

Mediamarkkinan odotettua heikompi kehitys painaa ennusteitamme

Laskemme Sanoman suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää) ja tarkistamme laskeneiden tulosennusteidemme myötä tavoitehintamme 8,30 euroon (aik. 8,40 euroa). Mediamainonta on Suomessa kehittynyt odotuksiamme heikommin alkuvuonna 2017, minkä lisäksi Hollannissa TV:n katseluajat ja Sanoman katsojaosuudet ovat hieman laskeneet. Sanoman osakkeen arvostustaso on mielestämme noussut neutraaliksi emmekä pidä nykyistä korkeampia kertoimia osakkeelle perusteltuina.

Mediamainonta on kehittynyt odotuksiamme heikommin Suomessa

TNS:n mukaan mediamainonnan määrä laski Suomessa tammi-helmikuussa 5,7 % vertailukaudesta. Mediaryhmistä erityisesti printtimedian lasku oli jyrkkää (-15 %), mutta myös verkkomainonnan kasvu (+6,9 %) hidastui alkuvuonna selvästi viime vuoden keskimääräiseltä tasolta (n. +11 %). Helmikuussa oli tänä vuonna yksi päivä vähemmän, mutta tämä ei selitä kun osan laskusta. Erityisesti painetun median suurin mainostajaryhmä, vähittäiskauppa, on vähentänyt voimakkaasti panostuksiaan alkuvuonna (-19,7 %). Vähittäiskaupan toimijoiden antamien kommenttien perusteella arvioimme, että mainosinvestointien muutokset ovat pysyviä ja painetun median mainonnan määrä supistuu merkittävästi lähivuosina piristävistä taloustilanteesta huolimatta. Olemme odotuksiamme heikommista luvuista johtuen hieman laskeneet Media Finlandin lähivuosien ennusteitamme painetun median osalta.

Hollannissa TV:n katseluaikojen kehitys on ollut myös lievästi negatiivista

Hollannissa TV:n katseluajat ovat tammi-helmikuun tilastojen perusteella kokonaisuutena hieman laskeneet viime vuoden tasosta, minkä lisäksi Sanoman SBS:n markkinaosuus on hieman laskenut tammi-helmikuussa (keskimäärin noin 1 prosenttiyksikön). Olemme näistä syistä johtuen aavistuksen tarkistaneet Media BeNe:n H2'17 ennusteitamme aikaisempaa varovaisemmiksi. Tarkistimme Media BeNe:n ohella myös Learningsin ennusteitamme aikaisempaa varovaisemmaksi, sillä Puolassa tapahtunut oppimismateriaaleja koskeva lainsäädäntömuutos tulee arviomme mukaan vaikuttamaan Sanomaan myös vuonna 2017.

Osakkeen arvostus on tällä hetkellä mielestämme neutraali

Sanoman osake on noussut jo yli 10 % helmikuun pohjalukemista osingon irtoaminen huomioituna ja osakkeen arvostustaso on mielestämme noussut neutraaliksi. Nykyisillä ennusteillamme osakkeen lähivuosien P/E-luvut ovat noin 13-14x. Vastaavasti kuitenkin EV/EBIT -kertoimet ovat korkeahkot 15-16x ja selvästi kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella (13-12x). Sanoman hyväksyttäviä arvostuskertoimia laskee mielestämme yhtiön edelleen suhteellisen heikko tase (omavaraisuusaste 41 %) ja suureen liikearvoon ja aineettomiin oikeuksiin (2016: 2,1 miljardia euroa) liittyvä alaskirjausriski. Lisäksi suuret kansainväliset kilpailijat (mm. Google ja Facebook) ja toimialan trendit toimivat mielestämme pitkällä aikavälillä Sanomaa vastaan. Tavoitehintamme heijastaa noin 13x vuoden 2018 P/E-kerrointa ja lähivuosien 4-5 %:n osinkotuottoa. Korkeahko osinkotuotto arviomme mukaan osaltaan rajaa osakkeen laskurajaa nykyisestä.

