

Yhtiöllä näytön paikka

Toistamme 12,0 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää). Q2-raportti oli meille kokonaisuutena lievä pettymys ja olemme laskeneet lähivuosien ennusteitamme. Voimakkaan kurssinousun jälkeen osakkeen arvostustaso alkaa olla haastava. Käytännössä markkinat ovat jo täysimääräisesti hinnoitelleet tulevat Royal-synergiat ja tilaa harha-askelille ei juuri ole. Näemmekin seuraavan 12kk tuotto-/riskisuhteen neutraalina ja siirrymme odottavalle kannalle.

Q2-tulos jäi ennusteista

Yhtiön Q2-numerot jäivät odotuksistamme varsin selvästi, mutta isoin selittävä tekijä olivat kertaluontoiset erät. Näistä oikaistuna tulosalitus oli lopulta suhteellisen lievä molemmissa segmenteissä. Tulospettymyksen lisäksi tärkein anti Q2-raportissa oli tieto Royal-integraation synergioista. Restamax kertoi tavoittelevansa vähintään 6 MEUR:n synergiahyötyjä 2019 loppuun mennessä. Olimme itse arvioineet synergioiden olevan 5-7 MEUR ja olemme ennusteissamme käyttäneet 6 MEUR:n tasoa.

Uusi ohjeistus linjassa odotuksiin, Smile tullaan listaamaan

Ravintoloiden uusi ohjeistus (liikevaihto +200 MEUR) on hyvin linjassa ennusteemme (229 MEUR) kanssa, mutta Smilen noin 110 MEUR:n liikevaihto-ohjeistus on vaisu (2018e: 134 MEUR). Käsitksemme mukaan Restamax ei halunnut tarkentaa Smilen ohjeistusta listautumisprosessista johtuen ja Smilen johto kommentoi varsin suoraan, että liikevaihto-ohjeistusta tullaan tarkistamaan ylös myöhemmin. Näin ollen emme anna Smilen ohjeistukselle oleellista painoa. Smilen listauksen osalta johto tyytyi toteamaan, että asia on edelleen työnalla. Arviomme mukaan Smile listataan vielä H2 aikana ja emme yllättyisi, mikäli virallinen ilmoitus annettaisi varsin pian.

Ennusteita tarkistettu alaspäin Q2-raportin jälkeen

Suosittellemme sijoittajia seuraamaan Restamaxissa liikevoiton kehitystä, sillä näkemyksemme mukaan liikevoitto tulee olemaan osakkeen keskeinen ajuri seuraavan 18kk aikana. Yhtiön on pakko parantaa suhteellista kannattavuuttaan ja todistaa markkinoille, että viime vuosien voimakas kasvu on ollut kannattavaa. Olemme laskeneet kuluvan vuoden liikevoittoennustettamme 7 %:lla 19,1 MEUR:oon ja ensi vuoden osalta 9 %:lla 27,7 MEUR:oon. Ennustelaskun taustalla on etenkin Smile, jonka kannattavuusennusteitä olemme ottaneet alas läpi H1 jatkuneen odotettua vaisumman kannattavuuskehityksen johdosta. Ravintolat puolella odotamme edelleen voimakasta tuloskasvua Royalin ja sen tuomien synergiaetujen myötä. Ennustelaskuista huolimatta odotamme konsernilta edelleen selkeää tasokorjausta tulokseen 2018-2019 aikana.

Arvostus kohonnut neutraaliksi

Päivitettyillä ennusteillamme Restamaxin arvostustaso alkaa olla haastava. 2019 tuloksella (huomioi Royal-synergioista merkittävän osan) P/E-kerroin on kurssinousun ja ennustelaskun myötä kohonnut neutraalille 15x tasolle. Näkemyksemme mukaan nykykurssi hinnoitteleeekin jo varsin pitkälti synergioiden täysimääräistä realisoitumista. Vaikka olemmekin luottavaisia yhtiön tulosparannukseen, liittyy siihen kuitenkin sekä sisäisiä, että ulkoisia riskejä. Myöskään Smilen tuleva listaus ei enää tule toimimaan osakkeelle positiivisena ajurina, sillä Smile on mielestämme jo täysimääräisesti hinnoiteltu nykykurssilla. Näin ollen tuotto-/riskisuhde onkin painunut lyhyellä aikavälillä neutraaliksi ja jäämme toistaiseksi seuraamaan yhtiön tarinaa sivusta.

Analytikko

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



Suositus

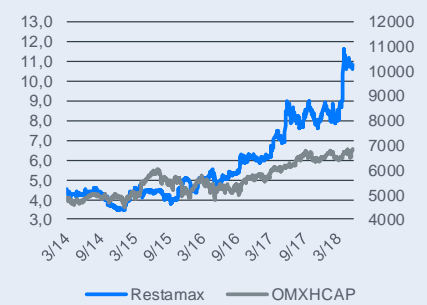
Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintana 12,00 EUR

Edellinen: 12,00



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 12,40 EUR

12 kk vaihteluväli 7,4-12,7 EUR

Potentiaali -3,6 %

Ohjeistus

Ravintolat uskotaan saavuttavan yli 200 MEUR:n ja Smilen noin 110 MEUR:n liikevaihdon, eli yhteisten eliminointien jälkeen konsernin liikevaihto on noin 300 MEUR. Kannattavuus säilyy hyvällä tasolla molemmissa segmenteissä.

