

Kotipizza Group

Seurannan aloitus

11/2016

**inde
res.**

Matariskinen osinkoyhtiö

Aloitamme Kotipizza Groupin osakkeen seurannan lisää-suosituksella ja 10,0 euron tavoitehinnalla. Kotipizza on Pohjoismaiden suurin pizzeriaketju, jonka 255 ravintolaa toimii pääosin franchising-periaatteella. Franchising-liiketoimintamallin ansiosta Kotipizza on pystynyt ulkoistamaan suuren osan liiketoimintariskistä ja investoinneista yrittäjille, minkä ansiosta yhtiöllä on vähäinen käyttöpääoman tarve, vahva kassavirta ja siten hyvä osingonmaksukyky. Pidämme osaketta houkuttelevana defensiivisen toimialan, vakaan ja kannattavan liiketoimintamallin sekä matalan arvostuksen takia.

Pohjoismaiden suurin pizaravintolaketju omalla logistiikkaoperaattorilla

Kotipizza on Pohjoismaiden suurin pizaravintolaketju, jonka ensimmäinen ravintola avattiin 1987. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt vain Suomen markkinoille ja lokakuun 2016 lopussa yhtiöllä oli yhteensä 255 ravintolaa. Kaikki Kotipizza-ravintolat ovat velvoitettuja hankkimaan tarvittavat raaka-aineet Kotipizza-konserniin kuuluvalta osto- ja logistiikkaoperaattori Helsinki Foodstockilta, joka hoitaa toimitukset Suomessa myös mm. Subway-ravintoloille, Rolssille, EspressoHouselle ja Fafa'sille. Helsinki Foodstock muodostaa noin 78 % konsernin liikevaihdosta (2015: 56 MEUR). Konsernin tuloksen muodostumisen kannalta tärkein tuloerä on kuitenkin franchise-periaatteella toimivien ravintoloiden Kotipizzalle maksamat franchise-maksut, jotka ovat keskimäärin 10 % ravintoloiden myynnistä (2015: ketjummyynti 77 MEUR).

Franchise-toimintamalli on erittäin kannattavaa ja sitoo vähän pääomia

Kotipizzan franchise-yrittäjiltä keräämät maksut olivat vuonna 2015 yhteensä 11,8 MEUR. Franchising-maksuihin perustuva liiketoimintamalli on Kotipizzalle erittäin vakaata ja kannattavaa (EBITDA 2015: 46 %). Yhtiö pystyy liiketoimintamallissa ulkoistamaan pääosan yrittäjäriskistä ja ravintoloihin tehtävistä investoinneista franchise-yrittäjille ja keskittyä itse ketjutoiminnan ohjaamiseen ja kehittämiseen. Koska Kotipizzan liiketoimintamalli ja kasvu sitovat vain hyvin vähän pääomaa, voi yhtiö samanaikaisesti maksaa korkeaa osinkoa sekä toteuttaa potentiaalisia yritysostoja/uusia konsepteja (mm. Chalupa) strategian ja kasvun tueksi.

Osaketta hinnoitellaan vahvasta kurssinoususta huolimatta edelleen houkuttelevasti

Kotipizzan osake on noussut vuoden 2015 kesänä tapahtuneen listautumisen jälkeen noin 80 %, mutta vahvasta kurssinoususta huolimatta pidämme osakkeen arvostustasoa edelleen houkuttelevana. Näkemyksemme mukaan matariskisen liiketoimintamallin, hyvän kassavirran ja toimialan defensiivisyyden vuoksi yhtiölle voidaan hyväksyä noin 15x P/E-kerroin. Ennusteillamme vuosien 2016e ja 2017e P/E-kertoimet ovat 14x ja 12x, sekä vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 9,4x ja 8,6x. Myös osinkotuotto on hyvällä 5 %:n tasolla. Yhtiö on tulos-, tase- ja osinkopohjaisesti arvostettu selvästi alle kansainvälisen verrokkiryhmän. Suurimpina riskeinä arvostukselle tunnistamme viimeisen vuoden aikana nähdyn kasvupyrähdyksen merkittävä hidastuminen ja epäonnistumisen uusien fast casual-konseptien (mm. Chalupa) tuomisessa markkinoille.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Ei suositusta

10,0 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



Osakekurssi: 8,86 EUR

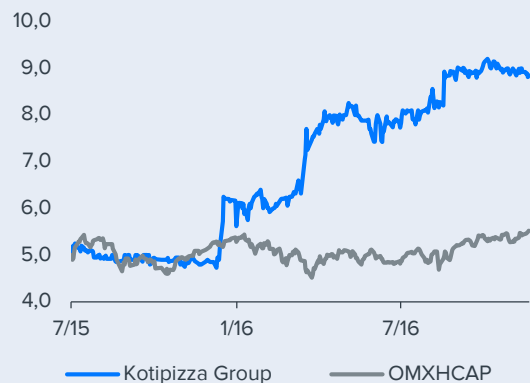
Potentiaali: 13 %

Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	56,4	67,6	72,8
<i>kasvu-%</i>	8 %	20 %	8 %
Liikevoitto	3,4	5,8	6,5
<i>EBIT-%</i>	6,1 %	8,6 %	9,0 %
Tulos ennen veroja	0,5	5,0	5,7
EPS	0,05	0,65	0,72
Osinko	0,35	0,42	0,47

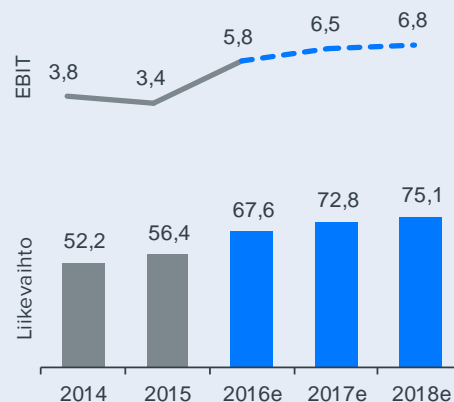
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9
EV/EBITDA	11,6	9,4	8,6
EV/EBIT	14,1	10,9	9,8
P/E	119,7	14,1	12,3
P/B	1,3	1,8	1,7
Osinko-%	5,7 %	4,7 %	5,3 %

Kurssikehitys

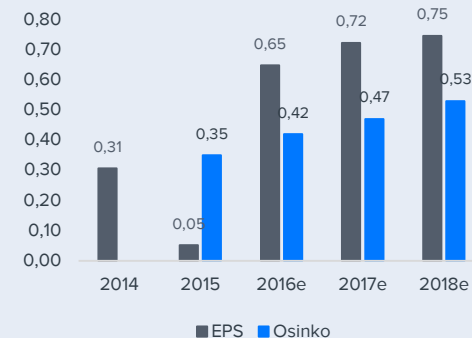


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E

12x

2017e

EV/EBITDA

9x

2017e

EV/S

0,9x

2017e

Osinko-%

5,3

2017e



Arvoajurit

- Franchise-ravintoloiden myynnin kasvu
- Hyvin skaalautuva liiketoimintamalli
- Kasvu yritysostoin tai uusia fast casual-konsepteja luomalla
- Foodstockin uusasiakashankinta
- Kotimaisuuden ja vastuullisuuden tärkeys



Riskitekijät

- Viime vuosina nähdyin kovan kasvuvauhdin hidastuminen
- Franchise-ravintoloiden kannattamattomuus ja yrittäjien tyytymättömyys
- Kova/harmaa kilpailu pikaruokatoimialalla
- Kotipizzan maineriski
- Foodstockin mahdolliset jakeluhäiriöt



Arvostus

- Matalariskinen franchise-liiketoimintamalli
- Vahva operatiivinen kassavirta
- Hyvä osinkotuotto
- Matala tulospohjainen arvostus
- Selvästi verrokkiryhmää edullisempi

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Liiketoimintamalli	s. 8-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 11-14
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 15-20
Taloudellinen tilanne	s. 21-22
Ennusteet	s. 23-25
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	s. 26-29
Taulukot	s. 30-34
Vastuuvapauslauseke	s. 35

Yhtiöesittely

Pohjoismaiden suurin pizzeraravintolaketju

Kotipizza Group on keskittynyt pikaruokaravintola-alan palveluiden tarjoamiseen Suomessa. Yhtiön perusti yrittäjä Rabbe Grönblom ja ensimmäinen Kotipizza-ravintola avattiin vuonna 1987 Vaasaan. Kotipizzan alkuvuosien kasvu oli nopeaa ja sadas Kotipizza-ravintola avattiin jo vuonna 1992. Kahdessadas ravintola avattiin vuonna 1996. Ravintoloiden määrä kävi huipussaan vuonna 2011 (289 kpl), minkä jälkeen se on laskenut tasaisesti nykyhetkeen saakka. Vuoden 2016 lokaan lopussa Kotipizza-ravintoloita oli yhteensä 255 kpl, joista kaikki paitsi yksi yhtiön pääkonttorin yhteydessä oleva ravintola toimivat franchising-sopimuksen perusteella.

Kotipizza-konserniin kuuluu myös vuonna 2003 perustettu Helsinki Foodstock Oy, joka toimii osto- ja logistiikkaoperaattorina konsernin omille ja muille pääosin Suomen markkinoilla toimiville pikaruokaravintolaketjuille. Foodstockin muita isoja asiakkaita Kotipizza-ravintoloiden lisäksi ovat mm. Subway, Rolls, EspressoHouse, Fafa's, Siipiravintolat ja Chalupa.

Kotipizza lanseerasi kesällä 2015 yhteisyrityksenä Think Drinks Oy:n kanssa uuden meksikolaishenkisen fast casual-brändi Chalupan. Chalupan ensimmäinen ravintola avattiin syyskuussa 2015 Helsingin Kallioon. Kesäkuun lopussa vuonna 2016 Chalupa-ravintoloita oli yhteensä kuusi (Helsingissä, Kauniaisissa, Jyväskylässä ja Tampereella) ja kaikki ravintolat yhtä lukuun ottamatta ovat franchising-yrittäjien operoimia. Konsernin tavoitteena on jatkaa Chalupan kasvattamista

valtakunnalliseksi brändiksi franchising-yrittäjyyden pohjalta.

Liiketoimintarakenne

Kotipizza-konserni harjoittaa liiketoimintaa maantieteellisesti vain Suomessa. Konsernilla on neljä eri raportoitavaa toimintasegmenttiä:

- 1. Kotipizza**, joka tarjoaa palveluja konsernin franchising-yrittäjille ja harjoittaa konsernin omistamien Kotipizza-ravintoloiden (1 kpl) toimintaa (2015: 21 % liikevaihdosta);
- 2. Foodstock**, joka harjoittaa elintarvikkeisiin keskittyvää osto- ja logistiikkaliiketoimintaa Kotipizza-ketjun ravintoloille ja muille elintarviketeollisuuden toimijoille (2015: 78 % liikevaihdosta);
- 3. Chalupa**, joka on toukokuussa 2015 lanseerattu uusi meksikolaishenkinen fast casual-ravintolatoimintaa harjoittava brändi (2015: 1 % liikevaihdosta).
- 4. Muut-segmentti**, joka käsittää lähinnä konsernihallinnon liiketoiminnot (2015: ei liikevaihtoa).

Vahvan kassavirran ja matalan riskin liiketoimintamalli

Kotipizzan liiketoimintamallin ytimessä on vuosien saatossa hyvin toimivaksi kehitetty franchising-toimintamalli. Ketjuohjauksen ja Foodstockin osto- ja logistiikkapalveluiden avulla liiketoimintamalli pysyy tehokkaana ja vähän pääomaa sitovana. Franchising-yrittäjät tekevät suurimman osan ravintolaan liittyvistä

investoinneista, minkä takia Kotipizza Groupin investointitarve ja käyttöpääoma pysyvät matalana mahdollistaen vahvan kassavirran. Yhtiö pystyy tehokkaasti ketjuohjaamaan kaikkia ravintoloita ja pitämään tuotteet standardoituna, sillä kaikki Kotipizza-ravintolat ovat velvoitettuja tilaamaan raaka-aineet ja tarvikkeet Foodstockilta. Kuluttaja voi näin varmistua siitä, että hän saa saman valikoiman ja samalaatuisen tuotteen kaikista Kotipizza-ravintoloista.

Listautuminen kesällä 2015

Kotipizza Group listautui Helsingin pörssin päälistalle vuoden 2015 heinäkuussa 5,0 euron osakekohtaisella hinnalla. Konsernin vuoden 2015 liikevaihto oli 56,4 MEUR, raportoitu käyttökate 4,2 MEUR ja raportoitu liikevoitto 3,4 MEUR. Yhtiön osakekurssi on noussut listautumisen jälkeen noin 80 % ja nykyisellä 8,86 euron osakekurssilla Kotipizza Groupin markkina-arvo on 56 MEUR. Konsernilla oli Q2'16 lopussa 9 MEUR:n nettovelka, joten yritysarvo (EV) on 65 MEUR.

Sentica Partners ankkuriomistajana

Kotipizzan suurin omistaja on suomalainen pääomasijoitusyhtiö Sentica Partners, joka omistaa yhtiön osakekannasta noin 63 %. Toiseksi suurin omistaja 4,9 %:n osuudella on Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo ja kolmanneksi suurin omistaja on Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma 3,15 %:n osuudella. Vahvasti keskittyneen omistuksen takia yhtiön osakkeella on ollut listautumisen jälkeen hyvin pieni likviditeetti ja vaihtovolyymi on ollut keskimäärin vain 3000 kpl päivässä.

Kotipizza Group lyhyesti

Kotipizza on Pohjoismaiden suurin pizzaravintolaketju, jolla on Suomessa 255 pääosin franchising-periaatteella toimivaa Kotipizza-ravintolaa ja 6 pääosin franchising-periaatteella toimivaa Chalupa-ravintolaa. Konserniin kuuluva Helsinki Foodstock hoitaa keskitetysti ravintoloiden raaka-aine- ja tavarahankinnat sekä logistiikan.

1987

PERUSTAMISVUOSI

2015

LISTAUTUMINEN

#1 markkina-osuus

PIZZARAVINTOLAKETJU POHJOISMAISSA

56,4 MEUR (+8 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015

3,4 MEUR (6,1 % lv:sta)

LIKEVOITTO 2015

36

KONSERNIN
HENKILÖSTÖ*

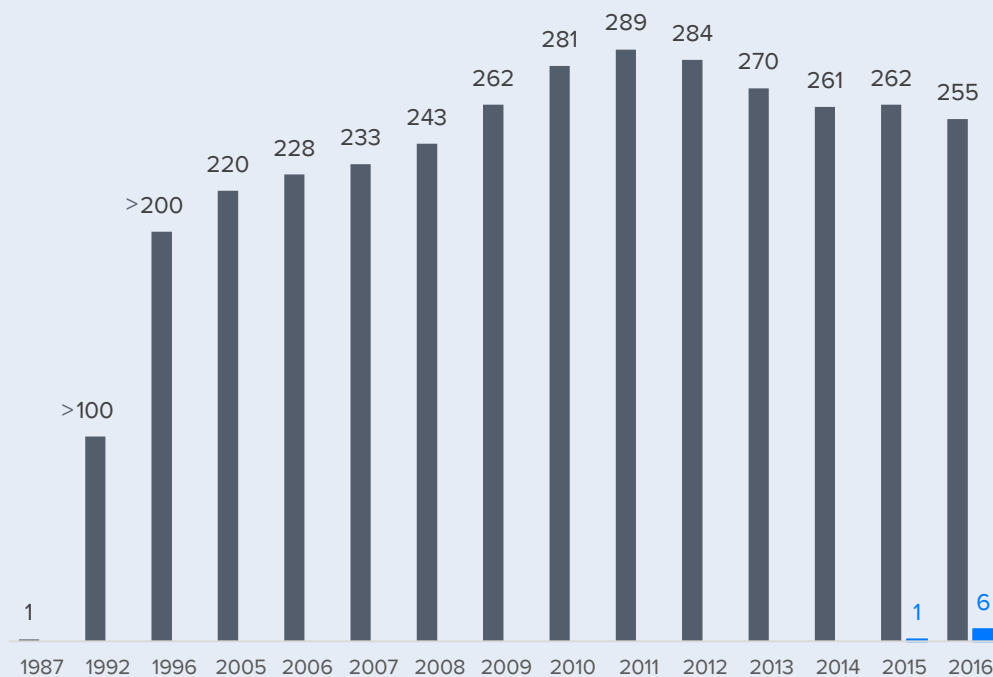
255

KOTIPIZZA-
RAVINTOLAA**

Ravintoloiden määrän kehitys

Kotipizza-ravintolat**

Chalupa-ravintolat***



* Kotipizza-ravintoloissa työskentelevät n. 1400 työntekijää eivät kuulu konsernin henkilöstöön, vaan ne ovat franchise-yrittäjien palkkalistoilla.

