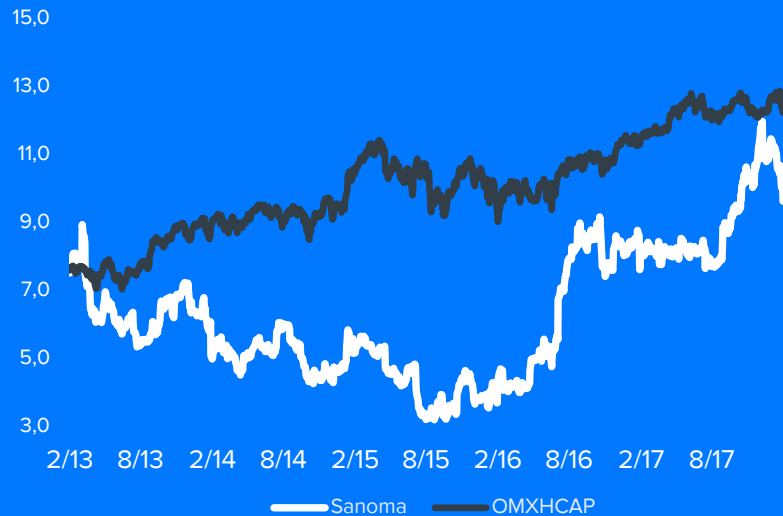


# Sanoma

## Yhtiöpäivitys

12.2.2018 08:27



Lähde: Thomson Reuters

## Arvostustaso

**12,2**

**P/E (oik.)  
2018e**

**5,8**

**EV/EBITDA  
(oik.) 2018e**

**10,3**

**EV/EBIT (oik.)  
2018e**

**4,2**

**Osinko-%  
2018e**

**inde  
res.**

# Riski- ja kassavirtaprofiilin parantuminen tukee arvostusta

Toistamme Sanoman lisää-suosituksen ja 10,20 euron tavoitehinnan. Sanoman Q4 sujui kokonaisuutena operatiivisesti pitkälti odotuksien mukaisesti, mutta vahvan kassavirran ansiosta yhtiön rahoitustilanne vahvistui odotuksia nopeammin ja myös osinkoehdotus ylitti odotukset. Yhtiö on mittavien rakennejärjestelyjen jälkeen vahvassa iskussa, mikä näkyy myös parantuvaa kannattavuutta heijastelevassa tulosohejauksessa. Kohtuulliset lähivuosien tuloskasvunäkymät, maltillinen arvostustaso, madaltunut riskitaso ja kasvava osinkovirta huomioiden näemme Sanoman osakkeessa edelleen lievää nousupotentiaalia.

## Operatiivinen tulos osui ennusteisiin, mutta osinko ja velkaisuusaste yllättivät positiivisesti

Sanoman Q4-raportti oli operatiivisten lukujen valossa odotetun kaltainen. Yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto laski odotetusti noin 1 %:n vertailukaudesta ja operatiivinen liikevoitto nousi kausiluonteisesti vaisulla Q4:llä lievästi positiiviseksi. Raportoitua tulosta nostivat lisäksi kiinteistöjen myynnistä saadut merkittävät positiiviset kertaerät. Sanoma aikoo jakaa 0,35 euron osingon osakkeelta (2016: 0,20 euroa), mikä ylitti 0,30 euron tasolla olleet odotukset. Vahvan osinkoehdotuksen taustalla vaikuttaa yhtiön rahavirran ja rahoitusaseman huomattava parantuminen, joka on seurausta vahvistuneesta operatiivisesta kehityksestä sekä Hollannin TV-toimintojen myynnistä. Yhtiön nettovelka laski Q4'17 lopussa jo hieman alle 400 MEUR:oon, ja samalla nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen laski maltilliselle 1,7x tasolle ja omavaraisuusaste nousi 38,5 %:iin.

## Merkittävän rakennemuutoksen päättymisen parantaa riski- ja kassavirtaprofiilia

Sanoma sai vuoden 2017 aikana päätökseen mittavan ja tulosta merkittävästi rasittaneen rakennemuutoksen, jonka seurauksena konsernin liikevaihto ja liiketoimintojen määrä on supistunut merkittävästi, mutta samalla yhtiöstä on tullut vähemmän suhdanneriippuvainen sekä merkittävästi kasvaneen tehokkuuden ja parantuneen myynninrakenteen myötä myös aiempaa selvästi kannattavampi. Sanoman liikevaihto nojaa yhä vahvasti taantuvaan painettuun mediaan, mikä heikentää yhtiön liikevaihdon kasvupotentiaalia. Yhtiön tulos ja kassavirta saavat kuitenkin lähivuosina edelleen nostetta parantuvasta tehokkuudesta, kasvavista digisisältö- ja mainostuotoista, sekä suotuisasta suhdanteesta. Myös yritysostot tarjoavat option tuloskasvun kiihdyttämiseen.

## Rakennemuutokset supistavat liikevaihtoa, mutta kannattavuus nousee selvästi

Sanoma ohjeistaa vuodelle 2018 konsernin rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon olevan hieman pienempi kuin vuonna 2017 ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan noin 14 %. Teimme Q4-raportin jälkeen kokonaisuutena pieniä muutoksia tulosennusteisiimme, sillä rakennejärjestelyjen myötä selvästi laskevia liikevaihtoennusteita kompensoivat nousevat liikevoittomarginaaliennusteet. Ennustamme nyt vuodelle 2018 1299 MEUR:n liikevaihtoa (2017 vertailukelpoinen liikevaihto 1327 MEUR), 185 MEUR:n operatiivista liikevoittoa (EBIT-% 14,3) ja 0,79 euron operatiivista osakekohtaista tulosta (aik. ennuste 0,78 euroa, 2017: 0,72 euroa). Vuodelta 2019 odotamme vakaata liikevaihdon kehitystä, 14,4 %:n liikevoittomarginaalia ja 0,81 euron operatiivista osakekohtaista tulosta. Odotamme Sanoman osingon säilyvän vahvistuneen rahavirran ja taseen ansiosta nousu-uralla ja osingon nousevan 0,40 euroon vuonna 2018 ja 0,45 euroon vuonna 2019.

## Kasvava osinkovirta oikeuttaa positiivisen suosituksen

Sanoman arvostustaso on painunut vahvan operatiivisen tuloskehityksen myötä maltilliseksi. Vuoden 2018 ennusteillamme Sanoman EV/EBIT-kerroin on 10x ja P/E-kerroin 12x tasolla, sekä osinkotuotto noin 4 %. Yhtiön tuloskasvuvauhtiin nähden arvostus on neutraali, mutta madaltunut riskiprofiili ja yli 10 % vuodessa lähivuosina kasvava osinkovirta ovat riittäviä syitä positiiviseen suositukseen.

