

Royal-synergiat kurssin ajurina

Toistamme Restamaxin 12,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Olemme päivittäneet ennusteitamme Royal-hankinnan seurauksena ja ennustamme yhtiön tuloksen nousevan uudelle tasolle seuraavan 18kk aikana. Suhteessa ennustamaamme tulosparannukseen osake on edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu ja näemmekin osakkeessa edelleen nousuvaraa synergioiden realisoituessa.

Royal-kauppa nostaa ennusteita merkittävästi

Olemme päivittäneet ennusteemme Royal-järjestelyn myötä. Ennusteemme sisältävät Smilen, vaikka odotammekin yhtiön irtaantuvan Smilestä vielä tämän vuoden aikana. 2018 osalta ennustamme Restamaxilta nyt 349 MEUR:n liikevaihtoa (2017: 186 MEUR) ja 38,3 MEUR:n käyttökate (22,4 MEUR). Yhtiö on ohjeistanut konsernin liikevaihdon olevan noin 240 MEUR ja ohjeistuksen nostaminen onkin ajan kysymys. EPS-ennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,76 euroa (2016: 0,30 euroa) ja sitä nostaa SuperParkista saatu myyntivoitto.

Vuonna 2019 yhtiön pitää todistaa uuden Restamaxin tulokunto

Restamaxin ennusteissa sijoittajien tulee kääntää katseensa vuoteen 2019, sillä 2018 numerot sisältävät Royalin vain 7kk ajalta ja lisäksi Royalin synergiat realisoituvat vasta 2019. Ennustamme 2019 liikevaihdon olevan 422 MEUR (Ravintolat 60 %, Smile 40 %). Odotamme Restamaxin vetävän seuraavan 12kk aikana henkeä yritysostoissa ja keskittyvän Royalin ja Tanskan toimintojen onnistuneisiin integraatioihin. Tämä on mielestämme erittäin kriittistä, sillä osakkeen seuraavan 12kk kurssikehitys tulee olemaan vahvasti sidoksissa synergioiden realisoitumiseen ja Restamaxin nyt todistettava uuden yhtiön tulokunto. 2019 käyttökate-ennustemme on 50,3 MEUR ja sen merkittävässä kasvussa isoin ajuri on Royalista saatavat synergiat. Olemme säilyttäneet synergia-ennusteemme ennallaan 6 MEUR:ssa ja pidämme tätä varsin konservatiivisena tasona. Ennustamistamme synergioista noin puolet pohjautuu henkilöstötehokkuuden parantamiseen ja loput hankintaan sekä hallintokulujen saneeraukseen. Syngergioiden realisoituminen tulee painottumaan 2019 ja emme odota kuluvalta vuodelta vielä synergioita. 2019 EPS-ennusteemme on 0,91 euroa.

Kertoimissa nousuvaraa kunhan synergiat realisoituvat

Restamaxin arvostusta tarkasteltaessa tulee huomio kiinnittää vuoteen 2019. 2019 ennusteillamme EV/EBITDA-kerroin on 6,4x ja P/E 12x. EV/EBITDA-kerroin ei huomioi Smilen tai Ravintoloiden vähemmistöjä ja näin ollen suosimme P/E-kerrointa. Näkemyksemme mukaan uuden Restamaxin hyväksyttävä P/E-kerroin on 15-16x (linjassa muun pörssin kanssa) ja näin ollen osakkeessa onkin mielestämme selkeää nousuvaraa, kunhan tulosparannus realisoituu odotuksiemme mukaisesti.

Smile tullaan listaamaan

Uskomme edelleen, että Restamax tulee listaamaan Smilen vielä 2018 aikana. Olemme pitäneet arviomme Smilen arvosta ennallaan 105 MEUR:ssa (2018e EV/EBITDA 8x). Pidämme Smilen irtautumista Restamaxin omistajien kannalta positiivisena, sillä 1) se selkeyttää konsernin liiketoimintarakennetta 2) painaa käyttöpääoman jälleen raskaasti negatiiviseksi 3) henkilöstövuokrausmarkkinan tulikuuma tilanne on optimaalinen listautumisen kannalta 4) keventää Restamaxin velkataakkaa.

