

Jäämme toistaiseksi odottavalle kannalle

Toistamme Sanoman 8,40 euron tavoitehintamme ja aikaisemman vähennä-suosituksemme. Sanoman Q1-tulos oli konsensusodotuksia parempi pääasiassa Media Finlandin hyvän suorituskyvyn ja yhtiön kustannussäästöjen ansiosta. Suomen talouden elpyminen voi heijastua mainosmarkkinoihin positiivisesti vuonna 2017 ja tällä olisi arviomme mukaan skaalautuvuuden takia selvästi positiivinen vaikutus Sanoman tulokseen. Mediamainonta ei ole vielä kuitenkaan osoittanut käänteen merkkejä ja nykyisellä Sanoman tuloksentekokyvyllä emme ole valmiita hyväksymään korkeampia arvostuskertoimia osakkeelle. Jäämme suositukssessamme toistaiseksi odottavalle kannalle.

Q1-tulos oli operatiivisesti odotuksia parempi

Sanoman Q1-tulos oli konsensusodotuksia ja omia ennusteitamme parempi. Tulosparannuksen taustalla oli erityisesti Suomen yksikkö Media Finland, jonka operatiivinen liikevoitto oli vahva 19 MEUR (Q1'16: 11,0 MEUR) ja ylitti konsensuksen 10,7 MEUR:n odotuksen selvästi. Tämä tuli meille yllätyksenä, sillä mediamainonnan määrä oli Q1'17 aikana Suomessa laskenut voimakkaasti. Sanoman mukaan Media Finlandin osuus Suomen mainosmarkkinasta kasvoi kaudella 28,6 prosenttiin (2016: 27,3 %), mikä selittää osan tulosparannuksesta. Toisen osan selittävät kertaluontoiset 4,4 MEUR:n kirjaukset yksikön operatiiviseen tulokseen. Q1'17 konsernikulut -1,9 MEUR (Q1'16: -5,6 MEUR) laskivat selvästi vertailukaudesta ja olivat konsensusodotuksia pienemmät. Konsernikulujen lasku johtui kuitenkin yhtiön mukaan osittain ajoituksista ja kulujen allakoinnin muutoksista. Odotamme merkittävän osan Q1'17 konsernikuluista siirtyvän Q2'17 kaudelle. Olemme tarkistaneet Sanoman ennusteitamme Q1-tuloksen myötä, mutta emme tehneet niihin merkittäviä muutoksia. Huomioiden Media Finlandin Q1-tulokseen vaikuttaneet kertaerät ja konsernikulujen olettamamme ajoittuminen, Q1-tulos oli vai hieman ennustamaamme korkeampi. Odotamme vuodelta 2017 nyt 0,61 euron operatiivista osakekohtaista tulosta (aik. ennuste 0,57 euroa, 2016: 0,51 euroa).

Mediamarkkinoiden elpymässä osakkeessa on nousupotentiaalia

Suomen taloudessa on viime aikoina näkynyt elpymisen merkkejä ja pidämme mahdollisena että Suomen mediamainonta tulee elpymään kuluvana vuonna Q1'17 heikoista luvuista (-4,7 %) huolimatta. Mediamarkkinoiden elpymässä Sanoman osakkeessa voi olla huomattavaa nousupotentiaalia, sillä skaalautuvuuden ansiosta liikevaihdon kasvu heijastuisi tehokkaasti yhtiön tulokseen. Mediamarkkinoiden käänne antaa kuitenkin vielä odottaa itseään ja haluamme elpymisestä näyttöjä ennen kuin asetamme osakkeeseen nykyistä korkeampia odotuksia.

Sanoman heikohko tase laskee edelleen hyväksyttäviä arvostuskertoimia

Päivitettyillä ennusteillamme Sanoman 2017-2018 P/E-luvut ovat noin 13x ja EV/EBIT-kertoimet noin 16x. Kansainvälinen verrokkiryhmään verrattuna Sanoma on P/E-luvuilla mitattuna 16-26 prosenttia verrokkiryhmää edullisempi (verrokkiryhmän P/E-luvut 2017 18x ja 2018 16x), mutta pääomarakenteen huomioivalla EV/EBIT-kertoimella Sanoma on 17-37 prosenttia verrokkiryhmää kalliimpi (verrokkiryhmän EV/EBIT 2017 13x ja 2018 11x). Sanoman hyväksyttäviä arvostuskertoimia laskee mielestämme edelleen mm. Sanoman suhteellisen heikko tase (Q1'17 omavaraisuusaste 27,4 %) sekä taseessa oleva huomattava liikearvo ja aineettomat oikeudet (1,2 miljardia euroa) ja niihin liittyvä alaskirjausriski. Perustamme tavoitehintamme vuoden 2018 14x P/E-kertoimeen ja lähivuosien 4-5 %:n odotettuun osinkotuottoon.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 8,40 EUR