## Analyytikko

Petri Aho

*petri.aho@inderes.fi*



## Suositus ja tavoitehinta

**Lisää**

(aik. Lisää)



**10,20 EUR**

(aik. 10,20 EUR)

**Osakekurssi: 9,63 EUR**

**Potentiaali: 5,9 %**

## Avainluvut

|                    | 2017    | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto        | 1433    | 1299   | 1300   | 1297   |
| - kasvu-%          | -13 %   | -9 %   | 0 %    | 0 %    |
| Liikevoitto        | -239,0  | 185,2  | 186,9  | 186,9  |
| - Liikevoitto-%    | -16,7 % | 14,3 % | 14,4 % | 14,4 % |
| Tulos ennen veroja | -260,9  | 166,7  | 169,8  | 170,9  |
| Nettotulos         | -300,3  | 129,3  | 131,7  | 132,5  |
| EPS (oikaistu)     | 0,72    | 0,79   | 0,81   | 0,81   |
| Osinko             | 0,35    | 0,40   | 0,45   | 0,50   |
| - Osinkosuhde-%    | 49 %    | 51 %   | 55 %   | 61 %   |
| P/E (oikaistu)     | 15,2    | 12,2   | 11,9   | 11,9   |
| P/B                | 3,2     | 3,2    | 3,2    | 3,2    |
| Osinkotuotto-%     | 3,2 %   | 4,2 %  | 4,6 %  | 5,2 %  |
| EV/EBIT            | 12,1    | 10,3   | 9,8    | 9,5    |
| EV/EBITDA          | 7,2     | 5,8    | 5,5    | 5,4    |
| EV/Liikevaihto     | 1,5     | 1,5    | 1,4    | 1,4    |

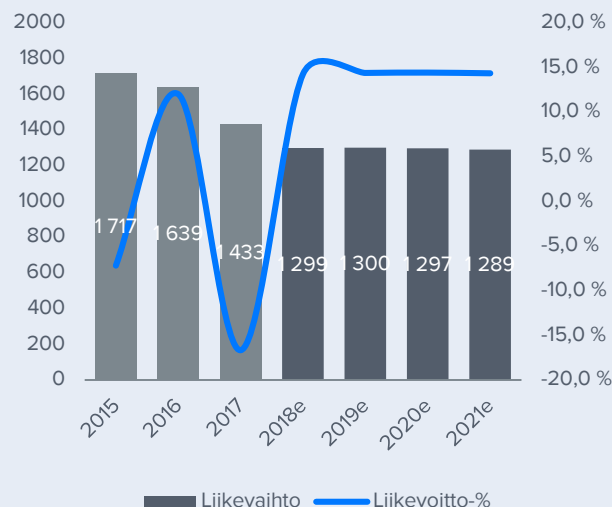
Lähde: Inderes

## Osaakekurssi

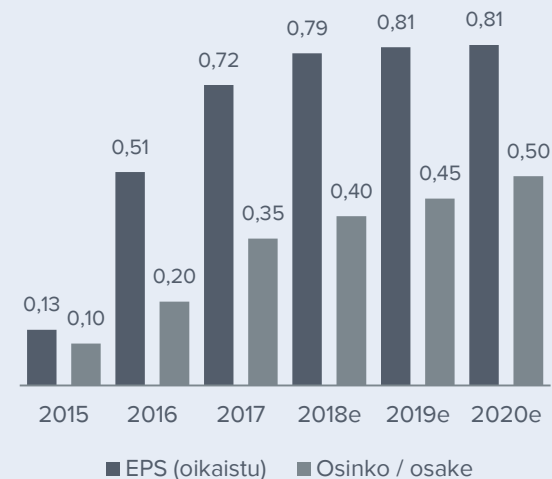


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osaakekohtainen tulos ja osinko



## Arvostuksen yhteenveto



### Arvoajurit

- Kannattavuuden parantuminen tehokkuuden kasvun ja myyntimixin paranemisen kautta
- Digitaalisten liiketoimintojen kasvu
- Yrityssostot



### Riskitekijät

- Mainostuottojen syklisyys
- Mediamarkkinan murros
- Kilpailuaseman muutokset



### Arvostus

- Arvostuskertoimet kohtuulliset suhteessa kasvunäkymiin
- Arvostus maltillinen suhteessa verrokkeihin
- Vahva operatiivinen kassavirta
- Osingon kasvuodotus hyvä

# Q4:n operatiivinen kehitys odotuksien mukaista

## Vakaata liikevaihdon kehitystä

Sanoman konsernirakenteen muutoksilla oikaistu liikevaihto laski Q4:llä noin 1 %:n vertailukaudesta noin 302 MEUR:oon ja oli linjassa omien ennusteidemme ja konsensusennusteiden kanssa (Q4'16: 305,4 MEUR). Segmentteistä liikevaihto laski hieman odotuksia enemmän Media BeNe:ssä, mutta tämän kompensoi Learningin odotuksiamme vahvempi liikevaihto.

## Operatiivinen tulos odotuksiin, mutta raportoitu tulos sai nostetta myyntivoitoista

Sanoman operatiivinen liikevoitto parani kausiluonteisesti vaisulla Q4:llä hieman vertailukaudesta 1,6 MEUR:oon (Q4'16: -0,4 MEUR), mutta jäi hieman oman ennusteen (4,0 MEUR) ja konsensusennusteen alle (3,2 MEUR).

Segmenttitasolla Media BeNen 19,2 MEUR:n operatiivinen liikevoitto osui suunnilleen odotuksiin (kons. enn. 20,2 MEUR), mutta vastaavasti Media Finlandin 10,0 MEUR:n

operatiivinen liikevoitto oli selvä pettymys (kons. enn. 13,5 MEUR). Learningin teki odotetun kaltaisen liiketappion (-24,5 MEUR) kausiluonteisesti heikolta neljännekseltä.

Operatiivinen osakekohtainen tulos 0,00 euroa oli myös suunnilleen ennusteiden mukainen. Raportoitua liikevoittoa (18,4 MEUR), tulosta ennen veroa (11,0 MEUR) ja raportoitua osakekohtaista tulosta (0,09 euroa) nostivat pääosin kiinteistöjen myyntivoitoista kertyneet 16,8 MEUR:n positiiviset kertaerät.