Analytikko

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



Suositus

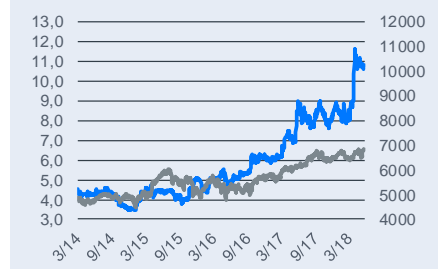
Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 12,00 EUR

Edellinen: 12,00



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 11,05 EUR

12 kk vaihteluväli 7,4-12 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	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	349	20,5	5,9 %	21,4	0,76	0,38	0,9	8,6	16,1	14,5	3,4 %
2019e	422	30,4	7,2 %	26,8	0,91	0,42	0,8	6,4	10,6	12,2	3,8 %
2020e	444	33,1	7,4 %	29,4	0,99	0,45	0,7	6,1	9,7	11,1	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR				209	OPO / osake 2018e, EUR		2,85			CAGR EPS, 2017-2020, %	49 %
Nettovelka 2018e, MEUR				115	P/B 2018e		3,9			CAGR kasvu, 2017-2020, %	34 %
Yritysarvo (EV), MEUR				331	Nettovelkaisuusaste 2018e, %		206,1 %			ROE 2018e, %	29,2 %
Taseen koko 2018e, MEUR				245	Omavaraisuusaste 2018e, %		22,8 %			ROCE 2018e, %	15,2 %

Ennusteet nousseet merkittävästi

Royal hankinta luo omistaja-arvoa

Restamax sai Royal-hankinnan päätökseen 1.6.2018. Royalin liikevaihto oli 2017 106 MEUR ja raportoitu käyttökate noin 7 MEUR. Velaton kauppahinta on 90 MEUR, josta 70 MEUR maksetaan käteisellä ja 20 MEUR Restamaxin osakkeilla. Royalilla on noin 70 ravintolaa, joiden pääpaino on pääkaupunkiseudulla. Royalin ravintolaportfolio täydentää Restamaxin portfolioa erinomaisesti, sillä Restamaxilla on ollut haasteita juuri pääkaupunkiseudulla. Lisäksi Royal on asemoitunut korkeamman hintaluokan segmentteihin, Restamaxin ollessa pääosin alemman hintaluokkaan ja myös tältä osin yhtiöiden tarjonta täydentää hyvin toisiaan. Kulupuolella näemme fuusion tarjoavan merkittäviä synergioita. Näemme Royalilla selkeää parannuspotentiaalia etenkin henkilöstötehokkuudessa, jossa yhtiöllä on ollut haasteita ja jossa Restamax on puolestaan alan tehokkaimpia toimijoita.

Kauppahinta on toteutuneella tuloksella kallis (EV/EBITDA 13x), mutta merkittävät synergiat huomioituna kauppahinta on edullinen (EV/EBITDA 7x) ja näemme kaupan luovan selkeää omistaja-arvoa. Tämä heijastuu myös EPS-ennusteissamme jotka ovat kohonneet järjestelyn myötä merkittävästi.

Ennusteet päivitetty

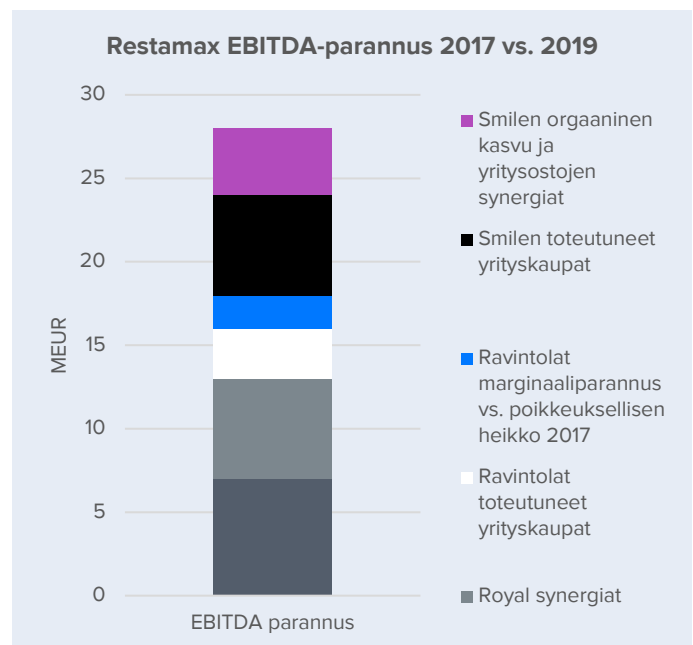
Ennusteemme sisältävät Smilen, vaikka odotammekin yhtiön irtaantuvan Smilestä vielä tämän vuoden aikana. 2018 osalta ennustamme Restamaxilta nyt 349 MEUR:n liikevaihtoa (2017: 186 MEUR). Yhtiö on ohjeistanut konsernin liikevaihdon olevan noin 240 MEUR ja ohjeistuksen nostaminen onkin vain ajan kysymys. Tuloksen osalta ennustamme 2018 käyttökateen olevan 38,3 MEUR (22,4 MEUR) ja osakekohtaisen tuloksen 0,76 euroa. Käyttökate-ennuste ei huomioi Royalin synergioita ja se ei kerro Restamaxin oikeasta tulostasosta. EPS on poikkeuksellisen korkea johtuen SuperParkin-merkittävästä myyntivoitosta.

