

## Smilen arvo tulee vihdoon esiin

Tarkistamme Restamaxin tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 8,8 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Ennustemme ovat nousseet viimeisten yrityskauppojen myötä ja yhtiön kasvu tulee säilymään erittäin ripeänä. Pidämme Smilen listautumista erittäin todennäköisenä ja näkemyksemme mukaan nykykurssi ei heijastele Smilen täyttä arvoa. Näemmekin osakkeessa selkeää nousuvaraa 12kk aikajänteellä.

### Kaksi merkittävää yrityskauppaa viime viikolla

Yhtiö laajensi Ravintolat-liiketoimintaa Tanskaan (2018 liikevaihtotaso noin 20 MEUR) ja Smile osti ulkomaisen työvoimantuontiin erikoistuneen Adicion (2018 liikevaihtotaso noin 8 MEUR). Molemmat järjestelyt ovat mielestämme onnistuneita ja niiden myötä ennustemme ovat kohonneet selvästi. Suhtaudumme myös Restamaxin kansainvälistymiseen nyt aiempaa positiivisemmin, sillä Tanskan yritysosto tarjoaa yhtiölle matalariskisen keinon laajentua uudelle kiinnostavalle markkinalle. Päivitettyjen ennusteidemme valossa odotamme yhtiöltä ripeää liikevaihdon kasvua lähivuosilta. Myös EPS:ssä pitäisi tapahtua selkeä tasokorjaus, kun suhteellinen poistotaso laskee ja kannattavuus paranee hieman molemmissa segmenteissä.

### Arviomme Smilen velattomasta arvosta on 105 MEUR

Tanskan laajentumisen jälkeen on mielestämme aiempaa todennäköisempää, että Restamax tulee ainakin osittain irtautumaan Smilestä. Perustelemme näkemystämme sillä, että Restamaxilla on Ravintolat-segmentissä nyt selkeä kohde mihin se voi investoida merkittäviä määriä pääomaa (Tanska). Yhtiö selvittää Smilen mahdollista listautumista ja arviomme mukaan Smile tullaan listaamaan pörssiin vielä 2018 aikana, mikäli IPO-markkina vain kestää. Olemme tarkistaneet Adicion kaupan myötä arviotamme Smilen arvosta 105 MEUR:oon (aik.. 95 MEUR). Arviollamme Smilen kertoimet ovat 2018 ennusteilla EV/EBITDA 8,6x ja EV/S 0,9x. Kertoimet ovat linjassa laajan verrokkiryhmämme kanssa ja sitä tukee kassavitalaselämä. Restamaxin osuus Smilen arvosta on arviollamme 82 MEUR. Alustavien laskelmiemme mukaan Restamax tulisi tekemään noin 50 MEUR:n ylöskirjauksen Smilen osakkeissa yhtiön listautuessa arvioimallamme valuaatiolla.

### Listautuminen nostaa Smilen arvon esiin, osake on aliarvostettu

Näkemyksemme mukaan Restamaxin nykykurssi ei heijastele Smilen arvoa täysimääräisesti. Mikäli Smilen irtautuminen toteutuisi olettamallamme 105 MEUR:lla jäisi Restamaxin Ravintolat-segmentin velattomaksi arvoksi noin 110 MEUR. Yksinkertaisuuden vuoksi laskelmamme ei huomioi yhtiön omistusta Superparkissa (taseessa 3 MEUR) tai pääkonttorin kiinteistöä (arviolta 3 MEUR). Tällä noin 110 MEUR:n arvolla Ravintolat-segmentin EV/EBITDA kerroin on vuoden 2018 kertoimilla 5x ja P/E-kerroin 12x. Kertoimet ovat alhaisia ja näkemyksemme mukaan Ravintolat-segmentin hyväksyttävät kertoimet ovat selvästi tätä korkeammat. Pidämmekin todennäköisenä, että mikäli Smile listautuu, tulee sillä olemaan selkeä positiivinen vaikutus Restamaxin kurssiin, kun Smilen arvo tulee näkyviin yhtiön taseeseen. Smilen todennäköinen listautuminen onkin tärkeimpiä ajureita suositusnostomme taustalla. 10,0 euron tavoitehinnallamme Ravintolat-segmentin EV/EBITDA ja P/E-kertoimet ovat 6x ja 15x jotka ovat edelleen varsin alhaisia, varsinkin jos ennustamamme EPS-parannus alkaa realisoitua ja Smilen listaus toteutuu.

#### 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	265	17,4	6,6 %	15,8	0,59	0,38	0,8	6,0	11,5	14,3	4,5 %
2019e	298	22,6	7,6 %	20,7	0,75	0,42	0,7	5,3	8,8	11,3	5,0 %
2020e	327	26,9	8,2 %	24,6	0,90	0,45	0,6	4,9	7,5	9,4	5,3 %
Markkina-arvo, MEUR			141	OPO / osake 2018e, EUR			2,97	CAGR EPS, 2017-2020, %			45 %
Nettovelka 2018e, MEUR			57	P/B 2018e			2,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			21 %
Yritysarvo (EV), MEUR			200	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			111,0 %	ROE 2018e, %			20,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			164	Omavaraisuusaste 2018e, %			31,2 %	ROCE 2018e, %			16,9 %