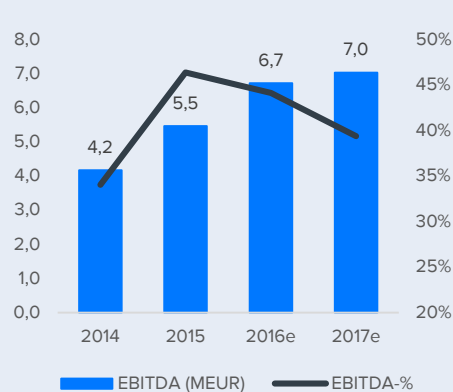
** Lokakuun lopussa 2016 Suomessa oli 255 Kotipizza-ravintolaa, joista yksi oli konsernin itse operoima ja loput franchise-yrittäjien operoimia.

*** Q2'16-raportin mukaan Chalupa-ravintoloita oli Suomessa 6 kpl, joista yksi oli yhtiön itse operoima ja loput franchise-yrittäjien operoimia.

Kotipizza Group liiketoimintarakenne

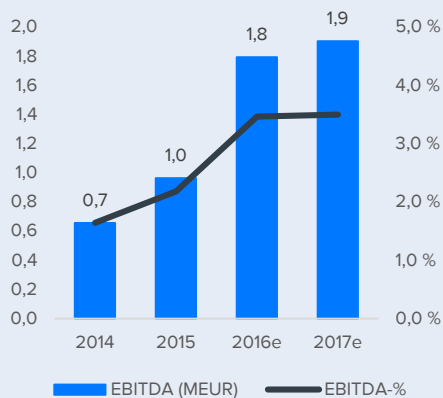
KOTIPIZZA

- **21 % konsernin liikevaihdosta**
- Harjoittaa Kotipizza-ketjun franchise-liiketoimintaa
- Liikevaihto koostuu pääosin franchise-maksuista, joita yrittäjät maksavat tavaramerkin ja menetelmien käytöstä
- Erittäin kannattavaa ja skaalautuvaa liiketoimintaa
- Lähes koko konsernin tulokertymä muodostuu täältä



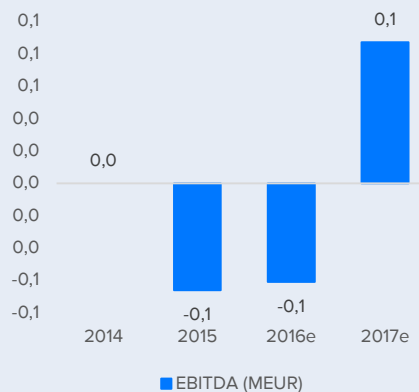
FOODSTOCK

- **78 % konsernin liikevaihdosta**
- Harjoittaa elintarvikkeisiin keskittyvää osto- ja logistiikkatoimintaa
- Kaikki Kotipizza-ravintolat ovat veloitettuja ostamaan raaka-aineet ja tarvikkeet Foodstockilta (ns. vendor-lock)
- Muita asiakkaita mm. Subway, Rolls, EspressoHouse ja Fafa's
- Korkean volyymin ja matalan katteen tukkutoimintaa



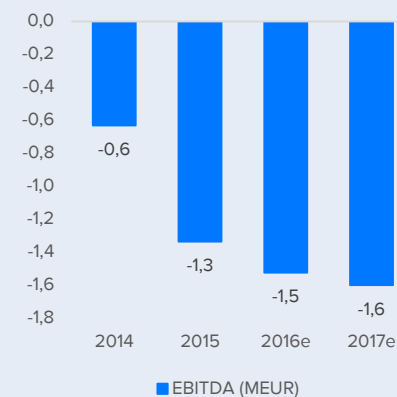
CHALUPA

- **1 % konsernin liikevaihdosta**
- Toukokuussa 2015 yhteisyrityksenä lanseerattu uusi meksikolaishenkinen fast casual-brändi
- Kotipizzan omistus 60 % ja Thinks Drinks Oy:n 40 %
- Q2'16 lopussa 6 ravintolaa, joista 5 toimii franchise-periaatteella
- Tavoitteena laajentaa ketjua maanlaajuiseksi



MUUT

- **Ei liikevaihtoa**
- Käsittelee lähinnä konsernihallinnon liiketoiminnot



*EBITDA = käyttökate ilman vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä

Liiketoimintamalli 1/2

Liiketoiminnan keskeisin sidosryhmä ja ajuri ovat franchise-yrittäjät

Kotipizzan liiketoimintamallin kannalta keskeisin sidosryhmä ja ajuri ovat franchise-yrittäjät, joiden myynnin perusteella tilitetyistä franchise-maksuista muodostuu suuri osa konsernin tuloksesta. Jos franchise-yrittäjät pysyvät elinvoimaisina ja pystyvät kasvattamaan myyntiään, myös Kotipizza-konserni kasvaa ja menestyy. Kotipizzalla on tällä hetkellä enää yksi oma ravintola ja yhtiö on systemaattisesti hankkiutunut eroon niistä franchising-mallin paremman kannattavuuden vuoksi.

Kotipizza-segmentin liikevaihto vuonna 2015 oli 11,8 MEUR eli 21 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin liikevaihto muodostuu pääosin yrittäjien maksamista franchise-maksuista, joita kerätään ravintoloiden myynnin perusteella. Ketjumyynnin kehitys on siten keskeisin ajuri segmentin tulokunnolle. Franchise-maksuja kerätään konsernin hallinnoimien lisenssien käytöstä sekä toimittajien ja Foodstockin maksamista toimittajamaksuista. Franchise-maksut ovat keskimäärin 10 % yrittäjien verollisesta mynnistä, joka vuonna 2015 oli yhteensä 77,3 MEUR (ns. "Ketjumyynti").

Kotipizza-segmentin liikevaihtoon sisältyvät lisäksi myös ravintoloiden liiketilojen vuokrista syntyvät erät, jotka vuokrasopimukset omiin nimiinsä solmiva Kotipizza maksaa ja laskuttaa sitten franchise-yrittäjiltä. Muita konseptin mukaisia maksuja ovat esim. käyttöjärjestelmiin, laitteiden ja kalusteiden leasingiin ja koulutuksiin liittyvät maksut sekä franchise-ketjuun liittymismaksu. Segmentin liikevaihdossa näkyy myös 1.7.2016 alkaen Kotipizza-yrittäjien voittoa

tavoittelemattomalle Yrittäjäosuuskunnalle maksama markkinointimaksu, joka on 4 % ravintoloiden mynnistä.

Franchise-maksuihin perustuva liiketoimintamalli sitoo vähän pääomia ja on erittäin kannattavaa. Yhtiö voi ulkoistaa pääosan yrittäjäriskistä ja ravintoloihin tehtävistä investoinneista franchise-yrittäjille ja keskittyä itse ketjutoiminnan ohjaamiseen ja kehittämiseen. Kotipizza-segmentissä työskenteli vuoden 2015 lopussa vain 13 henkilöä, liikevaihto oli 11,8 MEUR ja käyttökatemarginaali (EBITDA) 46 %.

Yksinkertaistaen voidaan ajatella, että jos kaikki Kotipizza-ravintolat pystyisivät ensi vuonna kasvattamaan myyntiään 50 %, kasvaisi Kotipizza-segmentin liikevaihto myös noin 50 % ilman, että sen tarvitsisi kasvattaa henkilöstöä tai muita kuluja lähes ollenkaan. Tästä syystä jokainen lisäeuro ketjumyynnissä valuu lähes suoraan tuloslaskelman alimmalle riville, mikä tekee liiketoiminnasta erittäin hyvin skaalautuvan. Tämä näkyi vuonna 2015, kun Kotipizza-ravintoloiden ketjumyynti kasvoi 10 % ja segmentin vertailukelpoinen käyttökate kasvoi 30 %. Sama näkyi H1'16, kun ketjumyynti kasvoi 16 % ja vertailukelpoinen käyttökate 32 %.

Kotipizza-ravintoloiden myynti kehittyi melko tasaisesti läpi vuoden, joten yhtiön saamat kassavirrat ovat näin melko tasaiset. Parhaat myyntikaudet ovat kesäkuukausina ja loppuvuoden juhlakauden aikana. Vuoden kolme ensimmäistä kuukautta ovat tavallisesti hiljaisimmat.

Foodstock turvaa raaka-ainehankinnat

Konserniin kuuluva Helsinki Foodstock Oy on

Kotipizza Groupin nykyisen toimitusjohtaja Tommi Tervasen vuonna 2003 perustama ostaja ja logistiikkaoperaattori. Foodstock tarjoaa hankinta-, logistiikka- ja valikoimapalveluita HoReCa-alan asiakkaille sekä ruokaa valmistavalle teollisuudelle. Foodstockin toiminta keskittyy pääosin Suomessa toimiviin pikaruokaravintolaketjuihin ja sen pääasiakaskunta muodostuu Kotipizzan franchise-yrittäjistä (noin 50 % Foodstockin liikevaihdosta). Kaikki Kotipizzan franchise-yrittäjät ovat veloitettuja ostamaan raaka-aineensa Foodstockilta (ns. vendor-lock), mikä tarkoittaa vakaata pitkäaikaista liiketoimintaa Foodstockille ja takaa tasaisen laadun ja samat raaka-aineet kaikille ketjun ravintoloille. Foodstock saa puolestaan neuvotteluvoimaa ostosopimuksiin keskitetysti ulkopuolisten toimittajien kanssa, kun volyymit ovat isoja.

Kotipizza-ravintoloiden lisäksi Foodstockin muita suuria asiakkaita ovat mm. Subway (arviolta noin 35 % Foodstockin liikevaihdosta) sekä Rolls ja EspressoHouse (yhteensä arviolta noin 10 % Foodstockin liikevaihdosta). Uusimpia asiakkaita ovat myös Siipiravintolat ja Chalupa. Foodstock-segmentissä oli vuoden 2015 lopussa 11 työntekijää. Kiinteät kustannukset ovat pieniä, sillä yhtiö ei omista itse kuljetuskalustoa, varastotiloja tms. vaan kaikki on ulkoistettu. Foodstock keskittyy pitkiin 3-5 vuoden asiakassopimuksiin erityisesti ketjujen kanssa ja sen takia asiakasmäärä on melko pieni. Liiketoiminnassa on suuret volyymit ja siksi se muodostaa suurimman osan Kotipizza-konsernin liikevaihdosta (2015: 44,1 MEUR eli 78 % konsernin liikevaihdosta). Käyttökatemarginaalit ovat tukkualan toimijoille tyypillisesti alhaisella 2-4 %:n tasolla (2015: 2,2 %).

Liiketoimintamalli 2/2

Ketjuohjaus mahdollistaa tehokkaan keskittämisen

Kotipizzan franchising-toimintamalli perustuu sopimukseen franchising-antajan (Kotipizza) ja franchising-ottajan (itsenäinen yrittäjä) välillä. Kotipizza tarjoaa valmiin konseptin ja tunnetun brändin yrittäjän käyttöön ja yrittäjä puolestaan maksaa Kotipizzalle sopimukseen perustuen korvausta näiden oikeuksien käytöstä. Kotipizzan mukaan yrittäjän franchise-maksut ovat keskimäärin noin 10 % ravintolan verollisesta myynnistä. Franchise-yrittäjyydessä on noudatettava ketjuohjausta, jossa Kotipizza on määritellyt lähes kaikki asiat, jotta yrittäjien toimintatavat olisivat mahdollisimman standardoituja, helppoja ja tehokkaita.

Kotipizzan ketjuohjaus mahdollistaa tehokkaan keskittämisen esim. tuotekehityksen ja markkinatutkimusten osalta. Kotipizza-konsernilla on oma tuotekehitysyksikkö, joka tekee jatkuvasti kehitystyötä yhteistyössä alan ammattilaisten kanssa. Tuotekehitysyksikön tarkoitus on pyrkiä vastaamaan asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin ja haistella uusia alan trendejä. Kun tämä hoidetaan keskitetysti Kotipizzan toimesta, voivat yrittäjät keskittyä oman ravintolansa pyörittämiseen ja uudet toimivat konseptit voidaan nopeasti lanseerata koko ketjuun.

Kotipizza pystyy keskitetysti myös neuvottelemaan liikepaikkojen vuokrasopimukset, kalusteet, tuotannon tekijät jne. omiin nimiin paremmilla ehdoilla kuin yksittäinen aloitteleva yrittäjä. Liikepaikkojen vuokrasopimukset ovat yleensä pitkiä (noin 5 vuotta), jotka Kotipizza sitten laskuttaa

eteenpäin yrittäjiltä.

Merkittäviä synergiaetuja ketjuohjaukseen kuuluminen tuo myös Kotipizza-konserniin kuuluvan Foodstockin keskitettyjen ostojen ansiosta. Kaikkien Kotipizza-ravintoloiden on tilattava raaka-aineet ja tarvikkeet Foodstockilta, joka pystyy kilpailuttamaan toimitukset tehokkaammin kuin yksittäinen yrittäjä itse. Kotipizza tarjoaa franchise-yrittäjille myös erilaisia koulutus- ja tukipalveluita sekä yhtenäisen IT-järjestelmän, joiden hankkiminen on myös keskitetty konsernille.

Kotipizza Yrittäjäosuuskunta

Kotipizza-konserni ei itse hoida ketjuun liittyviä markkinointitoimenpiteitä, vaan brändiä ylläpitää Kotipizzan Yrittäjäosuuskunta (aikaisemmin Kotipizzan markkinointiosuuskunta), jolle markkinointiviestiä on keskitetty. Osuuskunnan jäseniä ovat kaikki Kotipizza-yrittäjät sekä Kotipizza itse ja sen toiminta on voittoa tavoittelematonta. Toimintaa rahoitetaan franchising-yrittäjiltä kerättävällä myyntiin perustuvalla 4 %:n markkinointimaksulla, minkä lisäksi Kotipizza maksaa osuuskunnalle 7 % yrittäjien maksamista markkinointimaksuista. Vuonna 2015 osuuskunnan liikevaihto (ns. markkinointibudjetti) oli 3,2 MEUR. Tänä vuonna vahvasti kasvaneen ketjumyynnin ansiosta summa nousee lähelle 4 MEUR:a.

Vielä 31.6.2016 asti franchise-yrittäjien maksamat markkinointimaksut kirjattiin liikevaihdoksi konsernin ulkopuoliselle Kotipizzan Markkinointiosuuskunnalle, eikä se siten näkynyt Kotipizza Groupin liikevaihdossa. Alkaen 1.7.2016 yhtiö joutui muuttamaan käytäntöä niin, että yrittäjien maksamat

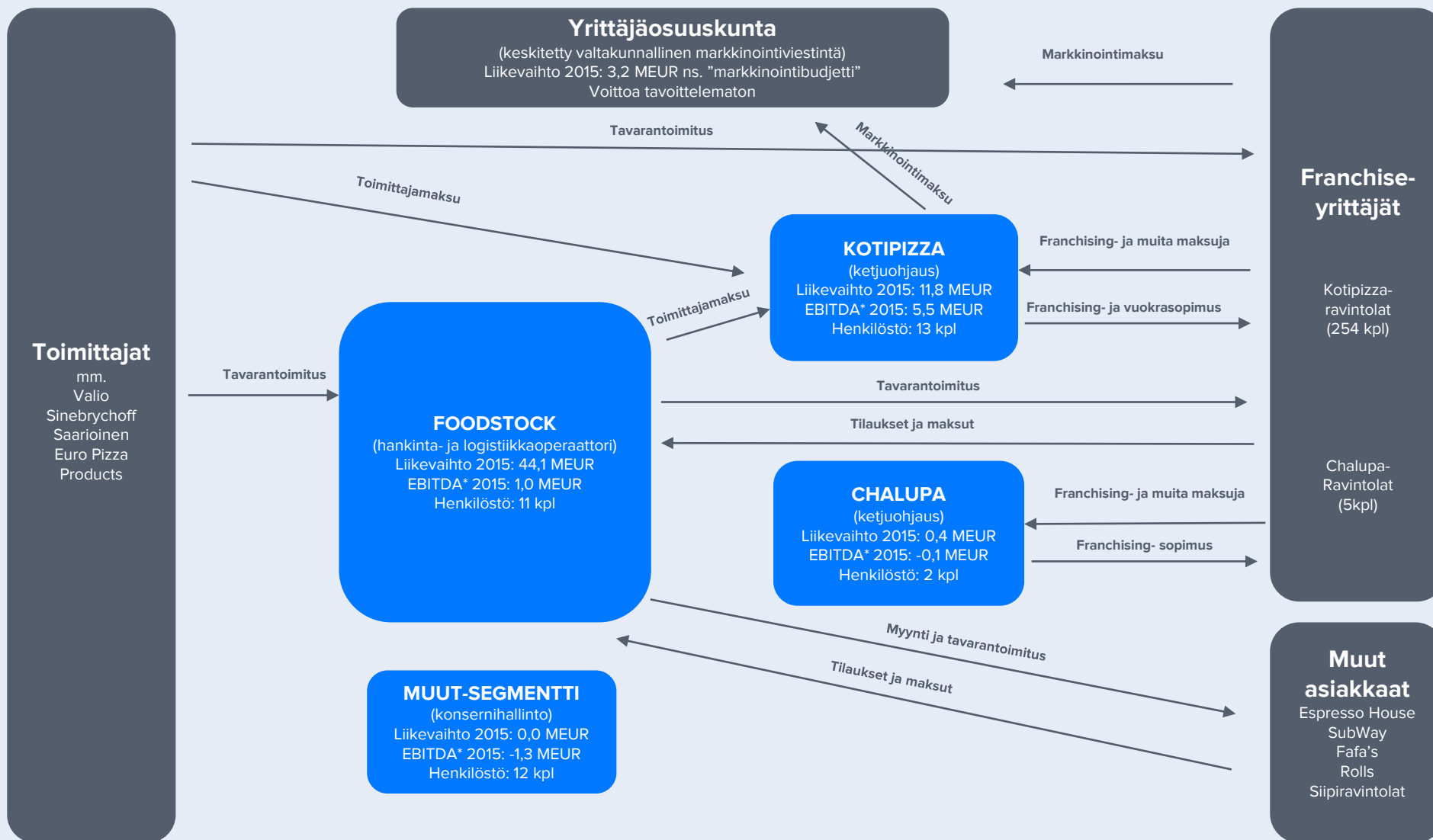
markkinointimaksut kirjataan Kotipizza-segmentin liikevaihtoon. Tämä tulee tekemään hetkellisen tasokorjauksen Kotipizza-segmentin ja samalla konsernin liikevaihtoon. Tällä ei ole tulosvaikutusta, mutta se vaikuttaa konsernin suhteellisiin kannattavuuslukuihin heikentävästi.