Analyytikko

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



Suositus

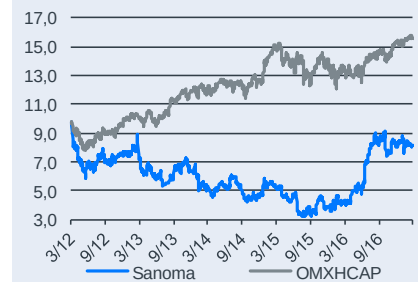
Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintana 8,30 EUR

Edellinen: 8,40



Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös 8,45 EUR

12 kk vaihteluväli 3,98-9,385 EUR

Potentiaali -1,8 %

Ohjeistus

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

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake (oik.)	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	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	1 608	157	9,7 %	132	0,59	0,30	1,6	5,4	16,3	14,4	3,6 %
2018e	1 591	164	10,3 %	141	0,63	0,40	1,5	5,2	14,9	13,3	4,7 %
2019e	1 583	163	10,3 %	143	0,64	0,45	1,5	5,1	14,5	13,3	5,3 %
Markkina-arvo, MEUR			1370	OPO / osake 2017e, EUR			4,80	CAGR EPS, 2016-2019, %			-2 %
Nettovelka 2017e, MEUR			686	P/B 2017e			1,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			2554	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			63,9 %	ROE 2017e, %			12,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2564	Omavaraisuusaste 2017e, %			41,9 %	ROCE 2017e, %			8,7 %

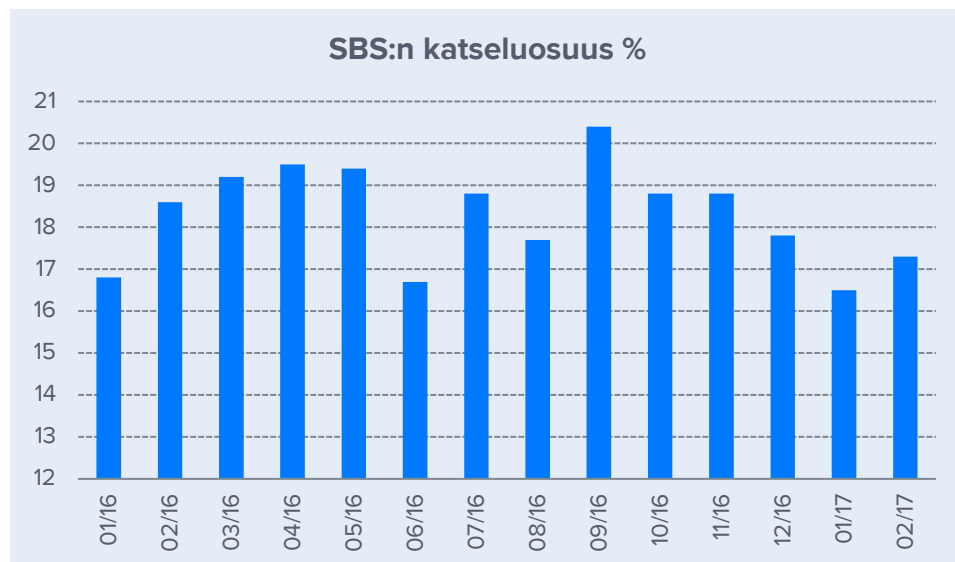
Ennustemuutokset

Laskemme ennusteitamme hieman

Sanoman kuluvan vuoden ennusteemme laskivat ennustemuutoksillamme yhteensä noin 5 % ja lähivuosien ennusteemme noin 1 % operatiivisen liikevoiton osalta. Ennusteidemme mukaisesti odotamme yhtiön nyt yltävän kuluvalta vuodelta noin 9,7 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (aik. 10,2 %) ja noin 0,59 euron oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen (aikaisempi ennuste 0,62 euroa, 2016: 0,51 euroa). Ennusteemme ovat edelleen Sanoman ohjeistuksen mukaisia, sillä yhtiö itse ohjeistaa noin 10 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia kuluvalta vuodelta.