Ohjeistusmuutos: Noussut

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	130	9,0	6,9 %	7,9	0,34	0,30	1,0	6,5	14,0	17,4	5,0 %
2017	186	10,8	5,8 %	8,0	0,30	0,33	1,0	8,2	17,1	27,9	4,0 %
2018e	344	19,1	5,6 %	16,7	0,60	0,38	1,0	9,3	18,2	19,6	3,2 %
2019e	412	27,7	6,7 %	24,0	0,81	0,42	0,8	7,2	12,3	14,5	3,6 %
2020e	433	31,7	7,3 %	27,8	0,94	0,45	0,8	6,7	10,7	12,4	3,8 %
Markkina-arvo, MEUR			221	OPO / osake 2018e, EUR			2,69	CAGR EPS, 2017-2020, %			47 %
Nettovelka 2018e, MEUR			118	P/B 2018e			4,4	CAGR kasvu, 2017-2020, %			33 %
Yritysarvo (EV), MEUR			348	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			224,1 %	ROE 2018e, %			23,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			243	Omavaraisuusaste 2018e, %			21,7 %	ROCE 2018e, %			14,1 %

Odotuksia vaisumpi Q2 raportti

Voimakas kasvu jatkuu

Restamaxin Q2-liikevaihto oli 73 MEUR jääden 78 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihto jäi odotuksistamme Ravintolat-segmentissä (45 vs. 49 MEUR) ja tätä selittää osittain Royalin arvioistamme poikkeava liikevaihdon jakauma eri kuukausien välillä (Royal mukana Q2:lla vain kesäkuun) ja hieman odotuksiamme matalampi orgaaninen kasvu vanhassa Restamaxissa. Smilen liikevaihto 31,6 MEUR oli tismalleen odotuksiamme mukainen, mutta Smilen myynti Restamaxille oli hieman odotuksiamme suurempi mikä painoi raportoitua liikevaihtoa. Kokonaisuutena liikevaihtoalitius ei sisältänyt suurempaa dramatiikkaa.

Restamax kirjasi katsauskaudelle odotettua suuremmat 2,2 MEUR:n kertaluontoiset erät liittyen pääosin Royal-hankintaan (ennusteemme 1,0 MEUR) sekä Smilen kauppoihin. Lukujen tulkintaa vaikeuttaa se, että Royal kirjasi SuperPark myyntivoiton käyttökatteeseen, kun itse ennustimme sen olevan rahoituskuluissa. Kolmanneksi, Smile muutti katsauskaudella raportointiaan liittyen markkinointitukien kirjauksiin. Käytännössä Smilen kirjanpituus laskee käyttökattetta sekä poistoja ja liikevoitto pysyy ennallaan.

Käyttökattetasolla kertaeristä oikaistuna tulos jäi varsin selvästi ennusteistamme. Poistotaso oli kuitenkin odotettua matalampi johtuen Smilen poistokäytännön muutoksesta ja tämän seurauksena tulospettymys laimeni selvästi liikevoittotasolla. Segmenttitasolla Ravintolat-segmentin liikevoitto jäi kertaeristä oikaistuna hieman (0,6 MEUR vs. 1,3 MEUR) ennusteestamme. Sekä materiaalikate, että henkilöstökulut olivat hieman odotuksiamme heikkommat. Smilen kertaeristä oikaistu liikevoitto 1,3 MEUR jäi 1,7 MEUR:n ennusteestamme ja synergiat vaikuttavat realisoituvan odotettua hitaammin.

Vaikka Q2-raportti jäikin numeroiden valossa ennusteistamme, on sijoittajien hyvä muistaa, että Restamax tekee tuloksestaan yli 70 % H2:lla ja näin ollen Q2:n merkitys tulokselle on varsin rajallinen.

Integraatio etenevät

Raportin positiivisin asia on tieto Royalin synergioista. Restamax kertoi tavoittelevansa vähintään 6 MEUR:n synergiahyötyä 2019 loppuun mennessä. Olimme itse arvioineet synergioiden olevan

5-7 MEUR ja olemme ennusteissamme käyttäneet 6 MEUR:n tasoa. Johdon kommenttien perusteella nyt ilmoitetut 6 MEUR ovat ns "kovia synergioita" ja ne eivät sisällä "pehmeitä synergioita" (ristiinmyyntiä yms.). Tämä on linjassa omien arvioidemme kanssa ja synergiat ovat mielestämme toimialan logiikka huomioiden varsin selkeät. Yhtiöllä pitäisikin olla hyvät edellytykset saavuttaa synergiat täysimääräisesti, kunhan yhtiön fokus pysyy integraation läpiviennissä.

Tulosinfossa ja [videohaastattelussamme](#) yhtiön uusi toimitusjohtaja totesi, että Restamaxin fokus tulee lyhyellä aikavälillä siirtymään aiempaa enemmän kannattavuuteen. Yhtiö haluaa selkeästi ottaa pienen tauon aggressiivisessa kasvussaan ja varmistaa näin ison integraation onnistumisen. Royalin lisäksi uusi johto haluaa selvästi myös parantaa vanhan Restamaxin kannattavuutta ja tämän johdosta yhtiö siivoaa ravintolasalkustaan huonosti kannattavia yksiköitä. Mielestämme toimenpiteet ovat täysin oikeita ja integraatioiden läpiviennin onnistuminen tulee olla ehdoton prioriteetti numero yksi.

