

Eilinen kurssilasku oli ylireagointia

Nostamme Sanoman suosituksemme tasolle lisää (aika. vähennä) ja tarkistamme laskeneiden tulosennusteidemme myötä tavoitehintamme 8,40 euroon (aik. 8,50 euroa). Sanoman eilinen Q4-raportti jäi lievästi konsensusodotuksista ja myös yhtiön 2017 ohjeistus oli pehmeä. Eilinen kurssireaktio (-12 %) oli kuitenkin mielestämme ylireagointia ja osakkeen arvostustaso on kurssilaskun myötä laskenut järkeväksi. Näemme nykyisissä arvostuskertoimissa nousuvaraa ja mediamarkkinoiden elpyessä osakkeessa on selvää nousupotentiaalia. Vastaavasti osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa mielestämme osaltaan osakkeen laskuvaraa.

Q4-raportti ei riittänyt markkinoille

Sanoman eilinen Q4-tulos ja osinkoehdotus jäivät lievästi konsensusodotuksista, minkä lisäksi yhtiön ohjeistus vuodelle 2017 oli pehmeä. Yhtiö myös kirjasi, vastoin odotuksia, merkittäviä kertaluonteisia eriä 25 MEUR:n edestä Q4'16-tulokseen. Markkinat suhtautuivat Q4-raporttiin hyvin negatiivisesti ja kurssi laski eilen yhteensä 12 % 7,62 euroon. Mielestämme kurssireaktio oli ylireagointia, sillä yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto pysyi vakaana ja operatiivinen liikevoitto sekä operatiivinen tulos vahvistuivat vertailukaudesta. Yhtiön 2017 ohjeistus (vakaa liikevaihto, 10 %:n operatiivinen liikevoittomarginaali) ei myöskään ollut merkittävästi tulosta edeltäneiden konsensusennusteiden alapuolella. Positiivista Q4-raportissa oli mielestämme Sanoman kassavirta, mikä parantui selvästi. Liiketoiminnan rahavirta nousi vuonna 2016 noin 153,5 MEUR:oon, mikä oli selvä parannus vertailukauteen (2015: 25,5 MEUR). Vahvistuneen rahavirran ansiosta yhtiöllä on mielestämme edellytykset päästä lähivuosina tavoittelemiinsa kasvaviin osinkoihin ja odotamme yhtiön osingon nousevan selvästi lähivuosina.

Olemme hieman laskeneet lähivuosien ennusteitamme

Olemme laskeneet Sanoman lähivuosien ennusteitamme 1-4 % Q4-raportin myötä. Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan lähivuosina noin 1 %:n vuosivauhtia printtimyynnin laskun ajamana, mutta operatiivisen liikevoittomarginaalin säilyvän noin 10,3 %:n tasolla (2016: 10,2 %) yhtiön jo toteuttamien kustannussäästöohjelmien sekä mediamarkkinan lievän elpymisen avulla. Odotamme nyt vuodelta 2017 noin 0,62 euron operatiivista osakekohtaista tulosta (aik. ennuste 0,65 euroa, 2016: 0,51e) ja vuodelta 2018 edelleen noin 0,64 euron operatiivista osakekohtaista tulosta. Odotamme Sanoman osingon säilyvän vahvistuneen rahavirran ansiosta nousu-uralla ja osingon nousevan 0,30 euroon vuonna 2017 ja 0,40 euroon vuonna 2018.

Nykyinen arvostustaso laskenut järkeväksi

Sanoman kurssilaskun myötä osakkeen arvostustaso on mielestämme laskenut järkeväksi. Päivitetyillä ennusteillamme vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 12x. Kertoimet ovat alle yhtiön historiallisen tason ja myös mielestämme verrokkeihin nähden maltillisia. Näemme nykyisissä arvostuskertoimissa pientä nousuvaraa ja mediamarkkinoiden elpyessä osakkeessa voi olla myös huomattavaa nousupotentiaalia, sillä skaalautuvuuden ansiosta liikevaihdon kasvu heijastuisi tehokkaasti yhtiön tulokseen. Vastaavasti osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa mielestämme osaltaan osakkeen laskuvaraa. Tavoitehintamme heijastaa vuoden 2018 noin 13x P/E-kerrointa.