Ennustemuutokset	2017	2017	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1616	1608	0 %	1600	1591	-1 %	1595	1583	-1 %
Operatiivinen liikevoitto	164	157	-5 %	165	164	0 %	164	163	-1 %
Tulos ennen veroja	139	132	-5 %	142	141	-1 %	144	143	-1 %
Operatiivinen EPS	0,62	0,59	-6 %	0,64	0,63	-1 %	0,64	0,64	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes



Lähde: SKO

Arvostuskertoimet

Liikearvon alaskirjausriski ja suhteellisesti mielestämme heikko tase laskevat hyväksyttäviä kertoimia

Päivitetyillä ennusteillamme Sanoman vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 13-14x ja EV/EBIT-kertoimet vastaavasti noin 15-16x. Kertoimet ovat hieman alle Sanoman historiallisia 5-vuoden keskiarvotasojä (14,5x ja 16,3x). Kansainvälisen verrokkiryhmän vastaavat keskimääräiset kertoimet ovat P/E-luvulla mitattuna lähivuosille noin 20 % Sanomaa korkeammat 16-18x. Pääomarakenne huomioiva verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet, mitkä ovat olennaisia Sanomalle, ovat lähivuosille 12-13x kuitenkin selvästi (23 %) Sanomaa korkeampia.

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.

Arvostustaso on mielestämme neutraali

8,30 euron tavoitehintamme heijastelee operatiivisesta osakekohtaisesta tuloksesta laskettua noin 13x P/E-kerrointa ja 4,8 %:n vuoden 2018 osinkotuottoa. Sanoman viimeisen reilun kuukauden voimakkaan kurssinousun (+10 % osingon irtoamisen kanssa) jälkeen osakkeen arvostustaso on mielestämme nyt neutraali.

Mediamarkkinoiden elpyessä osakessa voi olla myös huomattavaa nousupotentiaalia, sillä skaalautuvuuden ansiosta liikevaihdon kasvu heijastuisi tehokkaasti yhtiön tulokseen. Viimeaikaisen Suomen mediamarkkinan heikko kehitys pitää meidät silti toistaiseksi varovaisina ennusteissamme ja näkemyksessämme. Osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa kuitenkin mielestämme osaltaan osakkeen laskuvaraa nykyisestä.

	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
Alma Media	5,18	427	504	12,5	11,2	9,1	8,4	1,5	1,3	15,2	14,9	3,9	4,4	3,2
New York Times	14,25	2117	1835	13,3	12,1	9,6	8,9	1,4	1,3	26,0	24,7			
Pearson plc	7,93	6235	7175							12,8	13,0	3,2	3,0	
Schibsted	218,10	5103	5252	24,5	17,8	19,0	14,9	3,0	2,8	47,6	29,4	0,9	1,0	4,5
Axel Springer	51,50	5557	7013	13,9	12,3	10,6	9,5	2,0	1,9	19,7	18,0	3,8	3,9	2,4
RTL Group	74,11	11460	12512	10,1	9,5	8,7	8,1	1,9	1,8	14,9	14,4	5,4	5,2	3,4
Mediaset	3,85	4552	6082	19,0	12,6	13,6	10,4	1,8	1,7	43,0	22,0	1,9	2,8	2,0
Modern Times Group	308,40	2164	2416	14,4	12,6	12,4	10,9	1,2	1,1	19,8	17,6	4,0	4,1	4,2
ProsiebenSAT1	40,59	9457	11840	12,2	11,2	10,0	9,3	2,6	2,4	16,3	15,0	5,0	5,4	6,2
Alma Media	5,18	427	504	12,5	11,2	9,1	8,4	1,5	1,3	15,2	14,9	3,9	4,4	3,2
Sanoma (Inderes)	8,45	1370	2554	16,3	14,9	5,4	5,2	1,6	1,5	14,4	13,3	3,6	4,7	1,8
Keskiarvo				14,7	12,3	11,3	9,9	1,9	1,7	23,1	18,4	3,5	3,8	3,7
Mediaani				13,3	12,1	10,0	9,3	1,8	1,7	18,0	16,3	3,9	4,1	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				23 %	23 %	-46 %	-44 %	-9 %	-8 %	-20 %	-18 %	-9 %	14 %	-47 %