Restamaxin ennusteissa sijoittajien tulee kääntää katseensa vuoteen 2019, sillä 2018 numerot sisältävät Royalin vain 7kk ajalta ja lisäksi Royalin synergiat realisoituvat vasta 2019. Ennustamme 2019 liikevaihdon olevan 422 MEUR (Ravintolat 60 %, Smile 40 %). Odotamme Restamaxin vetävän seuraavan 12kk aikana henkeä yritysostoissa ja keskittyvän Royalin ja Tanskan toimintojen onnistuneisiin integraatioihin. Tämä on mielestämme erittäin kriittistä, sillä osakkeen seuraavan 12kk kurssikehitys tulee olemaan vahvasti sidoksissa synergioiden realisoitumiseen ja Restamaxin on nyt todistettava uuden yhtiön tuloskunto.

2019 käyttökate-ennustemme on 50,3 MEUR ja sen merkittävässä kasvussa isoin ajuri on Royalista saatavat

synergiat. Olemme säilyttäneet synergia-ennusteemme ennallaan 6 MEUR:ssa ja pidämme tätä varsin konservatiivisena tasona. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla potentiaalia saavuttaa vielä tätä tasoa korkeammat synergiat etenkin henkilöstökulujen osalta. Ennustamistamme synergioista noin puolet pohjautuu henkilöstötehokkuuden parantamiseen ja loput hankintaan sekä hallintokulujen saneeraukseen. Laskemamme synergiat ovat ns. ”kovia synergioita” ja emme huomioi ennusteissamme mahdollisia ”pehmeitä synergioita” (Royalin vahva yritysmyynti, tapahtumien ristiinmyynti yms.). Synergioiden realisoituminen tulee painottumaan vuoteen 2019 ja emme odota kuluvalta vuodelta vielä synergioita. Odotamme synergioiden näkyvän täysimääräisesti yhtiön numeroissa H2’19 alkaen. 2019 EPS-ennusteemme on 0,91 euroa ja se kuvastaa varsin hyvin uuden Restamaxin täyttä tulospotentiaalia.

Kokonaisuutena ennustamme Restamaxin käyttökateen kasvavan vuoden 2017 22,4 MEUR:sta noin 28 MEUR:lla. Tämä tulosparannus jakautuu seuraavasti:



Ennustamastamme 28 MEUR:n tulosparannuksesta noin 16 MEUR on niin sanottua ”varmaa tulosparannusta”, koska se perustuu ostettujen kohteiden toteutuneeseen tulostasoon. Loput noin 12 MEUR ovat pääosin yritysostojen synergioihin pohjautuvia.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	263	349	33 %	297	422	42 %	326	444	36 %
Käyttökate	32,0	38,3	20 %	37,6	50,3	34 %	40,9	52,4	28 %
Liikevoitto	17,2	20,5	19 %	22,1	30,4	38 %	26,1	33,1	27 %
Tulos ennen veroja	19,3	21,4	11 %	20,3	26,8	32 %	24,0	29,4	22 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,80	0,76	-4 %	0,73	0,91	24 %	0,87	0,99	14 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto MEUR / EUR	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Ravintolat	154,0	227,6	48 %	166,0	267,1	61 %	174,0	275,1	58 %
Henkilöstövuokraus	121,0	133,8	11 %	143,0	172,0	20 %	165,0	189,2	15 %
Eliminoinnit	-12,2	-12,2	0 %	-13,0	-17,0	31 %	-13,0	-20,0	54 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto MEUR / EUR	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Ravintolat	9,8	12,5	28 %	12,2	19,6	60 %	14,2	21,1	49 %
Henkilöstövuokraus	7,4	8,0	8 %	9,8	10,8	11 %	11,9	12,0	1 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus edelleen hyvä