## Osinkoehdotus ylitti ennusteet

Sanoman hallitus ehdotti yhtiökokoukselle 0,35 euron osinkoa osakkeelta (2016: 0,20 euroa), mikä ylitti selvästi 0,30 euron tasolla olleen ennusteen ja konsensusodotuksen. Perjantain päätöskurssilla (9,63 euroa) osinkotuotoksi tulee siten noin 3,6 %. Vahvan osinkoehdotuksen taustalla vaikuttaa yhtiön rahavirran parantuminen, voimakas velkaantumisen lasku ja positiiviset kannattavuusnäkökulmat.

| Ennustetaulukko           | Q4'16    | Q4'17      | Q4'17e  | Q4'17e         | Erotus (%)  | 2017e   |
|---------------------------|----------|------------|---------|----------------|-------------|---------|
| MEUR / EUR                | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus Tot. | vs. Inderes | Inderes |
| Liikevaihto               | 398      | 302        | 302     | 301            | 0 %         | 1433    |
| Operatiivinen liikevoitto | 1,4      | 1,6        | 4,0     | 3,2            | -60 %       | 178     |
| Tulos ennen veroja        | -38,4    | 11,0       | -1,6    | 1,5            | -788 %      | -261    |
| Operatiivinen EPS         | -0,07    | 0,00       | -0,01   | -0,02          | -100 %      | 0,74    |
| Osinko/osake              | 0,20     | 0,35       | 0,30    | 0,29           | 17 %        | 0,35    |
| Liikevaihdon kasvu-%      | -2,6 %   | -24,3 %    | -24,1 % | -24,4 %        | -0,2 %-yks. | -12,5 % |
| Liikevoitto-% (oikaistu)  | 0,4 %    | 0,5 %      | 1,3 %   | 1,1 %          | -0,8 %-yks. | 12,4 %  |

Lähde: Inderes & Sanoma IR (konsensus)

# Ennustemuutokset maltillisia – tulokasvu jatkuu

## Odotamme tulokasvulle jatkoa vuonna 2018

Nostimme Q4-raportin ja positiivisen ohjeistuksen jälkeen hieman Sanoman kuluvaan vuoden ja lähivuosien operatiivisen tuloksen ennusteitamme, vaikka rakennejärjestelyjen vuoksi liikevaihtoennusteemme lähivuosille laski selvästi.

Sanoma ohjeistaa vuodelle 2018 konsernin rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon olevan hieman pienempi kuin vuonna 2017 ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan noin 14 %. Ennustamme Sanoman vertailukelpoisen liikevaihdon laskevan noin 2 % 1299 MEUR:oon ja vertailukelpoisen operatiivisen liikevoiton kasvavan noin 3 % 185 MEUR:oon (14,3 % liikevaihdosta). Rahoituskulujen pienentymisen seurauksena odotamme osakekohtaisen tuloksen nousevan noin 10 % 0,79 euroon osakkeelta. Osingon odotamme puolestaan kasvavan 0,40 euroon osakkeelta (0,35 euroa).

## Media Finland jatkaa tulosparannuksia

Media Finland-yksikössä painetun median liikevaihto laski Q4:n aikana noin 5 %, mutta muun kun painetun median liikevaihto nousi noin 4 %. Kokonaisuutena liikevaihto laski 1 %:n. Odotamme lähivuosina muun kun painetun median liikevaihdon vuotuisen kasvun hieman kiihtyvän Suomen mainosmarkkinan verkkomainonnan kasvun, Sanoman digipanostusten (Ruutu, IS ja Helsingin Sanomat digitilaukset) sekä Nelosen viime aikoina vahvistuneen katsojaosuuden myötä. Odotamme vastaavasti painetun median liikevaihdon jatkavan laskuaan ja koko Media Finlandin liikevaihto ei ennusteissamme siten kasva lähivuosina. Kannattavuus sen sijaan paranee vuositasolla muun kuin painetun median osuuden kasvaessa ja toiminnan tehostuessa. Ennustamme Media Finlandin kannattavuuden asettuvan lähivuosina operatiivisella liikevoittomarginaalilla mitattuna noin 13 %:n tasolle (2017: 11,5 %).

## Media BeNe:n tulos kehittyi vakaasti

SBS:n ja Belgian naistenlehti- ja kassatoiminnan myynnin myötä Media Benen liikevaihto on laskenut merkittävästi, mutta vastaavasti kannattavuus on parantanut huomattavasti. Odotamme segmentin rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon pysyvän vuonna 2018 ennallaan ja operatiivisen liikevoittomarginaalin säilyvän vakaana 15,8 %:n tasolla (2017: 15,7 %).

## Learningin liikevaihto laskee, mutta kannattavuus paranee

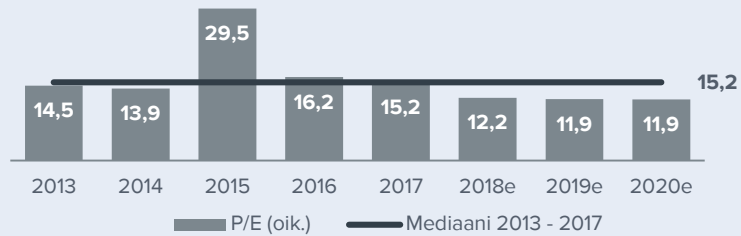
Odotamme Learning-segmentin liikevaihdon laskevan vuonna 2018 noin 7 % vertailukaudesta, kun vuonna 2017 liikevaihtoa nostaneen Puolan päällekkäisten opetus suunnitelmien vaikutus lakkaa. Operatiivisen liikevoitto-%:n odotamme kuitenkin paranevan 18,7 %:iin (17,8 %), kun uusien opetus suunnitelmien kehitykseen ja markkinointiin viime vuonna tehty panostukset rasittavat vähemmän tulosta.

| Ennustemuutokset            | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 1432  | 1433  | 0 %    | 1379  | 1299  | -6 %   | 1361  | 1300  | -4 %   |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 181   | 178   | -2 %   | 180   | 185   | 3 %    | 177   | 187   | 6 %    |
| Liikevoitto                 | -253  | -239  | -6 %   | 180   | 185   | 3 %    | 177   | 187   | 6 %    |
| Tulos ennen veroja          | -273  | -261  | -4 %   | 166   | 167   | 1 %    | 165   | 170   | 3 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,71  | 0,72  | 2 %    | 0,78  | 0,79  | 1 %    | 0,78  | 0,81  | 4 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,30  | 0,35  | 17 %   | 0,40  | 0,40  | 1 %    | 0,45  | 0,45  | -1 %   |