Analyytikko

Jesse Kinnunen
+358 50 373 8027
jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus

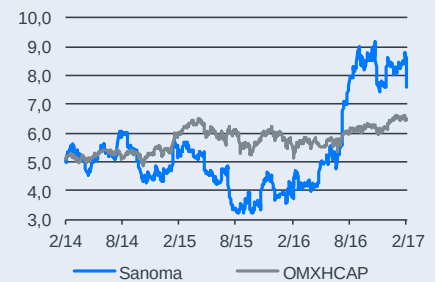
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 8,40 EUR

Edellinen: 8,50



Eilisen päätös 7,62 EUR

12 kk vaihteluväli 3,638-9,385 EUR

Potentiaali 10,2 %

Ohjeistus

Vuonna 2017 Sanoma odottaa konsernin rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon pysyvän vakaana ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan noin 10 %.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake (oik.)	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 717	-124	-7,2 %	-152	0,13	0,10	1,0	3,5	19,7	29,5	2,6 %
2016	1 639	197	12,0 %	157	0,51	0,20	1,6	5,7	15,7	16,2	2,4 %
2017e	1 616	164	10,2 %	139	0,62	0,30	1,5	4,9	14,4	12,2	3,9 %
2018e	1 600	165	10,3 %	142	0,64	0,40	1,4	4,8	13,7	11,9	5,2 %
2019e	1 595	164	10,3 %	144	0,64	0,45	1,4	4,6	13,2	11,9	5,9 %
Markkina-arvo, MEUR			1235	OPO / osake 2017e, EUR			4,84	CAGR EPS, 2016-2019, %			-2 %
Nettovelka 2017e, MEUR			678	P/B 2017e			1,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			2358	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			62,9 %	ROE 2017e, %			13,5 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2566	Omavaraisuusaste 2017e, %			42,1 %	ROCE 2017e, %			9,1 %

Q4-raportti jäi odotuksista

2017 ohjeistus oli pettymys

Sanoma Q4-raportti oli hieman konsensusodotuksia heikompi. Erityisen pettymyksen kuitenkin aiheutti yhtiön 2017 ohjeistus, mikä oli arviomme mukaan pääasiallinen syy eilisen noin 12 prosentin kurssilaskun takana. Pettymyksen aiheuttivat myös -24,6 MEUR kirjatut kertaluontoiset kulut, kun konsensus oli odottanut vain -6 MEUR:n kertaeriä Q4'16-tulokseen.

Sanoma antoi uuden ohjeistuksen vuodelle 2017 ja odottaa nyt 2017 rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon pysyvän vakaana ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan noin 10%. Näkymät perustuvat yhtiön mukaan olettamukseen, että mainosmarkkinoiden kehitys Hollannissa ja Suomessa on vuoden 2016 kehityksen mukaista. Ohjeistus oli arviomme mukaan pettymys, sillä konsensusennusteet ennen tulosta odottivat Sanoman liikevaihdon kasvavan mainosmarkkinan elpymisen mukana. Mainosmarkkinoilla Suomessa ja Hollannissa on arviomme mukaan ollut viime aikoina nähtävillä selviä elpymisen merkkejä ja ohjeistus, josta vuosi 2017 säilyy vuoden 2016 kaltaisena oli arviomme mukaan pettymys.

Sanoman Q4-liikevaihto laski vertailukaudesta 2,7 % 398 MEUR:oon ja oli linjassa 399 MEUR:n konsensusodotusten kanssa (Q4'15: 409 MEUR). Liikevaihtoa laski ydinliiketoimintoihin kuulumattomien liiketoimintojen myynti. Vertailukelpoinen liikevaihto säilyi yhtiön mukaan vakaana. Operatiivinen liikevoitto kuitenkin vahvistui vertailukaudesta 1,4 MEUR:oon (Q4'15: -8,4 MEUR) ja oli lähellä konsensuksen 1,2 MEUR:n ennustetta, mutta oman ennusteen (4,8 MEUR) alapuolella. Yhtiön mukaan parannus johtui pääasiassa kustannussäästöistä. Operatiivinen osakekohtainen tulos oli -0,07 euroa (Q4'15: -0,09 euroa), kun konsensusodotus oli 0,00e ja oma ennusteen oli -0,06 euroa. Yhtiön hallitus ehdotti 0,20 euron osakekohtaista osinkoa (2015: 0,10 euroa), mikä oli linjassa oman ennusteen kanssa, mutta hieman konsensusennusteen (0,22 euroa) alapuolella.

Media BeNe ylitti odotukset

Media BeNe:ssä painetun median myynti laski Q4'16 aikana rajusti, 13,1 % vertailukaudesta, mutta sitä hieman kompensoi digitaalisen median 2,3 %:n kasvu. Kannattavuus kuitenkin vahvistui odotettua enemmän kustannussäästöjen ajamana ja operatiivinen liikevoitto 26,8 MEUR ylitti konsensusennusteen 22,2 MEUR selvästi. Segmentin operatiivinen liikevoittomarginaali oli Sanomalle erinomainen 12,3 %.

Media Finland jäi hieman odotuksista

Media Finlandissa liikevaihto säilyi vertailukauden tasolla 152,4 MEUR:ssa (Q4'15: 152,2 MEUR) ja oli konsensusodotusten (152,7 MEUR) mukainen. Digitaalisen median liikevaihto kasvoi 7,9 %, mutta painetun median liikevaihto laski 5,2 %. Kannattavuus laski kuitenkin hieman vertailukaudesta ja jäi hienoisesti odotuksista. Operatiivinen liikevoitto oli 9,3 MEUR (Q4'15: 15,6 MEUR), kun konsensusennuste oli 11,6 MEUR. Yhtiön mukaan kannattavuuteen vaikuttivat Suunta-hankkeen kehityskustannukset sekä esimerkiksi käyttämätöntä toimistotilaa koskevat vuokravaraukset.