Chalupa ja muut uudet konseptit ovat konsernille optioita

Meksikolaishenkinen fast casual-konsepti Chalupa on Kotipizzan ja Think Drinks Oy:n yhteisyrittys, josta Kotipizza omistaa 60 %. Ensimmäinen Chalupa-ravintola aukesi Helsingin Kallioon syksyllä 2015 ja sen jälkeen niitä on avattu viisi lisää ympäri Suomea. Chalupasta on tarkoitus kasvattaa Kotipizzan tavoin franchise-pohjalta toimiva ketju. Chalupan liikevaihto vuoden 2016 ensimmäisellä puoliskolla oli 382 tuhatta euroa ja vertailukelpoinen käyttökate oli -94 tuhatta. Chalupalla oli Q2'16 lopussa yhteensä kuusi ravintolaa, joista kaikki paitsi yksi toimivat franchising-mallilla.

Kotipizza on ilmoittanut aktiivisesti etsivänsä pikaruokamarkkinoilta myös uusia konseptteja, joihin yhtiö voisi lähteä mukaan joko yhteisyrittymuodossa, yritysostojen kautta tai itse uusia konseptteja lanseeraamalla. Chalupa on hyvä esimerkki siitä, miten Kotipizza Group ja Foodstock pystyvät mahdollistamaan konsernin ulkopuolisten toimijoiden valmiiksi kehittämän konseptin nopean kasvun valtakunnalliseksi franchising-ketjuksi. Kotipizzan tunnettuus ja brändi antavat uusille pikaruoka-alan toimijoille kokemusta ja uskottavuutta, minkä lisäksi Foodstock tukee ravintolaliiketoimintojen käyttämien raaka-aineiden, materiaalien ja tarvikkeiden hankinnassa ja myynnissä.

Liiketoimintamalli



*EBITDA ilman vertailukelpoisia eriä

= Kuuluu Kotipizza-konserniin
 = Ei kuulu Kotipizza-konserniin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Mitä, miten ja miksi?

Kotipizza Group uskoo vahvasti fast casual-syömisen kasvuun, missä asiakkailla on mahdollisuus saada ravintolassa kymmenellä eurolla aidoista raaka-aineista vastuullisesti tuotettu ateria. Kotipizzan visio on valmistaa maailman parhaita pizzoja ja toiminta perustuu vahvasti ketjuohjattuun, tuoreista raaka-aineista valmistettuihin tuotteisiin. Kotipizza Groupin missio on tehdä maailmasta parempi paikka pizza kerrallaan. Samaa visiota ja missiota tullaan soveltamaan jatkossa myös yhtiön mahdollisesti uusiin avattaviin konsepteihin.

Kasvu uusien Kotipizza-ravintoloiden kautta

Kotipizzalla on yhteensä 255 ravintolaa (lokakuu 2016), joista kaikki paitsi yksi olivat franchise-yrittäjien operoimia. Yhtiön tekemän markkina-analyysin perusteella se on ravintoloiden lukumäärällä mitattuna Suomen ja Pohjoismaiden suurin pizzeraravintolaketju. Yhtiön kasvustrategian yksi kulmakivi perustuu uusien ravintoloiden avaamiseen. Tätä tavoitetta varten yhtiö selvittää jatkuvasti uusia kannattavia ravintolapaikkoja. Pikaruokaravintolan sijainti on ratkaisevan tärkeää yrittäjän menestyksen kannalta. Menestyvät Kotipizza-yrittäjät ovat elinehto koko konsernin liiketoiminnalle. Jotta Kotipizza Group voisi menestyä, on sillä oltava jatkuvasti elinvoimaisia yrittäjiä sekä uusia kandidaatteja operoimaan uusia ravintoloita kasvun vauhdittamiseksi.

Kotipizzan tavoitteena on saada liikekilat esimerkiksi ydinkeskustoihin, kauppakeskuksiin tai muihin liikepaikkoihin, joissa liikkuu paljon asiakkaita. Yhtiö on tunnistanut Suomessa markkinapotentiaaliksi noin 350 ravintolaa, mutta pidämme tätä melko optimistisena.

Vuoden 2016 alussa yhtiö sanoi tavoittelevansa kuluvana vuonna 16 uuden ravintolan avausta, mutta lokakuun lopussa yhtiöllä oli 2 ravintolaa vähemmän kuin vuoden alussa. Tämä kertoo siitä, ettei hyvien paikkojen tai yrittäjien löytäminen aina ole helppoa ja näistä kilpailee moni muukin. Tällä hetkellä Kotipizzalla ei ole suunnitelmia laajentua Suomen ulkopuolelle.

Same store sales -liikevaihdon kasvattaminen Kotipizza-ravintoloiden konseptia uudistamalla

Kotipizza-ravintolat ovat käyneet 2014-2016 aikana läpi kokonaisvaltaisen ilme- ja tuotevalikoimauudistuksen. Tavoitteena on, että kaikkien ravintoloiden ilme olisi päivitettyä vuoden 2016 loppuun mennessä. Konseptiuudistuksen tavoitteena on ollut selkiyttää Kotipizzan johtavaa markkina-asemaa, parantaa top of mind- tunnettuutta ja kasvattaa keskimääräistä ravintolakohtaista myyntiä (ns. "same-store sales"). Uudistus näyttää onnistuneen hyvin, sillä ravintoloiden euroissa mitattu keskiostos on pysynyt viime vuosina hyvässä kasvussa ja pitkään laskutrendissä ollut ravintoloiden keskimääräinen asiakasmäärä on uudistuksen myötä kääntynyt kasvuun. Pidämme onnistunutta ilme- ja tuotevalikoimauudistusta yhtenä suurimpana syynä siihen, että Kotipizzan ketjumyynti on vuosien 2015-2016 aikana kasvanut niin voimakkaasti (2015: 10 % ja 2016e: 14 %) ja selvästi Suomen pikaruokamarkkinan keskimääräistä kasvua nopeammin.

Kotipizzassa tehdään jatkuvaa markkinatutkimusta muuttuvien kuluttajatarpeiden haastelemiseksi ja yhtiö on onnistunut tuomaan myös kasvavien terveystrendien mukaisia pizzoja valikoimiinsa, joilla yhtiö on pystynyt erottautumaan positiivisesti kilpailijoistaan. Yksi Kotipizzan

vahvuuksista onkin konsernitasolla tehtävä tuotekehitys, josta lupaavia ja ajankohtaisia uutuuksia voidaan nopeasti tuoda standardoidusti kaikkiin ketjun ravintoloihin.

Kasvu uusien kiinnostavien konseptien ja/tai ketjujen kautta

Yhtiön strategiaan kuuluu uusien konseptien ja pikaruokaketjujen kehittäminen ja tuominen markkinoille joko oman kehitystyön tuloksena, liittoutumalla konseptien luojien kanssa tai yrityskauppojen kautta. Kotipizzan osaaminen franchising-toiminnasta ja Foodstockin tehokas logistiikkaketjun hallinta antavat ainutlaatuisen mahdollisuuden kehittää Suomen markkinoille uusia fast casual-konsepteja. Tästä hyvänä esimerkkinä on Kotipizzan ja Think Drinks Oy:n yhteisyrityksenä kesällä 2015 lanseeraama meksikolaishenkinen fast casual-konsepti Chalupa. Chalupa myy laadukasta ja vastuullista meksikolaistyyppistä street foodia. Kotipizza Groupilla oli Q2'16 loppuun mennessä yhteensä kuusi Chalupa-ravintolaa ja tavoite on kasvaa maanlaajuiseksi nopealla aikataululla.

Yhtiö perusti ja operoi Chalupa-ravintoloita ensin itse, jonka jälkeen konseptien alkaessa toimia, ravintolat myytiin franchise-yrittäjille. Yhtiön tavoitteena on tästä eteenpäin antaa franchise-yrittäjien perustaa Chalupa-ravintoloita samalla periaatteella kuin Kotipizza-ravintoloita, joihin Foodstock toimii tavarantoimittajana ja Kotipizza kerää yrittäjiltä myynnin perusteella franchise-maksuja. Yhtiö ei ole tarkemmin kommunikoinut markkinoille Chalupa-ravintoloiden tavoiteltua kokonaisuutta tai kasvuaikataulua.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Kotipizzan hallitus asetti yhtiölle uudet pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vuonna 2015.

- **Kasvu:** yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisena tavoitteena on jatkuvien toimintojen ketjumyynnin vähintään 5 prosentin vuosittainen kasvu
- **Kannattavuus:** tavoitteena on vertailukelpoisen EBITDA:n (käyttökate) 15-20 prosentin kasvu
- **Kassavirta:** tavoitteena on korkean kassakonversion ylläpito
- **Osingonjako:** tavoitteena jakaa osinkoa 60-80 prosenttia yhtiön jatkuvien toimintojen tilikauden voitosta

Vuonna 2015 (eli tilikaudella, joka loppui 31.1.2016) yhtiö täytti kasvutavoitteen selvästi, sillä Kotipizzan jatkuvien toimintojen ketjumyynni kasvoi 9,7 % vertailukaudesta. Myös vertailukelpoisen käyttökatteen osalta yhtiö täytti tavoitteet, sillä se kasvoi 5,03 MEUR:oon eli 19,8 % vertailukaudesta. Liiketoiminnan nettorahavirta oli tilikaudella kuitenkin erittäin heikko -0,6 MEUR, mikä johtui mm. pörssilistautumiseen liittyvistä kuluista sekä ennaikaisesta joukkovelkakirjalainan lunastamiseen liittyvistä kuluista. Yhtiö ei jakanut osinkoa tilikaudelta, vaan jakoi 0,35 euroa pääomanpalautusta vapaan oman pääoman rahastosta. Tämä oli selvästi 0,05 euron osakekohtaista tulosta enemmän ja vastasi noin 700 %:n ”osingonjakosuhdetta”.

Kasvutavoite on realistinen

Pidämme yhtiön 5 %:n ketjumyynnin kasvutavoitetta realistisena. Kotipizza on onnistunut kasvattamaan ketjumyyniä vuoden 2015 aikana 10 %:n vauhtia ja vuoden H1'16 aikana ketjumyyni on kasvanut erittäin vahvaa 16 %:n vauhtia. Viime vuosien kasvu on ollut seurausta ketjun onnistuneesta ilmemuutoksesta, tuotekehityksestä ja myös arviomme mukaan pörssilistautumisen tuomasta lisänäkyvyydestä. Kotipizza on myös panostanut vahvasti vastuullisuuteen ja kotimaisuuteen vetoavaan viestintään, mikä on arviomme mukaan saanut ihmiset valitsemaan Kotipizza-ravintolan joidenkin kilpailijoiden sijasta. Pidemmällä aikavälillä emme kuitenkaan pidä realistisena, että ketjumyyni jatkaa viime vuosina nähtyä 10-20 %:n kasvua, sillä vertailukauden luvut muuttuvat koko ajan haastavammiksi ja Kotipizzan on pitkällä aikavälillä vaikeaa kasvaa moninkertaisesti Suomen pikaruoka-alan keskimääräistä kasvua nopeammin.

Sijoittajan tulee huomata, ettei yhtiö ohjeista konsernin liikevaihtoa lainkaan, vaan kasvutavoite koskee vain ketjumyyniä (eli Kotipizza-ravintoloiden yhteenlaskettua myyntiä). Jos esimerkiksi tukkuliiketoiminta (Foodstock) saa hankittua merkittäviä uusia asiakkaita tai jos Chalupa/muut mahdolliset uudet konseptit lähtevät nopealla tahdilla lentoon, voi konsernin liikevaihto kasvaa merkittävästi 5 %:n tavoitetta nopeammin. Ketjumyynnin kasvu on kuitenkin selkeimmin sidoksissa konsernin tulokasvuun, joten tavoiteasettelu on tältä osin perusteltu.

Kannattavuustavoitteessa riittää tekemistä

Yhtiön vertailukelpoisen EBITDA:n 15-20 %:n vuotuinen kasvu on teoriassa mahdollista, mutta pidämme tätä haastavana. Jos ketjumyyni jatkaa tasaista yli 5 %:n kasvuvauhtia ja konserni pystyy pitämään yllä tiukan kulukurin, luo franchising-maksujen kasvu tulokseen vahvan vivun. Ketjumyynnin kasvu ei rasita yhtiön kulurakennetta lähes ollenkaan, joten franchise-maksut valuvat hyvällä hyötysuhteella voittoriville. Miljoonan euron lisäys ketjumyynnissä tuo Kotipizza-segmentille noin 0,1 MEUR franchise-maksua lähes 100 %:n katteella ja Foodstockille 0,3 MEUR lisää liikevaihtoa (franchise-yrityksen food cost ~30 %) hyvin pienellä katteella.

Kassavirta ja osinko

Näemme Kotipizzalla olevan lähivuosina hyvät edellytykset saavuttaa vahva kassavirtakonversio. Yhtiön franchise-toimintaan perustuva liiketoimintamalli mahdollistaa liikevaihtoon nähden matalan investointitason ja sitoo vähän käyttöpääomaa. Tästä johtuen liiketoiminnan volyymikasvun tuottama rahavirta ohjautuu lähes täysimääräisesti yhtiön rahavaroihin ja liiketoimintariski pysyy pienenä.

Nykyinen liiketoimintamalli antaa normaalissa markkina- ja rahoitustilanteessa Kotipizzalle erinomaiset edellytykset osingonjakosuhteen ylläpitämiseen 60-80 prosentin tasolla. Näkemyksemme mukaan suurin riski osingonjakosuhtetavoitteen alittamiseen on suuren yritysoston vaatimat rahoitustarpeet tai täysi epäonnistuminen uusien konseptien luomisessa.