## Analytikko

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



## Suositus

**Osta**



Edellinen: Lisää

**Tavoitehintaa 10,00 EUR**

Edellinen: 8,80



Lähde: Reuters

**Eiilisen päätös 8,48 EUR**

**12 kk vaihteluväli 6,44-9,16 EUR**

**Potentiaali 17,9 %**

## Ohjeistus

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

**Ohjeistusmuutos: Noussut**

## Yhtiössä tapahtuu paljon

### Tanskaan mennään turvallista reittiä

Restamax kertoi perjantaina laajentavansa Tanskaan. Restamaxin tanskalainen tytäryhtiö Restamax Operations Denmark ostaa yli 90 prosenttia suosituista tanskalaisista Cock's & Cows- sekä The Bird -yhtiöistä, jotka operoivat tällä hetkellä Kööpenhaminassa yhteensä 11 ravintolaa ja baaria. Restamax omistaa Restamax Operations Denmarkista 75 % ja vähemmistöomistajia ovat Cock's & Cowsin ja The Birdin perustajat Lasse Wiwe ja Daniel Knuttel.

Ostettavien yhtiöiden liikevaihto oli vuonna 2017 9 MEUR ja käyttökate 0,8 MEUR. Yhtiö on avannut useita kohteita 2017 ja 2018 aikana ja näiden myötä 2018 liikevaihto tulee nousemaan arviolta 20 MEUR:oon ja käyttökate noin 2 MEUR:oon. Käsityksemme mukaan myös 2018 kannattavuus pitää sisällään uusien yksiköiden avaamiseen liittyviä kuluja ja ostettujen yhtiöiden normalisoitu kannattavuus pitäisi olla lähellä Restamaxin Suomen ravintolatoimintoja. Kauppahinta on 22 MEUR (Restamaxin osuus 16 MEUR), josta noin 13 MEUR maksetaan nyt ja loput elokuussa 2018 ja helmikuussa 2020 riippuen kohteiden operatiivisesta kehityksestä.

Kauppahinta vaikuttaa alustavasti korkealta ja 2018 ennusteilla EV/EBITDA on 11x. Vaikka normalisoitu kannattavuustaso olisikin 2018 tasoa korkeampi, laskisi kerroin tästä huolimatta parhaimmillaankin neutraaliksi. Strategisesti kauppa on mielestämme kuitenkin erittäin hyvä. Nyt ostetut kohteet tarjoavat Restamaxille turvallisen tavan laajentua Tanskan markkinoille, sillä niiden konseptit ovat jo todistaneet toimivuutensa ja tarjoavat selkeää laajentamispotentiaalia. Lisäksi Restamax Operations Denmarkin vähemmistöomistajat tarjoavat yhtiölle kriittistä paikallismarkkinatuntemusta ja helpottavat toiminnan laajentamista. Näin ollen yhtiön riski Tanskan avauksen kanssa onkin käytännössä se, että se maksoi kohteesta jonkin verran liikaa. Tämä on sijoittajan kannalta huomattavasti riskittömämpi vaihtoehto verrattuna omaan uusperustantaan ilman kumppaneita.

Näemme nyt tehdyn avauksen eräänlaisena alustana Tanskan laajentumiselle. Yhtiön mukaan sillä on putkessa useita kohteita Tanskassa ja yhtiön tavoitteena on saavuttaa merkittävä markkina-asema Tanskassa. Nyt toteutettujen ostojen onnistuminen riippuu pitkälti siitä, että miten yhtiö onnistuu kasvattamaan markkina-asemaansa Tanskassa. Nyt ostetut kohteet tarjoavat Restamaxille Tanskassa kriittistä massaa ja uskomme, että uusien ostokohteiden integraatio on jatkossa suhteellisen helppoa.

Kokonaisuutena suhtaudumme aiempaa positiivisemmin yhtiön kansainvälistymiseen. Tanska on mielestämme markkinana hyvä valinta ja nyt valittu vähäriskinen reitti (kumppanit ja toimivat konseptit) ovat sijoittajan kannalta fiksu valinta. Näemme Tanskan markkinassa yhtiölle merkittävää potentiaalia ja uskomme yhtiön laajentavan siellä aggressiivisesti. Tanskan markkina on poikkeuksellisen fragmentoitunut, ja suurin yksittäinen toimija on käsityksemme mukaan noin 50 MEUR liikevaihtoluokassa. Näin ollen Restamaxilla onkin hyvä mahdollisuus kasvaa yhdeksi Tanskan suurimmista ravintolayhtiöistä vielä kuluvan vuosikymmenen puolella.

### Smilen irtaantuminen entistä todennäköisempää

Tanskan laajentumisen jälkeen on mielestämme aiempaa todennäköisempää, että Restamax tulee ainakin osittain irtautumaan Smilestä. Perustelemme näkemystämme sillä, että Restamaxilla on Ravintolat-segmentissä nyt selkeä kohde mihin se voi investoida merkittäviä määriä pääomaa (Tanska). Yhtiö selvittää (tiedote 13.3.2018) Smilen mahdollista listautumista ja arviomme mukaan Smile listataan pörssiin vielä 2018 aikana, mikäli IPO-markkina vain kestää. Arviomme mukaan yhtiö tulee todennäköisesti jäämään Smileen merkittäväksi omistajaksi, mutta omistusosuus laskee nykyisestä noin 78 %:sta todennäköisesti alle 50 %:iin. Tässä skenaariossa Smilestä tulisi Restamaxin osakkuusyhtiö ja Restamax kirjaisi jatkossa osuuden Smilen tuloksesta osakkuusyhtiöt riville. Samalla Smile näkyisi taseessa jatkossa vain yhdellä rivillä osakkuusyhtiönä ja sen arvo tulisi aiempaa selkeämmin näkyviin osana Restamaxia, sillä käypä arvo olisi saatavilla pörssistä päivittäin.