Tanskan integraation osalta johto totesi, että haltuunotto sekä yhteistyö vähemmistöosakkeiden kanssa on sujunut hyvin. Yhtiöllä on katsauskaudella avautunut kaksi merkittävää yksikköä Kööpenhaminan lentokentällä ja Q3:lla Tanskan kehityksestä saadaan jo huomattavasti parempi kuva. Kuten olemme aiemmin sanoneet, Restamax tulee varmasti jatkamaan laajentumistaan Tanskassa. Uskomme kuitenkin, että jatkossa kasvu tehdään orgaanisesti (uusperustannalla) sekä pienemmillä yrityskaupoilla. Tämä ei mielestämme vaaranna Royalin integraatiota, sillä yhtiöllä on Tanskan markkinalla jo hyvä jalansija, eikä tämän laajentumisen pitäisi viedä liikaa ylimmän johdon aikaa.

Velka ei ole ongelma

Restamaxin nettovelkaantumisaste kohosi Q2:n lopussa hieman yli 200 %:iin. Nettovelkaantumisaste ei kuitenkaan huomioi taseessa olevaa Smilen piiloarvoa (noin 50 MEUR) ja nettovelka/käyttökatteeseen on kuluvan vuoden numeroilla noin 3x ja ensi vuoden ennusteilla hyvinkin kohtuullinen 2,5x. Näin ollen emme pidä yhtiön nykyistä velkatasoa ongelmana tai erityisesti riskejä kasvattavana. Velkataakka kuitenkin rajoittaa yhtiön kykyä jatkaa epäorgaanista kasvuaan, mikäli Smilen irtaantumista ei toteutettaisi.

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	43,6	73,0	78,0				-6 %
Käyttökate	3,9	7,6	7,8				-2 %
Liikevoitto	1,3	3,1	3,0				6 %
Tulos ennen veroja	0,9	2,4	5,6				-57 %
EPS (oikaistu)	0,02	0,11	0,21				-49 %
Liikevaihdon kasvu-%	36,3 %	67,6 %	79,0 %				-11,5 %-yks.
Liikevoitto-%	2,9 %	4,3 %	3,8 %				0,5 %-yks.

Lähde: Inderes

Ennusteita tarkistettu alaspäin

Odotamme edelleen merkittävää tuloskasvua

Restamax tarkisti odotetusti ohjeistustaan ylöspäin Q2-raportissa. Ravintoloiden uusi ohjeistus (liikevaihto +200 MEUR) on hyvin linjassa ennusteemme (229 MEUR) kanssa, mutta Smilen noin 110 MEUR:n liikevaihto-ohjeistus on vaisu (2018e: 134 MEUR). Käsitksemme mukaan Restamax ei halunnut tarkentaa Smilen ohjeistusta listautumisprosessista johtuen ja Smilen johto kommentoi varsin suoraan, että liikevaihto-ohjeistusta tullaan tarkistamaan ylös myöhemmin. Näin ollen emme anna Smilen ohjeistukselle oleellista arvoa.

Liikevaihdon osalta emme ole tehneet oleellisia muutoksia ennusteisiimme. Odotamme konsernilta voimakasta kasvua 2018 ja 2019 johtuen isoista yrityskaupoista sekä Smilen vahvasta orgaanisesta kasvusta. 2019 liikevaihdon ennustelaskun taustalla on yhtiön kommentit heikosti kannattavien ravintoloiden sulkemisista.

Suosittelimme sijoittajia seuraavaan Restamaxissa liikevoiton kehitystä, sillä näkemyksemme mukaan liikevoitto tulee olemaan osakkeen keskeinen ajuri seuraavan 18kk aikana. Yhtiön on

pakko parantaa suhteellista kannattavuuttaan ja todistaa markkinoille, että viime vuosien voimakas kasvu on ollut kannattavaa. Olemme laskeneet kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme 7 %:lla 19,1 MEUR:oon ja ensi vuoden osalta 9 %:lla 27,7 MEUR:oon. Ennustelaskun taustalla on etenkin Smile, jonka kannattavuusennusteita olemme ottaneet alas läpi H1 jatkuneen odotettua vaisumman kannattavuuskehityksen johdosta. Haluamme Smilen ennusteisiimme aiempaa enemmän turvamarginaalia, sillä yhtiöllä on historiassa ollut haasteita tehdä tulosta myös käyttökateen alapuolella.