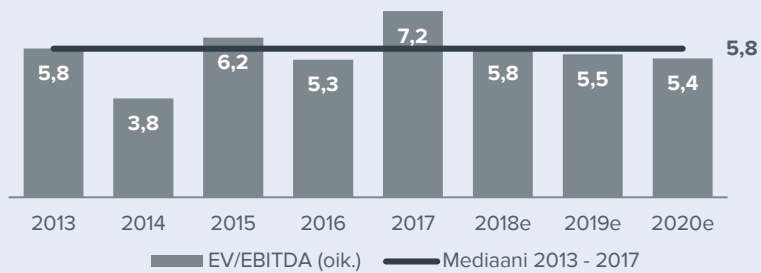
Lähde: Inderes

# Arvostus graafit

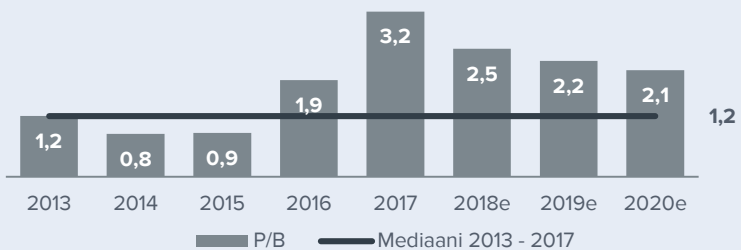
P/E (oikaistu)



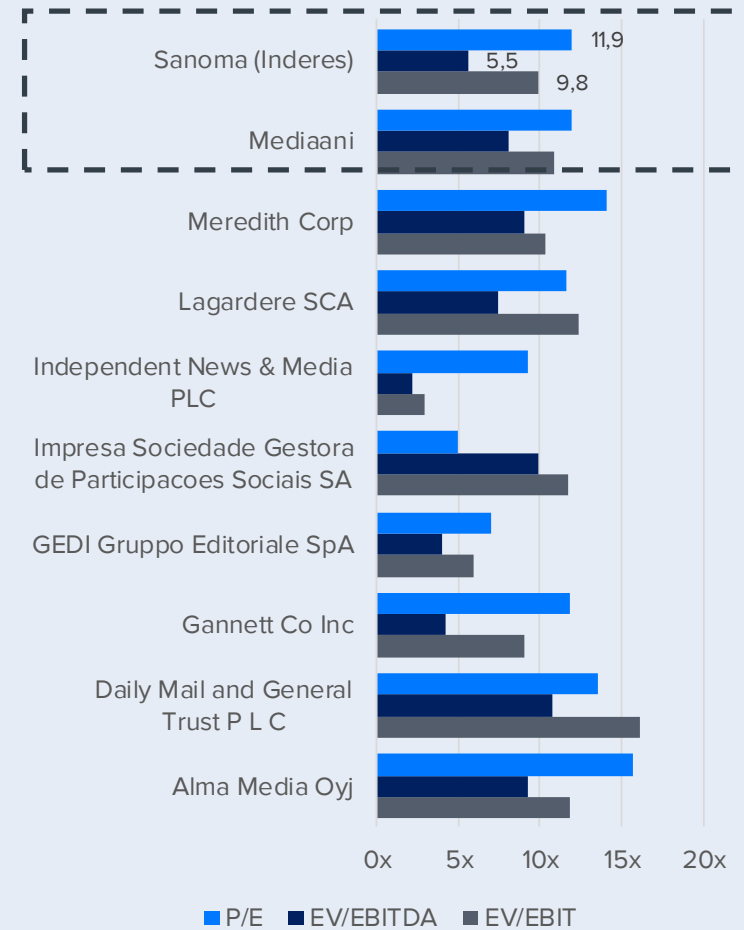
EV/EBITDA



P/B



Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2019e)

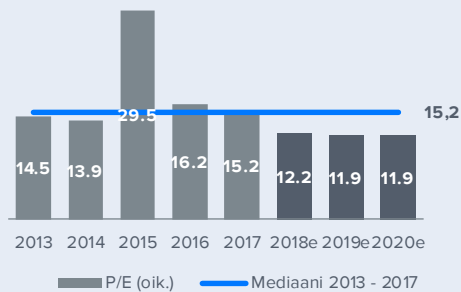


# Arvostustaulukko

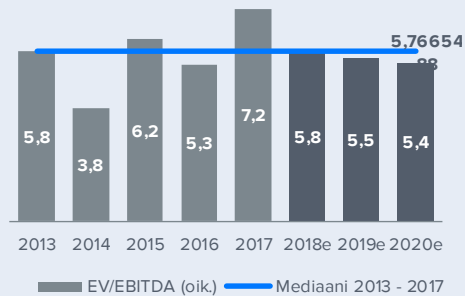
| Arvostustaso          | 2013  | 2014   | 2015  | 2016   | 2017  | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|-----------------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 6,39  | 4,60   | 3,91  | 8,25   | 10,9  | 9,63   | 9,63   | 9,63   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 162,8 | 162,8  | 162,1 | 162,1  | 163,2 | 163,2  | 163,2  | 163,2  |
| Markkina-arvo         | 1040  | 749    | 634   | 1337   | 1775  | 1572   | 1572   | 1572   |
| Yritysarvo (EV)       | 2518  | 1800   | 1645  | 2645   | 2150  | 1901   | 1839   | 1783   |
| P/E (oik.)            | 14,5  | 13,9   | 29,5  | 16,2   | 15,2  | 12,2   | 11,9   | 11,9   |
| P/E                   | neg.  | 14,2   | neg.  | 12,1   | neg.  | 12,2   | 11,9   | 11,9   |
| P/Kassavirta          | 2,7   | 3,1    | 11,5  | 7,6    | 3,8   | 12,3   | 11,0   | 11,0   |
| P/B                   | 1,2   | 0,8    | 0,9   | 1,9    | 3,2   | 2,5    | 2,2    | 2,1    |
| P/S                   | 0,5   | 0,4    | 0,4   | 0,8    | 1,2   | 1,2    | 1,2    | 1,2    |
| EV/Liikevaihto        | 1,2   | 0,9    | 1,0   | 1,6    | 1,5   | 1,5    | 1,4    | 1,4    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 5,8   | 3,8    | 6,2   | 5,3    | 7,2   | 5,8    | 5,5    | 5,4    |
| EV/EBIT (oik.)        | 16,3  | 15,1   | 19,7  | 15,8   | 12,1  | 10,3   | 9,8    | 9,5    |
| Osinko/tulos (%)      | neg.  | 61,8 % | neg.  | 29,3 % | neg.  | 50,9 % | 55,2 % | 61,4 % |
| Osinkotuotto-%        | 1,6 % | 4,3 %  | 2,6 % | 2,4 %  | 3,2 % | 4,2 %  | 4,6 %  | 5,2 %  |

