

Printtimainonnan lasku painaa ennusteita

Toistamme Alma Median vähennä-suosituksen ja laskemme osakkeen tavoitehintaa 5,30 euroon (aik. 5,40 euroa). Mainonnan kehitys on jäänyt piristyneestä taloustilanteesta huolimatta alkuvuonna selvästi odotuksiamme heikommaksi, minkä vuoksi olemme laskeneet hieman Alma Median tulosenennusteita. Odotamme yhtiöltä digitaalisten liiketoimintojen kasvun ja parantuvan tehokkuuden myötä yhä selvää tuloskasvua lähivuosina, mutta osakkeen arvostustaso on lyhyellä tähtäimellä neutraali.

Mediamainonnan kehitys heikkoa alkuvuonna

TNS:n mukaan mediamainonnan määrä laski Suomessa tammi-helmikuussa 5,7 % vertailukaudesta. Suurimmista mediaryhmistä eritoten sanomalehtimedian lasku oli jyrkkää (-15,3 %), mutta myös verkkomainonnan kasvu (+6,9 %) hidastui alkuvuonna selvästi viime vuoden keskimääräiseltä tasolta (n. +11 %). Helmikuussa oli tänä vuonna yksi päivä vähemmän, mikä selittää kuitenkin vain 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 piristyvistä taloustilanteesta huolimatta.

Digitaalisten liiketoimintojen kasvanut skaala ja tehokkuuden kasvu tukevat tulosta

Printtimainonta muodostaa nykyisellään enää alle 20 % Alma Median tuotoista, joten sen odotuksia heikompi markkinakehitys vaikuttaa tulosenennusteisiimme kokonaisuutena suhteellisen vähän. Alma Median liikevaihdosta n. 40 % ja tuloksesta yli 60 % muodostuu vahvasti kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden kasvunäkymät ovat näkemyksemme mukaan edelleen vahvat. Lisäksi Alma Median kannattavuutta tukee kuluvana vuonna Talentum-yritysoston synergiaetujen täysimääräisen realisoitumisen myötä parantuva kustannustehokkuus, laskevat konsernikulut, sekä sanomalehtien kustantamiseen keskittyneen Regionsin tehostustoimet.

Ennustelaskusta huolimatta odotamme selvää tuloskasvua lähivuosille

Laskimme alkuvuoden heikon mediamainonnan kehityksen myötä Alma Median vuosien 2017-2018 liikevaihtoennusteita noin prosentin ja liikevoittoennusteita noin 2 %. Ennustamme nyt Alma Median liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 0,9 % 356 MEUR:oon (aik. 359 MEUR) ja oikaistun liikevoiton 16 % (aik. +18,5 %) 41,0 MEUR:oon (aik. 41,8 MEUR). Konsensuksen liikevoittoennusteet ovat noin 42-43 MEUR:n tasolla, joten näemme niissä omien ennusteidemme pohjalta lievää laskupainetta. Vuodelle 2018 ennustamme 359 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 361 MEUR) ja 41,7 MEUR:n liikevoittoa (aik. 42,6 MEUR). EPS-ennusteemme vuosille 2017-2018 ovat 0,33 ja 0,34 euroa.

Arvostustaso neutraali

Nykyiset tuloskasvunäkymät ja vahva kassavirta huomioiden pidämme Alma Median osakkeelle hyväksyttävänä arvostustasona P/E 15-16x ja EV/EBITDA 9-10x. Päivitettyillä ennusteillamme osakkeen P/E on vuodelle 2017 15,8x ja EV/EBITDA 9,7x, joten emme näe osakkeessa tällä hetkellä nousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä. Myös noin 5,30 euron osien summa ja 5,44 euron DCF-laskelma tukevat nykyistä arvostustasoa.

Analyttikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

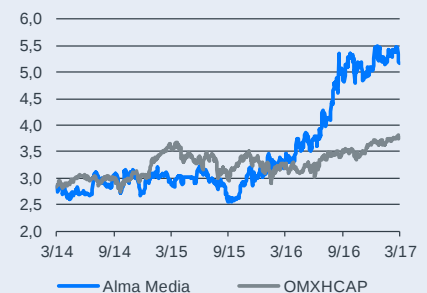
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 5,30 EUR

Edellinen: 5,40



Eiilisen päätös 5,25 EUR

12 kk vaihteluväli 3,23-5,5 EUR

Potentiaali 1,0 %

Ohjeistus

Alma Media ohjeistaa vuodelle 2017 vakaata liikevaihtoa (2016: 353 MEUR) ja kasvua oikaistuun liikevoittoon (2016: 35,2 MEUR).

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	292	18	6,1 %	17	0,12	0,12	1,2	8,5	14,5	14,3	4,0 %
2016	353	27	7,6 %	25	0,21	0,16	1,6	9,9	15,8	16,4	3,2 %
2017e	356	41	11,5 %	40	0,33	0,22	1,6	9,7	13,6	15,8	4,2 %
2018e	359	42	11,6 %	40	0,34	0,26	1,4	8,4	11,9	15,5	5,0 %
2019e	361	42	11,8 %	41	0,34	0,30	1,3	8,1	11,3	15,4	5,7 %
Markkina-arvo, MEUR			433	OPO / osake 2017e, EUR			1,61	CAGR EPS, 2016-2019, %			18 %
Nettovelka 2017e, MEUR			46	P/B 2017e			3,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			559	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			30,2 %	ROE 2017e, %			21,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			335	Omavaraisuusaste 2017e, %			48,2 %	ROCE 2017e, %			18,8 %

Ennustemuutokset

Laskimme erityisesti Regionsin ennusteita heikon mainonnan kehityksen johdosta

Alma Media ohjeistaa vuodelle 2017 vakaata liikevaihtoa (2016: 353 MEUR) ja kasvua oikaistun liikevoittoon (2016: 35,2 MEUR).

Laskimme alkuvuoden heikon mediamainonnan kehityksen myötä Alma Median vuosien 2017-2018 liikevaihtoennusteita noin prosentin ja liikevoittoennusteita noin 2 %. Ennustamme nyt Alma Median liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 0,9 % 356 MEUR:oon (aik. 359 MEUR) ja oikaistun liikevoiton 16 % (aik. +18,5 %) 41,0 MEUR:oon (aik. 41,8 MEUR). Konsensuksen liikevoittoennusteet ovat noin 42-43 MEUR:n tasolla, joten näemme niissä omien ennusteidemme pohjalta lievää laskupainetta.

Liikevaihdon osalta odotamme Alma Median jatkavan kaksijakoista kehitystä. Markets jatkaa vahvaa kasvua (+12 %)

itäisen Keski-Euroopan maiden vahvan talouskehityksen sekä Suomen talouden piristyvän kasvun ajama, mutta muiden segmenttien liikevaihto pysyy ennallaan tai laskee hieman.

Ennusteessamme oikaistua liikevoittoa nostaa Marketsille odottamamme 27 %:n vertailukelpoisen liikevoiton kasvu. Lisäksi kannattavuutta nostaa laskevat konsernierät (-15 %), News&Lifen lievä tuloskasvu (+1 %) ja Talentin operatiivinen kannattavuusparannus (+8 %). Regionin liikevoiton odotamme nyt laskevan 27 % vertailukaudesta mainosmyynnin jyrkentyvän laskun ajamana.

Vuoden 2017 osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 0,33 euroa (2016: raportoitu 0,20 euroa ja oikaistu 0,31 euroa).