Smile toteutti jälleen viimeviikolla kohtalaisen kokaisen yrityskaupan ostamalla Adicion (2017 liikevaihto noin 9 MEUR). Näemme Adicion kaupan Smilen kannalta erinomaisena, sillä 1) sen arvostustaso on erittäin matala (EV/EBIT 4,4x) ja 2) sillä on selkeä strateginen arvo, kun Smile pääsee sen kautta käsiksi ulkomaiseen työvoimaan. Olemme tarkistaneet Adicion kaupan myötä arviotamme Smilen arvosta 105 MEUR:oon (aik.. 95 MEUR). Arviollamme Smilen kertoimet ovat 2018 ennusteilla EV/EBITDA 8,6x ja EV/S 0,9x. Kertoimet ovat linjassa laajan verrokkiryhmämme kanssa.

Restamaxin osuus Smilen arvosta on arviollamme 82 MEUR. Alustavien laskelmiemme mukaan Restamax tulisi tekemään noin 50 MEUR:n ylöskirjauksen Smilen osakkeissa yhtiön listautuessa arvioimallamme valuaatiolla. Tämä tarkoittaa noin kolmen euron kasvua osakekohtaiseen omaan pääomaan ja käytännössä Restamaxin oma pääoma tuplaantuisi järjestelyn seurauksena. Oman pääoman raju kasvu nostaa Restamaxin velkakapasiteettia selvästi. Lisäksi Restamaxin käyttöpääoma olisi jälleen erittäin voimakkaasti negatiivinen johtuen Ravintolat-segmentin isoista ostoveloista. Myös tämä tukisi omalta osaltaan yhtiön kykyä kiihdyttää kasvua Ravintolat-segmentissä. Käsittelemme Smilen irtaantumisen vaikutusta Restamaxin arvoon sivulla 4.

## Ennusteet nousseet yrityskauppojen myötä

### Yhtiön ohjeistus vanheni reilussa kuukaudessa

Olemme lisänneet ennusteisiimme Adicion ja Tanskan laajentumisen. 2018 osalta liikevaihto- ja käyttökate -ennusteemme ovat nousseet 9 %:lla 265 ja 33,3 MEUR:oon. Liikevoitto ja EPS-ennusteemme ovat nousseet noin 5 %:lla johtuen kasvaneesta poistotasosta, joka hautaa osan käyttökateen kasvusta alleen. Olemme myös hieman laskeneet ennusteitamme Smilen alkuvuoden osalta johtuen meneillään olevista yritysostojen integraatiosta. Tästä huolimatta odotamme EPS:n lähes kaksinkertaistuvan edellisvuodesta 0,59 euroon, kun käyttökate valuu aiempaa paremmin viivan alle suhteellisen poistotason laskiessa ja Ravintolat-segmentin kannattavuus normalisoituu odotuksia vaisumman 2017 jälkeen (heikko kesä). Ennusteemme ei huomioi Smilen todennäköistä irtaantumista ja sen tuomaa positiivista tulosvaikutusta.

Päivitettyjen ennusteiden valossa yhtiön ohjeistus on erittäin varovainen. Restamax antoi 2017 tuloksensa yhteydessä yllättävän tarkan ohjeistuksen kuluvalle vuodelle. Yhtiö odottaa Ravintolat-segmentiltä 140 MEUR:n liikevaihtoa ja Smileltä 110 MEUR:n liikevaihtoa. Eliminoinnit huomioiden konsernin liikevaihto-ohjeistus on 240 MEUR (kasvu +30 %). Kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla molemmissa segmenteissä. Pidämmekin käytännössä varmana, että yhtiö tarkistaa ohjeistustaan ylös Q1-tuloksensa yhteydessä.

2019 ja 2020 osalta liikevaihtoennusteemme ovat nousseet 11 %:lla ja tulosennusteet hieman vähemmän. Käyttökatemarginaalin odotamme pysyvän vakaana ja emme näe siinä oleellista nousupotentiaalia nykyiseltä hyvältä tasolta. EPS paranee edelleen voimakkaasti, kun suhteellinen poistotaso laskee. Ennusteemme eivät huomioi uusia yritysostoja jotka ovat erittäin todennäköisiä.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	244	265	9 %	268	298	11 %	295	327	11 %
Käyttökate	30,6	33,3	9 %	34,5	37,8	9 %	38,7	41,4	7 %
Liikevoitto	16,6	17,4	5 %	20,9	22,6	8 %	25,8	26,9	4 %
Tulos ennen veroja	15,0	15,8	6 %	19,5	20,7	6 %	24,2	24,6	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,57	0,59	4 %	0,73	0,75	3 %	0,92	0,90	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	139,2	154,2	11 %	146,1	166,5	14 %	153,4	174,8	14 %
Henkilöstövuokraus	117,3	123,1	5 %	134,9	144,6	7 %	155,2	166,3	7 %
Eliminoinnit	-12,3	-12,3	0 %	-13,0	-13,0	0 %	-14,0	-14,0	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Ravintolat	9,6	10,0	4 %	11,4	12,8	12 %	13,0	14,6	12 %
Henkilöstövuokraus	7,0	7,4	7 %	9,5	9,8	3 %	12,8	12,3	-4 %