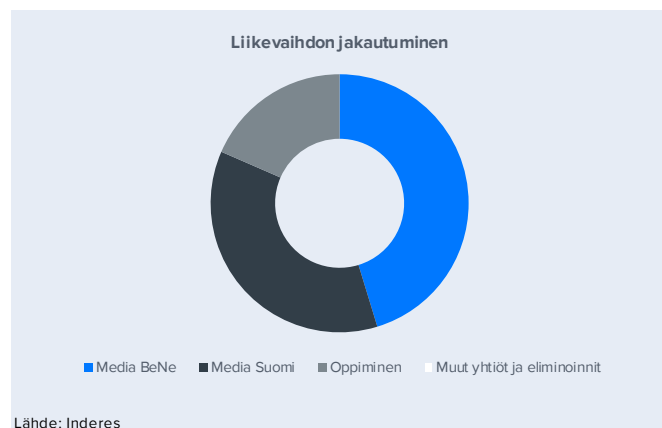
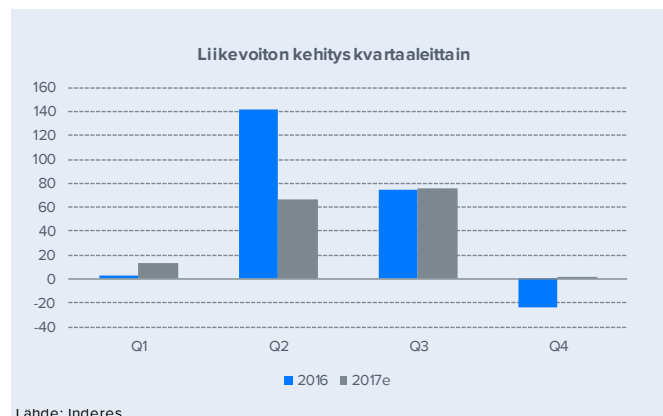
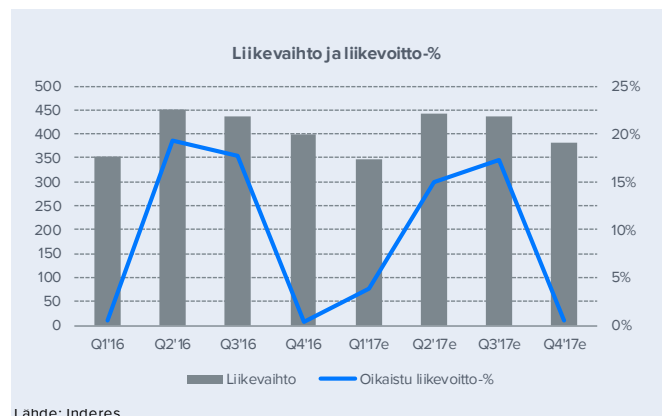
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