Vuodelle 2018 ennustamme 359 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 361 MEUR), 41,7 MEUR:n liikevoittoa (aik. 42,6 MEUR), sekä 0,34 euron osakekohtaista tulosta (aik. 0,35 euroa).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	359	356	-1 %	361	359	-1 %	362	361	0 %
Käyttökate	58,4	57,6	-1 %	60,0	59,2	-1 %	59,2	58,7	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,8	41,0	-2 %	42,6	41,7	-2 %	43,0	42,4	-1 %
Liikevoitto	41,8	41,0	-2 %	42,6	41,7	-2 %	43,0	42,4	-1 %
Tulos ennen veroja	40,5	39,7	-2 %	41,3	40,5	-2 %	41,8	41,2	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,34	0,33	-2 %	0,35	0,34	-2 %	0,35	0,34	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	0 %	0,26	0,26	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
ALMA MEDIA CORP	5,2	425	502	11,7	10,5	8,4	7,7	1,4	1,4	15,3	14,4	3,7	4,3	3,1
AXEL SPRINGER SE	51,1	5510	6967	14,9	13,7	10,8	9,8	2,0	2,0	20,0	18,2	3,7	3,9	2,4
AUTO TRADER GROUP PLC	390,1	4402	4809	20,4	18,3	19,7	17,7	13,4	12,5	25,3	22,3	1,3	1,4	
CARSales.COM LTD	11,0	1859	1983	16,1	14,5	15,4	13,9	7,7	7,1	22,6	20,2	3,6	4,0	9,5
HOLIDAYCHECK GROUP AG	2,6	149	116	120,7	18,6	16,4	9,5	1,0	0,9	196,9	34,1	0,2	0,4	0,9
REA GROUP LTD	58,5	5391	5616	22,6	18,7	20,0	16,9	11,9	10,3	32,4	26,4	1,6	2,0	8,3
RIGHTMOVE PLC	4001,0	4296	4275	20,3	18,4	20,2	18,2	15,3	14,0	25,4	22,7	1,4	1,6	800,2
SCOUT24 AG	32,6	3502	4131	17,7	14,7	15,7	13,3	8,5	7,8	23,9	20,0	1,2	1,6	3,3
SEEK LTD	15,7	3810	4331	19,4	16,2	16,3	13,8	6,2	5,4	26,7	23,5	2,8	3,0	3,9
TRADE ME GROUP LTD	5,1	1312	1377	15,8	14,4	13,5	12,2	8,9	8,2	22,1	19,6	3,5	4,0	2,2
ZPG PLC	369,0	1874	2043	23,3	19,2	19,8	16,7	7,5	6,7	26,4	22,4	1,5	1,8	6,4
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1,7	444	803	10,0	8,9	6,7	6,2	0,6	0,6	14,2	11,8	1,7	2,5	1,4
FUTURE PLC	181,0	77	76			9,4	5,6	0,9	0,9	17,2	9,6		8,3	
NEW YORK TIMES CO-A	14,3	2113	1640	12,4	11,4	9,9	9,4	1,1	1,1	25,9	26,2	1,1	1,1	
RCS MEDIAGROUP SPA	1,2	608	969	13,7	9,6	7,7	6,1	1,0	1,0	17,4	10,7			4,3
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	715,5	2957	3935	12,9	12,5	10,4	9,9	1,9	1,9	13,4	12,5	3,2	3,4	5,1
TAMEDIA AG-REG	152,5	1511	1760	12,2	10,7	8,0	7,3	1,9	1,9	16,9	15,8	3,0	3,0	1,0
TELEGRAAF MEDIA GROEP NV-CV	6,4	298	297	10,4	10,8	11,9	7,6	0,7	0,7	46,0	18,4	0,9	2,8	1,2
ILKKA-YHTYMA OYJ-II	2,9	75	115	9,9	9,4	8,8	8,4	3,0	3,1	7,7	7,3	6,5	6,9	1,0
INDEPENDENT NEWS & MEDIA PLC	0,1	167	82	1,6	1,1	1,4	0,9	0,3	0,3	5,0	5,0			1,7
JOHNSTON PRESS PLC	21,0	26	190	6,3	6,7	4,9	5,2	0,7	0,8	1,4	1,9			
Alma Media (Inderes)	5,25	433	559	13,6	11,9	9,7	8,4	1,6	1,4	15,8	15,5	4,2	5,0	3,3
Keskiarvo				19,6	12,9	12,2	10,3	4,6	4,2	28,7	17,3	2,4	3,1	50,3
Mediaani				14,3	13,1	10,8	9,5	1,9	1,9	22,1	18,4	1,7	2,9	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-9 %	-10 %	-12 %	-18 %	-28 %	-28 %	-16 %	145 %	72 %	6 %