Kotipizza Groupin strategia

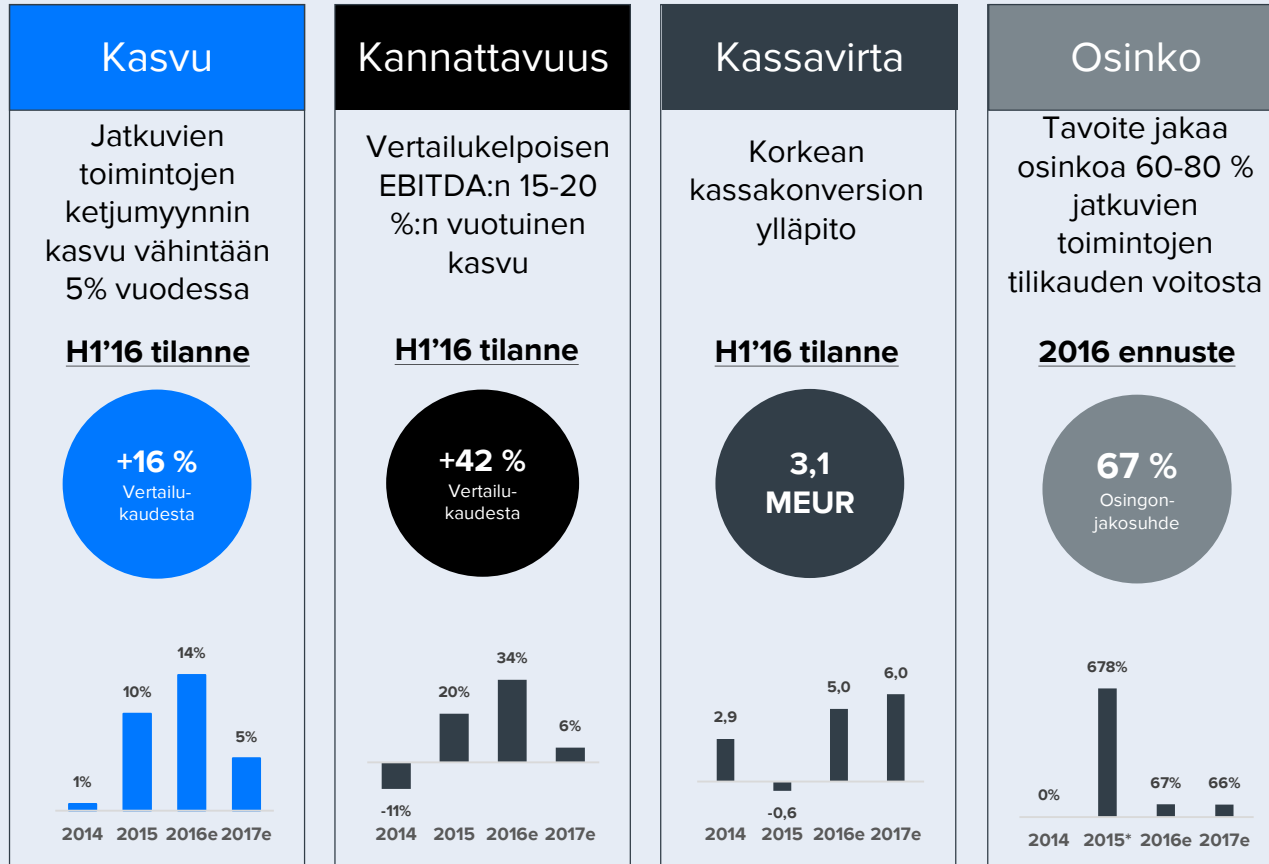


- Kotipizzalla on johtava markkina-asema ja brändi
- Liiketoiminta nauttii hyvää myötätuulta ilme- ja konseptiuudistuksen ansiosta
- Chalupa-konsepti lanseerattu vuonna 2015 ja tavoite laajentua valtakunnalliseksi ketjuksi
- Hyvät näytöt franchise-mallin toimivuudesta ja skaalautuvuudesta

- Nyt 255 Kotipizza-ravintolaa ja yhtiön tunnistama markkinapotentiaali 350 ravintolaa
- Yhtiö on ottanut kiinni digitalisaation tuomista mahdollisuuksista oman verkkokaupan ja appin kautta. 10 % ketjumyynnistä verkon kautta
- Kotipizza on onnistunut hyvin tuomaan vastuullisuutta ja kotimaisuutta painottavat arvot osaksi liiketoimintaa niin ilme- kuin tuotepuolella
- Huonot liikepaikat ja kannattamattomimmat ravintolat siivottu pois ketjusta vuosien 2011-2016 aikana, uusi kasvuvaihe voi alkaa

- Kasvutavoite on realistinen
- Kannattavuustavoitteessa riittää tekemistä
- Kassavirta pysyy vahvana, sillä yhtiöllä ei ole tarvetta suuriin investointeihin
- Vahva kassavirta tukee rahoitusasemaa ja osinkotavoitteita

Kotipizzan taloudelliset tavoitteet



*Liiketoiminnan nettorahavirta

* 0,35 euroa pääoman palalutusta vapaan oman pääoman rahastosta

Toimiala 1/2

Suomen ravintola-alan kokonaismarkkina on noin 5 miljardia euroa

Ravintola-ala Suomessa käsittää ruoka-, henkilöstö- ja pikaruokaravintolat, liikenneasemamyynnin sekä anniskeluravintolat, pubit ja yökerhot. Näiden lisäksi ravintolapalveluita tarjotaan myös osana majoituspalveluluuta. Liikevaihdolla mitattuna Suomen ravintola-alan kokonaismarkkinoiden koko oli noin 5 miljardia euroa vuonna 2015.

Pikaruokaravintolaketjujen liikevaihto vuonna 2015 oli yhteensä 530 MEUR, mikä vastaa noin 10 % kokonaismarkkinoista. Matkailu- ja Ravintolapalvelut MaRa ry:n tilastoima pikaruokaketjujen liikevaihto pitää sisällään Hesburgerin, McDonaldsin, Kotipizzan, RAX:in, Subwayn, Arnoldsin ja Rolssin liikevaihdot. Kolmen suurimman ketjun (Hesburger, McDonald's ja Kotipizza) myynti muodostaa selvästi yli puolet Suomen pikaruokaketjujen kokonaismarkkinoista. Pienempien ketjujen, kuten Pizzataxin tai Pizza Hutin osuus on pieni.

Ravintola-alan eri osa-alueet kehittyvät keskenään eri tavoin riippuen vallitsevasta taloustilanteesta ja kulutuskäyttäytymisen trendeistä. Viimeaikaiset trendit ovat näyttäneet suosivan pikaruoka-segmentin toimijoita, sillä segmentin kehitys on ollut muuta ravinto-alan kehitystä nopeampaa. Pikaruokamarkkinoiden kasvu Suomessa vuonna 2015 oli MaRa:n mukaan 5,7 %, kun Tilastokeskuksen mukaan kokonaismarkkina kasvoi vain 3,4 %.

Ravintola-alan kasvu noin 2,4 % vuodessa

Ravintolaruoan kysyntä on ollut pitkään

Suomessa trendinomaisessa kasvussa. Viimeisen 20 vuoden aikana ravintolaruoan keskimääräinen vuotuinen myynnin kasvu (CAGR-%) on ollut noin 2,4 %. Myynti on laskenut merkittävästi ainoastaan vuonna 2009, jolloin kokonaismarkkina laski 9 %. Yleisestä heikosta taloustilanteesta huolimatta, pikaruokaketjujen yhteenlaskettu liikevaihto kasvoi vuonna 2009 MaRa:n mukaan 3,5 %, mikä kertoo pikaruokamarkkinan pitäneen hyvin pintansa myös talouden heikkoina vuosina.

Ravitsemistoiminnan liikevaihto on varsin altis kausivaihtelulle. Ensimmäinen vuosineljännes on liikevaihdon kannalta heikoin, kun vuoden jälkimmäisellä puoliskolla kysyntä on selvästi korkeampaa. Jälkimmäisen vuosipuoliskon liikevaihtoa tukee erityisesti perinteinen kesälomakausi heinä-elokuussa sekä loppuvuoden juhlakausi.

Suurin osa markkinoiden toimijoista on ketjuun kuulumattomia ravintoloita

Suomen pikaruokamarkkinat ovat historiallisesti olleet hyvin hajautuneet ja kilpailijakenttä kostuu sekä yksittäisistä ravintoloista että ravintolaketjuista. Suurin osa markkinoilla olevista toimijoista on ketjuun kuulumattomia ravintoloita. MaRa:n tutkimuksen mukaan suurimmat ketjut ovat kyenneet kasvattamaan liikevaihtoaan kokonaismarkkinoiden keskiarvoa nopeammin, joten ne ovat pystyneet ottamaan markkinaosuutta yksittäisiltä ravintoloilta.

Pikaruokaravintolaketjujen alan keskiarvoa nopeamman kasvun mahdollistaa erityisesti ketjun tarjoama vahva taloudellinen tuki, keskitetty tukipalvelut ja markkinointi. Ketjun

tuki, tunnettuus ja jo olemassa oleva kysyntä mahdollistavat myös uusien ravintoloiden avaamisen.

Suomen ravintoloista ostetaan noin 42 miljoonaa pizzaa vuodessa

Suomen ravintoloista ostettiin Kotipizza Groupin arvion mukaan noin 42 miljoonaa pizzaa vuonna 2014. Kokonaismarkkinoiden arvoksi saadaan pizzan arvioidulla laskennallisella keskihinnalla 7,5 euroa noin 300 MEUR. Yli puolet ostetuista pizzoista (52 %) syödään kotona ja vastaavasti vajaa puolet pizzoista (46 %) syödään ravintoloissa. Toimistoruokailun osuus koko markkinasta on vain noin 2 %.

Kotipizzan osuus Suomen pizzamarkkinoista on noin 17 % ostettujen pizzojen määrällä mitattuna. Ravintolan ulkopuolella syötävistä pizzoista tällä hetkellä vajaa kolmannes toimitetaan asiakkaalle kotiinkuljetettuna. Tässä segmentissä Kotipizzalla on vahvempi markkinaosuus noutotilauksissa kuin kotiinkuljetuksissa. Yhtiö arvioi markkinaosuudekseen noin 33 % noutotilauksissa ja noin 20 % kotiinkuljetuksissa.

Tällä hetkellä pizzan osuus ruokailuun käytettävästä kokonaisrahamäärästä on varsin alhainen. Matalasta keskimääräisestä ostohinnasta johtuen pizzerioiden liikevaihdon osuus ravitsemustoiminnan liikevaihdosta on sen volyyymia alhaisempi. Ravintolaruokailuun käytettävästä rahamäärästä pizzeriat edustavat vajaata kuutta prosenttia ostettujen pizzojen lukumäärään perustuvan markkinoiden arvon perusteella.

Toimiala 2/2

Kiireinen elämäntyyli yhdistettynä kuluttajien korostuneeseen hintatietoisuuteen tukevat pizza- ja pikaruoka-alan kasvua. Lisäksi ulkona syömiseen käytettävän rahamäärän odotetaan kasvavan ravintolaruokailun käyntitiheyden noustessa, minkä johdosta pizzerioiden on mahdollista kasvattaa tulevaisuudessa osuuttaan ruoka- ja ravintolamarkkinoista.

Yhdysvalloissa kiireinen elämäntyyli ja yleinen elintason nousu on kasvattanut ennen kaikkea laadukkaaseen pikaruokaan keskittyvää niin kutsuttua fast casual-segmenttiä. Kyseiseen segmenttiin kuuluvat ravintolat, jotka kykenevät tarjoamaan helposti lähestyttävän, nopean ja laadukkaan aterian noin kymmenen euron hintaluokassa. Yhdysvalloissa segmentin johtavia toimijoita ovat mm. Chipotle, El Pollo Loco, Habit restaurants ja Shake Shack, joiden liiketoiminta on viime vuosina kasvanut voimakkaasti trendin suosion nousun myötä. Suomen markkinoilla kyseisessä segmentissä ei ole toistaiseksi vakiintuneita merkittäviä ketjuuntuneita toimijoita, mutta trendiä edustaa Suomessa esimerkiksi street food-toimijat ja ruokatapahtumat, kuten Ravintolapäivä.

Pääkaupunkiseutu edustaa 42 % ravitsemistoiminnan liikevaihdosta

Maantieteellisesti pääkaupunkiseudun asukkaat käyvät selvästi muun maan asukkaita useammin ravintolassa, mutta muidenkin kaupunkien ja maaseudun välillä on selkeä ero käyntitiheydessä. Ravitsemistoiminnan liikevaihdosta pääkaupunkiseutu edustaa 42 %, Turku ja Tampere molemmat vajaat 10 % sekä pienemmät kaupungit maksimissaan 5 %.

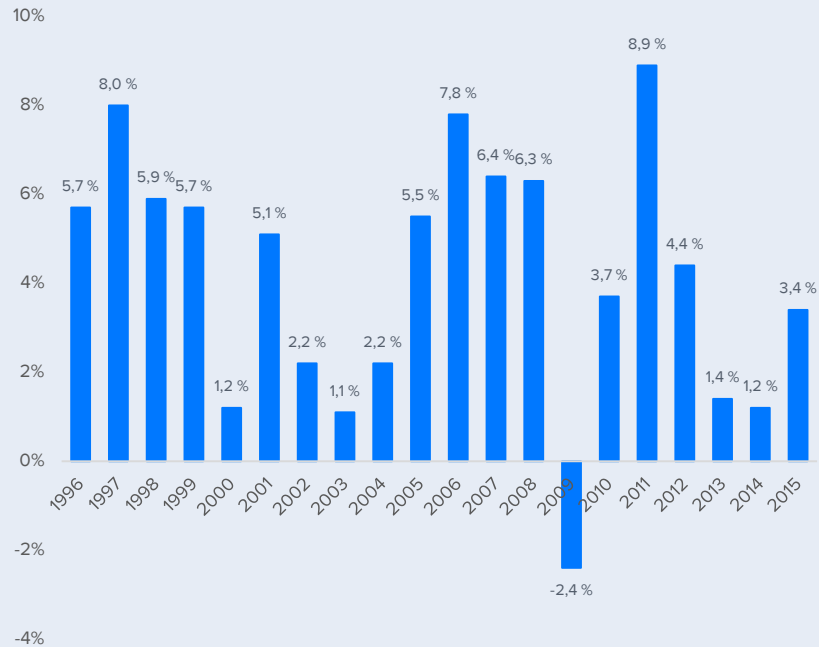
Turismi vaikuttaa Pohjois-Suomen liikevaihtoon positiivisesti.

Franchising-toimijat Suomessa

Suomessa pikaruoka-alan toimijoista merkittävimmät franchising-periaatteella toimivat yritykset Kotipizzan lisäksi ovat McDonald's Subway, Rolls, Cafe Picnic ja Pizzataxi. Ketjujen ravintoloiden lukumäärä vaihtelee reilusta 20:stä (Pizzataxi) noin 150 ravintolaan (Subway). Kotipizzalla oli lokakuun 2016 lopussa 255 ravintolaa, joista kaikki muut paitsi yksi toimii franchising-mallilla. Suomessa toimivien franchising-ketjujen uusilta yrittäjiltä vaadittu alkuinvestointi vaihtelee noin 70 tuhannesta eurosta noin 700 tuhanteen euroon. Kotipizza-yrittäjän alkuinvestointi vaihtelee yhtiön mukaan noin 30-70 tuhannen euron välillä, joten se vaatii kilpailevia konsepteja alhaisemman investoinnin franchise-yrittäjältä.

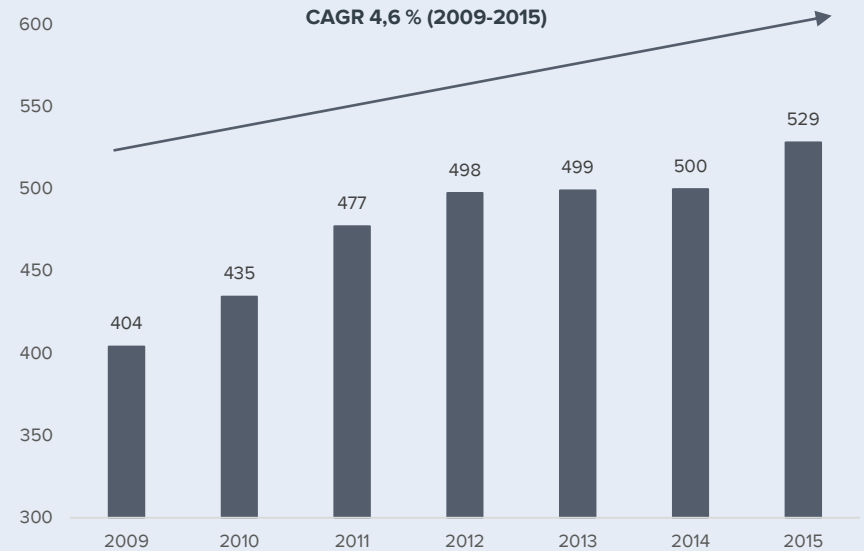
Toimiala

Suomen ravitsemistoiminta-alan liikevaihdon vuosimuutos-%



Lähde: Tilastokeskus (Palvelujen liikevaihtokuvaaja: Ravitsemistoiminta)

Pikaruokaravintolaketjujen* liikevaihto Suomessa (MEUR)



Lähde: Matkailu- ja Ravintolapalvelut MaRa ry (Pikaruokaravintolaketjujen liikevaihto)

*Liikevaihdolla mitattuna kolmen suurimman ketjun (McDonald's, Kotipizza ja Hesburger) yhteenlaskettu liikevaihto muodostaa selvästi yli 50 % liikevaihdosta

Kilpailukenttä 1/2

Erittäin kilpailtu toimiala

Suomen pikaruokaravintola-ala on erittäin kilpailtu. Kotipizzan kilpailukenttä koostuu kourallisesta valtakunnallisia pikaruokaketjuja (mm. McDonald's, Hesburger ja Rolls), mutta suurin osa markkinoilla olevista toimijoista on ketjuun kuulumattomia ravintoloita. Pahimmaksi kilpailijaryhmäkseen yhtiö tunnistaa Suomessa toimivat noin 800 itsenäistä pizza- tai kebab-ravintolaa.