Lähde: Inderes

### Suhteellisen poistotason pitää laskea

Sijoittajien on ennusteissamme tärkeä huomioida, että yhtiön poistotaso on edelleen todella korkea (2018e: -16 MEUR) ja selvästi arvioimaamme ylläpitoinvestointien tasoa (~10 MEUR vuodessa) korkeampi. Taustalla ovat aineettomat poistot yrityskaupoista sekä nopea poistoaikataulu ravintoloissa. Poistoaikataulun osalta yhtiö poistaa ravintolat 4 vuodessa, kun ravintoloiden keskimääräinen käyttöikä on käsityksemme mukaan 6-8 vuotta. Näin ollen nykyinen EPS ei kuvasta yhtiön kassavirtapotentiaalia ja siten on tärkeä seurata EPS:n lisäksi EBITDA:n kehitystä. Samalla on kuitenkin hyvä huomioida, että ilman EPS-potentiaalin realisoitumista, ei osakkeessa ole nousuvaraa nykytasoilta.

Suhteellinen poistotaso jatkoi supistumistaan 2017 aikana ja arvomme mukaan taso jatkaa laskuaan, kun yhtiön kasvu ennusteissamme hidastuu. Näkemyksemme mukaan yhtiön normalisoitu EPS-taso on selvästi nykyistä korkeampi ja ennustamme edelleen lähivuosille selvää tasokorotusta EPS:ään. Ennusteissamme poistomassan supistumisen luoma EPS-vipu alkaa realisoitua kunnolla vuodesta 2018 alkaen. Yhtiö todennäköisesti jatkaa strategiansa mukaista aggressiivista yrityskauppavetoista kasvua ja tämä asettaa paineita EPS-ennusteisiimme. Samalla kuitenkin yhtiön liiketoiminnan volyyymi ja käyttökate jatkavat kasvuaan, mikä kasvattaa yhtiön tulevaisuuden tulospotentiaalia. Yhtiö on historiallisesti onnistunut yrityskauppavetoisessa laajentumisessaan hyvin (2006-2017 liikevaihto ja EBITDA CAGR-% 30 %) ja luottamuksemme onnistuneisiin yritysjärjestelyihin myös tulevaisuudessa on korkea. Yhtiön olisi kuitenkin tärkeä kyetä tekemään EPS:n selkeä tasokorjaus 2018 aikana, sillä epävarmuus EPS:n potentiaalin realisoitumiseen rajaa osakkeen nousuvaraa selvästi.

## Arvostuskertoimet

### Smilen arvo tulee esiin listauksessa

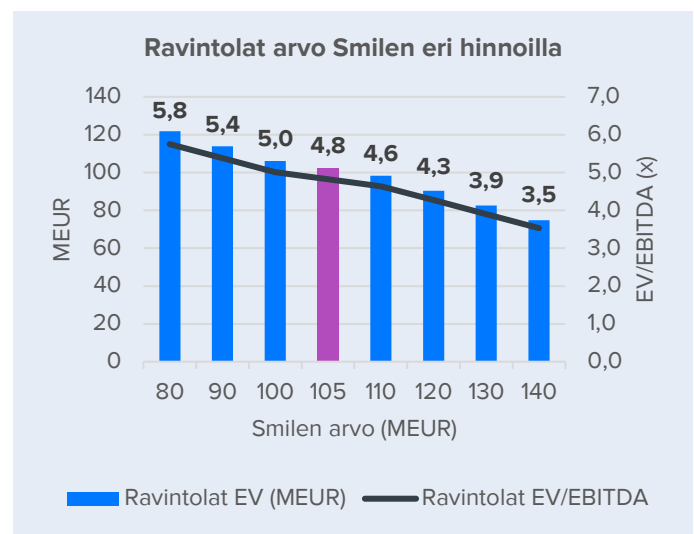
Näkemyksemme mukaan Restamaxin nykykurssi ei heijastele Smilen arvoa täysimääräisesti. Mikäli Smilen irtautuminen toteutuisi olettamallamme 105 MEUR:lla (sivu 2) jäisi Restamaxin Ravintolat-segmentin velattomaksi arvoksi noin 110 MEUR. Yksinkertaisuuden vuoksi laskelmamme ei huomioi yhtiön omistusta Superparkissa (taseessa 3 MEUR) tai pääkonttorin kiinteistöä (arviolta 3 MEUR). Tällä noin 110 MEUR:n arvolla Ravintolat-segmentin EV/EBITDA kerroin on vuoden 2018 kertoimilla 5x ja P/E-kerroin 12x. Kertoimet ovat erittäin alhaisia ja näkemyksemme mukaan Ravintolat-segmentin hyväksyttävät kertoimet ovat selvästi tätä korkeammat. Ravintolat-segmentin hyväksyttävän EV/EBITDA-tason hahmottamista vaikeuttaa heikko läpinäkyvyys yhtiön vähemmistöihin, mutta jo hyvin konservatiivisilla arvioilla voidaan Ravintolat-segmentin hyväksyttävänä EV/EBITDA-tasona pitää 6-7x.

Pidämmekin todennäköisenä, että mikäli Smile listautuu, tulee sillä olemaan selkeä positiivinen vaikutus Restamaxin kurssiin, kun Smilen arvo tulee näkyviin yhtiön taseeseen. Smilen todennäköinen listautuminen onkin tärkeimpiä ajureita suositusnostomme taustalla. 10,0 euron tavoitehinnallamme Ravintolat-segmentin EV/EBITDA ja P/E-kertoimet ovat 6x ja 15x jotka ovat edelleen varsin kohtuullisia, varsinkin jos ennustamamme EPS-parannus alkaa realisoitua.