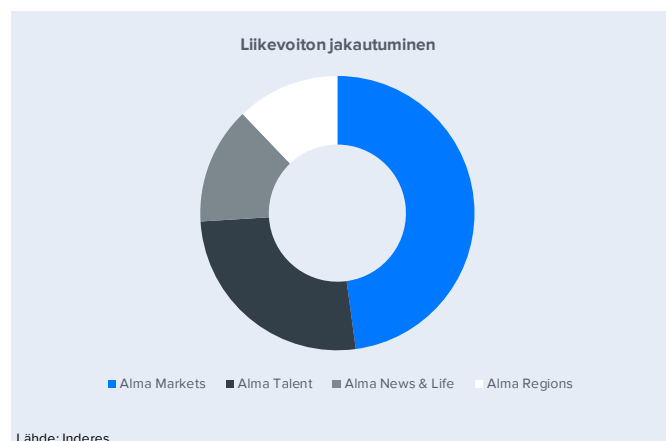
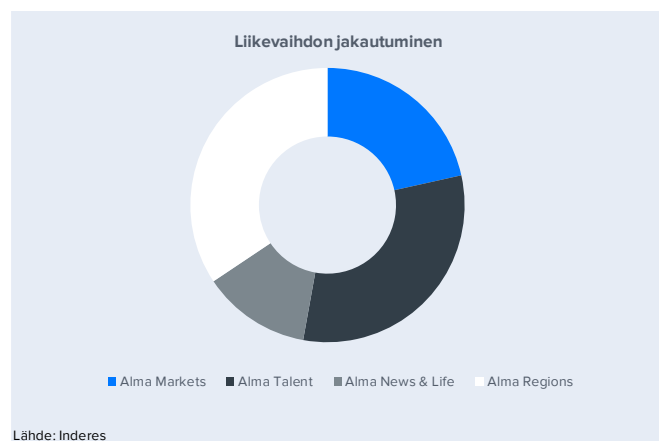
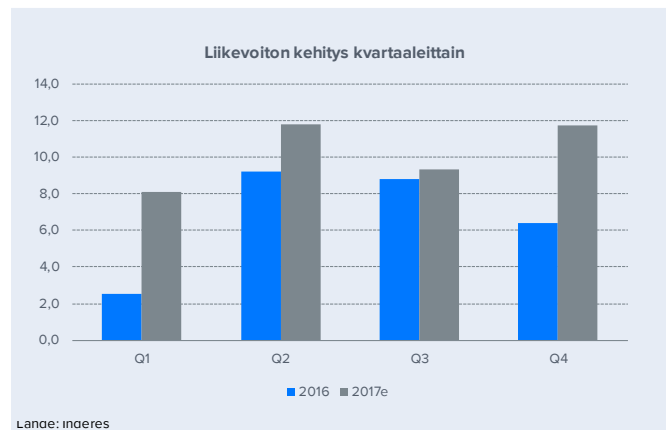
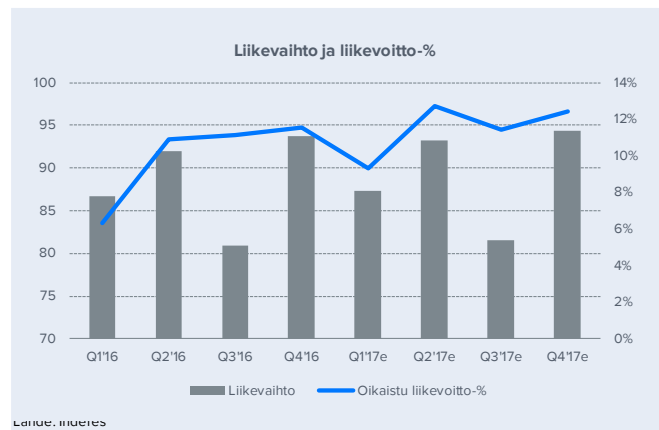
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	291,5	86,7	92,0	80,9	93,7	353,3	87,3	93,2	81,5	94,4	356,4	359,3	360,7
Alma Markets	59,0	16,7	17,6	17,2	18,0	69,4	18,8	19,8	19,1	19,8	77,6	85,3	92,8
Alma Talent	58,5	29,3	30,5	23,0	31,2	114,0	28,6	30,2	22,9	31,2	112,9	113,3	113,2
Alma News & Life	44,1	10,9	12,1	11,0	12,1	46,1	10,8	12,2	11,0	12,0	46,1	45,7	45,2
Alma Regions	134,5	30,8	33,0	30,5	33,4	127,7	29,9	32,2	29,3	32,4	123,9	119,0	113,7
Muut ja eliminoit	-4,6	-0,9	-1,2	-0,8	-1,0	-3,9	-0,9	-1,2	-0,8	-1,0	-4,0	-4,1	-4,1
Käyttökate	34,5	6,9	13,7	13,3	14,1	48,0	12,1	15,8	13,6	16,0	57,6	59,2	58,7
Poistot ja arvonalennukset	-16,8	-4,4	-4,5	-4,5	-7,7	-21,1	-4,0	-4,0	-4,3	-4,3	-16,6	-17,4	-16,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	5,5	10,0	9,0	10,8	35,3	8,1	11,8	9,3	11,7	41,0	41,7	42,4
Liikevoitto	17,7	2,5	9,2	8,8	6,4	26,9	8,1	11,8	9,3	11,7	41,0	41,7	42,4