MaRa:n tilastojen mukaan pikaruokaketjujen liikevaihto Suomessa vuonna 2015 oli noin 530 MEUR, mikä kasvoi 5,7 % vuodesta 2014. Pikaruokaketjujen tilastoidut liikevaihtoluvut sisältävät Hesburgerin, McDonald'sin, Kotipizzan, RAX:in, Subwayn, Rollsin ja Arnoldsin liikevaihdot. Liikevaihdolla mitattuna kolme suurinta ketjua McDonald's, Hesburger ja Kotipizza muodostavat tästä selvästi yli puolet. Pikaruokaketjujen kokonaismarkkina on noin 10 % Suomen ravintola-alan yli viiden miljardin euron vuotuisesta kokonaismarkkinasta.

Vuonna 2015 Hesburger-ravintoloiden yhteenlaskettu myynti Suomessa oli noin 200 MEUR, McDonald's-ravintoloiden yhteenlaskettu myynti oli noin 180 ja Kotipizza-ravintoloiden yhteenlaskettu myynti oli 77 MEUR. Kotipizza-ravintoloiden markkinaosuus Suomen ketjuuntuneiden pikaruokaravintoloiden vuotuisesta liikevaihdosta on noin 15 % ja ravintoloiden lukumäärällä mitattuna Kotipizza on selvästi Suomen suurin pizzaravintolaketju. Pienimpien ketjujen, kuten Pizzataxin tai Pizza Hutin osuus Suomen pikaruokamarkkinoista on hyvin pieni.

Pizzamyynti noin 300 MEUR vuodessa

Kotipizzan arvion mukaan Suomen ravintoloista ostettiin noin 42 miljoonaa pizzaa vuonna 2014. Yksi suomalainen syö näin keskimäärin 8 pizzaa vuodessa. Kokonaismarkkinoiden arvoksi saadaan pizzan arvioidulla keskihinnalla (7,5 euroa) noin 300 MEUR. Suomen pizzamarkkina vastaa siis noin kuutta prosenttia koko Suomen vuotuisesta yli viiden miljardin euron ravintola-alan kokonaismarkkinasta. Kotipizza arvioi markkinaosuutensa Suomen pizzamarkkinoista olevan noin 17 % pizzojen määrällä mitattuna. Koska Kotipizza-ravintoloista ostetun pizzan keskihinta on lähempänä kymmentä euroa kuin 7,5 euroa, on yhtiön markkinaosuus myytyjen pizzojen arvolla mitattuna selvästi suurempi.

Digitalisaation ja palveluiden merkitys kasvaa

Kotipizzan arvion mukaan yli puolet ostetuista pizzoista syödään kotona. Ravintolan ulkopuolella syötävistä pizzoista noin kolmannes toimitetaan asiakkaalle kotiinkuljetettuna. Erilaiset pizzan tilaamista tai kotiinkuljetusta helpottavat palvelut ovat kasvattaneet suosiotaan viime aikoina nopeasti digitalisaation mullistaessa myös ravintola-alaa ja yhtiöille on erittäin tärkeää olla tässä kehityksessä mukana.

Uudet ruoan tilaamista helpottavat sovellukset (mm. Wolt ja Foodora) ovat esimerkkejä siitä, miten tärkeää nykykuluttajalle ruoan helppo tilaaminen, maksaminen ja kotiinkuljetus ovat. Kotipizzalla on ollut oma verkkokauppa jo vuodesta 2011, josta pystyy ohjaamaan tilauksen lähimpään Kotipizza-ravintolaan, maksamaan sen verkossa ja tilata pizzalle kotiinkuljetus.

Kotipizzan oma mobiilisovellus (Kotipizza Äppi) julkaistiin myös keväällä vuonna 2016. Yhtiö mainitsi Q2'16-raportissaan, että jo noin kymmenesosa kivijalkaravintoloiden myynnistä tulee verkon kautta eli noin 2 MEUR per kvartaali. Kyseessä on merkittävällä vauhdilla kasvava ja muuttuva palvelukanava, jossa alan yritysten on erittäin tärkeä olla mukana.

Kilpailu hyvistä franchise-yrittäjistä

Suomen Franchising Yhdistys ry:n mukaan Suomessa on noin 250-300 franchising-ketjua, joista 19 % toimii ravintola-, kahvila- ja fast food-sektorilla. Näistä tunnetuimpia Kotipizzan lisäksi ovat McDonald's, Subway, Rolls, Cafe Picnic ja Pizzataxi. Franchise-yrittäjäksi ryhtyminen on siinä mielessä houkutteleva tie, että henkilöllä on mahdollisuus pystyttää oma yritys helposti ja nopeasti testatulla liiketoimintakonseptilla ja markkinoilla valmiiksi tunnetulla brändillä.

Sen lisäksi, että Kotipizza joutuu kilpailemaan muiden ravintoloiden kanssa asiakkaista, joutuu se kilpailemaan pätevistä franchise-yrittäjistä muiden samankaltaista konseptia tarjoavien ketjujen kanssa. Ketjun orgaaninen kasvu on hyvin vahvasti sidottuna uusien ravintoloiden operoivien yrittäjien halukkuuteen tehdä franchising-sopimus Kotipizzan kanssa, joten franchise-antajan (Kotipizza) on tarjottava franchise-ottajalle (yrittäjä) niin houkuttelevat ehdot, että yrittäjä kokee riski-tuotto-suhteen ylivertaiseksi muihin valmiisiin konsepteihin nähden. Muuten Kotipizza ei kykene saamaan yrittäjiä ravintoloilleen, ja ketjun kasvattaminen pysähtyy siihen.

Kilpailukenttä 2/2

Kotipizza-yrittäjän alkuinvestointi omaan ravintolaan vaihtelee noin 30-70 tuhannen euron välillä (sisältäen konseptin mukaiset laitteet ja kalusteet, sisustuksen ja muut liikepaikan ilmeeseen kuuluvat tekijät). Sitä ennen yrittäjän on tullut suorittaa erilaisia kursseja sekä Kotipizzan haastattelut ja muut ammattiin tarvittavat vaatimukset oman ravintolan saamiseksi.

Yhtenä onnistumisen kriteeriä franchising-toiminnassa onkin se, miten ketju kouluttaa, seuraa, ohjaa ja tukee franchising-ottajia liiketoiminnassaan ja sen aloittamisessa. Ketju voi kuitenkin auttaa vain tiettyyn pisteeseen saakka ja yrittäjän tulee tiedostaa se, että hän ottaa aina yrittäjäriskin, vaikka franchising-sopimuksella riskit saattavat olla pienemmät kuin yksin täysin nollasta lähteminen.

Vastaavasti tästä syystä myös yrittäjän upside on toimintamallissa rajatumpi kuin täysin oman ravintolan pystyttämisessä. Franchising-sopimukset solmitaan yleensä viideksi vuodeksi, mutta se voidaan myös sanoa irti mikäli toimintaedellytyksiä jatkoon ei enää ole. Kotipizzan pitää tästä syystä pitää myös tarkkaa seulaa, ettei useampi kannattamaton ravintola ja pitkä vuokrasopimus kaadu samaan aikaan konsernin syliin. Vuoden 2015 lukujen perusteella keskimääräisen Kotipizza-ravintolan liikevaihto on noin 300 000 euroa vuodessa (ketjumyynti 77 MEUR ja ravintoloita 255 kpl).

Kilpailu hyvistä liikepaikoista

Pikaruokaravintola-ala on erittäin kilpailtu ja yksi menestyksen avaimista on hyvä liikepaikka.

Kotipizza-solmii keskitetysti pääsääntöisesti viideksi vuodeksi kaikkien ravintoloiden vuokrasopimukset omiin nimiinsä ja sen jälkeen laskuttaa vuokrat franchise-yrittäjiltä. Pikaruokaravintolan sijainti on ratkaisevan tärkeää kyseisen ravintolan liikevaihdon kannalta ja siten myös siihen asettuvan franchise-yrittäjän liiketoiminnan kannattavuuden kannalta. Keskimääräisen Kotipizza-yrittäjän taloudellisesta menestyksestä on vaikea saada tietoa, sillä tämä vaatisi jokaisen itsenäisen yrityksen tilinpäätöstietojen lisäksi tiedon siitä, paljonko yrittäjä on maksanut itselleen palkkaa ollessaan ravintolassa töissä.

Kotipizza pyrkii vuokraamaan pelkästään hyviltä liikepaikoilta, sekä sellaisilta paikkakunnilta, joissa sillä on jo toimintaa, että sellaisista kaupungeista ja keskuksista, joihin se haluaa laajentaa toimintaansa. Tällaisia liikepaikkoja ovat esimerkiksi ydinkeskustat, kauppakeskukset ja muut liikepaikat, joissa liikkuu paljon asiakkaita. Tällaisten liikepaikkojen saaminen voi kuitenkin olla usein kilpailun takia hankalaa ja tietyissä tapauksissa vuokratulot voivat olla huomattavat.

Kotipizzan kilpailuedut

MaRan mukaan suuret pikaruokaketjut ovat kyenneet kasvattamaan liikevaihtoaan historiallisesti ravintola-alan kokonaismarkkinoita nopeammin, joten ne ovat pystyneet viemään markkinaosuutta yksittäisiltä ravintoloilta. Kotipizza-ketjun (samoin kuin muiden pikaruokaketjujen) tarjoama tuki, keskitetyt palvelut ja markkinointi ovat auttaneet franchise-yrittäjiä onnistumaan liiketoiminnassaan, mikä on

nostanut Kotipizzan Suomen pizzamarkkinoiden johtavaan asemaan.

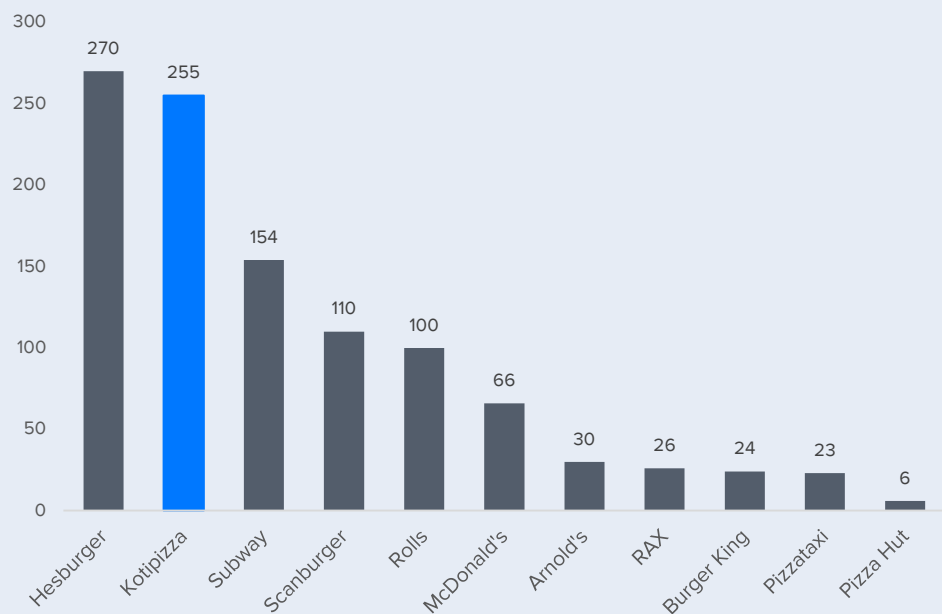
Kotipizzan ketjumyynti on noussut tämän vuoden kesäkuussa ja heinäkuussa kaksi kertaa perättäin yhtiön 29-vuotisen historian kaikkien aikojen ennätykseen (heinäkuun 2016 myynti 8,64 MEUR). Ketjun tuki, tunnettuus ja olemassa oleva kysyntä helpottaa uusien ravintoloiden avaamista, mikä luo paremmat mahdollisuudet kasvun onnistumiselle ja uusien franchise-yrittäjien rekrytoimiselle.

Kotipizza on käynyt viime vuosina läpi merkittävän konsepti- ja ilmeuudistuksen. Yhtiö erottautuu nykyään vahvasti muista alalla toimivista yrityksistä kotimaisiin raaka-aineisiin ja vastuullisuuteen pohjautuvalla arvomaailmalla. Pidämme Kotipizzan positiivista erottautumista kilpailuetuna ravintola-alalla, joka on tunnettu värikkäistä käytännöistään.

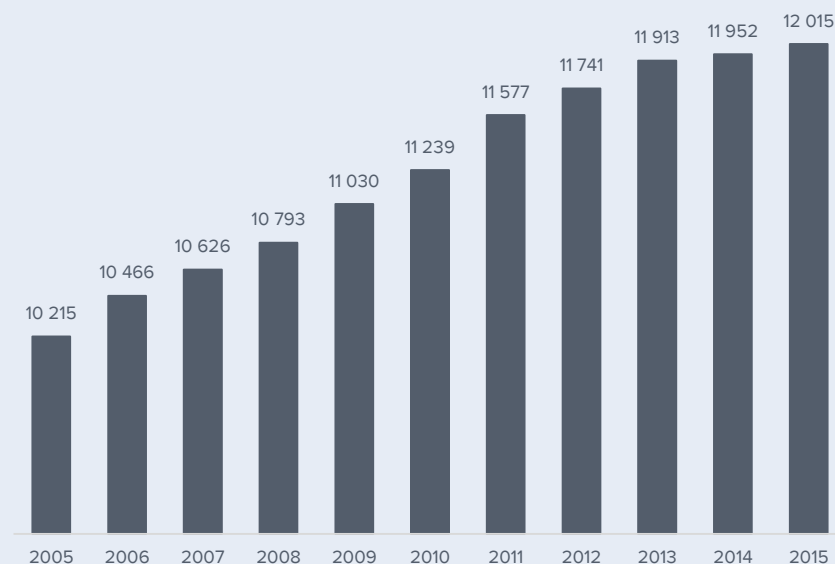
Kotipizzan kilpailuetuna toimii myös yhtiön vahvat taloudelliset resurssit. Hyvä taloudellinen tilanne ja vahva kassavirta mahdollistavat jatkuvan panostuksen tuotekehitykseen, uusien trendien mukaisten tuotteiden/konseptien lanseeraamiseen (ja tarvittaessa niiden alasajamiseen) sekä yritysostoihin. Yhtiö on ilmoittanut etsivänsä aktiivisesti uusia mahdollisuuksia päästä ravintola-alan kasvavimpaan fast casual-segmenttiin mukaan, josta esimerkkinä on vuonna 2015 lanseerattu Chalupa-konsepti. Konsernin osaaminen ravintoloiden ketjuohjauksessa ja Foodstockin tuoma osaaminen osto- ja logistiikkaketjun hallinnassa on myös sellainen kombinaatio, mikä kilpailijoiden on vaikea kopioida.

Kilpailukenttä

Suurimmat pikaruokaketjut Suomessa (ravintoloiden lkm*)



Ravitsemistoiminnan yritykset Suomessa**



*Lähde: Pikaruokaketjujen internet-sivut 11/2016 (Ravintoloiden lkm).

Liikevaihdolla mitattuna kolme suurinta ketjua (McDonald's, Kotipizza ja Hesburger) muodostavat selvästi yli 50 % liikevaihdosta.

Pikaruokaketjujen lisäksi Kotipizzan johto mainitsee pahimmiksi kilpailijoikseen noin 800 Suomesta löytyvää itsenäistä pizza- ja/tai kebab-ravintolaa.

Lähde: Tilastokeskus (Aloittaneet ja lopettaneet yritykset – yritysanta: ravitsemistoiminta)

Taloudellinen tilanne

Voimakas kasvupyrähdys on näkynyt kannattavuudessa

Kotipizza-konsernin liikevaihto vuonna 2015 oli 56,4 MEUR (2014: 52,2 MEUR), mikä kasvoi 8 % edellisvuodesta. Kasvu oli merkittävää ottaen huomioon, että Kotipizza-ravintoloiden määrä jatkoi vuoden aikana pienenemistään ja pikaruokaravintolaketjujen yhteenlaskettu liikevaihto kasvoi MaRa:n mukaan 5,7 %. Vahva kasvu on jatkunut alkuvuonna 2016 ja H1'16-liikevaihto on noussut 32,3 MEUR:oon (+18 %).

Kasvu on ollut hyvin kannattavaa, sillä Kotipizza-ravintoloiden kuukausittainen ketjumyynti on noussut ennätystasolle ja taannut konsernille hyväkatteista rojaltiluola sopimukseen perustuen automaattisesti, vaatimatta konsernilta lähes lainkaan lisää resursseja. Kotipizzan liiketoimintamallissa voi pitää peukalosääntönä, että 1,0 MEUR:n myynnin lisäys ketjumyynnissä tuo Kotipizza-konsernille 0,4 MEUR lisää liikevaihtoa (0,1 MEUR Kotipizza ja 0,3 MEUR Foodstock), josta Kotipizzan kate (EBITDA) on noin 40-50 % ja Foodstockin kate (EBITDA) noin 2-4 %. Tästä syystä konsernin taloudellisiin tavoitteisiin linkitetty ketjumyynnin 5 %:n kasvun odotetaan kasvattavan konsernin käyttökatetta 15-20 %.