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	346	442	438	383	1608	1591	1583
Media BeNe	830	176	203	180	218	776	170	188	171	199	728	695	670
Media Suomi	573	145	150	134	152	581	142	152	135	154	583	590	601
Oppiminen	281	33	97	125	28	283	34	101	132	30	297	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	145	154	81	471	469	467
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	13	66	75	2	157	164	163
Liikevoitto	-124	3	142	75	-23	197	13	66	75	2	157	164	163
Media BeNe	64	7	30	22	27	86	19	21	17	20	76	76	74
Media Suomi	13	11	19	10	9	50	12	13	11	13	49	53	54
Oppiminen	45	-11	41	51	-24	57	-11	38	53	-25	55	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	-22
Tulos ennen veroja	-152	-5	133	68	-38	157	7	60	69	-4	132	141	143
Verot	-6	5	-36	-17	6	-41	-2	-14	-16	1	-30	-32	-33
Vähemmistöosuudet	15	0	-3	-3	0	-5	-2	-2	-2	-2	-6	-6	-7
Nettotulos	-143	1	94	48	-32	111	4	45	52	-5	95	103	103
EPS (oikaistu)	0,13	-0,04	0,33	0,29	-0,07	0,51	0,02	0,27	0,32	-0,03	0,59	0,63	0,64
EPS (raportoitu)	-0,88	0,00	0,58	0,29	-0,20	0,68	0,02	0,27	0,32	-0,03	0,59	0,63	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 %	-2,0 %	-1,8 %	-0,1 %	-3,8 %	-1,9 %	-1,0 %	-0,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-29,9 %	-109,5 %	75,6 %	24,3 %	-115,9 %	101,6 %	597,5 %	-24,0 %	-3,0 %	40,0 %	-6,7 %	4,6 %	-0,4 %
Käyttökate-%	15,5 %	21,2 %	48,0 %	31,2 %	17,3 %	30,3 %	26,6 %	32,8 %	35,2 %	21,1 %	29,3 %	29,5 %	29,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	0,5 %	19,3 %	17,7 %	0,4 %	10,2 %	3,8 %	15,0 %	17,2 %	0,5 %	9,7 %	10,3 %	10,3 %
Nettotulos-%	-8,3 %	0,2 %	21,0 %	10,9 %	-8,0 %	6,8 %	1,1 %	10,1 %	11,8 %	-1,3 %	5,9 %	6,5 %	6,5 %

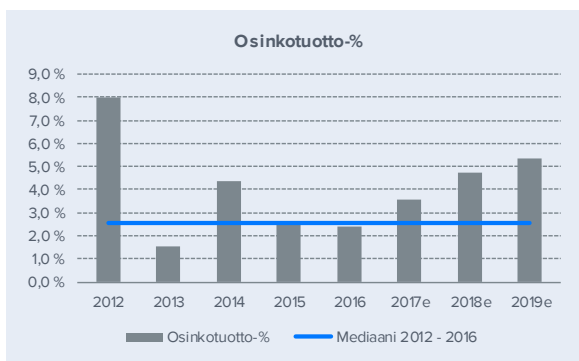
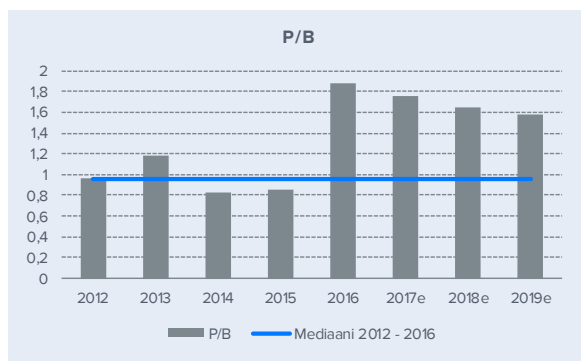
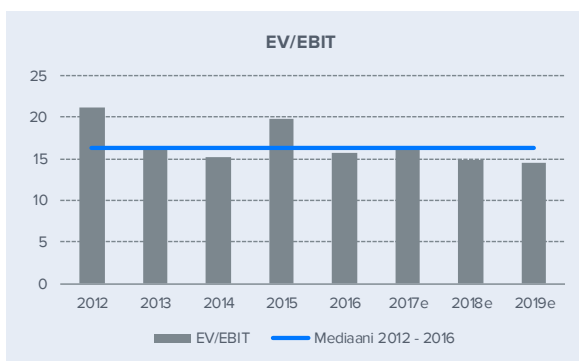
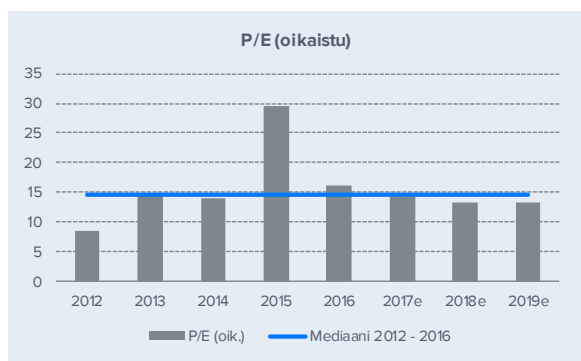
Lähde: Inderes