Learnings oli odotettua parempi

Learningsin Q4'16-liikevaihto nousi 28,0 MEUR:oon (27,3 MEUR), mikä ylitti konsensusennusteen 25,1 MEUR selvästi. Operatiivinen liikevoitto -23,8 MEUR parani vertailukaudesta (Q4'15: -24,6 MEUR) ja ylitti myös konsensusennusteen (-26,8 MEUR). Yhtiön mukaan yksikön kannattavuusparannus johtui pääosin kustannussäästöistä.

Konsernikulut olivat -10,8 MEUR ja ylittivät konsensusennusteen -5,9 MEUR selvästi. Yhtiö ei kertonut tarkkaa syytä konsernikulujen nousulle.

Ennustetaulukko	Q4'15	Q4'16	Q4'16e	Q4'16e	Konsensus		Erutus (%)	2017
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	409	398,1	393	399	393	- 403	1 %	1616
Operatiivinen liikevoitto	-8,4	1,4	4,8	1,2	-6	- 5	-71 %	164
Tulos ennen veroja	-38	-38,4	-0,3	-7,8	-16	- 0	12700 %	139
Operatiivinen EPS	-0,09	-0,07	-0,06	0,00	-0,04	- 0,25	17 %	0,62
Osinko/osake	0,20	0,20	0,20	0,22	0,10	- 0,30	0 %	0,30
Liikevaihdon kasvu-%	-2,6 %	-2,7 %	-4,0 %	-2,5 %	-4,0 %	- -1,7 %	1,3 %-yks.	-1,4 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	-2,1 %	0,4 %	1,2 %	0,3 %	-1,4 %	- 1,2 %	-0,9 %-yks.	10,2 %

Lähde: Inderes & Sanoma IR (konsensus)

Laskemme ennusteitamme n. 1-4 %:lla Q4-raportin myötä

Odotamme kannattavuuden vahvistuvan hieman lähivuosina

Olemme laskeneet Sanoman vuosien 2017-2020 ennusteitamme noin 1-4 % odotettua heikomman Q4-raportin jälkeen. Näkemyksemme mukaan mediamarkkinoiden lievä elpyminen Suomessa yhdessä yhtiön viime vuosina toteuttaman kustannussäästöohjelman kanssa tukevat Sanoman tulosta lähivuodet. Odotamme yhtiön yltävän lähivuosina noin 10,3 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (2016: 10,2 %) ja osakekohtaisen operatiivisen tuloksen nousevan noin 0,62-0,64 euron tasolle lähivuosina (2016: 0,51, aik. ennusteet noin 0,65e). 2017 ennusteemme ovat yhtiön ohjeistuksen mukaisia.

Odotamme Media BeNe:n jatkavan nykyistä suorituskyykyään lähivuodet

Sanoma arvioi Hollannin mainonnan kokonaismarkkinan kasvaneen 1 % Q4'16 aikana ja 3 % vuoden 2016 aikana (2015: +1 %). Markkina vaikuttaa elpyneen, mutta toisaalta television katseluajat laskivat selvästi vuoden 2016 aikana Hollannissa. Tämän lisäksi SBS:n katseluosuudet ovat viime aikoina laskeneet. Odotamme tämän takia Media BeNe:n digitaalisen liikevaihdon (Verkko, Mobiili ja TV) kasvavan vain noin 1 %:n vauhtia lähivuodet. Odotamme lisäksi BeNen aikakauslehtien laskun jatkuvan Q4'16 kaltaisena lähivuodet, noin -13 %:ssa per vuosi. Odotamme Media BeNen kannattavuuden säilyvän markkinan pienestä elpymisestä huolimatta lähivuosina vuoden 2016 tasolla, noin 11 %:n operatiivisessa liikevoittomarginaalissa.

Ennustamme Media Finlandin kannattavuuden nousevan hieman markkinan elpymässä

Yhtiön mukaan Suomen mainosmarkkina kasvoi 0 % Q4'16 aikana ja noin 1 % koko vuoden 2016 aikana. TNS:n tilastojen perusteella mediamainonta kasvoi vuonna 2016 noin 0,7 % ilman eduskuntavaalien vaikutusta. Mielestämme markkinoilla on havaittavissa lieviä elpymisen merkkejä. Lisäksi Media Finlandin osuus mainonnan kokonaismarkkinasta on ollut kasvussa ja Nelosen katsojaosuus on lisäksi kasvanut. Odotamme Media Finlandin painetun median liikevaihdon jatkavan noin 5 %:n

vuotuista laskua lähivuodet (2016: -5,1 %), mutta yhtiön digitaalisen median (TV, Radio, Verkko ja Mobiili) liikevaihdon kasvun (2016: +11,8 %) kompensoivan tämän laskun kokonaan ja koko Media Finlandin liikevaihdon kasvavan noin 1-3 %:n vauhtia lähivuodet. Mediamainonnan ennustamamme lievä kasvu heijastuu skaalautuvuuden ansiosta yksikön tulokseen, minkä ansiosta Media Finlandin operatiivinen liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme noin 9,0 prosentin tasolle lähivuosina (2016: 8,5 %).