Vuosi 2015 oli Kotipizzalle operatiivisesti hyvin onnistunut, vaikka listautumisprosessi satoi johdon resursseja ja aiheutti ylimääräisiä kuluja. Raportoitu käyttökate oli 4,2 MEUR (2014: 4,3 MEUR) eli 7,4 % liikevaihdosta (2014: 8,2 %). Raportoitu liikevoitto oli 3,4 MEUR (2014: 3,8 MEUR) eli 6,1 % liikevaihdosta (2014: 7,3 %). Kannattavuus jäi selvästi alle tason, jolle odotamme sen nousevan kuluvan vuoden

aikana, kun yhtiö saa tehtyä ensimmäisen puhtaan tilikautensa pörssiyhtiönä. Odotamme Kotipizza-konsernin 2016-2018 EBITDA-marginaalin nousevan noin 10 %:iin ja EBIT-marginaalin nousevan noin 9 %:iin.

Tase ja rahoitusasema

Kotipizzan liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja käyttö- tai kiinteään pääomaan. Taseen loppusumma on pääomakevyydestä liiketoimintamallista huolimatta kuitenkin suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokoisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon. Taseen loppusumma Q2'16 oli 57,1 MEUR (Q2'15: 69,6 MEUR), josta pitkäaikaiset varat olivat 40,2 MEUR ja lyhytaikaiset varat 16,8 MEUR. Suurin erä on 35,8 MEUR:n suuruinen liikearvo, jonka osuus taseen loppusummasta oli 63 % ja omasta pääomasta 124 %. Muut omaisuuserät ovat kooltaan pieniä.

Vuoden 2015 kesällä tapahtunut listautuminen ja sen myötä tehdyt rahoitusjärjestelyt ovat parantaneet Kotipizzan rahoitusasemaa selvästi aiempiin vuosiin verrattuna. Kotipizzan Q2'16 oma pääoma oli 28,8 MEUR (4,5 euroa/osake) ja omavaraisuusaste 50,4 % (Q2'15: 40,4 %). Yhtiön korollinen velka oli Q2'16 lopussa 17,6 MEUR, kassavarat 8,5 MEUR ja gearing 31,7 % (Q2'15: 38,3 %). Pidämme rahoitusasemaa vahva operatiivinen kassavirta huomioiden hyvänä.

Näemme pääriskinä rahoitusaseman suhteen yhtiön korkean liikearvon määrän (124 % vrt oma pääoma), mutta liikearvotestauksessa käytettävien parametrien osalta pidämme nykyisen suorituskyvyn valossa alaskirjauksen riskiä pienenä.

Kassavirta ja osinko

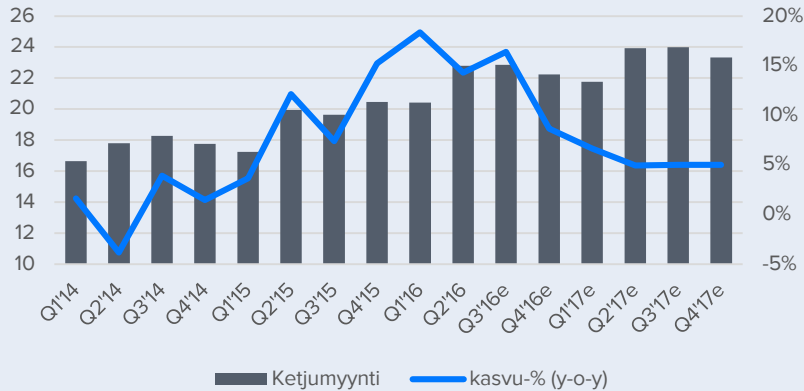
Kotipizzan kassavirta on hyvin vahva pienen investointitarpeen ja tasaisen kannattavan franchise-toimintamallin ansiosta. Yhtiö pystyy halutessaan käyttämään suuren osan verojen jälkeisestä käyttökatteestaan osingonmaksuun ja uskomme Kotipizzan profiloituvan pitkässä juoksussa vakaaksi osingonmaksajaksi.

Kotizzan investointitarve on hyvin matala, sillä pääosan ravintoloiden investoinneista tekee franchise-yrittäjä itse. Kotipizza onnistuu näin pitämään taseen kevyenä. Foodstock ei myöskään itse omista kuljetuskalustoa tai varastotiloja, joten senkin investointitaso pysyy hyvin matalana. Vuonna 2015 konsernin investoinnit olivat 2,0 MEUR (2014: 1,2 MEUR), eli 3,5 % liikevaihdosta (2014: 2,3 %). Suurimmat investoinnit ovat liittyneet it-ohjelmiin, mutta voimme odottaa niiden pienenevän jatkossa. Arviomme mukainen ”normaali” vuotuinen investointitaso konsernille on noin 1,0 MEUR (1,5 % liikevaihdosta) pois lukien mahdolliset yritysostot.

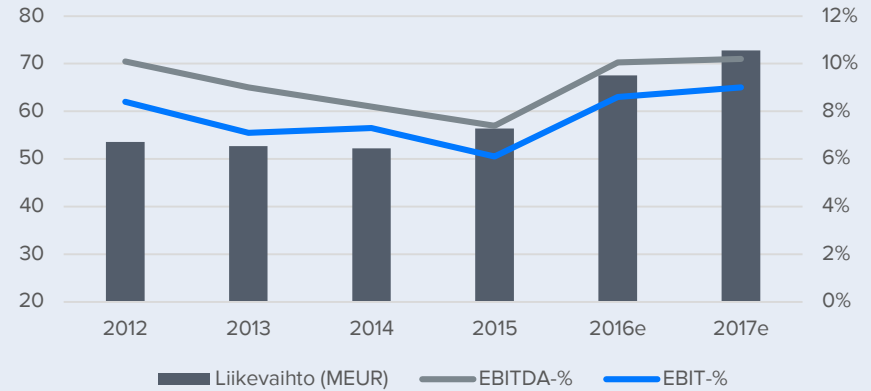
Rahoituksen rahavirrat ovat lainojen uudelleenjärjestelyn jälkeen matalat. Konsernin nettorahoituskulujen voidaan olettaa olevan noin 1,0 MEUR vuodessa, johon sisältyy 17,6 MEUR:n korollisten velkojen korot (n. 3 %:n korko) ja yhtiön leasing-sopimusten kulut. Laadukas ja tasainen rahavirta mahdollistaa korkean osingonjakosuhteen ja odotamme yhtiön jakavan noin 70 %:n osingonjakosuhteella osinkoa keväällä 2017 ja 2018. Ennusteidemme mukaiset osingot 0,42 ja 0,47 euroa tarjoavat hyvää noin 4,7 %:n ja 5,3 %:n osinkotuottoa.

Taloudellinen tilanne

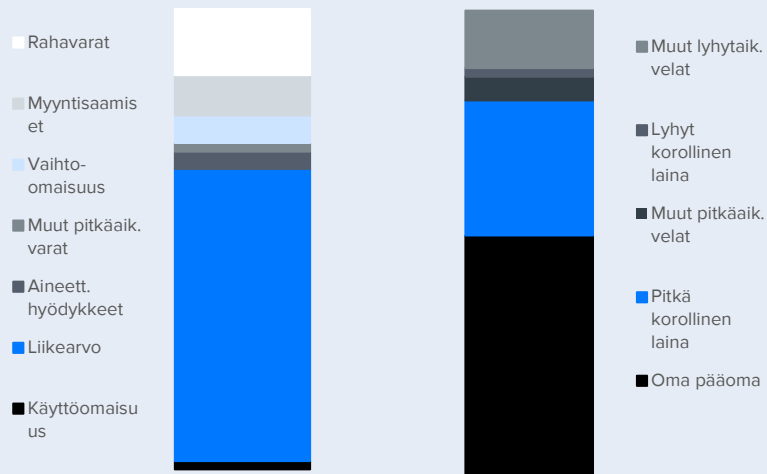
Ketjumyynti kvartaaleittain (MEUR)



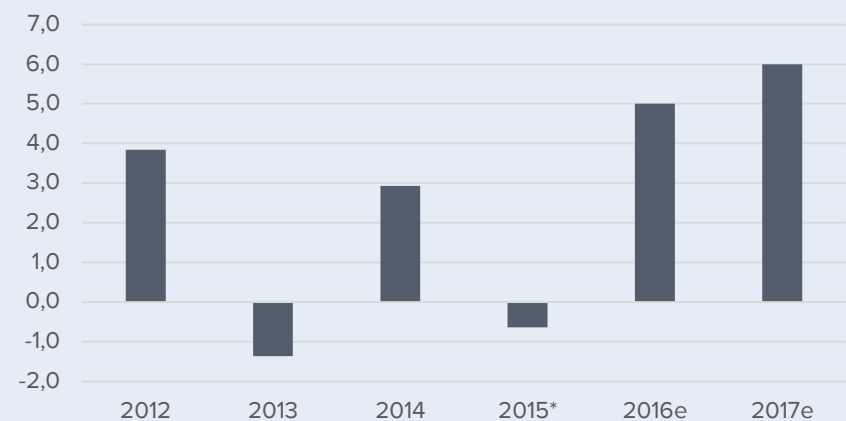
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne, 2015



Liiketoiminnan nettorahavirta (MEUR)



*sisältää 0,9 MEUR kertaluonteisen rahoituskulun jvk:n ennakaisesta lunastamisesta sekä listautumiseen liittyvät kulut

Lähde: Inderes, Kotipizza

Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Kotipizza-konsernin liikevaihdon kehitystä pääasiassa Kotipizza-ravintoloiden ketjumyynnin pohjalta, joka johtuu siitä, että konserni sitoo omat kasvutavoitteensa ja ohjeistuksena ketjumyyniin (ei siis konsernin liikevaihtoon). Ketjumyynnin kehitys on historiallisesti toiminut melko tarkkana ajurina etenkin Kotipizza-segmentin, mutta myös Foodstock-segmentin liikevaihdolle. Yhtiö pitää markkinat hyvin informoituna ketjumyynnin kehityksestä ja ilmoittaa jokaisen kuukauden jälkeen sen hetkisen Kotipizza-ravintoloiden määrän ja niiden yhteenlasketun myynnin.

Ketjumyynnin ja Kotipizza-segmentin liikevaihdon välinen suhde on pysynyt historiallisesti melko vakaana. Vuonna 2015 Kotipizza-ravintoloiden yhteenlaskettu ketjumyyni oli 77,3 MEUR ja Kotipizza-segmentin liikevaihto oli 11,8 MEUR, joka tarkoittaa 15,2 %:n ”ketjumyyni vs. liikevaihto-suhdetta”. H1’16 aikana suhdeluku oli 15,4 %. Tähän suhteeseen on kuitenkin tulossa pieni muutos sen takia, että 1.7.2016 alkaen Kotipizza-segmentin liikevaihtoon aletaan kirjata myös (ilman tulosvaikutusta) Kotipizza-yrittäjien verollisesta myynnistä maksama 4 %:n Yrittäjäosuuskuntamaksu. Tämä tulee vaikuttamaan nostavasti Kotipizza-segmentin ja konsernin liikevaihtoon, joten ”ketjumyyni vs. liikevaihto-suhde” tulee nousemaan noin 19 %:n tasolle. Muutoksella ei ole tulosvaikutusta, mutta se vaikuttaa suhteellisiin kannattavuuslukuihin.

Ketjumyynnin kehitys toimii melko hyvin ajurina myös konsernin tukkutoiminnalle (Helsinki ja

Foodstockille), jonka liikevaihdosta noin 50 % tulee Kotipizza-ravintoloiden raaka-ainehankinnoista. Mitä enemmän Foodstock onnistuu hankkimaan ns. ulkopuolisia asiakkaita (kuten Subway, Rolls, Fafa’s jne), sitä heikommaksi korrelaatio muuttuu, mutta ainakin toistaiseksi Kotipizza-ravintoloiden myynti ohjaa sekä Kotipizzan että Foodstockin kasvulukuja melko hyvällä tarkkuudella.

Kotipizza-segmentti on tehnyt viime vuosina erittäin kannattavaa noin 40-50 %:n EBITDA-marginaalia ja Foodstock-segmentti noin 2-4 %:n EBITDA-marginaalia. Tasaisessa markkinaympäristössä kannattavuuskehitys on ollut kohtuullisen hyvin arvioitavissa. Yllätyksiä on syntynyt suurten volyymivaihteluiden kautta, kuten alkuvuonna on huomattu. Hyvin nopea ketjumyynnin kasvu vaikuttaa suurella kannattavuusvivulla varsinkin Kotipizza-yksikön suhteellisen kannattavuuteen ja segmentin EBITDA-marginaali on noussut H1’16 aikana 49%:iin (H1’15: 43 %). Jatkossa odotamme segmentin EBITDA:n laskevan 40 %:n tasolle, kun Yrittäjäosuuskunnan markkinointimaksut kirjataan Kotipizza-segmentin liikevaihtoon.

Konsernihallinto aiheuttaa kuluja noin 2 MEUR vuodessa ja Chalupan vaikutus tulokseen tulee lähiaikoina olemaan melko lähellä nolaa. Yhtiön nettorahoituskulut tulevat arvioimme mukaan olemaan vuotuisella tasolla noin 1,0 MEUR ja veroaste Suomessa voimassaoleva 20 %.

Vuoden 2016 ennusteet

Konsernin H1’16-liikevaihto on kasvanut 18 % vertailukaudesta. Vahvaa kasvua on vetänyt ketjumyynnin nousu ennätystasolle ja

Foodstockin uudet asiakkaat. Yhtiö nosti elokuussa arvioitaan vuoden 2016 kehityksestä ja arvioi nyt ketjumyynnin kasvavan kuluvalle tilikaudella yli 10 % edelliseen tilikauteen verrattuna ja vertailukelpoisen käyttökateen kasvavan selvästi edelliseen tilikauteen verrattuna. Ketjumyyni on kasvanut H1’16 aikana 16 % 43,2 MEUR:oon (H1’15: 37,2 MEUR). Jo julkaistut ketjumyynit elo-lokakuulta, olivat yhteensä 22,8 MEUR eli 16 % vertailukauden yläpuolella. Ketjumyyni on siten jatkanut vahvaa kasvua myös Q3:lla. Ennustamme ketjumyynnin kasvun hidastuvan Q4:lla noin 10 %:n tasolle, sillä vahvat vertailukauden luvut muuttuvat koko ajan haastavammaksi lyödä.

Ennustamme Kotipizza-konsernin vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 20 % tasolle 68 MEUR (2015: 56,4 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan 6,0 MEUR (2015: 3,4 MEUR), eli 8,8 % liikevaihdosta (2015: 6,1 %). Yhtiön kulurakenteessa ei ole liikevaihdon vahvasta kasvusta huolimatta nousupaineita loppuvuonna ja odotamme myös H2:lla vahvana jatkuneen ketjumyynnin näkyvän voimakkaalla vivulla yhtiön kannattavuusluvuissa.

Vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksen arvioimme paranevan 0,65 euroon edellisvuoden 0,05 eurosta. Osakekohtaista tulosta nostaa liiketuloksen kasvun ohella merkittävästi vertailukaudesta laskevat rahoituskulut. Arvioimme yhtiön korottavan osinkoaan 0,42 euroon per osake, kun viime vuodelta yhtiö jakoi 0,35 euron pääomanpalautuksen. 0,42 euron osinko vastaa nykykurssilla hyvää noin 5 %:n osinkotuottoa.

Ennusteet 2/2

Yrittäjäosuuskuntaan liittyvät muutokset

Kotipizzan Markkinointiosuuskunnan jäsenet päättivät muuttaa osuuskunnan kesällä 2016 Yrittäjäosuuskunnaksi. Osuuskunta on Kotipizza-konsernin ulkopuolinen franchise-yrittäjien yhteistoiminta- ja edunvalvontayhteisö.

Osuuskunnan tehtävänä on toimia yhteistyössä Kotipizzan liiketoimintajohdon kanssa ja tuoda yrittäjien näkökulma Kotipizza-ketjua koskevaan päätöksentekoon. Yrittäjäosuuskunnan toimiala on ”suhdetoiminta ja viestintä” ja yksi sen tarkoituksista on pitää keskitetysti yllä Kotipizzan vahvaa valtakunnallista brändiä. Franchise-yrittäjät valitsevat osuuskunnan hallituksen keskuudestaan (7 hlö) ja sen toimitusjohtajana toimii Kotipizza Groupin toimitusjohtaja Tommi Tervanen.

