2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26/03/2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13/04/2018	Osta	12,00 €	9,85 €
11/05/2018	Lisää	12,00 €	11,05 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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