Ravintolat puolella odotamme edelleen voimakasta tuloskasvua Royalin ja sen tuomien synergiaetujen myötä. Ennustelaskuista huolimatta odotamme konsernilta edelleen selkeää tasokorjausta tulokseen 2018-2019 aikana. Näemme edelleen, että Restamaxilla on nykyrakenteella potentiaalia saavuttaa noin 1,0 euron osakekohtainen tulos ja 2020 ennusteemme on lähellä tätä tasoa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	349	344	-2 %	422	412	-2 %	444	433	-2 %
Käyttökate	38,3	37,2	-3 %	50,3	47,6	-5 %	52,4	50,9	-3 %
Liikevoitto	20,5	19,1	-7 %	30,4	27,7	-9 %	33,1	31,7	-4 %
Tulos ennen veroja	21,4	16,7	-22 %	26,8	24,0	-10 %	29,4	27,8	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,76	0,60	-22 %	0,91	0,81	-11 %	0,99	0,94	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	228,0	222,9	-2 %	267,0	257,6	-4 %	275,0	265,4	-4 %
Henkilöstövuokraus	134,0	134,1	0 %	172,0	170,9	-1 %	189,0	188,0	-1 %
Eliminoinnit	-12,2	-13,3	9 %	-17,0	-17,0	0 %	-20,0	-20,0	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	12,5	12,7	1 %	19,6	18,1	-7 %	21,1	21,1	0 %
Henkilöstövuokraus	8,0	6,5	-19 %	10,8	9,6	-11 %	12,0	10,5	-12 %

Lähde: Inderes

Aika seurata kehitystä hetki sivusta

Arvostus painunut neutraaliksi

Päivitetyillä ennusteillamme Restamaxin arvostustaso alkaa olla haastava. Kuluvan vuoden numerot eivät sisällä Royalia täysimääräisesti ja näin ollen niiden informaatioarvo on rajallinen. Ensi vuonna synergioiden pitäisi näkyä täysimääräisesti ja tuloksen pitäisi olla lähellä nykyisen Restamaxin potentiaalia. Näin ollen sijoittajien tulisivat kääntää katseensa ensi vuoden numeroihin. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan etenkin P/E-kertoimia, sillä ne huomioivat Restamaxin merkittävät vähemmistöt molemmissa segmenteissä, sekä tulosparannuksen realisoitumisen alimmalle riville asti. 2018 P/E-kerroin on korkea 20x (sisältää SuperPark myyntivoiton) ja ensi vuoden P/E laskee neutraalille 15x tasolle kovan tuloskasvun myötä. Myös osinkotuotto on kurssirallin seurauksena painunut pörssin mediaanin tasolle hieman yli 3 %:iin, eikä se tarjoa osakkeelle enää oleellista tukea.

Vaikka emme anna juurikaan painoa kansainväliselle verrokkiryhmälle Restamax-analyyssissämme, on syytä huomauttaa, että ensimmäistä kertaa yhtiön historiassa arvostusero suhteessa kansainväliseen verrokkiryhmään on tulos pohjaisesti hyvin ohut. Myös tämä tukee näkemystämme varsin haastavasta lyhyen tähtäimen arvostuksesta.

Näkemyksemme mukaan nykykurssi hinnoitteleeekin jo varsin pitkälti synergioiden täysimääräistä realisoitumista ja Smilen täyttää arvoa. Nykyinen arvostustaso ei kurssinousun ja ennustelaskun jälkeen kestä enää pettymyksiä ja vaikka olemmekin luottavaisia yhtiön ensi vuoden tulosparannukseen, liittyy siihen kuitenkin sekä sisäisiä, että ulkoisia riskejä. Myöskään Smilen tuleva listaus ei enää tule toimimaan osakkeelle positiivisena ajurina, sillä Smile on mielestämme jo

täysimääräisesti hinnoiteltu nykykurssilla. Näin ollen tuotto-/riskisuhde onkin painunut lyhyellä aikavälillä neutraaliksi ja jäämme toistaiseksi seuraamaan yhtiön tarinaa sivusta.

Pidemmällä aikavälillä pidämme Restamaxin yritysostovetoista tarinaa edelleen hyvin kiinnostavana, mutta nykyistä korkeampi tavoitehintaa vaatisi käytännössä 1) korkeampia tulosennusteita (syngiat odotettua suuremmat ja vanhan Restamaxin kannattavuusparannus) ja/tai riskiprofiilin laskua (tulosparannus realisoituu).

Smilen listaus tulee tapahtumaan

Smilen listauksen osalta johto tyytyi toteamaan, että asia on edelleen työnalla. Arviomme mukaan Smile listataan vielä H2 aikana ja emme yllättyisi, mikäli virallinen ilmoitus asiasta annettaisiin varsin pian. Olemme pitäneet arviomme Smilen arvosta ennallaan 105 MEUR:ssa. Pidämme Smilen irtautumista Restamaxin omistajien kannalta positiivisena, sillä 1) se selkeyttää konsernin liiketoimintarakennetta 2) painaa käyttö pääoman jälleen raskaasti negatiiviseksi 3) henkilöstövuokrausmarkkinan tulikuuma tilanne on optimaalinen listautumisen kannalta 4) keventää Restamaxin velkataakkaa.

Smilen irtautuessa Restamaxin oma pääoma kasvaa merkittävästi ja laskelmiemme mukaan yhtiö tulee kirjaamaan noin 50 MEUR:n positiivisen kertaerän. Tämä yhdessä listautumisen yhteydessä laskevan velkataakan kanssa parantaa Restamaxin tasetta oleellisesti ja antaa sille liikkumavaraa jatkaa epäorganista kasvua Ravintolat-segmentissä. Korostamme kuitenkin, että nykyisellä osakekurssilla Smile on ennustamallamme arvolla jo täysin Restamaxin hinnassa.