Lähde: Inderes

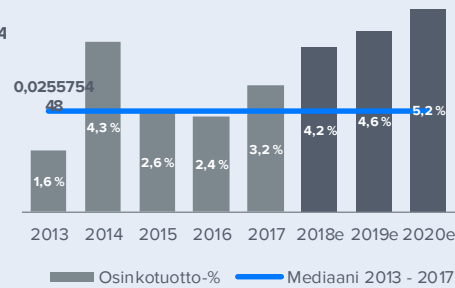
P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

| Yhtiö                              | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo  | EV/EBIT      |             | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |            | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B         |
|------------------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
|                                    |             | MEUR          | MEUR        | 2018e        | 2019e       | 2018e        | 2019e        | 2018e          | 2019e      | 2018e       | 2019e       | 2018e          | 2019e       | 2018e       |
| Sanoma Oyj                         | 9,64        | 1576          | 1969        | 11,1         | 10,9        | 6,5          | 6,4          | 1,4            | 1,5        | 12,0        | 12,1        | 4,1            | 4,4         | 2,8         |
| Agora SA                           | 14,95       | 170           | 167         | 23,4         | 20,5        | 5,4          | 5,4          | 0,6            | 0,6        | 33,7        | 30,5        | 3,3            | 4,0         | 0,7         |
| Alma Media Oyj                     | 7,56        | 623           | 677         | 12,2         | 11,9        | 9,4          | 9,2          | 1,8            | 1,8        | 16,2        | 15,8        | 3,4            | 3,8         | 3,8         |
| Daily Mail and General Trust P L C | 625,00      | 2385          | 2907        | 16,9         | 16,1        | 11,1         | 10,8         | 1,7            | 1,7        | 14,6        | 13,6        | 3,8            | 4,0         | 2,4         |
| Gannett Co Inc                     | 11,15       | 1019          | 1235        | 9,8          | 9,0         | 4,3          | 4,2          | 0,5            | 0,5        | 12,9        | 11,9        | 5,7            | 5,7         | 1,4         |
| GEDi Gruppo Editoriale SpA         | 0,58        | 297           | 256         | 6,0          | 5,9         | 4,0          | 4,0          | 0,4            | 0,4        | 9,2         | 7,0         | 1,7            | 128,8       | 0,5         |
| Impresa Sociedade Gestora de Parti | 0,30        | 50            | 243         | 13,9         | 11,7        | 11,7         | 9,9          | 1,2            | 1,2        | 6,6         | 5,0         |                |             | 0,3         |
| Independent News & Media PLC       | 0,11        | 150           | 54          | 2,4          | 3,0         | 1,9          | 2,2          | 0,2            | 0,2        | 6,8         | 9,3         |                |             |             |
| Lagardere SCA                      | 24,39       | 3198          | 5010        | 13,0         | 12,4        | 7,7          | 7,4          | 0,7            | 0,7        | 12,6        | 11,7        | 5,4            | 5,5         | 1,6         |
| Meredith Corp                      | 54,70       | 2050          | 2589        | 11,8         | 10,3        | 9,7          | 9,0          | 1,9            | 1,8        | 16,2        | 14,0        | 3,9            | 4,0         |             |
| Modern Times Group MTG AB          | 358,40      | 2415          | 2745        | 14,9         | 13,4        | 12,7         | 11,6         | 1,4            | 1,3        | 20,3        | 18,1        | 3,7            | 3,9         | 4,2         |
| New York Times Co                  | 24,10       | 3208          | 2936        | 15,7         | 13,7        | 12,3         | 11,1         | 2,1            | 2,0        | 27,2        | 22,0        | 0,7            | 0,7         |             |
| Prosiebensat 1 Media SE            | 28,86       | 6731          | 9078        | 10,5         | 9,9         | 8,6          | 8,2          | 2,2            | 2,0        | 11,9        | 11,2        | 6,9            | 7,2         | 4,5         |
| Roularta Media Group NV            | 22,50       | 296           | 358         |              |             | 18,8         | 12,3         | 1,4            | 1,5        | 45,9        | 14,1        |                |             |             |
| Tamedia AG                         | 134,50      | 1240          | 1420        | 12,0         | 12,0        | 8,2          | 8,1          | 1,7            | 1,8        | 16,9        | 17,4        | 3,3            | 3,3         | 0,9         |
| Trinity Mirror PLC                 | 76,50       | 237           | 262         | 2,0          | 2,2         | 1,7          | 1,8          | 0,4            | 0,4        | 2,2         | 2,4         | 7,5            | 7,7         |             |
| Wilmington PLC                     | 241,00      | 239           | 283         | 9,5          | 8,9         | 8,7          | 8,1          | 1,9            | 1,8        | 11,4        | 10,5        | 3,6            | 3,7         | 6,9         |
| Vocento SA                         | 1,44        | 181           | 286         | 9,6          | 8,7         | 6,3          | 6,0          | 0,7            | 0,7        | 11,1        | 9,6         | 1,0            | 2,8         | 0,7         |
| <b>Sanoma (Inderes)</b>            | <b>9,63</b> | <b>1572</b>   | <b>1901</b> | <b>10,3</b>  | <b>9,8</b>  | <b>5,8</b>   | <b>5,5</b>   | <b>1,5</b>     | <b>1,4</b> | <b>12,2</b> | <b>11,9</b> | <b>4,2</b>     | <b>4,6</b>  | <b>2,5</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                   |             |               |             | <b>11,5</b>  | <b>10,6</b> | <b>8,3</b>   | <b>7,5</b>   | <b>1,2</b>     | <b>1,2</b> | <b>16,0</b> | <b>13,1</b> | <b>3,9</b>     | <b>12,6</b> | <b>2,4</b>  |
| <b>Mediaani</b>                    |             |               |             | <b>11,8</b>  | <b>10,9</b> | <b>8,4</b>   | <b>8,1</b>   | <b>1,4</b>     | <b>1,4</b> | <b>12,8</b> | <b>12,0</b> | <b>3,7</b>     | <b>4,0</b>  | <b>1,6</b>  |
| <b>Erutus-% vrt. mediaani</b>      |             |               |             | <b>-13 %</b> | <b>-9 %</b> | <b>-31 %</b> | <b>-31 %</b> | <b>3 %</b>     | <b>2 %</b> | <b>-5 %</b> | <b>0 %</b>  | <b>14 %</b>    | <b>15 %</b> | <b>56 %</b> |