Sijoittajan kannalta keskeiset asiat Restamaxissa seuraavan 12kk aikana ovat seuraavat asiat:

- Royal-integraation edistyminen
- Smilen irtautumisen onnistuminen
- Tanskan integraatio

Näiden kaikkien kolmen onnistuessa tulee Restamaxin tulos nousemaan uudelle tasolle ja ensimmäistä kertaa yhtiön pörssihistoriassa myös alimmalle riville jää merkittävästi tulosta. Tähän asti yhtiön käyttökate on valunut heikosti tuloslaskelman alimmille riveille johtuen jatkuvista kovista kasvupanostuksista, jotka ovat kasvattaneet yhtiön poistomassaa. Smilen irtautumisen myötä sen arvo tulee täysimääräisesti esiin ja konsernin käyttöpääoma on jälleen raskaasti negatiivinen. Tämä mahdollistaa sen, että yhtiö kykenee jatkossa rahoittamaan kasvunsa käyttöpääomansa turvin. Yhtiö tulee siirtämään kasvunsa fokuksensa ulkomaille, koska Suomessa sen markkinaosuus on sille relevantissa segmentissä noussut varsin korkealle noin 10 %:n tasolle. Yhtiön johto näkee edelleen kasvuvaraa myös Suomessa, mutta tämä perustuu enemmän yksittäisiin kohteisiin (esim. Helsinki Garden ja Tampere Areena) tai yksittäisiin yritysostoihin. Sijoittajien kannalta olisi tärkeää, että Restamax pyhittäisi vuoden 2018 siihen, että se varmistaisi aiemmin mainittujen tekijöiden toteutumisen ja siirtäisi vasta sen jälkeen fokuksensa takaisin voimakkaaseen kasvuun ulkomaille.

Kertoimissa nousuvaraa kunhan tulosparannus realisoituu

Restamaxin arvostusta tarkasteltaessa tulee huomio kiinnittää vuoteen 2019. 2019 ennusteillamme EV/EBITDA-kerroin on 6,4x ja P/E 12x. EV/EBITDA-kerroin ei huomioi Smilen tai

Ravintoloiden vähemmistöjä ja näin ollen suosimme P/E-kerrointa. Näkemyksemme mukaan uuden Restamaxin hyväksyttävä P/E-kerroin on 15-16x (linjassa muun pörssin kanssa) ja näin ollen osakkeessa onkin mielestämme selkeää nousuvaraa, kunhan tulosparannus realisoituu odotuksiemme mukaisesti. Muistutamme sijoittajia siitä, että Restamaxin tulos painottuu Royalin myötä yhä voimakkaammin vuoden jälkipuoliskolle. Näin ollen 2019 tulosparannuksen realisoitumisesta saadaan vahvistus vasta loppuvuodesta 2019/alkuvuodesta 2020. Tällä hieman alle kahden vuoden omistusperiodilla laskennallinen osingot huomioiva tuotto-odotus on noin 15-20 %. Pidämme tätä tasoa edelleen hyvänä ja näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen selvästi positiivisena.

Smilen listaus tulee tapahtumaan

Uskomme edelleen, että Restamax tulee listaamaan Smilen vielä 2018 aikana. Olemme pitäneet arviomme Smilen arvosta ennallaan 105 MEUR:ssa (2018e EV/EBITDA 8x). Pidämme Smilen irtautumista Restamaxin omistajien kannalta positiivisena, sillä 1) se selkeyttää konsernin liiketoimintarakennetta 2) painaa käyttöpääoman jälleen raskaasti negatiiviseksi 3) henkilöstövuokrausmarkkinan tulikuuma tilanne on optimaalinen listautumisen kannalta 4) keventää Restamaxin velkataakkaa.