Learning jatkaa tasaista tulostahtia

Oppimiskalpaista tarjoava Learning on arviomme mukaan vuositason suhteellisen vakaata ja tasaista liiketoimintaa, emmekä ennusta suuria muutoksia yksikön tulokseen vuosina 2017-2020. Sanoma vahvisti viime vuoden keskäkuussa Learning-yksikköä De Boeck-yritysohjelmalla, jonka arvioimme kasvattavan yksikön operatiivisen liikevoiton noin 57 MEUR:n tasolle vuonna 2017. Odotamme yksikön operatiivisen liikevoiton säilyvän noin 57-60 MEUR:n tasolla vuodet 2017-2020.

Konsernikulut pysyvät lähivuosina vaikaina

Sanoman konsernikulut eli Muut yhtiöt ja eliminoinnit laskivat merkittävästi viime vuonna yhtiön vuonna 2015 aloitetun 50 MEUR:n kustannussäästöohjelman ansiosta. Odotamme konsernikulujen säilyvän vakaana noin 24 MEUR:n vuositason (2016:- 24 MEUR) vuodet 2017-2020.

Ennustemuutokset	2017	2017	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1641	1616	-2 %	1634	1600	-2 %	1636	1595	-3 %
Operatiivinen liikevoitto	170	164	-4 %	170	165	-3 %	171	164	-4 %
Tulos ennen veroja	145	139	-4 %	143	142	0 %	146	144	-2 %
Operatiivinen EPS	0,65	0,62	-4 %	0,64	0,64	1 %	0,65	0,64	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %	0,40	0,45	13 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso on laskenut järkeväksi

Arvostustaso suhteellisesti ja absoluuttisesti maltillinen

Päivitetyillä ennusteillamme Sanoman vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 12x ja EV/EBIT-kertoimet vastaavasti noin 14x. Kertoimet ovat hieman alle Sanoman historiallisia 5-vuoden keskiarvotasoa (14,5x ja 16x) ja näemme niissä pientä nousuvaraa. Kansainvälisen verrokkiryhmän vastaavat keskimääräiset kertoimet ovat P/E-luvulla mitattuna lähivuosille noin 30 % Sanomaa korkeammat 16-18x. Pääomarakenne huomioiva verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet lähivuosille 12-13x ovat toisaalta kuitenkin Sanoman tasolla ja aavistuksen Sanoman kertoimia korkeammalla.

Sanoman hyväksyttäviä arvostuskertoimia laskee mielestämme tällä hetkellä yhtiön edelleen suhteellisen heikko tase (2016 omavaraisuusaste 41 %), liikearvoon (2016 taseessa noin 2,1 miljardia euroa aineettomia oikeuksia ja liikearvoa) liittyvä alaskirjausriski, sekä Suomen lähivuosien yleistoloudellisen kehitykseen liittyvä epävarmuus. Lisäksi suuret kansainväliset kilpailijat (mm. Google ja Facebook) ja toimialan trendit toimivat mielestämme pitkällä aikavälillä Sanomaa vastaan. Osakkeen arvostustason on näistä syistä johtuen mielestämme perustellusti oltava verrokkien alapuolella.

Nostamme suositustamme

Annamme Sanomalle 8,40 euron tavoitehinnan (aik. 8,50 euroa). Tavoitehintamme heijastelee operatiivisesta osakekohtaisesta tuloksesta laskettua noin 13x P/E-kerrointa ja 4,8 %:n vuoden 2018 osinkotuottoa. Sanoman eilisen voimakkaan kurssilaskun (-12 %) jälkeen osakkeen arvostustaso on mielestämme laskenut järkeväksi ja nostamme siksi osakkeen suosituksemme tasolle lisää (aikaisemmin vähennä).