Kesällä tapahtuneella muutoksella on taloudellisia vaikutuksia Kotipizza Groupin lukuihin siten, että Kotipizzan kansalliseen markkinointiin kerättävät varat (4 % ketjun myynnistä) tullaan läpilaskuttamaan Kotipizza-liiketoimintayksikössä 1.7.2016 alkaen. Aiemmin varat kerättiin konsernin ulkopuoliseen Markkinointiosuuskuntaan, eikä tämä näkynyt konsernin liikevaihdossa mitenkään. Kesällä tehty muutos kasvattaa Kotipizza-liiketoimintayksikön ja siten myös konsernin liikevaihtoa noin 4 MEUR vuositasolla ilman tulosvaikutusta, mutta vaikuttaa näin suhteellisiin kannattavuuslukuihin. Kotipizzan Q2-luvuissa tämä näkyi 0,39 MEUR:n liikevaihdon kasvuna, joka vastasi heinäkuun ajalta Kotipizza-yrittäjiltä kerättyä 4 %:n markkinointimaksua.

Muutos Yrittäjäosuuskunnaksi ja liikevaihdon laskuttaminen Kotipizza-segmentin läpi tarkoittaa ennusteissamme sitä, että Kotipizza-segmentin liikevaihto tulee nousemaan noin 19 %:iin ketjumyynnistä, kun suhdeluku aiemmin on ollut noin 15 % ketjumyynnistä (2015: 15,2 % ja H1'16: 15,4 %). Samalla segmentin EBITDA-marginaali tulee heikkenemään alkuvuonna nähdyltä noin 50 %:n tasolta noin 40 %:n tasolle. Segmentin absoluuttiseen käyttökatteeseen tai liikevoittoon ei muutoksella pitäisi pitkällä aikavälillä olla mitään vaikutusta.

Vuosien 2017-2018 ennusteet

Ennustamme Kotipizza-konsernin yltävän vuonna 2017 noin 8 %:n liikevaihdon kasvuun ja vuonna 2018 noin 3 %:n liikevaihdon kasvuun. Vuoden 2017 liikevaihtoennusteemme on 73 MEUR ja vuoden 2018 liikevaihtoennusteemme on 75 MEUR. Kasvu on ollut vuosina 2015 ja alkuvuonna 2016 poikkeuksellisen vahvaa hyvin onnistuneen ilmeuudistuksen, tuotekehityksen ja vastuullisuutta painottavan viestinnän ansiosta.

Kotipizzan ravintoloiden yhteenlaskettu ketjumyynti kasvoi 10 % vuonna 2015 ja ennustamme sen kasvavan 14 % vuonna 2016. Tämä on selvästi Suomen pikaruokamarkkinan kasvua nopeampaa, eikä näitä kasvulukuja voida pitää yhtiön kannalta ”normaaleina”. Vertailukauden luvut muuttuvat koko ajan haastavammiksi lyödä ja odotamme ketjumyynnin kasvun hidastuvan 5 %:n tasolle vuonna 2017. Ennusteemme vuoden 2017 ketjumyynnistä on 93 MEUR.

Odotamme konsernin liikevoiton nousevan vuonna 2017 6,5 MEUR:oon (EBIT 9,0 %) ja vuonna 2018 6,8 MEUR:oon (EBIT 9,0 %). Osakekohtaiset tulosennusteemme vastaaville vuosille ovat 0,72 euroa ja 0,75 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Viimeisen 20 vuoden aikana ravintolaruoan keskimääräinen vuotuinen myynnin kasvu (CAGR) on ollut noin 2,4 %. Pitkällä aikavälillä odotamme Kotipizza Groupin pystyvän kasvamaan noin 3-5 % vuodessa, eli kutakuinkin pikaruoka-alan yleisen pitkän aikavälin markkinakasvun mukana tai hieman sitä nopeammin. Kotipizzan markkinoita nopeampi kasvu on mielestämme perusteltua yhtiön johtavalla markkina-asemalla ja brändillä sekä toimivaksi ja tehokkaaksi todetulla franchising-toimintamallilla. Kotipizza on myös ottanut tehtäväkseen päästä kiinni viime vuosina ravintola-alan nopeimmin kasvavaan fast casual-segmenttiin ja pidämme mahdollisena, että yhtiö pyrkii vauhdittamaan kasvuaan Chalupan lisäksi myös uusia konsepteja lanseeraamalla.

EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä 9-10 %:n tasolle. Odotamme yhtiön pitävän vahvan kassavirran ja pienen investointitarpeen myötä korkeaa osingonjakosuhdetta ja näemme Kotipizzan sijoitusprofiilin muodostuvan vakaaksi osingonmaksajaksi noin 70 %:n osingonjakosuhteella.

Ennusteet

Avainluvut kvartaali- ja segmenttitasolla

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	52,2	13,1	14,3	14,4	14,6	56,4	15,4	16,9	17,9	17,3	67,6	72,8	75,1
<i>Kotipizza</i>	12,3	2,8	3,0	3,0	3,0	11,8	3,1	3,5	4,4	4,2	15,2	17,9	18,6
<i>Foodstock</i>	40,0	10,3	11,2	11,2	11,4	44,1	12,1	13,2	13,5	13,0	51,7	54,4	56,0
<i>Chalupa</i>	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,6	0,5	0,5
<i>Muut</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	4,3	0,2	1,3	1,5	1,1	4,2	1,3	1,9	1,8	1,8	6,8	7,4	7,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-1,0	-0,9	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,8	0,1	1,1	1,3	0,8	3,4	1,0	1,8	1,6	1,5	6,0	6,5	6,8
Liikevoitto	3,8	0,1	1,1	1,3	0,8	3,4	1,0	1,6	1,6	1,5	5,8	6,5	6,8
Nettorahoituskulut	-3,2	-0,9	-1,7	-0,3	-0,2	-3,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9
Tulos ennen veroja	0,6	-0,8	-0,5	1,1	0,7	0,5	0,9	1,4	1,4	1,3	5,0	5,7	5,9
Verot	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1	-1,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	-0,7	-0,6	0,8	0,8	0,3	0,7	1,1	1,1	1,1	4,0	4,6	4,7
EPS (oikaistu)	0,31	0,00	-0,10	0,12	0,13	0,05	0,10	0,20	0,18	0,17	0,65	0,72	0,75
EPS (raportoitu)	0,31	0,00	-0,26	0,12	0,13	0,05	0,10	0,18	0,18	0,17	0,63	0,72	0,75

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-	8,6 %	5,0 %	5,3 %	13,2 %	7,9 %	17,7 %	18,3 %	24,4 %	18,8 %	19,8 %	7,7 %	3,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		-87,1 %	-5,2 %	19,3 %	28,2 %	-9,5 %	904,8 %	55,7 %	19,1 %	82,2 %	73,6 %	9,6 %	3,7 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,2 %	1,8 %	9,0 %	10,4 %	7,9 %	7,4 %	8,4 %	11,2 %	10,3 %	10,3 %	10,1 %	10,2 %	10,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	7,3 %	0,8 %	8,0 %	9,3 %	5,8 %	6,1 %	6,8 %	10,5 %	8,9 %	8,9 %	8,8 %	9,0 %	9,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,7 %	-5,0 %	-4,5 %	5,6 %	5,5 %	0,6 %	4,3 %	6,7 %	6,3 %	6,2 %	5,9 %	6,3 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Kotipizza Groupin osaketta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ohella merkittäviä omaisuuseriä, joihin arvostuksessa voisi tukeutua. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. Odotamme Kotipizzan profiloituvan myös vakaan liiketoimintaympäristön, vahvan kassavirran ja matalan investointitarpeen ansiosta osinkoyhtiöksi ja annamme myös osinkotuotolle kohtalaisen ison roolin arvonmäärityksessämme.

Kotipizza Groupin osakekurssi on noussut vuoden 2016 alusta yli 40 %, mikä on purkanut merkittävän osan yhtiön selvästä aliarvostuksesta. Vuoden 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme tällä hetkellä edelleen kohtuulliset 14x ja 12x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 10x. Volyymipohjainen EV/liikevaihto -kerroin on vuodelle 2016 1,0x ja tasepohjainen P/B-kerroin 1,8x. Ennustamamme osinkotuotto on kuluvan vuoden tuloksesta 4,7 % ja ensi vuoden tuloksesta 5,3 %.

Huomioiden Kotipizzan päämarkkinoiden kireän kilpailutilanteen, markkinan tasaisen pitkän aikavälin kasvunopeuden (20 v. CAGR ~ 2,4 %), johtavan markkina-aseman ja suhteellisen matalan riskitason, voi osaketta mielestämme hinnoitella korkeintaan noin 15x P/E-kertoimilla.

Vertailuryhmäarvostus

Kotipizzan lähin verrokki Helsingin pörssissä on ruoka- ja viihderavintoloita ympäri Suomea operoiva Restamax. Restamax on markkina-arvoltaan kaksi kertaa isompi kuin Kotipizza ja

yhtiöiden arvostukset ovat melko hyvin linjassa keskenään. Kotipizzan ennusteidemme mukaiset vuosien 2016 ja 2017 P/E-kertoimet 14x ja 12x ovat hieman Restamaxin vastaavien kertoimien 16x ja 13x alapuolella. Kotipizzan EV/EBIT-kertoimet 11x ja 10x ovat myös Restamaxin vastaavien 13x ja 10x kertoimien alapuolella. Restamax tarjoaa tälle ja ensi vuodelle 4,7 %:n ja 5,0 %:n osinkotuottoa, kun ennusteidemme mukaiset osinkotuotot Kotipizzalle ovat 4,7 % ja 5,3 %.

Kotipizzan toimiessa kuitenkin lähes täysin franchising-periaatteella ja pikaruokamarkkinoilla, on mielestämme järkevää myös etsiä yhtiölle ulkomaisia franchising-periaatteella toimivia pikaruokaketjuja verrokeiksi. Näistä ehkä tunnetuimmat ovat hampurilaisketjut McDonalds, Jack in the Box, Wendy's ja Shake Shack. Tunnetuimpia pizzaketjuja ovat mm. Pizza Hut-ravintoloita operoiva Yum Brands, Domino's ja Papa John's. Verrokkiryhmään kuuluvat myös viime vuosina menestystä fast casual-konsepteilla luoneet El Pollo Loco ja Chipotle Mexican Grill.

Kotipizza Groupin osake on kansainvälisiin verrokkeihin nähden lähes kaikilla arvostusmittareilla erittäin houkuttelevasti hinnoiteltu. Verrokkiryhmän vuosien 2016 ja 2017 EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat 18x ja 17 ja P/E-luvut ovat 25x ja 23x. Näihin molempiin arvostusmittareihin verrattuna Kotipizzan osake on tällä hetkellä noin 40-50 % aliarvostettu. Verrokkiryhmästä löytyy monien miljardien markkina-arvoisia laajalle maantieteelliselle alueelle hajautuneita alansa tunnetuimpia brändejä, joten jonkinlainen alennus Kotipizzan

osakkeelle näihin nähden on perustelua, mutta mielestämme näin suuri alennuksen ei kuitenkaan tulisi olla ja pidämme Kotipizzan osaketta myös tästä syystä houkuttelevasti hinnoiteltuna.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) tukee myös näkemystämme osakkeen tämänhetkisestä aliarvostuksesta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 11,86 euroa, mikä tarkoittaa noin 34 %:n potentiaalia nykykurssiin (8,86 euroa) nähden. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 8,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 59 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus 8,8 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 % ja beta 1,0. Olemme käyttäneet pääoman kustannusta nostavana tekijänä 1,0 %-yksikön likviditeettipreemiota osakkeen erittäin matalan likviditeetin johdosta.

Tavoitehintaa ja suositus

Aloitamme Kotipizza Groupin seurannan lisää-suosituksella ja 10,0 euron tavoitehinnalla. Pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta nykytasolla edelleen houkuttelevana vakaiden kasvunäkymien, matalan riskiprofiilin ja hyvän kassavirtatuoton kautta. Tavoitehintamme heijastelee vuosille 2017 ja 2018 P/E-kertoimia 14x ja 13x ja EV/EBIT-kertoimia 11x ja 10.

Sijoitusprofiili 1/2

Matalariskinen osinkoyhtiö

Kotipizza nauttii Suomessa pizzamarkkinoiden johtavasta markkina-asemasta ja brändistä. Yhtiö on kehittänyt vuosien saatossa toimivan ja matalariskisen franchising- liiketoimintamallin, joka sitoo hyvin vähän pääomaa ja on erittäin kannattava. Pääosa ravintolaliiketoimintaan liittyvästä riskistä ja investoinneista on ulkoistettu franchising-yrittäjille, joten konsernin oma riski- ja investointitaso pysyvät matalana mahdollistaen vahvan kassavirran. Liiketoimintamallia täydentää yhtiön oma osto- ja logistiikkaoperaattori Foodstock, jonka liikevaihdosta noin 50 % tulee Kotipizza-ketjun ulkopuolisilta asiakkailta. Foodstockin liiketoimintanäkymiä turvaa se, että kaikki Kotipizza-ravintolat ovat veloitettuja tekemään raaka-ainehankinnat Foodstockilta (vendor-lock). Konserni pysyy tätä kautta myös hyvin perillä Foodstockin kautta tehdyistä ravintoloiden tilauksista ja myyntimääristä, mikä parantaa ketjutoiminnan ohjausta ja seurattavuutta.

Pidämme konsernin liiketoimintariskiä hyvin maltillisena ja matalan pääomatarpeen ansiosta osingonmaksukyky pysyy vahvana. Odotamme Kotipizzan profiloituvan pörssissä matalariskiseksi osinkoyhtiöksi, joka hyötyy pikaruoka-alan tasaisesta kasvusta ja defensiivisestä luonteesta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Kotipizza Groupin osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Ketjumyynnin kasvu:** Kotipizza-ketjun ravintoloiden määrä kävi huipussaan vuonna 2011 (289 kpl). Yhtiö on vuoden 2011 jälkeen

systemaattisesti sulkenut heikon sijainnin ja kannattavuuden ravintoloita ympäri Suomea ja isoin työ alkaa tällä saralla olla nyt tehty. Nykyinen ravintolakanta (255 kpl) on pääosin terveessä kunnossa ja yhtiö voi pitkästä ajasta alkaa hakea kasvuun vauhtia uusien ravintola-avauksien kautta.

- **Vastuullisuuteen ja kotimaisuuteen pohjautuva arvomaailma:** Kotipizzalla on vahva asema suomalaisessa pikaruoka-kulttuurissa. Yhtiö on lähtenyt vahvasti erottautumaan muista alalla toimivista yrityksistä kotimaisiin raaka-aineisiin ja vastuullisuuteen pohjautuvalla arvomaailmalla. Vuosien 2014-2016 aikana tehty konseptiuudistus on selvästi vedonnut kuluttajiin ja ketjumyyntiä on onnistuttu kasvattamaan 2015 noin 10 % ja alkuvuonna 2016 noin 16 %, vaikka ravintoloiden määrä on samaan aikaan laskenut.
- **Liiketoimintamallin skaalautuvuus:** Kotipizza-ravintoloiden ketjumyynnin miljoonan euron kasvu tuo pelkästään franchise-sopimuksiin perustuen automaattisesti Kotipizzan kassaan noin 0,1 MEUR ilman, että yhtiön tarvitsee lisätä omia kulujaan lähes lainkaan. Liiketoimintamalli on erittäin hyvin skaalautuva ja ketjumyynnin kasvu valahtaa lähes suoraan tulosriville.
- **Matala pääoman tarve:** Kotipizzan liiketoiminta sitoo hyvin vähän pääomaa ja investointitarpeet on ulkoistettu franchise-yrittäjille. Yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa korkean osingonjakosuhteen sekä yritysostot.
- **Uudet fast casual-konseptit:** Kotipizza on

lanseerannut vuonna 2015 uuden meksikolaishenkisen fast casual-konseptin Chalupan. Yhtiön tarkoituksena on kasvattaa Chalupasta maanlaajuinen franchise-ketju nopealla aikataululla ja lanseerata jatkossa myös lisää fast casual-konseptin mukaisia ravintoloita. Emme odota näihin konsepteihin liittyvien tulovirtojen olevan merkittäviä konsernin mittakaavassa vielä 2-3 vuoden tähtäimellä, mutta konseptien ns. ”lentoalähtövauhti” voi liikuttaa osaketta, kun niiden tulevaisuuden näkymät ja potentiaali selkiytyvät.

- **Arvostuskertoimien nousu:** Kotipizza Groupin osakkeen arvostus on noin 40-50 % kansainvälisen verrokkiryhmän alapuolella sekä selvästi Helsingin pörssin keskimääräisen arvostustason alapuolella. Näemme osakkeen arvostuskertoimissa nousuvaraa, kun yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta jatkuvat ja sijoittajien luottamus yhtiöön kasvaa.