Alma Markets	13,8	4,8	5,1	5,4	4,0	19,3	6,1	6,5	6,7	5,1	24,5	27,3	29,8
Alma Talent	8,0	2,2	3,4	2,1	4,7	12,4	2,6	4,0	1,9	4,9	13,4	13,3	12,7
Alma News & Life	2,8	1,5	1,9	1,7	1,9	7,0	1,3	1,9	1,8	2,0	7,1	7,4	7,2
Alma Regions	8,3	1,0	2,2	2,0	3,3	8,5	0,4	1,8	1,3	2,6	6,2	5,0	4,2
Muut ja eliminoit	-9,5	-4,0	-2,6	-2,2	-3,1	-11,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,9	-10,1	-11,3	-11,5
Kertaluonteiset eri	-5,7	-3,0	-0,8	-0,2	-4,4	-8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,3	-2,4	-0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-2,3	-2,3	-2,2
Tulos ennen veroja	16,7	2,1	9,0	8,2	6,1	25,4	7,9	11,6	8,8	11,5	39,7	40,5	41,2
Verot	-4,7	-0,5	-2,1	-1,6	-1,3	-5,5	-1,7	-2,4	-1,8	-2,5	-8,5	-8,7	-8,8
Vähemmistöosuudet	-2,1	-0,8	-1,1	-1,1	0,0	-3,0	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8	-3,9	-3,9	-4,4
Nettotulos	9,9	0,8	5,8	5,5	4,8	16,9	5,2	8,1	5,9	8,1	27,4	27,9	28,0
EPS (oikaistu)	0,21	0,05	0,08	0,07	0,11	0,31	0,06	0,10	0,07	0,10	0,33	0,34	0,34
EPS (raportoitu)	0,12	0,01	0,07	0,07	0,06	0,21	0,06	0,10	0,07	0,10	0,33	0,34	0,34