### Tulosparannuksen pitää jatkua

Toteutuneella tuloksella osake on kallis (P/E 27x) ja vaikka tuloksesta oikaistaisi 2017 kertaluontoiset erät, olisi P/E edelleen korkeahko noin 20x. 2018 numeroilla osakkeen arvostus on P/E-kertoimella kohtuullinen 14x ja EV/EBITDA-kertoimella halpa 6x.

Myös arvostus heijastelee yhtiön keskeistä haastetta EPS-parannuksen realisoitumiseen liittyen. Korostamme, että ilman EPS-parannuksen realisoitumista ei osakkeessa ole nykytasolta juurikaan nousuvaraa operatiivisten numeroiden valossa. Hyvällä tasolla oleva yli 4 %:n kasvava osinkotuotto tarjoaa osakkeelle kuitenkin hyvää pohjatuottoa EPS-parannusta odotellessa. Pidämme osinkoon liittyvää riskiä suhteellisen rajallisena, sillä yhtiö kykenee heikommassakin tilanteessa säilyttämään vähintään nykyisen osinkonsa. Smilen irtautumisen myötä Restamaxin käyttöpääoma tulee jälleen olemaan erittäin voimakkaasti negatiivinen ja yhtiö kykenee rahoittamaan Ravintolat-segmentin kasvua käyttöpääomallaan. Tämä parantaa yhtiön osingonmaksukykyä ja Smilen listautumisen toteutuessa ovat osinkoennusteemme verrattain konservatiivisia.



Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Restamax	8,48	140	187	11,0	8,9	6,0	5,3	0,8	0,7	14,9	11,6	4,5	5,0	2,9
Jack in the Box	83,83	2004	2896	17,1	16,8	13,3	13,1	4,1	4,8	21,4	17,5	2,0	2,2	
Cheesecake Factory	47,24	1756	1754	14,4	13,9	8,8	8,5	0,9	0,9	17,3	16,1	2,6	2,9	3,7
Restaurant Group	251,60	579	607	9,4	8,9	5,6	5,4	0,8	0,7	11,9	11,3	6,2	6,3	2,2
J D Wetherspoon	1137,00	1373	2238	14,9	14,5	9,4	9,1	1,2	1,1	15,6	15,4	1,0	1,1	5,1
Darden Restaurants	84,25	8427	9099	14,5	13,5	10,3	9,7	1,4	1,3	17,6	15,6	3,0	3,3	5,3
BJ's Restaurants	43,35	720	837	22,4	21,1	8,8	8,4	1,0	0,9	24,3	21,6	1,0	1,1	3,7
Ibersol SGPS	11,65	348	438	16,6	15,0	9,5	8,9	1,4	1,4	16,8	14,5	0,8	0,9	1,6
Sherherd Neame	1162,00	198	289	16,3	16,7	10,6	10,8	1,6	1,6	20,1	19,8	2,4	2,5	
Ruth's Hospitality Group	24,05	601	646	15,4	14,6	11,5	11,0	1,8	1,7	18,1	16,5	1,8	1,8	6,8
Chipotle Mexican Grill	322,30	7288	6876	25,2	21,1	16,6	14,4	1,8	1,6	38,0	29,6			6,2
Red Robin Gourmet Burgers	58,30	612	820	22,0	19,8	7,2	6,9	0,7	0,7	21,9	18,6			1,8
Mitchells & Butlers	244,20	1196	3250	9,4	9,3	6,8	6,7	1,3	1,3	7,4	7,1	2,1	2,1	0,6
Texas Roadhouse	55,75	3221	3151	18,6	16,6	12,4	11,3	1,6	1,4	23,5	20,8	1,8	2,0	4,3
Del Frisco's Restaurant Group	14,40	247	280	20,8	15,5	8,6	6,8	0,9	0,8	21,4	15,7			1,3
Berjaya Food	1,76	139	189	18,4	13,6	10,3	8,4	1,4	1,3	27,2	20,6	1,9	2,6	1,7
Bloomin' Brands	23,82	1792	2698	17,5	17,2	8,6	8,5	0,8	0,8	17,0	15,7	1,5	1,7	16,0
Kotipizza	15,55	98	108	16,0	13,5	13,5	11,7	1,3	1,1	19,4	16,0	3,9	4,5	3,1
<b>Restamax (Inderes)</b>	<b>8,48</b>	<b>141</b>	<b>200</b>	<b>11,5</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,9</b>
<b>Keskisarvo</b>				<b>16,7</b>	<b>15,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>19,7</b>	<b>16,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,4</b>	<b>14,8</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>18,8</b>	<b>16,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-30 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>120 %</b>	<b>124 %</b>	<b>-15 %</b>