Smilen irtautuessa Restamaxin oma pääoma kasvaa merkittävästi ja laskelmiemme mukaan yhtiö tulee kirjaamaan noin 50 MEUR:n positiivisen kertaerän. Tämä yhdessä listautumisen yhteydessä laskevan velkataakan kanssa parantaa Restamaxin tasetta oleellisesti ja antaa sille liikkumavaraa jatkaa epäorganista kasvua Ravintolat-segmentissä.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Restamax	10,90	203	227	12,6	9,5	6,9	5,7	0,8	0,7	12,9	13,5	3,5	3,9	3,4
Jack in the Box	81,94	1979	2856	16,4	16,2	12,6	12,6	3,9	4,5	21,5	17,6	2,0	2,2	
Cheesecake Factory	54,36	2116	2120	16,8	16,2	10,2	9,8	1,1	1,0	20,3	18,7	2,2	2,5	4,2
Restaurant Group	311,20	712	740	11,6	10,9	7,0	6,6	0,9	0,9	14,8	13,8	5,2	5,2	2,6
J D Wetherspoon	1250,00	1500	2364	15,8	15,3	10,0	9,7	1,2	1,2	17,3	17,0	1,0	1,0	5,6
Darden Restaurants	90,91	9430	10264	15,6	14,6	11,1	10,5	1,5	1,4	19,0	16,8	2,8	3,1	6,1
BJ's Restaurants	57,80	1020	1131	25,8	24,3	10,8	10,3	1,2	1,2	28,8	26,5	0,8	0,8	4,4
Ibersol SGPS	10,80	321	424	14,2	14,1	7,7	7,4	1,1	1,1	12,8	12,5	1,1	1,2	1,4
Sherherd Neame	1090,00	187	278			10,2	10,4	1,5	1,5	18,1	17,8	2,7	2,8	
Ruth's Hospitality Group	27,40	720	755	17,1	16,2	12,8	12,2	2,0	1,9	20,1	18,8			
Chipotle Mexican Grill	453,82	10753	10263	34,3	27,6	22,3	18,9	2,5	2,3	52,7	39,0			9,3
Red Robin Gourmet Burgers	49,85	549	734	20,5	17,7	6,2	6,0	0,6	0,6	19,6	16,5			1,5
Mitchells & Butlers	271,80	1324	3316	9,6	9,5	6,9	6,8	1,3	1,3	8,2	7,8	0,3	0,3	0,7
Texas Roadhouse	63,96	3880	3767	21,2	18,7	14,2	12,7	1,8	1,6	26,7	23,5	1,5	1,8	4,8
Del Frisco's Restaurant Group	13,20	228	252	19,8	13,4	8,0	6,2	0,8	0,7	20,5	14,7			
Berjaya Food	1,71	138	190	19,4	13,4	10,4	8,3	1,4	1,3	26,8	20,2	2,1	2,8	1,6
Bloomin' Brands	21,90	1727	2616	16,2	15,5	7,9	7,6	0,7	0,7	15,4	14,4	1,6	1,8	24,2
Kotipizza	15,40	97	105	15,6	14,4	13,2	11,3	1,3	1,1	19,3	17,8	3,9	4,7	3,1
Restamax (Inderes)	11,05	209	331	16,1	10,6	8,6	6,4	0,9	0,8	14,5	12,2	3,4	3,8	3,9
Keskiarvo				17,8	15,7	10,5	9,6	1,4	1,4	20,8	18,2	2,2	2,4	5,2
Mediaani				16,4	15,3	10,2	9,7	1,2	1,2	19,4	17,3	2,1	2,4	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				-2 %	-31 %	-15 %	-34 %	-24 %	-36 %	-25 %	-30 %	66 %	61 %	3 %

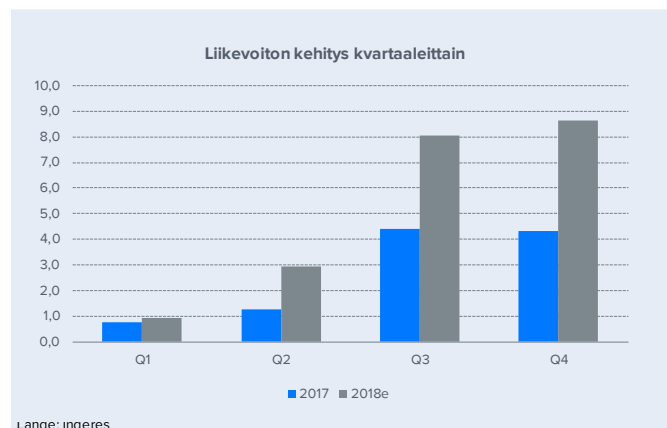
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