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

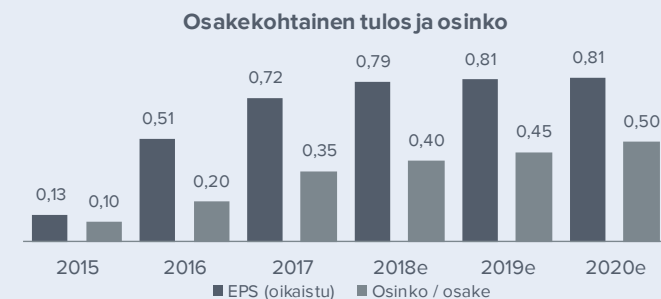
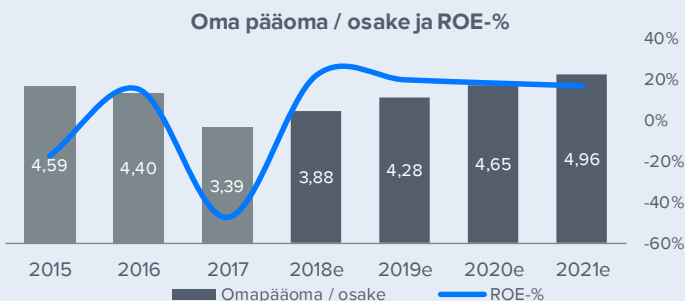
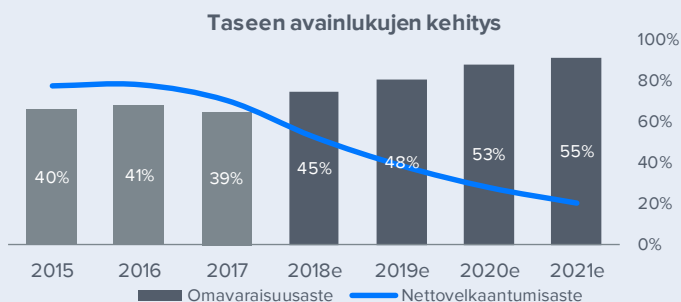
# Yhteenveto

| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 1717 | 1639 | 1433 | 1299  | 1300  | 1297  | 1289  |
| Käyttökate (EBITDA)         | 266  | 496  | -48  | 330   | 332   | 331   | 330   |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | 83   | 168  | 178  | 185   | 187   | 187   | 185   |
| Liikevoitto (EBIT)          | -124 | 197  | -239 | 185   | 187   | 187   | 185   |
| Tulos ennen veroja          | -152 | 157  | -261 | 167   | 170   | 171   | 170   |
| Nettotulos                  | -143 | 111  | -300 | 129   | 132   | 133   | 132   |
| Osakekohtainen tulos        | 0,13 | 0,51 | 0,72 | 0,79  | 0,81  | 0,81  | 0,81  |
| Vapaa kassavirta            | 55,0 | 176  | 469  | 128   | 143   | 143   | 140   |

| Avainluvut            | 2015    | 2016   | 2017    | 2018e  | 2019e  | 2020e  | 2021e  |
|-----------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%  | -9,7 %  | -4,5 % | -12,5 % | -9,4 % | 0,1 %  | -0,3 % | -0,6 % |
| Käyttökate-%          | 15,5 %  | 30,3 % | -3,4 %  | 25,4 % | 25,5 % | 25,5 % | 25,6 % |
| Oik. liikevoitto-%    | 4,9 %   | 10,2 % | 12,4 %  | 14,3 % | 14,4 % | 14,4 % | 14,3 % |
| Liikevoitto-%         | -7,2 %  | 12,0 % | -16,7 % | 14,3 % | 14,4 % | 14,4 % | 14,3 % |
| ROE-%                 | -17,4 % | 15,2 % | -47,4 % | 21,8 % | 19,8 % | 18,2 % | 16,8 % |
| ROI-%                 | -6,1 %  | 10,3 % | -17,1 % | 18,9 % | 18,5 % | 18,3 % | 17,9 % |
| Omavaraisuusaste      | 39,5 %  | 41,0 % | 38,8 %  | 44,7 % | 48,2 % | 53,0 % | 54,7 % |
| Nettovelkaantumisaste | 77,9 %  | 78,4 % | 70,6 %  | 52,7 % | 38,6 % | 28,0 % | 20,4 % |

| Osakelukuja        | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (oikaistu)     | 0,13 | 0,51 | 0,72 | 0,79  | 0,81  | 0,81  | 0,81  |
| Kassavirta / osake | 0,34 | 1,08 | 2,87 | 0,78  | 0,87  | 0,87  | 0,86  |
| Osinko / osake     | 0,10 | 0,20 | 0,35 | 0,40  | 0,45  | 0,50  | 0,52  |
| Omapääoma / osake  | 4,59 | 4,40 | 3,39 | 3,88  | 4,28  | 4,65  | 4,96  |