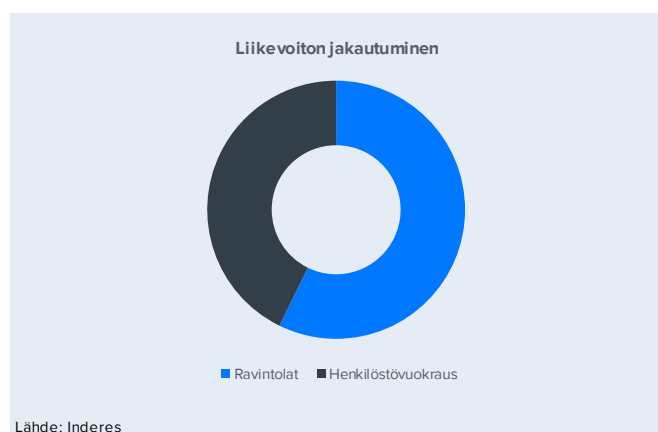
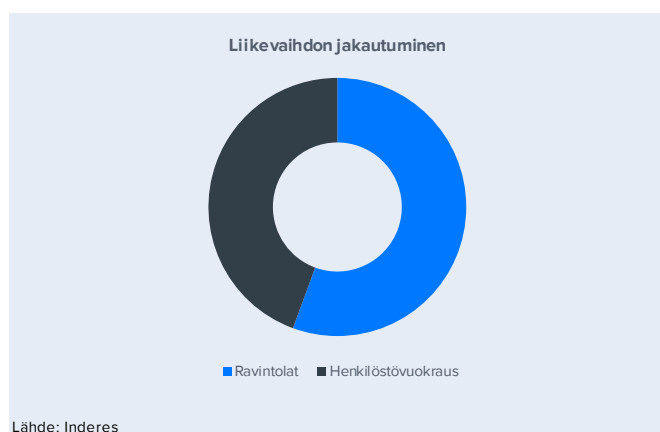
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>130,0</b>	<b>32,0</b>	<b>43,6</b>	<b>55,9</b>	<b>54,4</b>	<b>185,9</b>	<b>51,7</b>	<b>66,1</b>	<b>76,2</b>	<b>71,0</b>	<b>265,0</b>	<b>298,1</b>	<b>327,1</b>
Ravintolat	107,5	25,6	29,0	33,2	34,4	122,2	31,3	39,3	42,6	41,0	154,2	166,5	174,8
Henkilöstövuokraus	34,1	8,7	17,4	26,1	23,4	75,6	22,9	29,8	37,2	33,2	123,1	144,6	166,3
Eliminoinnit	-11,6	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4	-11,9	-2,5	-3,0	-3,6	-3,2	-12,3	-13,0	-14,0
<b>Käyttökate</b>	<b>19,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>22,4</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>33,3</b>	<b>37,8</b>	<b>41,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,4	-11,6	-3,6	-4,1	-4,1	-4,1	-15,9	-15,2	-14,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>10,8</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>17,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>10,8</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>17,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,9</b>
Ravintolat	7,4	0,4	0,4	2,6	3,5	6,9	0,7	1,5	3,9	3,9	10,0	12,8	14,6
Henkilöstövuokraus	1,6	0,4	0,8	1,8	0,8	3,8	0,8	1,6	2,8	2,3	7,4	9,8	12,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-2,0	-2,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,9	-2,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>7,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,5</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>15,8</b>	<b>20,7</b>	<b>24,6</b>
Verot	-2,1	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,6	-0,3	-0,7	-1,6	-1,4	-4,0	-5,2	-6,2
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-2,0	-3,0	-3,5
<b>Nettotulos</b>	<b>5,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>	<b>14,9</b>
EPS (oikaistu)	0,34	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,09	0,25	0,22	0,59	0,75	0,90
EPS (raportoitu)	0,39	0,03	0,02	0,15	0,09	0,30	0,03	0,09	0,25	0,22	0,59	0,75	0,90

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	17,5 %	36,3 %	53,1 %	58,6 %	43,0 %	61,8 %	51,8 %	36,2 %	30,5 %	42,6 %	12,5 %	9,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,9 %	265,7 %	-14,9 %	16,4 %	23,1 %	19,6 %	93,2 %	150,7 %	51,5 %	41,6 %	62,0 %	29,5 %	19,1 %
Käyttökate-%	14,9 %	10,2 %	9,0 %	13,3 %	14,3 %	12,1 %	9,7 %	11,0 %	14,2 %	14,4 %	12,6 %	12,7 %	12,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,9 %	2,3 %	2,9 %	7,9 %	8,0 %	5,8 %	2,8 %	4,8 %	8,8 %	8,7 %	6,6 %	7,6 %	8,2 %
Nettotulos-%	4,3 %	1,6 %	0,9 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %	1,1 %	2,4 %	5,4 %	5,1 %	3,7 %	4,2 %	4,6 %