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	78,0	113,0	108,9	349,3	422,1	444,3
Ravintolat	107,5	25,6	29,0	33,2	34,4	122,2	30,9	49,7	73,2	73,9	227,6	267,1	275,1
Henkilöstövuokraus	34,1	8,7	17,4	26,1	23,4	75,6	20,9	31,3	43,4	38,2	133,8	172,0	189,2
Eliminoinnit	-11,6	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4	-11,9	-2,4	-3,0	-3,6	-3,2	-12,2	-17,0	-20,0
Käyttökate	19,4	3,3	3,9	7,5	7,8	22,4	4,3	7,8	12,8	13,4	38,3	50,3	52,4
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,4	-11,6	-3,4	-4,8	-4,8	-4,8	-17,8	-19,9	-19,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,0	8,0	8,6	20,5	30,4	33,1
Liikevoitto	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,0	8,0	8,6	20,5	30,4	33,1
Ravintolat	7,4	0,4	0,4	2,6	3,5	6,9	0,1	1,3	4,9	6,2	12,5	19,6	21,1
Henkilöstövuokraus	1,6	0,4	0,8	1,8	0,8	3,8	0,8	1,7	3,1	2,4	8,0	10,8	12,0
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-2,0	-2,9	-0,1	2,6	-0,8	-0,8	0,9	-3,6	-3,7
Tulos ennen veroja	7,9	0,6	0,9	4,0	2,5	8,0	0,8	5,6	7,2	7,8	21,4	26,8	29,4
Verot	-2,1	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,6	-0,4	-1,1	-1,8	-2,0	-5,2	-6,4	-7,0
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,7	-1,8	-3,2	-3,6
Nettotulos	5,6	0,5	0,4	2,5	1,5	4,9	0,4	4,0	4,8	5,2	14,4	17,2	18,7
EPS (oikaistu)	0,34	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,02	0,21	0,26	0,27	0,76	0,91	0,99
EPS (raportoitu)	0,39	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,24	0,29	0,31	0,87	0,91	0,99

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 %	79,0 %	102,0 %	100,1 %	87,9 %	20,9 %	5,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,9 %	265,7 %	-14,9 %	16,4 %	23,1 %	19,6 %	22,0 %	135,7 %	82,0 %	98,8 %	90,9 %	48,0 %	8,8 %
Käyttökate-%	14,9 %	10,2 %	9,0 %	13,3 %	14,3 %	12,1 %	8,7 %	9,9 %	11,4 %	12,3 %	11,0 %	11,9 %	11,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,9 %	2,3 %	2,9 %	7,9 %	8,0 %	5,8 %	1,8 %	3,8 %	7,1 %	7,9 %	5,9 %	7,2 %	7,4 %
Nettotulubs-%	4,3 %	1,6 %	0,9 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %	0,9 %	5,1 %	4,3 %	4,7 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %

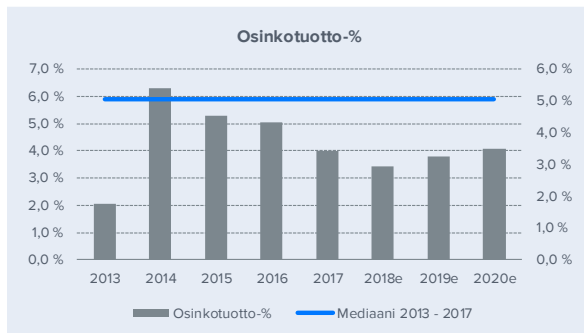
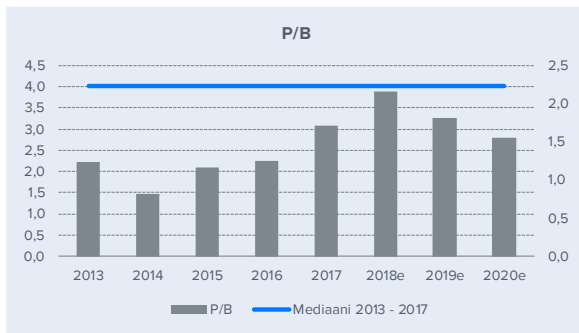
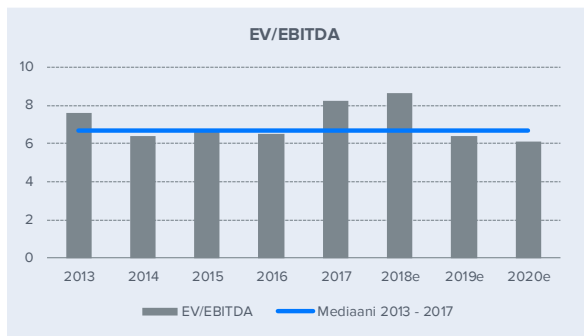
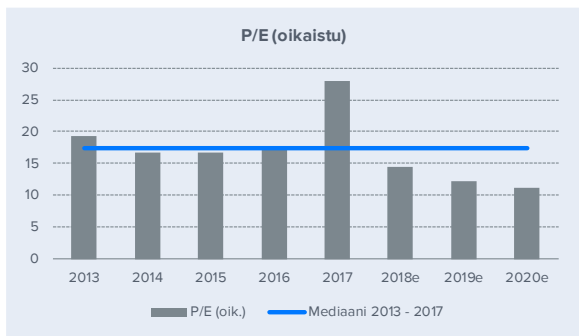
Lähde: Inderes