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,3 %	20,6 %	26,0 %	18,8 %	19,4 %	21,2 %	0,7 %	1,3 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,8 %	0,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,3 %	205,6 %	44,9 %	18,4 %	52,1 %	50,9 %	47,8 %	18,3 %	3,7 %	8,8 %	16,3 %	1,7 %	1,6 %
Käyttökate-%	11,8 %	8,0 %	14,9 %	16,4 %	15,0 %	13,6 %	13,9 %	17,0 %	16,7 %	17,0 %	16,2 %	16,5 %	16,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	6,3 %	10,9 %	11,1 %	11,5 %	10,0 %	9,3 %	12,7 %	11,4 %	12,4 %	11,5 %	11,6 %	11,8 %
Nettotulos-%	3,4 %	0,9 %	6,3 %	6,8 %	5,1 %	4,8 %	6,0 %	8,7 %	7,2 %	8,6 %	7,7 %	7,8 %	7,8 %

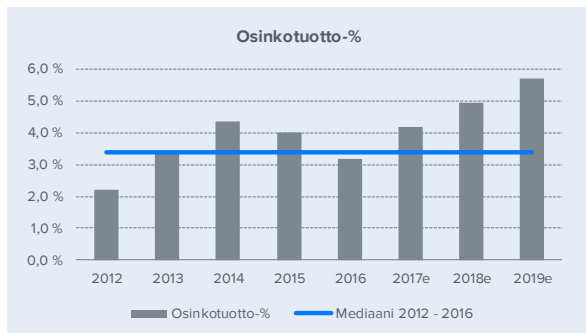
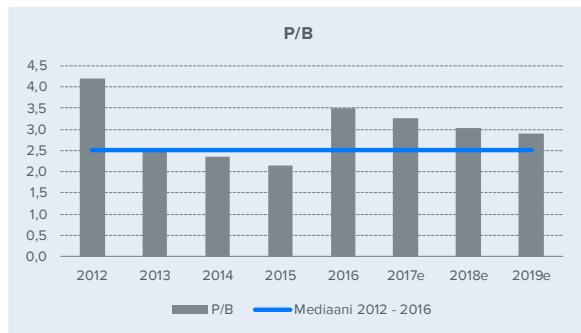
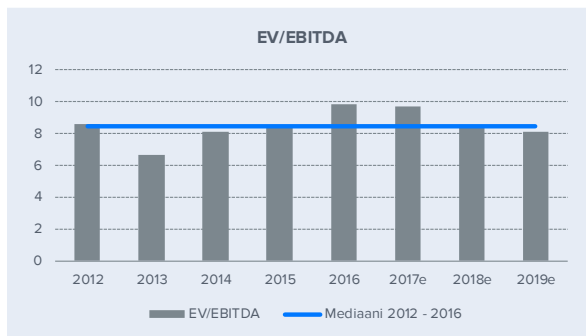
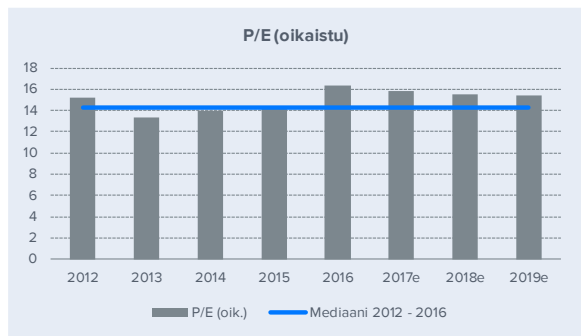
Lähde: Inderes