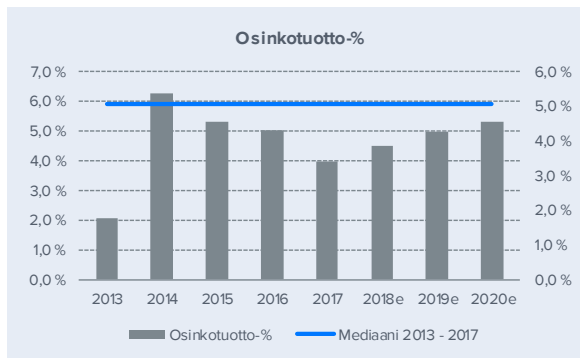
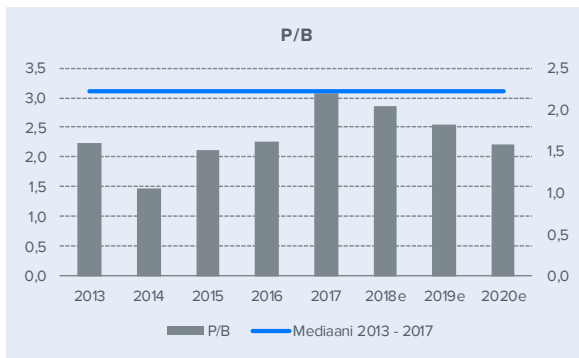
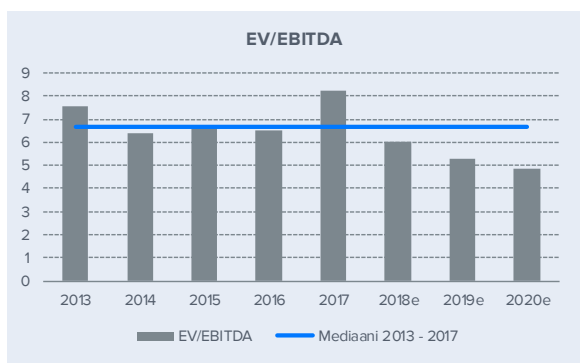
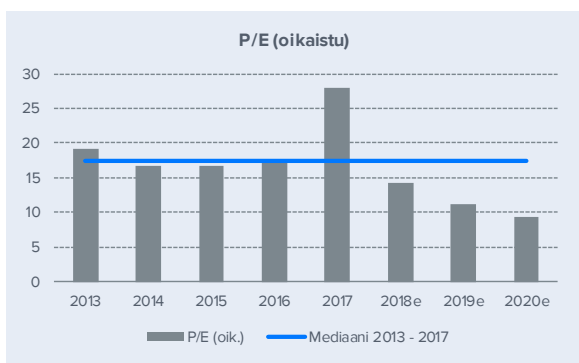
Lähde: Inderes



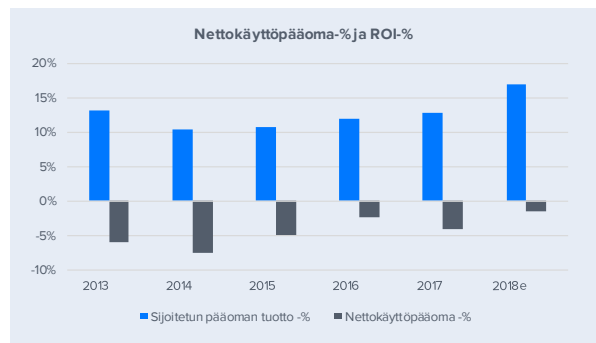
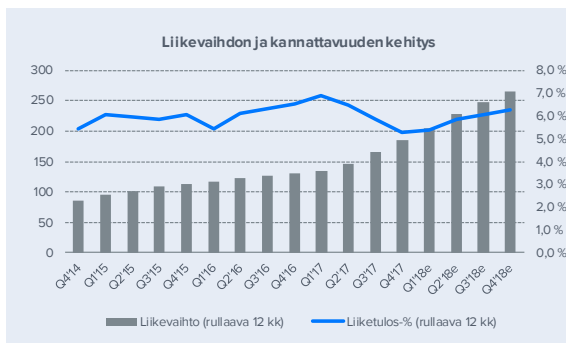
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,38	3,50	5,10	5,95	8,30	8,48	8,48	8,48
Markkina-arvo	62	57	84	97	138	141	141	141
Yritysarvo (EV)	69	77	110	126	184	200	200	201
P/E (oik.)	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	14,3	11,3	9,4
P/E	19,2	16,7	16,6	17,4	27,9	14,3	11,3	9,4
P/Kassavirta	-5,4	-2,8	-22,8	81,0	-20,7	-31,5	13,2	13,9
P/B	2,2	1,5	2,1	2,3	3,1	2,9	2,5	2,2
P/S	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,6	6,4	6,7	6,5	8,2	6,0	5,3	4,9
EV/EBIT	17,1	14,6	15,2	14,0	17,1	11,5	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	39,6 %	105,3 %	88,1 %	87,9 %	111,0 %	64,0 %	55,9 %	50,1 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	6,3 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,3 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

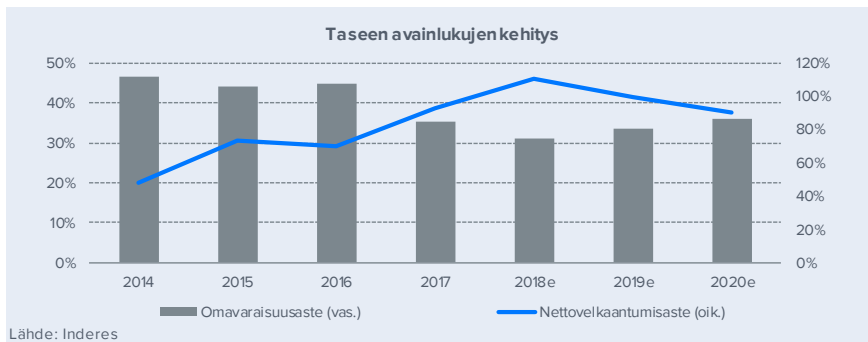


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>118</b>	<b>116</b>
Liikearvo	34	38	47	61	61
Aineettomat oikeudet	10	10	19	21	20
Käyttöomaisuus	29	29	32	31	29
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	3	3	3
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	1	1	1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>55</b>
Varastot	2	2	3	4	4
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	10	14	24	37	45
Likvidit varat	2	2	3	5	6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>91</b>	<b>98</b>	<b>133</b>	<b>164</b>	<b>171</b>