Näemme nykyisissä arvostuskertoimissa pientä nousuvaraa ja mediamarkkinoiden elpyessä osakkeessa voi olla myös huomattavaa nousupotentiaalia, sillä skaalautuvuuden ansiosta liikevaihdon kasvu heijastuisi tehokkaasti yhtiön tulokseen. Vastaavasti osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa mielestämme osaltaan osakkeen laskuvaraa.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
New York Times	14,60	2198	1740	12,9	11,9	10,4	9,8	1,2	1,1	26,5	26,9	1,1	1,1	
Pearson	667,00	6413	8141	12,0	11,6	9,3	8,9	1,5	1,5	12,9	13,0	0,0	0,0	0,9
Schibsted	225,00	5520	5660	24,4	17,9	19,2	14,9	3,1	2,9	44,9	29,8	0,9	1,1	4,5
Axel Springer	46,81	5050	6534	14,8	13,0	10,4	9,4	1,9	1,9	18,8	16,9	4,0	4,2	2,3
RTL Group	69,55	10765	12202	9,5	9,0	8,2	7,8	1,9	1,8	13,7	13,1	5,7	5,6	3,2
Mediaset	3,81	4500	6030	16,5	12,1	6,5	6,0	1,6	1,6	38,5	23,5	2,0	3,0	2,0
Modern Times Group	285,20	2041	2293	13,7	11,7	12,0	10,4	1,2	1,1	18,2	15,9	4,3	4,4	4,0
ProsiebenSAT1	38,25	8912	11293	11,7	10,8	9,8	9,1	2,7	2,5	15,0	13,8	5,4	5,8	5,9
Sanoma (Inderes)	7,62	1235	2358	14,4	13,7	4,9	4,8	1,5	1,4	12,2	11,9	3,9	5,2	1,6
Keskiarvo				14,4	12,3	10,7	9,5	1,9	1,8	23,6	19,1	2,9	3,2	3,3
Mediaani				13,3	11,8	10,1	9,3	1,7	1,7	18,5	16,4	3,0	3,6	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				8 %	16 %	-51 %	-48 %	-16 %	-18 %	-34 %	-27 %	29 %	45 %	-51 %

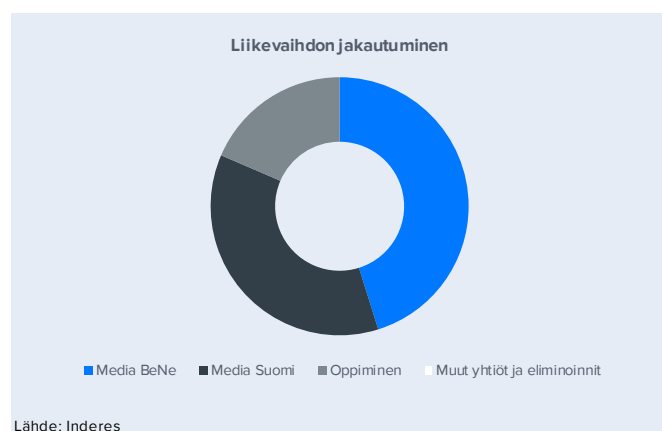
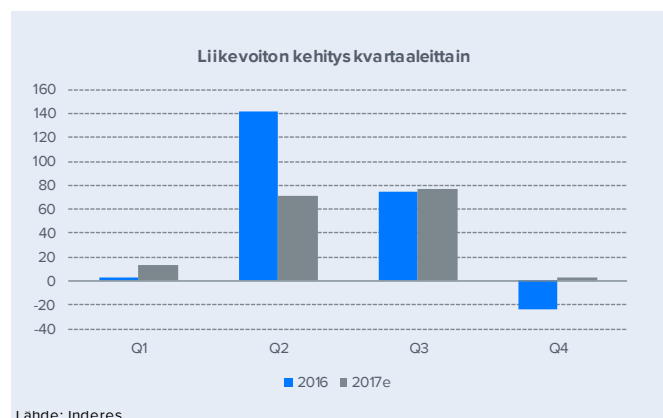
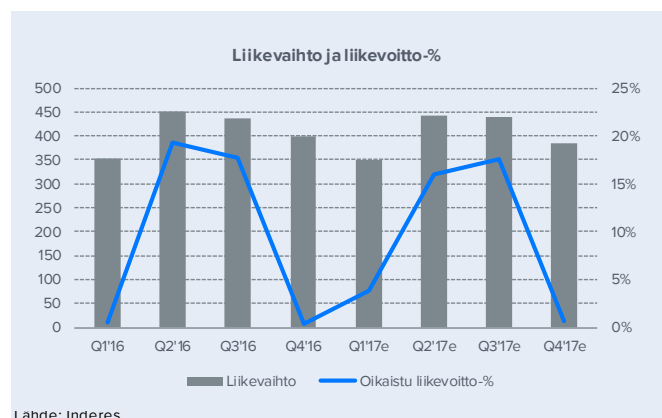
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1717	353	450	438	398	1639	350	443	438	384	1616	1600	1595
Media BeNe	830	176	203	180	218	776	170	188	171	200	730	696	671
Media Suomi	573	145	150	134	152	581	146	152	135	154	587	597	610
Oppiminen	281	33	97	125	28	283	35	103	132	30	300	307	313
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	34	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate	266	75	216	137	69	496	92	150	156	81	479	470	468
Poistot ja arvonalennukset	-389	-72	-74	-62	-92	-300	-79	-79	-79	-79	-315	-305	-304
Liikevoitto ilman kertaeriä	83	2	87	78	1	168	14	71	77	2	164	165	164
Liikevoitto	-124	3	142	75	-23	197	14	71	77	2	164	165	164
Media BeNe	64	7	30	22	27	86	19	21	19	22	80	77	74
Media Suomi	13	11	19	10	9	50	12	13	11	13	50	54	55
Oppiminen	45	-11	41	51	-24	57	-11	43	53	-27	58	58	59
Kertaluonteiset erät	-207	1	55	-3	-25	29	0	0	0	0	0	0	0
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	-38	-6	-3	-5	-11	-24	-6	-6	-6	-6	-24	-24	-24
Nettorahoituskulut	-27	-8	-9	-7	-13	-37	-7	-7	-7	-7	-26	-24	-21
Tulos ennen veroja	-152	-5	133	68	-38	157	7	65	71	-4	139	142	144
Verot	-6	5	-36	-17	6	-41	-2	-15	-16	1	-32	-32	-33
Vähemmistöosuudet	15	0	-3	-3	0	-5	-2	-2	-2	-2	-6	-6	-7
Nettotulos	-143	1	94	48	-32	111	4	48	53	-4	101	104	104
EPS (oikaistu)	0,13	-0,04	0,33	0,29	-0,07	0,51	0,03	0,30	0,33	-0,03	0,62	0,64	0,64
EPS (raportoitu)	-0,88	0,00	0,58	0,29	-0,20	0,68	0,03	0,30	0,33	-0,03	0,62	0,64	0,64