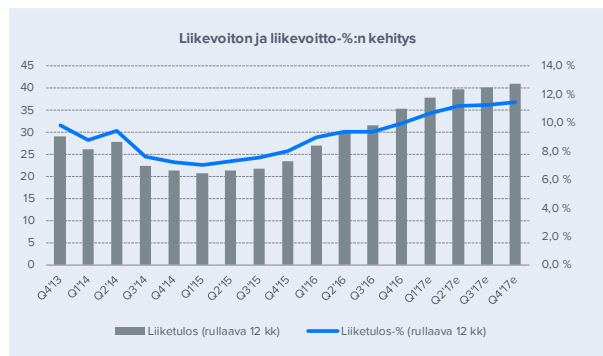
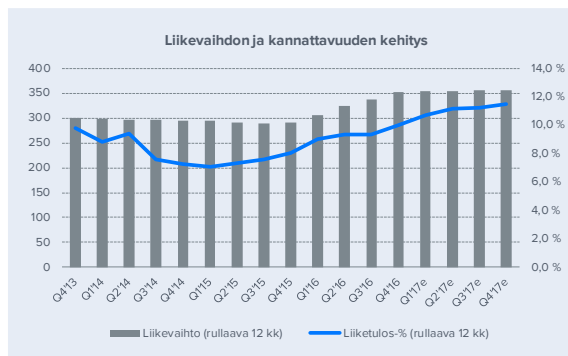
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,55	2,96	2,75	3,00	5,03	5,25	5,25	5,25
Markkina-arvo	344	223	208	240	414	433	433	433
Yritysarvo (EV)	400	317	302	340	557	559	498	477
P/E (oik.)	15,2	13,3	13,9	14,3	16,4	15,8	15,5	15,4
P/E	19,7	15,3	14,6	24,2	24,5	15,8	15,5	15,4
P/Kassavirta	-5,2	-9,3	8,9	-6,7	13,6	14,3	9,3	9,6
P/B	4,2	2,5	2,3	2,2	3,5	3,3	3,0	2,9
P/S	1,1	0,7	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,0	1,2	1,6	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	8,6	6,7	8,1	8,5	9,9	9,70	8,4	8,1
EV/EBIT	12,0	10,9	14,1	14,5	15,8	13,6	11,9	11,3
Osinko/tulos (%)	43,4 %	51,7 %	63,8 %	96,9 %	78,0 %	66,2 %	76,8 %	88,2 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,4 %	4,4 %	4,0 %	3,2 %	4,2 %	5,0 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rollaava 12 kk)

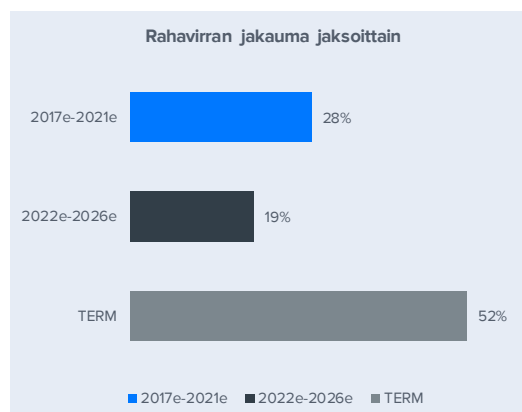


Tase ja kassavirtalaskelma

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	215	274	264	264	251	Oma pääoma	89	112	119	133	142
Liikearvo	70	119	120	120	120	Osakepääoma	45	45	45	45	45
Aineettomat oikeudet	38	72	68	62	56	Kertyneet voittovarot	38	41	48	62	72
Käyttöomaisuus	76	71	65	72	65	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	26	7	5	5	5	Uudelleenarvostusrahasto	-3	-2	-2	-2	-2
Muut sijoitukset	4	5	4	4	4	Muu oma pääoma	8	27	27	27	27
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	Vähemmistöosuus	15	17	19	19	19
Laskennalliset verosaamiset	1	2	2	1	1	Pitkäaikaiset velat	81	79	80	75	75
Vaihtuvat vastaavat	41	54	63	71	94	Laskennalliset verovelat	7	14	13	14	14
Varastot	1	2	3	2	2	Varaukset	0	0	0	1	1
Muut lyhytaikaiset varat	1	2	0	2	2	Lainat rahoituslaitoksilta	71	63	65	60	60
Myyntisaamiset	26	35	37	37	38	Vaihtovelkakirjalainat	3	2	0	0	0
Likvidit varat	12	14	23	29	53	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	1	0	0
Taseen loppusumma	256	328	327	335	345	Lyhytaikaiset velat	72	120	109	108	109
						Lainat rahoituslaitoksilta	13	29	16	15	15
						Lyhytaikaiset korottomat velat	46	64	90	91	92
						Muut lyhytaikaiset velat	13	28	3	3	3
						Taseen loppusumma	256	328	327	335	345