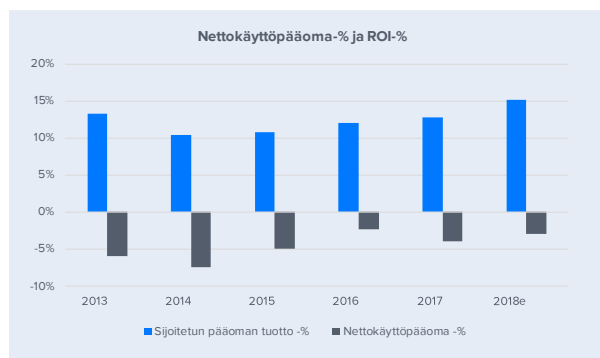
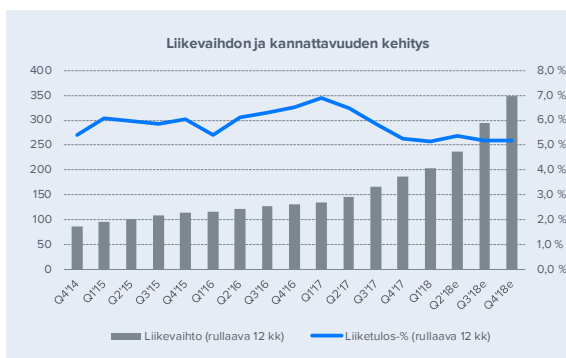
Arvostus

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	209	209	209
Yritysarvo (EV)	69	77	110	126	184	331	322	321
P/E (oik.)	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	14,5	12,2	11,1
P/E	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	14,5	12,2	11,1
P/Kassavirta	-5,4	-2,8	-22,8	81,0	-20,7	-4,4	10,0	14,0
P/B	2,2	1,5	2,1	2,3	3,1	3,9	3,3	2,8
P/S	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,6	6,4	6,7	6,5	8,2	8,6	6,4	6,1
EV/EBIT	17,1	14,6	15,2	14,0	17,1	16,1	10,6	9,7
Osinko/tulos (%)	39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	49,8 %	46,2 %	45,4 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,4 %	3,8 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

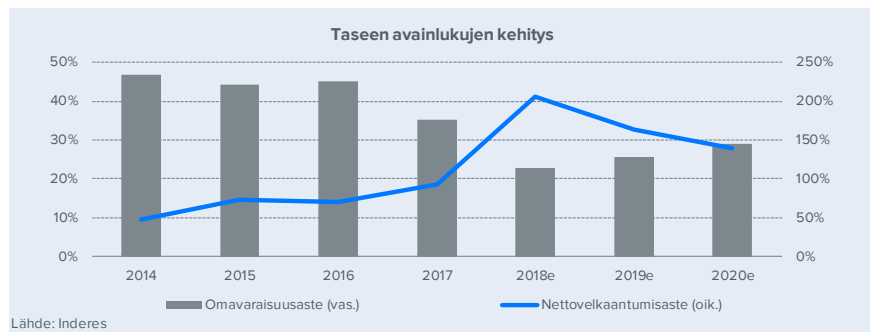


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	76	79	104	187	185
Liikearvo	34	38	47	117	117
Aineettomat oikeudet	10	10	19	25	24
Käyttöomaisuus	29	29	32	43	42
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	58	72
Varastot	2	2	3	5	6
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	14	24	45	57
Likvidit varat	2	2	3	7	8
Taseen loppusumma	91	98	133	245	257