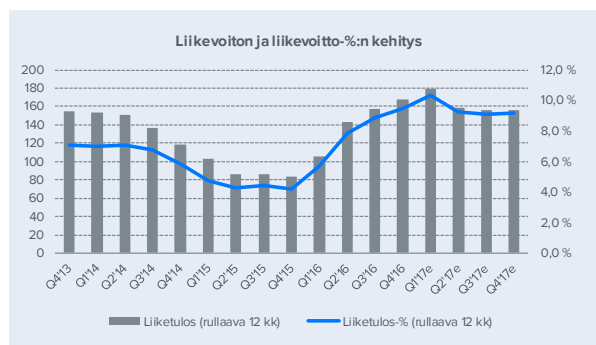
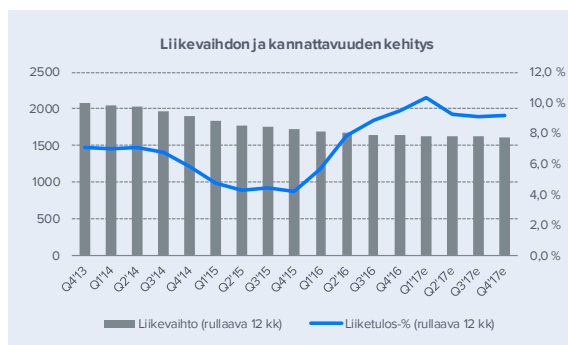
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,53	6,39	4,60	3,91	8,24	8,45	8,45	8,45
Markkina-arvo	1226	1040	749	634	1336	1370	1370	1370
Yritysarvo (EV)	2783	2518	1800	1645	2643	2554	2448	2370
P/E (oik.)	8,6	14,5	13,9	29,5	16,2	14,4	13,3	13,3
P/E	8,6	neg.	14,2	neg.	12,1	14,4	13,3	13,3
P/Kassavirta	3,9	2,7	3,1	11,5	7,6	9,1	9,3	9,3
P/B	1,0	1,2	0,8	0,9	1,9	1,8	1,6	1,6
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,9	1,0	1,6	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	6,9	3,0	4,0	3,5	5,7	5,4	5,2	5,1
EV/EBIT	21,3	16,3	15,1	19,7	15,7	16,3	14,9	14,5
Osinko/tulos (%)	68,5 %	-4,9 %	61,8 %	-11,3 %	29,3 %	51,0 %	63,1 %	70,8 %
Osinkotuotto-%	8,0 %	1,6 %	4,3 %	2,6 %	2,4 %	3,6 %	4,7 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

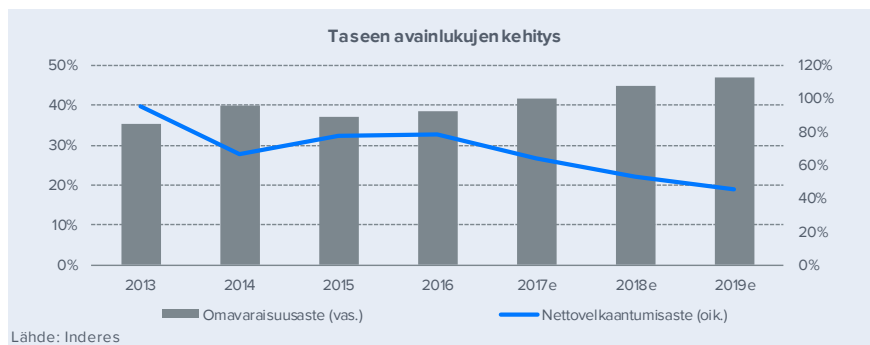


Tase ja kassavirtalaskelma

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	336	333
Varastot	45	40	41	41	40
Muut lyhytaikaiset varat	10	5	2	2	2
Myyntisaamiset	282	271	256	251	248
Likvidit varat	116	99	43	43	42
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2564	2536