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	26,9	41,0	41,2	41,3	42,0	44,0	44,3	44,2	44,9	49,4	50,2	
+ Kokonaispoistot	21,1	16,6	17,4	16,3	15,2	12,6	11,6	10,8	10,1	9,5	9,0	
- Maksetut verot	-6,3	-7,2	-8,6	-8,6	-8,8	-9,4	-9,5	-9,5	-9,7	-10,6	-10,9	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	-1,5	1,1	0,2	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,1	0,8	
Operatiivinen kassavirta	42,0	48,4	50,7	48,7	48,1	47,3	46,7	45,2	45,2	48,0	49,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-12,6	-17,4	-4,4	-4,6	-4,8	-4,9	-5,1	-5,3	-5,6	-5,8	-5,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,5	30,3	46,3	44,2	43,3	42,4	41,6	39,9	39,7	42,2	43,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	30,5	30,3	46,3	44,2	43,3	42,4	41,6	39,9	39,7	42,2	43,3	661,0
Diskontattu vapaa kassavirta	28,6	40,3	35,6	32,3	29,2	26,5	23,5	21,6	21,3	20,1	307,9	
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	586,8	558,3	517,9	482,4	450,1	420,9	394,4	370,9	349,3	328,0	307,9	
Velaton arvo DCF	586,8											
- Korolliset velat		-81,2										
+ Rahavarat		23,3										
- Vähemmistöosuus		-85,9										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	448,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,44											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Risikön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	295,3	291,5	353,3	356,4	359,3
EBITDA	36,4	34,5	48,0	57,6	59,2
EBITDA-marginaali (%)	12,3	11,8	13,6	16,2	16,5
EBIT	20,7	17,7	26,9	41,0	41,7
Voitto ennen veroja	19,7	16,7	25,4	39,7	40,5
Nettovoitto	14,2	9,9	16,9	27,4	27,9
Kertaluontoiset erät	-0,7	-5,7	-8,4	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	256,1	328,1	327,0	335,4	345,8
Oma pääoma	103,7	128,7	138,0	151,9	161,6
Liikearvo	69,7	118,6	120,3	120,3	120,3
Korolliset velat	83,7	91,6	81,2	75,0	75,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	36,4	34,5	48,0	57,6	59,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	22,6	0,8	-1,5	1,1
Operatiivinen kassavirta	34,2	58,6	42,0	48,4	51,1
Vapaa kassavirta	23,2	-35,9	30,5	30,3	46,7

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,19	0,12	0,21	0,33	0,34
EPS oikaistu	0,20	0,21	0,31	0,33	0,34
Operat. kassavirta per osake	0,45	0,73	0,51	0,59	0,62
Tasearvo per osake	1,17	1,39	1,44	1,61	1,73
Osinko per osake	0,12	0,12	0,16	0,22	0,26
Voitonjako, %	64	97	78	66	77
Osinkotuotto, %	4,4	4,0	3,2	4,2	5,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,6	24,2	24,5	15,8	15,5
P/B	2,3	2,2	3,5	3,3	3,0
P/Liikevaihto	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2
P/CF	6,1	4,1	9,9	8,9	8,5
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,6	1,6	1,4
EV/EBITDA	8,3	9,8	11,6	9,7	8,4
EV/EBIT	14,6	19,2	20,7	13,6	11,9

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.2.2017	Vähennä	5,40 €	5,42 €
28.3.2017	Vähennä	5,30 €	5,25 €

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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 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 omistuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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