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,7 %	-7,1 %	-4,1 %	-4,5 %	-2,6 %	-4,5 %	-0,8 %	-1,4 %	0,0 %	-3,5 %	-1,4 %	-1,0 %	-0,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-29,9 %	-109,5 %	75,6 %	24,3 %	-115,9 %	101,6 %	615,8 %	-18,4 %	-0,7 %	73,0 %	-2,3 %	0,3 %	-0,2 %
Käyttökate-%	15,5 %	21,2 %	48,0 %	31,2 %	17,3 %	30,3 %	26,3 %	33,7 %	35,6 %	21,1 %	29,6 %	29,4 %	29,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	0,5 %	19,3 %	17,7 %	0,4 %	10,2 %	3,9 %	16,0 %	17,6 %	0,6 %	10,2 %	10,3 %	10,3 %
Nettotulos-%	-8,3 %	0,2 %	21,0 %	10,9 %	-8,0 %	6,8 %	1,2 %	10,9 %	12,1 %	-1,2 %	6,3 %	6,5 %	6,5 %

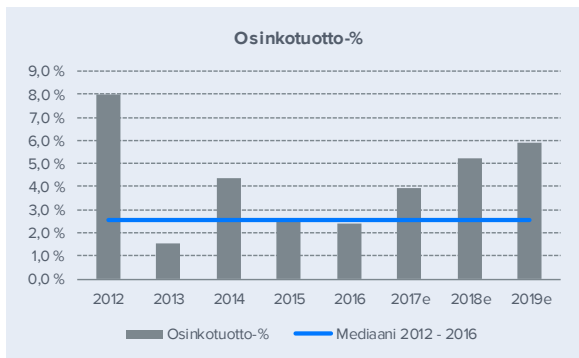
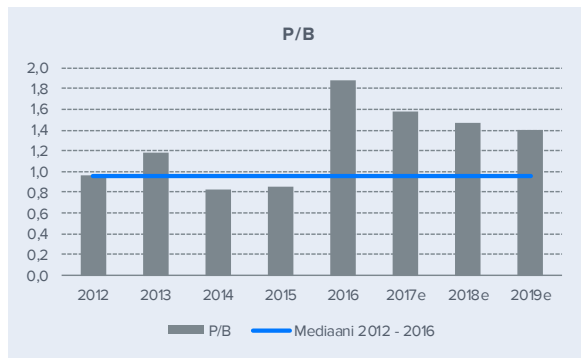
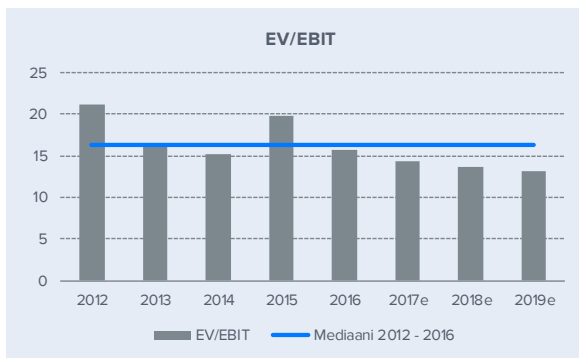
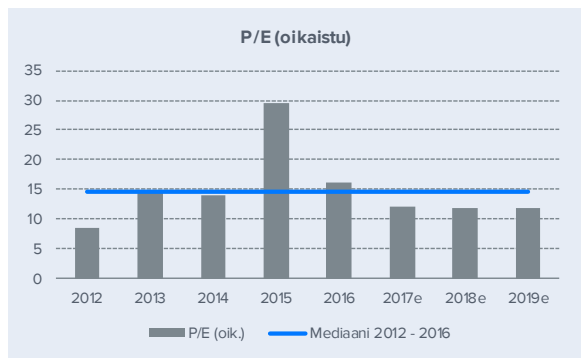
Lähde: Inderes