Yhtiö	Osakekurssi		Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	Markkina-arvo		2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Restamax	12,05	236	284	12,9	9,8	7,4	5,8	0,8	0,7	18,8	14,1	3,0	3,4	3,7
Jack in the Box	86,22	2122	2938	16,5	16,2	12,8	12,6	3,9	4,4	22,6	18,4	1,9	2,1	
Cheesecake Factory	50,44	2001	2005	16,8	15,6	9,9	9,3	1,0	0,9	20,7	18,4	2,4	2,7	3,8
Restaurant Group	267,00	598	623	10,0	9,4	6,0	5,7	0,8	0,8	12,3	11,5	6,2	6,2	2,2
J D Wetherspoon	1218,00	1443	2283	15,3	14,7	9,7	9,3	1,2	1,2	16,1	15,8	1,0	1,0	5,4
Darden Restaurants	110,89	11858	12533	18,7	17,4	13,3	12,5	1,8	1,7	23,2	20,1	2,3	2,7	7,5
BJ's Restaurants	62,50	1124	1237	26,9	24,4	11,5	10,8	1,3	1,2	29,4	26,7	0,7	0,7	4,6
Ibersol SGPS	9,54	344	433	14,3	13,8	7,7	7,3	1,1	1,1	15,1	15,0	1,0	1,1	1,6
Sherherd Neame	1080,00	180	268			10,1	10,2	1,5	1,5	17,0	16,8	2,8	3,0	
Ruth's Hospitality Group	28,80	771	807	18,0	17,0	13,4	12,7	2,0	1,9	21,2	19,7	1,5	1,5	
Chipotle Mexican Grill	475,25	11438	10941	36,7	27,9	23,4	19,4	2,6	2,4	55,5	39,8			9,7
Red Robin Gourmet Burgers	37,65	423	611	19,9	17,2	5,4	5,3	0,5	0,5	18,9	15,9			1,2
Mitchells & Butlers	250,40	1200	3152	9,3	9,3	6,7	6,6	1,3	1,3	7,5	7,1	0,6	0,6	0,6
Texas Roadhouse	64,58	3995	3872	21,9	19,2	14,7	13,0	1,8	1,7	27,6	24,1	1,5	1,7	4,9
Del Frisco's Restaurant Group	9,50	168	207	16,5	9,2	6,6	5,0	0,6	0,5	24,4	10,7			
Berjaya Food	1,48	120	172	17,7	12,5	9,5	7,7	1,3	1,2	23,5	19,5	2,4	3,2	1,4
Bloomin' Brands	18,43	1476	2406	14,9	14,0	7,0	6,8	0,7	0,7	12,8	12,2	1,9	2,1	18,5
Kotipizza	15,55	99	105	15,6	14,4	13,2	11,7	1,3	1,1	19,4	16,8	3,9	4,5	3,1
Restamax (Inderes)	12,00	227	354	18,5	12,5	9,5	7,3	1,0	0,8	20,1	14,9	3,2	3,5	4,5
Keskisarvo				17,8	15,4	10,4	9,5	1,4	1,4	21,4	17,9	2,2	2,4	4,9
Mediaani				16,5	14,7	9,8	9,3	1,3	1,2	20,1	16,8	1,9	2,1	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				12 %	-15 %	-3 %	-22 %	-18 %	-27 %	0 %	-12 %	63 %	66 %	19 %