Riskit

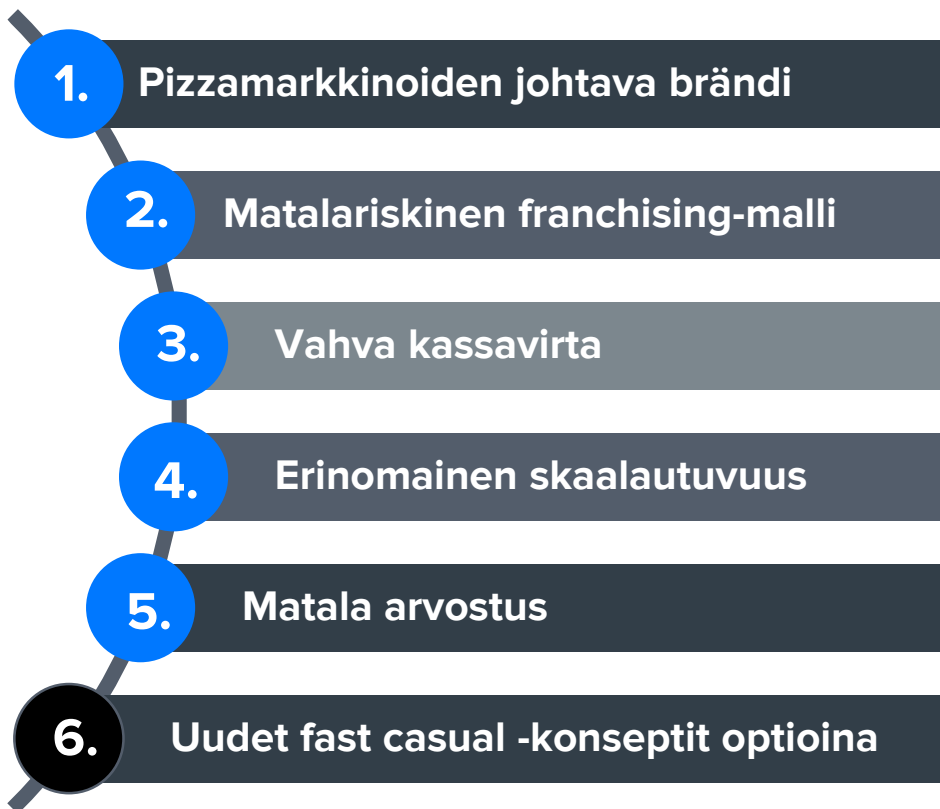
Kotipizza Group on pystynyt ulkoistamaan ison osan liiketoimintariskistä franchise-yrittäjille, mikä pienentää riskiprofiilia merkittävästi. Osakkeeseen liittyy kuitenkin sijoittajan kannalta muita riskejä, joista keskeisimmät ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Maantieteellinen riski:** Yhtiö harjoittaa liiketoimintaa vain Suomessa. Suomen talouden viime vuosien heikko kehitys ja kuluttajien heikentyvä ostovoima vaikuttavat myös ravintola-alan liiketoimintaan ja alan yhtiöt joutuvat kilpailemaan entistä kireämmin asiakkaiden suosiosta.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Toimialariski:** Yhtiö harjoittaa liiketoimintaa pääosin ravintola-alalla. Matkailu- ja Ravintolapalvelut MaRa ry:n mukaan harmaa talous on iso ongelma Suomen majoitus- ja ravintola-alalla, mikä aiheuttaa yhteiskunnalle vuosittain 300-400 miljoonan euron vahingot verojen ja lakisääteisten maksujen laiminlyönnistä. Maran mukaan noin 8-10 % ravintola-alasta on harmaan talouden piirissä, mikä aiheuttaa vakavaa haittaa alalla rehellisesti toimiville yrityksille. Ravintola-alan tunnuslukujen perusteella alle 6,5 euron pizzaa ei voi jatkuvasti myydä, jos yritys huolehtii kaikista yhteiskunnallisista velvoitteistaan. Silti markkinoilta löytyy ravintoloita, jotka myyvät pizzoja 5-6 euron hinnalla. Kotipizzan normaalikokoisten pizzojen hinnat vaihtelevat tyypillisesti 8-12 euron välillä.
- **Franchise-yrittäjien heikko saatavuus ja tyytymättömyys:** Kotipizza Groupin liiketoiminnan kannalta tärkein ajuri on Kotipizza-ketjun ravintoloita operoivat franchise-yrittäjät. Pidemmällä aikavälillä Kotipizza Groupin liiketoiminta voi kasvaa kestävästi vain, jos ketjuun kuuluvien franchise-yrittäjien ravintolat pysyvät elinvoimaisina ja ketju pystyy houkuttelemaan ravintoloihin päteviä franchise-yrittäjiä. Kotipizzan pitää pystyä luomaan franchise-liiketoiminnan tuotto/riski-suhde niin houkuttelevaksi, ettei ketjun kasvu pysähdy yrittäjien heikkoon saatavuuteen.
- **Liikepaikkojen heikko saatavuus:** Liikepaikan sijainti on ravintolamyyntin ja sitä kautta kannattavuuden kannalta ensiarvoisen tärkeää. Kotipizza voi epäonnistua hyvien liikepaikkojen löytämisessä ketjuravintoloille, mikä voi toimia pullonkaulana yhtiön kasvuille. Liian kalliiden vuokrien ja huonon sijainnin yhdistelmä voi kaataa heikosti kannattavia ravintoloita konsernin syyliin, mikä vaikuttaa heikentävästi Kotipizzan kannattavuuteen ja maineeseen.
- **Maineeseen liittyvät riskit:** Kotipizza on panostanut viimeisen 2-3 vuoden aikana paljon kotimaisuuteen ja vastuullisuuteen. Raaka-ainehankintojen kotimaisuusastetta on jatkuvasti pyritty nostamaan ja yhtiö on tuonut viestinnässään tätä onnistuneesti esille. Lähes kaikkien ketjuravintoloiden ilme on uudistettu vuosien 2015-2016 aikana ja tuotevalikoimassa on otettu huomioon monia terveellisen ja vastuullisesti tuotetun ruoan trendejä, mikä sopii paremmin Kotipizzan nykyiseen imagoon. Pidämme yhtiön viime vuosina nähtyä konsepti- ja ilmeuudistusta onnistuneena ja arvioimme ketjun nauttivan tällä hetkellä myönteisistä positiivisista mielikuvamuutoksen ansiosta. Yhtiö on kuitenkin jatkuvasti altis erilaisiin Kotipizza-brändin maineeseen liittyviin riskeihin, jotka realisoituessaan voivat vaikuttaa kaikkiin ketjun ravintoloiden myyntiin. Näitä ovat esimerkiksi erilaiset raaka-aineiden epäpuhtauksiin, ravintoloiden toimintaan tai muut Kotipizzan maineeseen liittyvät tekijät.
- **Foodstockin toimitusketjun hallinta:** Kaikki Kotipizza-ketjun ravintolat ovat velvoitettuja tilaamaan raaka-aineet ja tarvikkeet konserniin kuuluvalta Helsinki Foodstockilta. Foodstockin toimitusketjun tehokas hallinta on näin erittäin tärkeää Kotipizza-ketjun ravintoloiden varastojen riittävyden ja toimitusten oikea-aikaisuuden kannalta. Noin puolet Foodstockin liikevaihdosta tulee Kotipizza-ketjun ulkopuolisilta asiakkailta. Näiden toimitusten epäonnistuminen voi aiheuttaa mainekolauksen, joka vaikeuttaa myös Foodstockin uusasiakashankintaa.
- **Uusien konseptien epäonnistuminen:** Kotipizza Group lanseerasi vuonna 2015 meksikolaishenkisen fast casual-konsepti Chalupan yhteisyrityksenä Think Drinks Oy:n kanssa. Chalupalla oli Q2'16 lopussa yhteensä 6 ravintolaa ja konseptista pyritään kasvattamaan nopealla aikataululla valtakunnallista franchise-liiketoimintamalliin liittyvää ketjua. Uudet konseptit eivät välttämättä onnistu hankkimaan vakiintunutta asiakaskuntaa ja sellaista asemaa markkinalla, jotta toiminnan jatkaminen olisi kannattavaa. Tästä voi aiheutua Kotipizzalle haittaa sekä menetettyjen tuottojen kautta, niin myös maineriskin kautta, joka voi vaikeuttaa uusien konseptien uskottavaa lanseerausta.
- **Liikearvon alaskirjausriski:** Kotipizza Groupin taseessa oli Q2'16 lopussa liikearvoa 35,8 MEUR, joka oli 63 % taseen loppusummasta ja 124 % konsernin omasta pääomasta. Näemme korkean liikearvon määrän pääriskinä rahoitusaseman suhteen. Liikearvotestauksessa käytettävien parametrien osalta pidämme nykyisen suorituskyvyn valossa alaskirjauksen riskiäkuitenkin pienenä ja yhtiön liiketoiminnassa pitäisi tapahtua hyvin merkittävää heikkenemistä arvonalennuksen tulleiseksi ajankohtaiseksi.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Ketjumyynnin kasvu (uudet ravintolat tai same-store sales)
- Hyvä skaalautuvuus ketjumyynnin kasvun kautta (tulospipu)
- Foodstockin uusasiakashankinta
- Arvostuskertoimien nousu nykyiseltä matalalta tasolta
- Uudet fast casual -konseptit pitkän aikavälin optioita

Riskit

- Riippuvuus Suomen heikosta taloustilanteesta
- Franchise-yrittäjien heikko saatavuus
- Hyvien liikepaikkojen heikko saatavuus
- Harmaa talous ravintola-alalla
- Kotipizza-brändin maineriskit
- Riippuvuus Foodstockin toimitusketjun hallinnasta
- Korkea liikearvon määrä

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	6,18	8,86	8,86	8,86
Markkina-arvo	39	56	56	56
Yritysarvo (EV)	49	65	64	62
P/E (oik.)	119,7	13,7	12,3	11,9
P/E	119,7	14,1	12,3	11,9
P/Kassavirta	-106,8	17,5	12,2	11,1
P/B	1,3	1,8	1,7	1,6
P/S	0,7	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	11,6	9,4	8,6	8,3
EV/EBIT	14,1	10,9	9,8	9,2
Osinko/tulos (%)	677,7 %	67,0 %	65,1 %	71,0 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	4,7 %	5,3 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2016e
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	
CHIPOTLE MEXICAN	410,30	11210	10890	188,2	27,3	54,0	19,9	2,9	2,5	254,1	43,6			8,5
EL POLLO LOCO	13,10	476	566					1,6	1,5	19,5	18,9			1,8
TELEPIZZA GROUP	4,72	475	608	14,9	11,5	11,1	8,7	1,8	1,7	24,5	12,4			0,9
BOJANGLES'	20,10	690	848					1,7	1,5	21,4	19,9			
SHAKE SHACK	37,93	1301	1285	48,6	40,5	31,6	24,3	5,1	3,9	83,0	68,6			8,7
MCDONALDS	120,45	94400	115543	15,5	15,0	13,1	12,7	5,0	5,4	21,2	19,5	3,0	3,2	
RESTAURANT BRANDS INTERNATI	65,05	20943	30519	23,5	21,0	20,2	18,5	8,0	7,5	31,3	27,6	1,3	1,4	9,9
YUM! BRANDS	63,28	21918	27604	19,6	18,6	15,5	15,6	4,6	5,1	25,4	22,9	3,2	2,8	
DUNKIN' BRANDS	53,97	4672	6604	16,7	16,0	15,6	15,0	8,6	8,4	24,3	22,3	2,2	2,5	
JACK IN THE BOX	107,65	3285	4156	19,2	16,7	13,5	12,5	2,8	2,8	28,8	22,6	1,1	1,4	
WENDY'S	13,06	3168	5134	20,1	20,8	14,0	14,2	3,9	4,7	32,2	29,0	1,8	2,1	6,1
CARROLS	13,65	462	644	17,5	15,5	7,6	6,8	0,7	0,7	24,9	26,1			
DEL TACO	15,18	561	702			11,0	10,0	1,7	1,6	27,9	25,0			1,5
POPEYES LOUISIANA	62,23	1217	1351					5,3	5,2	29,5	25,3			36,3
SONIC	28,04	1211	1684	14,4	16,5	10,6	11,8	3,0	3,5	21,7	22,1	1,6	2,0	
RESTAMAX	6,20	102	137	13,3	11,6	6,4	5,9	1,0	0,9	15,9	13,6	4,6	4,8	2,5
DOMINO'S PIZZA	346,90	2013	2026	20,1	18,0	18,7	16,6	4,7	4,3	25,5	22,5	2,3	2,7	9,8
Kotipizza Group (Inderes)	8,86	56	65	10,9	9,8	9,4	8,6	1,0	0,9	13,7	12,3	4,7	5,3	1,8
Keskiarvo				31,8	18,7	17,0	13,5	3,5	3,5	41,4	25,5	2,4	2,7	8,0
Mediaani				18,3	16,6	13,5	12,7	2,9	3,2	25,4	22,5	2,3	2,6	6,1
Erotus-% vrt. mediaani				-40 %	-41 %	-31 %	-32 %	-67 %	-72 %	-46 %	-46 %	109 %	107 %	-70 %

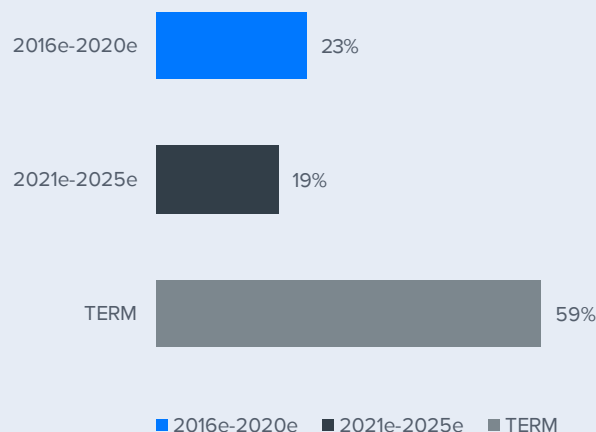
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	3,4	5,8	6,5	6,8	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	
+ Kokonaispoistot	0,7	1,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-0,4	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,9	5,0	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7	6,8	6,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,0	-1,8	-1,3	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,4	3,2	4,6	5,1	5,3	5,5	5,5	5,7	5,5	5,7	5,9	
+/- 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	-0,4	3,2	4,6	5,1	5,3	5,5	5,5	5,7	5,5	5,7	5,9	104,9
Diskontattu vapaa kassavirta		3,2	4,2	4,3	4,2	4,0	3,6	3,5	3,1	3,0	2,9	50,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		86,9	83,7	79,4	75,2	71,0	67,0	63,4	59,9	56,7	53,7	50,9
Velaton arvo DCF		86,9										
- Korolliset velat		-17,4										
+ Rahavarat		8,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF		75,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,86										

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

Rahavirran jakauma jaksottain



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	52,2	56,4	67,6	72,8	75,1
Kulut	-48,0	-52,2	-60,8	-65,4	-67,6
EBITDA	4,3	4,2	6,8	7,4	7,5
Poistot	-0,5	-0,7	-1,0	-0,9	-0,7
Liikevoitto	3,8	3,4	5,8	6,5	6,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>3,8</i>	<i>3,4</i>	<i>6,0</i>	<i>6,5</i>	<i>6,8</i>
Rahoituserät	-3,2	-3,0	-0,8	-0,8	-0,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,6	0,5	5,0	5,7	5,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,1	-1,1	-1,1	-1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	0,3	4,0	4,6	4,7
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>4,1</i>	<i>4,6</i>	<i>4,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,4	0,3	4,0	4,6	4,7
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,31</i>	<i>0,05</i>	<i>0,63</i>	<i>0,72</i>	<i>0,75</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,31	0,05	0,65	0,72	0,75

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	38,5	40,0	40,8	41,3
Liikearvo	35,8	35,8	35,8	35,8
Aineettomat oikeudet	1,2	2,1	2,6	2,9
Käyttöomaisuus	0,8	1,0	1,3	1,5
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	13,9	16,5	19,7	21,2
Varastot	2,9	3,4	4,1	4,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	5,4	4,9	6,1	6,5
Likvidit varat	5,2	8,1	9,5	10,2
Taseen loppusumma	52,4	56,5	60,5	62,4

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	4,9	29,3	31,0	33,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,6	-0,6	1,1	3,1
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,4	29,8	29,8	29,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	40,0	19,2	19,4	18,9
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	35,9	16,4	16,5	16,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,0	2,8	2,8	2,8
Lyhytaikaiset velat	7,6	8,0	10,0	10,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	1,0	1,8	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,3	6,9	8,1	8,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1
Taseen loppusumma	52,4	56,5	60,5	62,4

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 osavuositarkastusten 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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/>

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/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**