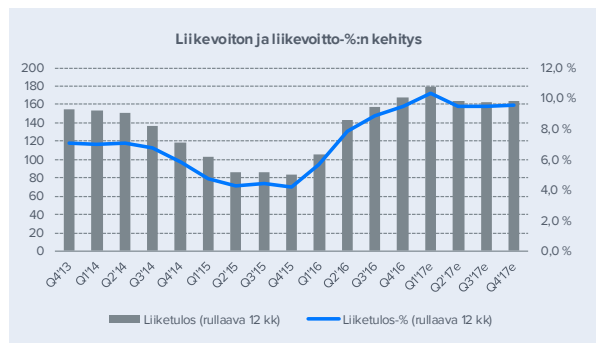
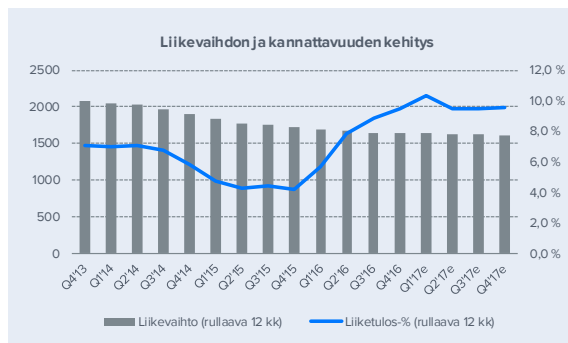
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,53	6,39	4,60	3,91	8,24	7,62	7,62	7,62
Markkina-arvo	1226	1040	749	634	1336	1235	1235	1235
Yritysarvo (EV)	2783	2518	1800	1645	2643	2358	2253	2174
P/E (oik.)	8,6	14,5	13,9	29,5	16,2	12,2	11,9	11,9
P/E	8,6	neg.	14,2	neg.	12,1	12,2	11,9	11,9
P/Kassavirta	3,9	2,7	3,1	11,5	7,6	7,9	8,3	8,3
P/B	1,0	1,2	0,8	0,9	1,9	1,6	1,5	1,4
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,9	1,0	1,6	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	6,9	3,0	4,0	3,5	5,7	4,9	4,8	4,6
EV/EBIT	21,3	16,3	15,1	19,7	15,7	14,4	13,7	13,2
Osinko/tulos (%)	68,5 %	-4,9 %	61,8 %	-11,3 %	29,3 %	48,1 %	62,6 %	70,1 %
Osinkotuotto-%	8,0 %	1,6 %	4,3 %	2,6 %	2,4 %	3,9 %	5,2 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

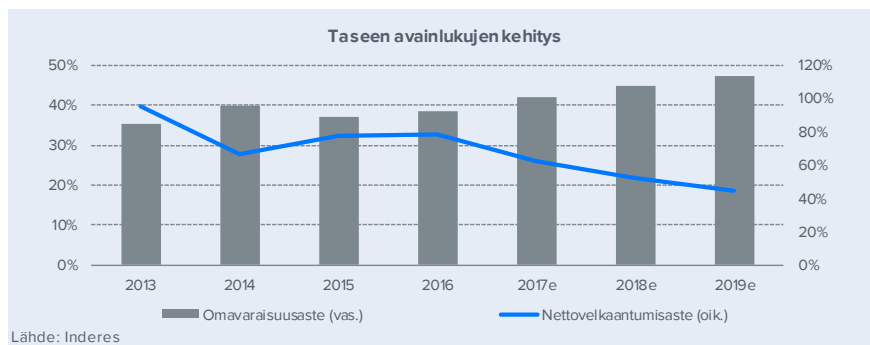


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2564	2351	2263	2228	2203
Liikearvo	1749	1665	1663	1663	1663
Aineettomat oikeudet	513	458	433	379	331
Käyttöomaisuus	125	101	82	101	124
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	23	33	21	21	21
Muut sijoitukset	105	15	12	12	12
Muut pitkäaikaiset varat	12	38	22	22	22
Laskennalliset verosaamiset	37	41	30	30	30
Vaihtuvat vastaavat	453	414	343	338	335
Varastot	45	40	41	41	40
Muut lyhytaikaiset varat	10	5	2	2	2
Myyntisaamiset	282	271	256	252	250
Likvidit varat	116	99	43	43	42
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2566	2537