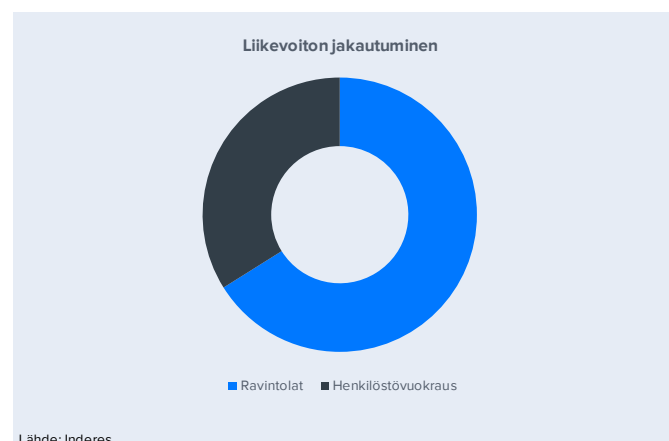
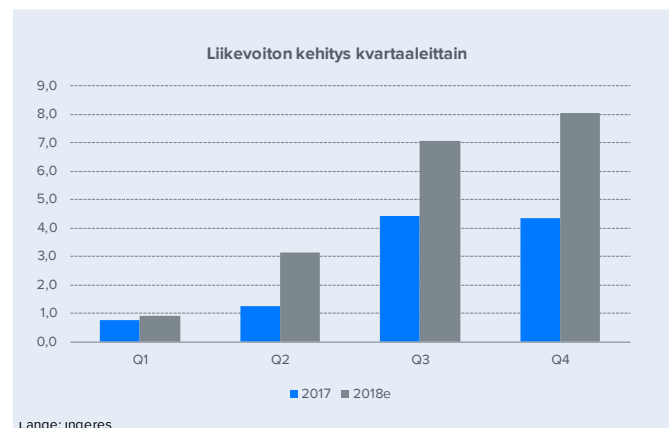
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	130,0	32,0	43,6	55,9	54,4	185,9	49,4	73,0	112,6	108,7	343,7	411,6	433,4
<i>Ravintolat</i>	<i>107,5</i>	<i>25,6</i>	<i>29,0</i>	<i>33,2</i>	<i>34,4</i>	<i>122,2</i>	<i>30,9</i>	<i>45,0</i>	<i>73,2</i>	<i>73,9</i>	<i>222,9</i>	<i>257,6</i>	<i>265,4</i>
<i>Henkilöstövuokraus</i>	<i>34,1</i>	<i>8,7</i>	<i>17,4</i>	<i>26,1</i>	<i>23,4</i>	<i>75,6</i>	<i>20,9</i>	<i>32,1</i>	<i>43,0</i>	<i>38,0</i>	<i>134,1</i>	<i>170,9</i>	<i>188,0</i>
<i>Eliminoinnit</i>	<i>-11,6</i>	<i>-2,3</i>	<i>-2,9</i>	<i>-3,4</i>	<i>-3,4</i>	<i>-11,9</i>	<i>-2,4</i>	<i>-4,1</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,2</i>	<i>-13,3</i>	<i>-17,0</i>	<i>-20,0</i>
Käyttökate	19,4	3,3	3,9	7,5	7,8	22,4	4,3	7,6	12,2	13,1	37,2	47,6	50,9
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	<i>-10,4</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>-3,0</i>	<i>-3,4</i>	<i>-11,6</i>	<i>-3,4</i>	<i>-4,4</i>	<i>-5,1</i>	<i>-5,1</i>	<i>-18,0</i>	<i>-19,9</i>	<i>-19,3</i>
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,1	7,1	8,0	19,1	27,7	31,7
Liikevoitto	9,0	0,7	1,3	4,4	4,3	10,8	0,9	3,1	7,1	8,0	19,1	27,7	31,7
<i>Ravintolat</i>	<i>7,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>2,6</i>	<i>3,5</i>	<i>6,9</i>	<i>0,1</i>	<i>2,1</i>	<i>4,3</i>	<i>6,1</i>	<i>12,7</i>	<i>18,1</i>	<i>21,1</i>
<i>Henkilöstövuokraus</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>1,8</i>	<i>0,8</i>	<i>3,8</i>	<i>0,8</i>	<i>1,0</i>	<i>2,8</i>	<i>1,9</i>	<i>6,5</i>	<i>9,6</i>	<i>10,5</i>
<i>Nettorahoituskulut</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,3</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,9</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>-2,5</i>	<i>-3,7</i>	<i>-3,9</i>
Tulos ennen veroja	7,9	0,6	0,9	4,0	2,5	8,0	0,8	2,4	6,3	7,2	16,7	24,0	27,8
<i>Verot</i>	<i>-2,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,1</i>	<i>-2,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,8</i>	<i>-4,0</i>	<i>-5,8</i>	<i>-6,7</i>
<i>Vähemmistöosuudet</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-3,0</i>	<i>-3,4</i>
Nettotulos	5,6	0,5	0,4	2,5	1,5	4,9	0,4	2,0	4,1	4,7	11,3	15,3	17,8
EPS (oikaistu)	0,34	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,02	0,11	0,22	0,25	0,60	0,81	0,94
EPS (raportoitu)	0,39	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,12	0,25	0,28	0,68	0,81	0,94

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	14,4 %	17,5 %	36,3 %	53,1 %	58,6 %	43,0 %	54,5 %	67,6 %	101,3 %	99,8 %	84,9 %	19,8 %	5,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	23,9 %	265,7 %	-14,9 %	16,4 %	23,1 %	19,6 %	22,0 %	148,7 %	60,1 %	85,2 %	77,9 %	44,8 %	14,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,9 %	10,2 %	9,0 %	13,3 %	14,3 %	12,1 %	8,7 %	10,4 %	10,8 %	12,1 %	10,8 %	11,6 %	11,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,9 %	2,3 %	2,9 %	7,9 %	8,0 %	5,8 %	1,8 %	4,3 %	6,3 %	7,4 %	5,6 %	6,7 %	7,3 %
<i>Nettotuloks-%</i>	4,3 %	1,6 %	0,9 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %	0,9 %	2,8 %	3,6 %	4,4 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %