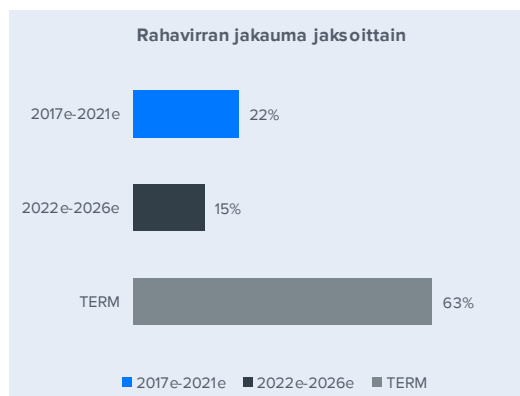
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	902	743	713	778	832
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	529	373	441	503	558
Omat osakkeet	0	-3	-2	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-1	0	0	0
Muu oma pääoma	302	302	203	203	203
Vähemmistöosuus	299	286	290	296	302
Pitkäaikaiset velat	737	733	382	579	530
Laskennalliset verovelat	78	62	60	60	60
Varaukset	2	28	26	26	26
Lainat rahoituslaitoksilta	522	507	239	437	388
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	136	136	57	57	57
Lyhytaikaiset velat	1078	1003	1222	911	872
Lainat rahoituslaitoksilta	397	392	591	291	258
Lyhytaikaiset korottomat velat	619	601	622	611	605
Muut lyhytaikaiset velat	62	9	9	9	9
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2564	2536



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	197	157	164	163	163	168	172	167	162	165	169	
+ Kokonaispoistot	300	315	305	304	272	269	270	272	263	261	266	
- Maksetut verot	-32	-30	-32	-33	-33	-33	-34	-33	-32	-34	-35	
- verot rahoituskuluista	-10	-6	-6	-5	-5	-6	-6	-6	-5	-4	-4	
+ verot rahoitusluotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöomaiman muutos	37	-5	-3	-2	0	5	6	7	7	7	9	
Operatiivinen kassavirta	492	430	428	428	397	404	409	407	394	395	405	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-82	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-235	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-279	-264	-271	-278	
Vapaa operatiivinen kassavirta	176	150	148	148	117	124	129	128	130	124	127	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	176	150	148	148	117	124	129	128	130	124	127	3094
Diskontattu vapaa kassavirta		143	132	123	91	91	89	82	79	70	67	1642
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	2610	2467	2335	2212	2121	2030	1941	1859	1780	1709	1642	
Velaton arvo DCF	2610											
- Korolliset velat		-830										
+ Rahavarat		43										
- Vähemmistöosuus		-520										
- Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF	1325											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,17											

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	1608	1591
EBITDA	470	266	496	471	469
EBITDA-marginaali (%)	25	15	30	29	29
EBIT	134	-124	197	157	164
Voitto ennen veroja	91	-152	157	132	141
Nettovoitto	53	-143	111	95	103
Kertaluontoiset erät	15	-207	29	0	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	2564	2536
Oma pääoma	1201	1029	1003	1074	1134
Liikearvo	1749	1665	1663	1663	1663
Korolliset velat	918	900	830	728	646

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	470	266	496	471	469
Nettokäyttöpääoman muutos	111	-50	37	-5	-3
Operatiivinen kassavirta	531	191	492	430	428
Vapaa kassavirta	245	55	176	150	148

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	0,59	0,63
EPS oikaistu	0,33	0,13	0,51	0,59	0,63
Operat. kassavirta per osake	3,26	1,18	3,04	2,65	2,64
Tasearvo per osake	5,54	4,59	4,40	4,80	5,13
Osinko per osake	0,20	0,10	0,20	0,30	0,40
Voitonjako, %	62	-11	29	51	63
Osinkotuotto, %	4,3	2,6	2,4	3,6	4,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,2	neg.	12,1	14,4	13,3
P/B	0,8	0,9	1,9	1,8	1,6
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,8	0,9	0,9
P/CF	1,4	3,3	2,7	3,2	3,2
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	3,8	6,2	5,3	5,4	5,2
EV/EBIT	13,5	neg.	13,4	16,3	14,9

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 €
28.3.2017	Vähennä	8,30 €	8,45 €

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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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 omistussuosuuksia 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/>