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016        | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17        | 2017        | Q1'18e      | Q2'18e      | Q3'18e      | Q4'18e      | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>1639</b> | <b>325</b>  | <b>421</b>  | <b>387</b>  | <b>302</b>   | <b>1433</b> | <b>267</b>  | <b>372</b>  | <b>363</b>  | <b>298</b>  | <b>1299</b> | <b>1300</b> | <b>1297</b> | <b>1289</b> |
| Media BeNe                         | 776         | 149         | 176         | 103         | 116          | 543         | 95          | 122         | 104         | 118         | 439         | 435         | 428         | 419         |
| Media Suomi                        | 581         | 144         | 145         | 131         | 151          | 571         | 140         | 148         | 129         | 146         | 563         | 563         | 561         | 555         |
| Oppiminen                          | 283         | 32          | 100         | 153         | 35           | 320         | 32          | 101         | 130         | 33          | 297         | 303         | 309         | 315         |
| Kertaluonteiset erät               | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut yhtiöt ja eliminoinnit        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>496</b>  | <b>-346</b> | <b>115</b>  | <b>120</b>  | <b>63</b>    | <b>-48</b>  | <b>56</b>   | <b>116</b>  | <b>113</b>  | <b>45</b>   | <b>330</b>  | <b>332</b>  | <b>331</b>  | <b>330</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -300        | -71         | -41         | -35         | -44          | -191        | -41         | -35         | -31         | -37         | -145        | -145        | -145        | -145        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>168</b>  | <b>11</b>   | <b>78</b>   | <b>88</b>   | <b>1</b>     | <b>178</b>  | <b>15</b>   | <b>81</b>   | <b>82</b>   | <b>8</b>    | <b>185</b>  | <b>187</b>  | <b>187</b>  | <b>185</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>197</b>  | <b>-416</b> | <b>74</b>   | <b>85</b>   | <b>19</b>    | <b>-239</b> | <b>15</b>   | <b>81</b>   | <b>82</b>   | <b>8</b>    | <b>185</b>  | <b>187</b>  | <b>187</b>  | <b>185</b>  |
| Media BeNe                         | 86          | 9           | 24          | 14          | 19           | 66          | 11          | 22          | 16          | 20          | 69          | 68          | 66          | 64          |
| Media Suomi                        | 50          | 19          | 23          | 14          | 10           | 66          | 17          | 24          | 16          | 15          | 71          | 73          | 73          | 72          |
| Oppiminen                          | 57          | -15         | 34          | 63          | -25          | 57          | -12         | 38          | 53          | -24         | 56          | 56          | 59          | 60          |
| Kertaluonteiset erät               | 29          | -427        | -4          | -3          | 17           | -417        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut yhtiöt ja eliminoinnit        | -24         | -2          | -2          | -3          | -3           | -10         | -3          | -3          | -3          | -3          | -11         | -11         | -11         | -11         |
| Nettorahoituskulut                 | -37         | -7          | -5          | -5          | -8           | -23         | -6          | -5          | -5          | -5          | -20         | -18         | -17         | -16         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>157</b>  | <b>-423</b> | <b>70</b>   | <b>81</b>   | <b>11</b>    | <b>-261</b> | <b>9</b>    | <b>77</b>   | <b>77</b>   | <b>3</b>    | <b>167</b>  | <b>170</b>  | <b>171</b>  | <b>170</b>  |
| Verot                              | -41         | -1          | -22         | -20         | 3            | -39         | -2          | -17         | -17         | -1          | -36         | -37         | -37         | -37         |
| Vähemmistöosuudet                  | -5          | 0           | 0           | 0           | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | -1          | -1          | -1          | -1          |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>111</b>  | <b>-423</b> | <b>48</b>   | <b>60</b>   | <b>14</b>    | <b>-300</b> | <b>7</b>    | <b>60</b>   | <b>60</b>   | <b>2</b>    | <b>129</b>  | <b>132</b>  | <b>133</b>  | <b>132</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,51</b> | <b>0,02</b> | <b>0,32</b> | <b>0,39</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,72</b> | <b>0,04</b> | <b>0,37</b> | <b>0,37</b> | <b>0,01</b> | <b>0,79</b> | <b>0,81</b> | <b>0,81</b> | <b>0,81</b> |
| <b>Tunnusluvut</b>                 |             |             |             |             |              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Liikevaihdon kasvu-%               | -4,5 %      | -8,1 %      | -6,5 %      | -11,7 %     | -24,3 %      | -12,5 %     | -17,9 %     | -11,6 %     | -6,2 %      | -1,3 %      | -9,4 %      | 0,1 %       | -0,3 %      | -0,6 %      |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-%      | 102 %       | 479 %       | -10,2 %     | 13,1 %      | -3,9 %       | 6,2 %       | 32,0 %      | 4,1 %       | -7,2 %      | 488 %       | 3,9 %       | 0,9 %       | 0,0 %       | -1,2 %      |
| Käyttökate-%                       | 30,3 %      | -106,5 %    | 27,3 %      | 31,0 %      | 20,8 %       | -3,4 %      | 20,9 %      | 31,3 %      | 31,1 %      | 15,2 %      | 25,4 %      | 25,5 %      | 25,5 %      | 25,6 %      |
| Oikaistu liikevoitto-%             | 10,2 %      | 3,4 %       | 18,5 %      | 22,7 %      | 0,4 %        | 14,4 %      | 5,4 %       | 21,9 %      | 22,5 %      | 2,7 %       | 14,3 %      | 14,4 %      | 14,4 %      | 14,3 %      |
| Nettotulos-%                       | 6,8 %       | -130,4 %    | 11,5 %      | 15,6 %      | 4,8 %        | -21,0 %     | 2,6 %       | 16,1 %      | 16,6 %      | 0,8 %       | 10,0 %      | 10,1 %      | 10,2 %      | 10,2 %      |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa (MEUR)              | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>      | <b>2351</b> | <b>2263</b> | <b>1309</b> | <b>1309</b> | <b>1311</b> | <b>1314</b> |
| Liikearvo                     | 1665        | 1663        | 935         | 935         | 935         | 935         |
| Aineettomat hyödykkeet        | 458         | 433         | 251         | 254         | 258         | 264         |
| Käyttöomaisuus                | 101         | 82,3        | 58,6        | 55,8        | 53,2        | 50,8        |
| Sijoitukset osakkuusrytyksiin | 33,1        | 21,3        | 20,8        | 20,8        | 20,8        | 20,8        |
| Muut sijoitukset              | 14,5        | 11,8        | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat      | 37,6        | 21,8        | 22,7        | 22,7        | 22,7        | 22,7        |
| Laskennalliset verosaamiset   | 41,3        | 29,9        | 17,3        | 17,3        | 17,3        | 17,3        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>    | <b>414</b>  | <b>343</b>  | <b>280</b>  | <b>272</b>  | <b>306</b>  | <b>287</b>  |
| Vaihto-omaisuus               | 39,5        | 41,4        | 40,5        | 39,0        | 37,7        | 36,3        |
| Muut lyhytaikaiset varat      | 5,0         | 2,2         | 2,4         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                | 271         | 256         | 217         | 214         | 215         | 214         |
| Likvidit varat                | 98,5        | 43,4        | 20,6        | 18,7        | 53,4        | 36,3        |
| <b>Taseen loppusumma</b>      | <b>2765</b> | <b>2606</b> | <b>1589</b> | <b>1581</b> | <b>1617</b> | <b>1601</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa (MEUR)             | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>1029</b> | <b>1003</b> | <b>555</b>  | <b>636</b>  | <b>703</b>  | <b>764</b>  |
| Osakepääoma                    | 71,3        | 71,3        | 71,3        | 71,3        | 71,3        | 71,3        |
| Kertyneet voittovarot          | 373         | 441         | 210         | 290         | 356         | 416         |
| Oman pääomanehtoiset lainat    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | -0,5        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 299         | 201         | 272         | 272         | 272         | 272         |
| Vähemmistöosuus                | 286         | 290         | 1,7         | 2,7         | 3,7         | 4,7         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>733</b>  | <b>382</b>  | <b>273</b>  | <b>279</b>  | <b>277</b>  | <b>227</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 62,0        | 60,1        | 38,3        | 38,3        | 38,3        | 38,3        |
| Varaukset                      | 28,2        | 25,7        | 9,0         | 9,0         | 9,0         | 9,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 507         | 239         | 196         | 202         | 200         | 150         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 136         | 56,6        | 29,4        | 29,4        | 29,4        | 29,4        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>1003</b> | <b>1222</b> | <b>762</b>  | <b>666</b>  | <b>637</b>  | <b>611</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 392         | 591         | 216         | 152         | 125         | 100,0       |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 601         | 622         | 518         | 497         | 494         | 493         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 9,4         | 9,0         | 27,6        | 18,0        | 18,0        | 18,0        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>2765</b> | <b>2606</b> | <b>1589</b> | <b>1581</b> | <b>1617</b> | <b>1601</b> |