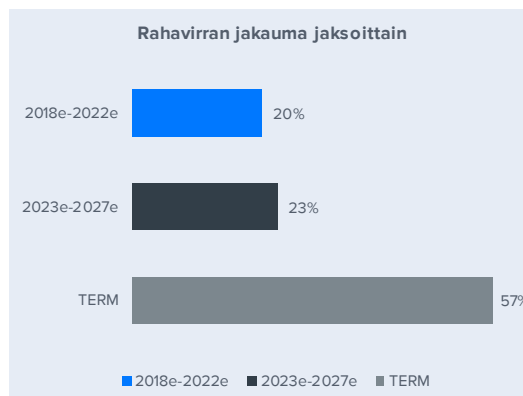
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>55</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	6	7	4	9	15
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	34	37	41	41	41
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	2	2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>53</b>
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	22	24	35	47	47
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	12	16	16
Lyhytaikaiset korottomat velat	18	19	34	45	45
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>91</b>	<b>98</b>	<b>133</b>	<b>164</b>	<b>171</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,8</b>	<b>17,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,9</b>	<b>29,8</b>	<b>29,0</b>	<b>27,7</b>	<b>26,4</b>	<b>26,9</b>	<b>25,5</b>	<b>25,9</b>	
+ Kokonaispoistot	11,6	15,9	15,2	14,6	14,1	13,5	13,1	13,1	13,3	13,5	13,7	
- Maksut verot	-1,8	-4,0	-5,2	-6,2	-6,9	-6,8	-6,5	-6,2	-6,4	-6,1	-6,2	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	-3,4	-8,4	-8,6	-1,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>24,3</b>	<b>25,5</b>	<b>23,7</b>	<b>26,1</b>	<b>35,5</b>	<b>34,8</b>	<b>33,5</b>	<b>32,5</b>	<b>33,2</b>	<b>32,3</b>	<b>32,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-33,7	-30,0	-13,0	-16,0	-12,0	-12,0	-13,0	-14,0	-14,0	-14,0	-13,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>23,5</b>	<b>22,8</b>	<b>20,5</b>	<b>18,5</b>	<b>19,2</b>	<b>18,3</b>	<b>19,0</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	-4,5	10,7	10,1	23,5	22,8	20,5	18,5	19,2	18,3	19,0	279,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,2	9,3	8,1	17,3	15,5	12,9	10,7	10,3	9,0	8,6	127,3
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>224,9</b>	<b>229,1</b>	<b>219,8</b>	<b>211,7</b>	<b>194,4</b>	<b>178,9</b>	<b>166,0</b>	<b>155,2</b>	<b>144,9</b>	<b>135,9</b>	<b>127,3</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>224,9</b>										
- Korolliset velat			-46,3									
+ Rahavarat			2,6									
-Vähemmistöosuus			-5,6									
-Osinko/pääomapalautus			0,0									
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>			<b>178,8</b>									
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>			<b>10,76</b>									

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



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	113,6	130,0	185,9	265,0	298,1
EBITDA	16,5	19,4	22,4	33,3	37,8
EBITDA-marginaali (%)	14,6	14,9	12,1	12,6	12,7
EBIT	7,3	9,0	10,8	17,4	22,6
Voitto ennen veroja	6,0	7,9	8,0	15,8	20,7
Nettovoitto	5,0	5,6	4,9	9,9	12,5
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	164,2	170,7
Oma pääoma	40,1	44,0	46,9	51,3	57,4
Liikearvo	34,2	37,9	47,0	61,0	61,0
Korolliset velat	31,4	32,6	46,3	62,2	63,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	16,5	19,4	22,4	33,3	37,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-2,5	4,3	-3,4	-8,4
Operatiivinen kassavirta	13,7	14,9	24,3	25,5	23,7
Vapaa kassavirta	-3,7	1,2	-6,7	-4,5	10,7

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,31	0,34	0,30	0,59	0,75
EPS oikaistu	0,31	0,34	0,30	0,59	0,75
Operat. kassavirta per osake	0,84	0,91	1,46	1,54	1,42
Tasearvo per osake	2,42	2,64	2,70	2,97	3,34
Osinko per osake	0,27	0,30	0,33	0,38	0,42
Voitonjako, %	88	88	111	64	56
Osinkotuotto, %	5,3	5,0	4,0	4,5	5,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	16,6	17,4	27,9	14,3	11,3
P/B	2,1	2,3	3,1	2,9	2,5
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5
P/CF	6,1	6,5	5,7	5,5	6,0
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,7	6,5	8,2	6,0	5,3
EV/EBIT	15,2	14,0	17,1	11,5	8,8

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

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.5.2016	Lisää	5,80 €	5,19 €
9.8.2016	Lisää	6,00 €	5,38 €
8.11.2016	Lisää	6,50 €	5,93 €
21.2.2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
23.3.2017	Lisää	6,70 €	6,21 €
6.4.2017	Lisää	7,50 €	7,05 €
10.5.2017	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2017	Vähennä	8,20 €	8,40 €
9.8.2017	Vähennä	8,00 €	7,85 €
22.9.2017	Lisää	9,00 €	8,42 €
7.11.2017	Lisää	8,80 €	8,31 €
21.2.2018	Lisää	8,80 €	8,36 €
26.3.2018	Osta	10,00 €	8,48 €



## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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