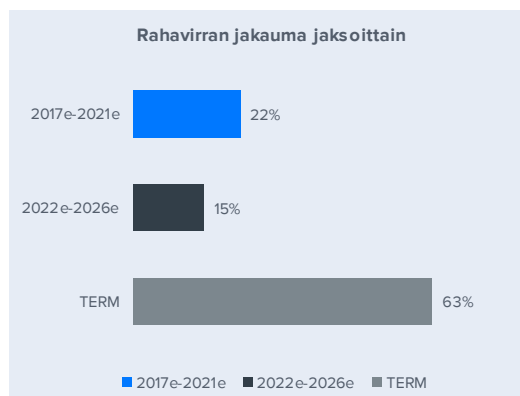
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	902	743	713	784	839
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	529	373	441	509	564
Omat osakkeet	0	-3	-2	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-1	0	0	0
Muu oma pääoma	302	302	203	203	203
Vähemmistöosuus	299	286	290	296	302
Pitkäaikaiset velat	737	733	382	575	525
Laskennalliset verovelat	78	62	60	60	60
Varaukset	2	28	26	26	26
Lainat rahoituslaitoksilta	522	507	239	433	383
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	136	136	57	57	57
Lyhytaikaiset velat	1078	1003	1222	912	872
Lainat rahoituslaitoksilta	397	392	591	288	255
Lyhytaikaiset korottomat velat	619	601	622	614	608
Muut lyhytaikaiset velat	62	9	9	9	9
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2566	2537



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	197	164	165	164	164	170	173	168	163	166	171	
+ Kokonaispoistot	300	315	305	304	272	269	270	272	265	263	269	
- Maksetut verot	-32	-32	-32	-33	-33	-34	-34	-33	-33	-34	-36	
- verot rahoituskuluista	-10	-6	-6	-5	-5	-5	-6	-5	-5	-4	-4	
+ verot rahoitusluotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	37	-4	-3	-1	0	5	6	7	7	7	9	
Operatiivinen kassavirta	492	437	429	429	398	405	410	408	398	398	409	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-82	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-235	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-283	-266	-273	-281	
Vapaa operatiivinen kassavirta	176	157	149	149	118	125	130	125	132	126	128	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	176	157	149	149	118	125	130	125	132	126	128	3122
Diskontattu vapaa kassavirta	148	132	124	92	91	89	80	79	71	67	1642	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	2614	2465	2334	2210	2119	2028	1939	1859	1780	1710	1642	
Velaton arvo DCF	2614											
- Korolliset velat		-830										
+ Rahavarat		43										
-Vähemmistöosuus		-466										
-Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF	1383											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,53											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1902	1717	1639	1616	1600
EBITDA	470	266	496	479	470
EBITDA-marginaali (%)	25	15	30	30	29
EBIT	134	-124	197	164	165
Voitto ennen veroja	91	-152	157	139	142
Nettovoitto	53	-143	111	101	104
Kertaluontoiset erät	15	-207	29	0	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2566	2537
Oma pääoma	1201	1029	1003	1079	1140
Liikearvo	1749	1665	1663	1663	1663
Korolliset velat	918	900	830	721	638

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	470	266	496	479	470
Nettokäyttöpääoman muutos	111	-50	37	-4	-3
Operatiivinen kassavirta	531	191	492	437	429
Vapaa kassavirta	245	55	176	157	149

Yhtiökuvaus
Sanoma on kuluttajamedian ja oppimisen eurooppalainen edelläkävijä. Suomessa ja Hollannissa Sanoma on markkinoiden johtava, monikanavainen media-yhtiö. Sanoman päämarkkinat oppimisessa ovat Suomi, Ruotsi, Hollanti, Belgia ja Puola. Vuonna 2015 konsernin liikevaihto oli 1,7 miljardia euroa. Sanoman osake on listattu Nasdaq Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,32	-0,88	0,68	0,62	0,64
EPS oikaistu	0,33	0,13	0,51	0,62	0,64
Operat. kassavirta per osake	3,26	1,18	3,04	2,70	2,65
Tasearvo per osake	5,54	4,59	4,40	4,84	5,17
Osinko per osake	0,20	0,10	0,20	0,30	0,40
Voitonjako, %	62	-11	29	48	63
Osinkotuotto, %	4,3	2,6	2,4	3,9	5,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,2	neg.	12,1	12,2	11,9
P/B	0,8	0,9	1,9	1,6	1,5
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,8	0,8	0,8
P/CF	1,4	3,3	2,7	2,8	2,9
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	3,8	6,2	5,3	4,9	4,8
EV/EBIT	13,5	neg.	13,4	14,4	13,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Jane ja Aatos Erkon Säätiö	24,5 %
Herlin Antti	11,0 %
Langenskiöld Lars Robin Eljas	7,5 %
Seppälä Rafaela Violet Maria	6,3 %
Helsingin Sanomien Säätiö	3,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.4.2015	Vähennä	4,70 €	4,70 €
21.7.2015	Vähennä	3,50 €	3,80 €
27.7.2015	Vähennä	3,50 €	3,57 €
21.9.2015	Vähennä	3,80 €	3,90 €
30.10.2015	Vähennä	3,80 €	3,95 €
13.1.2016	Vähennä	3,80 €	3,96 €
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 €

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 sijoitusuusituksia 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 lisäärvo malli (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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>