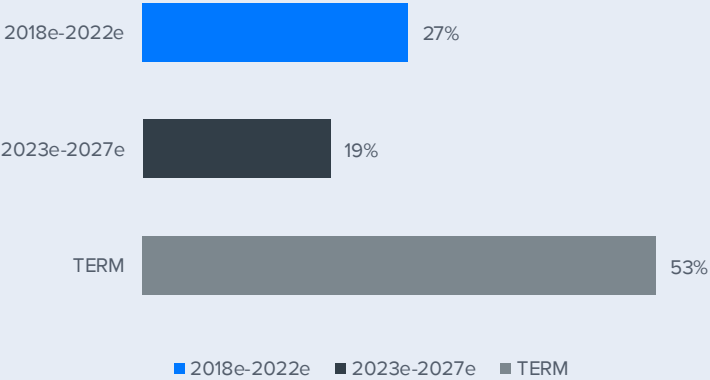
# DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017          | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | TERM        |
|------------------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>-239,0</b> | <b>185</b>  | <b>187</b>  | <b>187</b>  | <b>185</b>  | <b>180</b>  | <b>180</b>  | <b>180</b>  | <b>180</b>  | <b>180</b>  | <b>182</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                              | 191           | 145         | 145         | 145         | 145         | 148         | 150         | 152         | 153         | 155         | 156         |             |
| - Maksetut verot                               | -48,6         | -36,5       | -37,1       | -37,4       | -37,1       | -36,3       | -36,4       | -36,4       | -36,4       | -36,5       | -37,0       |             |
| - verot rahoituskuluista                       | 3,6           | -4,4        | -4,2        | -4,0        | -3,9        | -4,1        | -4,3        | -4,5        | -4,7        | -4,7        | -4,8        |             |
| + verot rahoitustuotoista                      | -0,1          | 0,1         | 0,2         | 0,3         | 0,4         | 0,7         | 1,0         | 1,2         | 1,4         | 1,5         | 1,7         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -45,7         | -24,5       | -1,7        | 0,7         | 1,1         | 3,9         | 2,6         | 2,6         | 1,3         | 1,3         | 2,6         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>-138,9</b> | <b>265</b>  | <b>289</b>  | <b>291</b>  | <b>290</b>  | <b>293</b>  | <b>294</b>  | <b>295</b>  | <b>295</b>  | <b>297</b>  | <b>301</b>  |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | -43,9         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoninvestoinnit                          | 750           | -145,0      | -146,6      | -148,1      | -149,7      | -151,3      | -152,9      | -154,6      | -156,2      | -158,1      | -160,4      |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>567</b>    | <b>120</b>  | <b>143</b>  | <b>143</b>  | <b>140</b>  | <b>142</b>  | <b>141</b>  | <b>141</b>  | <b>139</b>  | <b>139</b>  | <b>141</b>  |             |
| +/- Muut                                       | -97,8         | 8,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                               | 469           | 128         | 143         | 143         | 140         | 142         | 141         | 141         | 139         | 139         | 141         | 2223        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |               | 120         | 125         | 116         | 106         | 99,9        | 92,4        | 86,1        | 79,3        | 73,6        | 69,5        | 1098        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |               | <b>2066</b> | <b>1946</b> | <b>1822</b> | <b>1705</b> | <b>1599</b> | <b>1499</b> | <b>1407</b> | <b>1321</b> | <b>1241</b> | <b>1168</b> | <b>1098</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |               | <b>2066</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                             |               | -412,4      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                                    |               | 20,6        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                               |               | -6,7        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                         |               | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |               | <b>1681</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |               | <b>10,3</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 22,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 20,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 4,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,15   |
| Markkinoiden riski-preemio          | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio                | 0,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 8,5 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 7,4 %  |

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 neuvonantajia. 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 osavuositakausausten 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 10.2.2016  | Lisää    | 4,20 €  | 3,70 €      |
| 21.3.2016  | Vähennä  | 4,20 €  | 4,25 €      |
| 4.5.2016   | Lisää    | 5,20 €  | 4,65 €      |
| 30.5.2016  | Vähennä  | 5,20 €  | 5,21 €      |
| 28.7.2016  | Vähennä  | 7,00 €  | 7,08 €      |
| 31.10.2016 | Vähennä  | 8,50 €  | 9,17 €      |
| 8.2.2017   | Lisää    | 8,40 €  | 7,62 €      |
| 28.3.2017  | Vähennä  | 8,30 €  | 8,45 €      |
| 10.4.2017  | Vähennä  | 8,40 €  | 8,09 €      |
| 26.4.2017  | Vähennä  | 8,40 €  | 8,09 €      |
| 25.7.2017  | Lisää    | 8,40 €  | 7,66 €      |
| 7.9.2017   | Lisää    | 9,00 €  | 8,43 €      |
| 26.10.2017 | Lisää    | 10,20 € | 9,69 €      |
| 12.2.2018  | Lisää    | 10,20 € | 9,95 €      |

# Inderes



**2015**

Ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**

Suosituustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016**

Suosituustarkkuus



**2012, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

facebook.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**