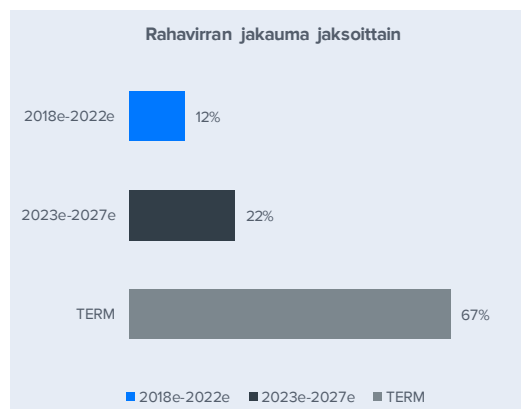
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	40	43	45	54	64
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	6	7	4	13	23
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	37	41	41	41
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	2	2
Pitkäaikaiset velat	24	26	40	97	92
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	22	24	35	91	87
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	27	28	46	92	99
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	12	31	29
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	19	34	61	70
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	91	98	133	245	257



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	10,8	20,5	30,4	33,1	34,2	33,7	31,9	32,5	33,2	31,2	31,7	
+ Kokonaispoistot	11,6	17,8	19,9	19,3	18,9	18,6	18,8	19,1	19,4	19,6	19,7	
- Maksetut verot	-1,8	-5,2	-6,4	-7,0	-7,2	-7,2	-6,8	-7,0	-7,3	-6,9	-7,0	
- verot rahoituskuluista	-0,6	0,2	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	
+ 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	3,1	-4,1	-8,6	-9,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	24,3	36,4	38,9	35,9	35,4	43,8	42,8	43,6	44,4	43,1	43,6	
+ 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	-104,0	-18,0	-21,0	-18,0	-19,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-18,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	-67,6	20,9	14,9	17,4	24,8	22,8	23,6	24,4	23,1	25,0	
+/- Muut	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	-47,6	20,9	14,9	17,4	24,8	22,8	23,6	24,4	23,1	25,0	420,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-25,7	18,6	12,3	13,4	17,8	15,2	14,7	14,1	12,4	12,5	209,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	294,9	340,6	321,9	309,6	296,2	278,3	263,1	248,5	234,4	222,1	209,6	
Velaton arvo DCF	294,9											
- Korolliset velat		-46,3										
+ Rahavarat		2,6										
- Vähemmistöosuus		-7,6										
- Osinko/pääomapalautus		-5,5										
Oman pääoman arvo DCF	238,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	12,60											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	130,0	185,9	349,3	422,1
EBITDA	16,5	19,4	22,4	38,3	50,3
EBITDA-marginaali (%)	14,6	14,9	12,1	11,0	11,9
EBIT	7,3	9,0	10,8	20,5	30,4
Voitto ennen veroja	6,0	7,9	8,0	21,4	26,8
Nettovoitto	5,0	5,6	4,9	14,4	17,2
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	244,6	256,8
Oma pääoma	40,1	44,0	46,9	55,8	65,8
Liikearvo	34,2	37,9	47,0	117,0	117,0
Korolliset velat	31,4	32,6	46,3	122,0	115,7

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	16,5	19,4	22,4	38,3	50,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-2,5	4,3	3,1	-4,1
Operatiivinen kassavirta	13,7	14,9	24,3	36,4	38,9
Vapaa kassavirta	-3,7	1,2	-6,7	-47,6	20,9

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	0,76	0,91
EPS oikaistu	0,31	0,34	0,30	0,76	0,91
Operat. kassavirta per osake	0,84	0,91	1,46	1,93	2,06
Tasearvo per osake	2,42	2,64	2,70	2,85	3,38
Osinko per osake	0,27	0,30	0,33	0,38	0,42
Voitonjako, %	88	88	111	50	46
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	14,5	12,2
P/B	2,1	2,3	3,1	3,9	3,3
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
P/CF	6,1	6,5	5,7	5,7	5,4
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,7	6,5	8,2	8,6	6,4
EV/EBIT	15,2	14,0	17,1	16,1	10,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Laine Capital Oy	24,4 %
PIMU CAPITAL	18,5 %
Mika Niemi	11,8 %
Intera Partners	12,0 %
Evli Suomi pienyhtiöt	4,4 %
Sign systems Finland	4,0 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
08/06/2018	Lisää	12,00 €	11,00 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin analyytikko Sauli Vilenillä on 12.14.2018 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Restamax Oyj.

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/>