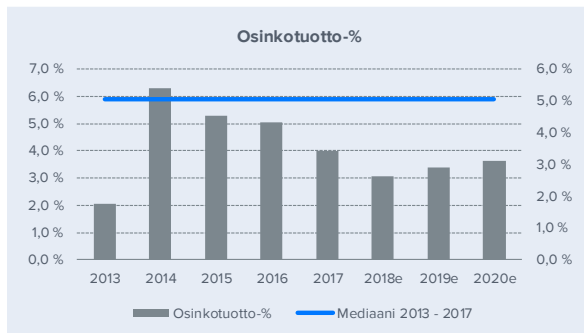
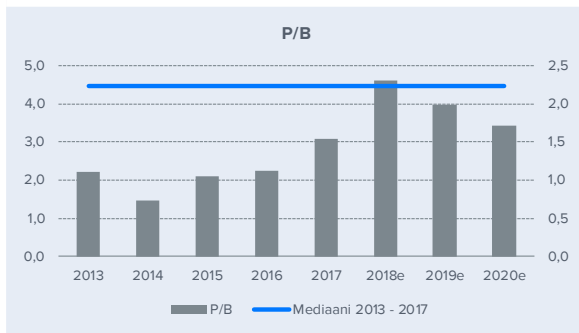
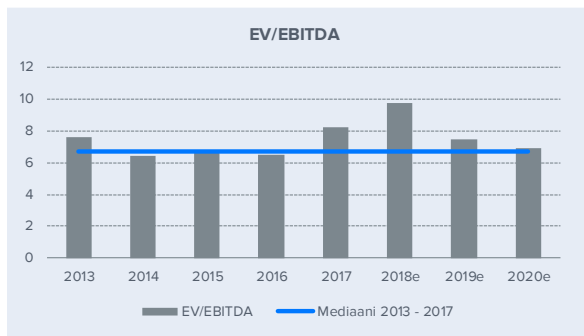
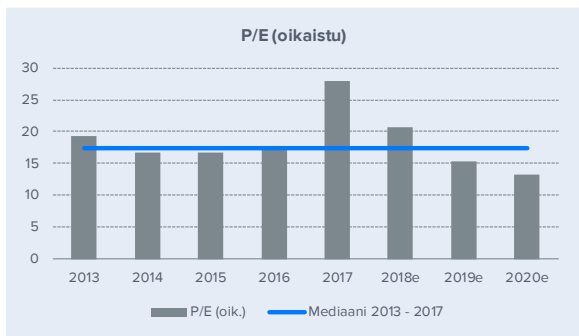
Lähde: Inderes



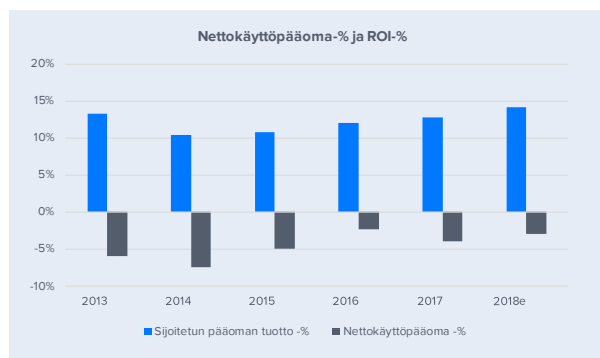
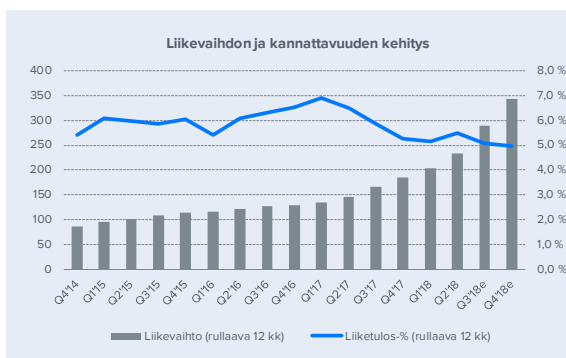
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,38	3,50	5,10	5,95	8,30	12,40	12,40	12,40
Markkina-arvo	62	57	84	97	138	234	234	234
Yritysarvo (EV)	69	77	110	126	184	361	354	354
P/E (oik.)	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	20,8	15,4	13,2
P/E	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	20,8	15,4	13,2
P/Kassavirta	-5,4	-2,8	-22,8	81,0	-20,7	-4,8	12,5	16,7
P/B	2,2	1,5	2,1	2,3	3,1	4,6	4,0	3,4
P/S	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,6	6,4	6,7	6,5	8,2	9,7	7,4	6,9
EV/EBIT	17,1	14,6	15,2	14,0	17,1	18,9	12,8	11,2
Osinko/tulos (%)	39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	63,6 %	52,0 %	47,8 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,1 %	3,4 %	3,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rollaava 12 kk)

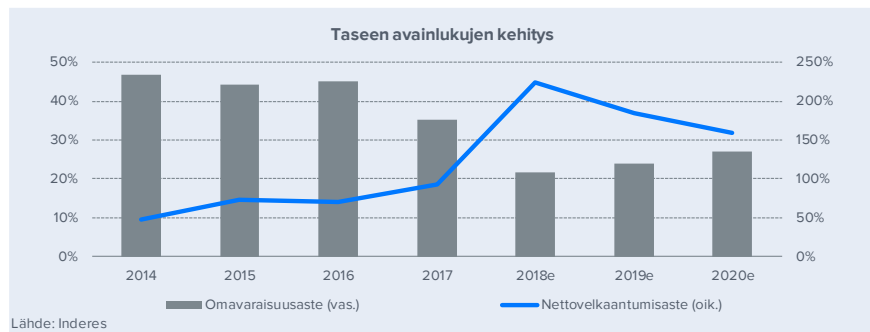


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	76	79	104	187	185
Liikearvo	34	38	47	117	117
Aineettomat oikeudet	10	10	19	25	24
Käyttöomaisuus	29	29	32	43	42
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	3	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	14	18	29	57	70
Varastot	2	2	3	5	6
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	14	24	45	56
Likvidit varat	2	2	3	7	8
Taseen loppusumma	91	98	133	243	255

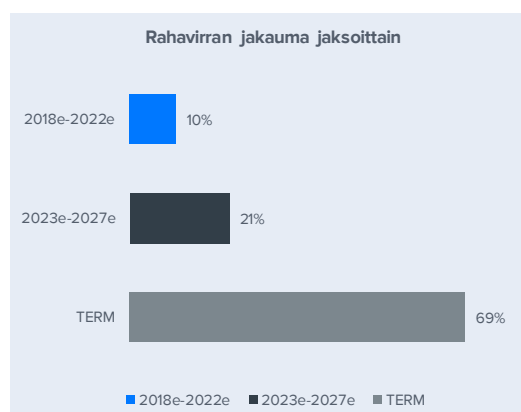
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	40	43	45	51	59
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	6	7	4	10	18
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	37	41	41	41
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	2	2
Pitkäaikaiset velat	24	26	40	99	96
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	22	24	35	93	90
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	27	28	46	92	98
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	12	32	30
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	19	34	60	68
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	91	98	133	243	255



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	10,8	19,1	27,7	31,7	31,4	30,5	31,1	29,3	29,9	27,9	28,4	
+ Kokonaispoistot	11,6	18,0	19,9	19,3	18,9	18,6	19,0	19,6	20,0	20,2	20,4	
- Maksetut verot	-1,8	-4,0	-5,8	-6,7	-6,5	-6,3	-6,5	-6,2	-6,3	-5,9	-6,1	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	2,9	-4,1	-8,3	-9,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	24,3	35,5	36,8	35,0	33,5	41,4	42,4	41,6	42,4	41,2	41,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-33,7	-104,0	-18,0	-21,0	-18,0	-20,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-20,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	-68,5	18,8	14,0	15,5	21,4	21,4	20,6	21,4	20,2	20,9	
+/- Muut	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	-48,5	18,8	14,0	15,5	21,4	21,4	20,6	21,4	20,2	20,9	4011
Diskontattu vapaa kassavirta		-27,2	17,1	12,0	12,4	16,1	15,0	13,5	13,2	11,7	11,3	216,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	291,3	338,5	321,4	309,4	297,0	281,0	265,9	252,4	239,2	227,6	216,3	
Velaton arvo DCF	291,3											
- Korolliset velat		-46,3										
+ Rahavarat		2,6										
- Vähemmistöosuus		-8,6										
- Osinko/pääomapalautus		-5,5										
Oman pääoman arvo DCF	233,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	12,36											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	130,0	185,9	343,7	411,6
EBITDA	16,5	19,4	22,4	37,2	47,6
EBITDA-marginaali (%)	14,6	14,9	12,1	10,8	11,6
EBIT	7,3	9,0	10,8	19,1	27,7
Voitto ennen veroja	6,0	7,9	8,0	16,7	24,0
Nettovoitto	5,0	5,6	4,9	11,3	15,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	90,6	97,7	133,1	243,4	254,8
Oma pääoma	40,1	44,0	46,9	52,7	60,8
Liikearvo	34,2	37,9	47,0	117,0	117,0
Korolliset velat	31,4	32,6	46,3	125,0	120,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	16,5	19,4	22,4	37,2	47,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-2,5	4,3	2,9	-4,1
Operatiivinen kassavirta	13,7	14,9	24,3	35,5	36,8
Vapaa kassavirta	-3,7	1,2	-6,7	-48,5	18,8

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,31	0,34	0,30	0,60	0,81
EPS oikaistu	0,31	0,34	0,30	0,60	0,81
Operat. kassavirta per osake	0,84	0,91	1,46	1,88	1,95
Tasearvo per osake	2,42	2,64	2,70	2,69	3,11
Osinko per osake	0,27	0,30	0,33	0,38	0,42
Voitonjako, %	88	88	111	64	52
Osinkotuotto, %	5,3	5,0	4,0	3,2	3,6

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	16,6	17,4	27,9	19,6	14,5
P/B	2,1	2,3	3,1	4,4	3,8
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
P/CF	6,1	6,5	5,7	6,2	6,0
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8
EV/EBITDA	6,7	6,5	8,2	9,3	7,2
EV/EBIT	15,2	14,0	17,1	18,2	12,3

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/12/2014	Osta	4,50 €	3,80 €
20/02/2015	Osta	5,00 €	4,20 €
11/05/2015	Osta	5,20 €	4,30 €
10/08/2015	Lisää	5,00 €	4,30 €
06/11/2015	Osta	5,50 €	4,35 €
22/12/2015	Lisää	5,50 €	5,10 €
23/02/2016	Osta	5,80 €	4,92 €
10/05/2016	Lisää	5,80 €	5,19 €
09/08/2016	Lisää	6,00 €	5,38 €
08/11/2016	Lisää	6,50 €	5,93 €
21/02/2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
23/03/2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
06/04/2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10/05/2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
05/07/2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
09/08/2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22/09/2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
07/11/2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21/02/2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26/03/2018	Osta	10,00 €	8,48 €
13/04/2018	Osta	12,00 €	9,85 €
11/05/2018	Lisää	12,00 €	11,05 €
08/06/2018	Lisää	12,00 €	11,00 €
08/08/2018	Vähennä	12,00 €	12,00 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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