Edellinen: 8,40



Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös

8,09 EUR

12 kk vaihteluväli 4,122-9,385 EUR

Potentiaali

3,9 %

Ohjeistus

Vuonna 2017 Sanoma odottaa konsernin rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon, mukaan lukien SBS-yrityskauppa, pysyvän vakaana ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan yli 10 %.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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	EUR	EUR	(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	1 511	-270	-17,8 %	-296	0,61	0,30	1,6	6,0	15,6	13,3	3,7 %
2018e	1 385	148	10,7 %	129	0,61	0,40	1,7	6,3	15,6	13,3	4,9 %
2019e	1 365	145	10,7 %	129	0,61	0,45	1,6	6,7	15,2	13,3	5,6 %
Markkina-arvo, MEUR							2,19				-4 %
Nettovelka 2017e, MEUR							3,7				-6 %
Yritysarvo (EV), MEUR							111,5 %				-61,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR							27,7 %				-18,2 %

Toteuma vrt. Ennusteet

Q1-tulos oli odotuksia parempi

Sanoman aamuinen Q1-tulos oli konsensusodotuksia parempi erityisesti Media Finlandin hyvän suorituskyvyn ja konsernikulujen laskun takia. Tulosparannusta selittävät kuitenkin osittain kertaluontoiset erät sekä kulujen allakoinnin muutokset. Sanoma kirjasi Media Finlandin operatiiviseen liikevoittoon 4,4 MEUR:n kertaluontoisen positiivisen erän, mikä selittää merkittävän osan yksikön 8 MEUR:n liiketuloksen noususta. Edelleen konsernikulut eli Muut yhtiöt ja eliminoinnit laski yhtiön mukaan osittain ajoittumisesta ja allakoinnista johtuen. Arviomme mukaan Q1'17 konsernikuluista saavutettu 3,7 MEUR:n lasku vertailukaudesta tulee siirtymään pääosin Q2'17

tulokseen. Näistä kahdesta erästä oikaistuna operatiivinen liikevoitto (3,3 MEUR) olisi ollut hyvin lähellä konsensuksen 2,7 MEUR:n ennustetta.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus		Erutus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	353	343,8	346	352	345	- 357	-1 %	1511
Operatiivinen liikevoitto	1,9	11,4	2,0	2,7	-2	- 13	470 %	158
Tulos ennen veroja	-5	-422,4	-317,7	-314,4	-318	- -308	33 %	-296
Operatiivinen EPS	-0,04	0,02	-0,03	-0,02	-0,05	- 0,02	-167 %	0,61
Osinko/osake								0,30
Liikevaihdon kasvu-%	-7,1 %	-2,6 %	-2,0 %	-0,5 %	-2,3 %	- 1,2 %	-0,6 %-yks.	-7,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	0,5 %	3,3 %	0,6 %	0,3 %	-1,4 %	- 1,2 %	2,7 %-yks.	10,4 %

Lähde: Inderes & Sanoma IR (konsensus)

Ennustemuutokset

Teimme pieniä muutoksia ennusteisiimme

Teimme pieniä muutoksia aikaisempiin Sanoman ennusteisiimme Q1-tuloksen jälkeen. Odotamme vuodelta 2017 noin 0,61 euron operatiivista osakekohtaista tulosta (aik. 0,57e). 2017 ennusteemme ovat yhtiön ohjeistuksen mukaisia, sillä odotamme vuodelta 2017 noin 10,4 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia (2016: 10,2 %, ohjeistus yli 10 %).

Ennustemuutokset	2017	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1513	1511	0 %	1375	1385	1 %	1356	1365	1 %
Operatiivinen liikevoitto	152	158	4 %	142	148	4 %	140	145	4 %
Tulos ennen veroja	-187	-296	58 %	126	129	2 %	128	129	1 %
Operatiivinen EPS	0,57	0,61	6 %	0,60	0,61	2 %	0,60	0,61	1 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Tase edelleen suhteellisen heikko

Päivitettyillä ennusteillamme Sanoman vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 13x ja EV/EBIT-kertoimet vastaavasti noin 16x. Kertoimet ovat hieman alle Sanoman historiallisia 5- vuoden keskiarvotasoa (14,5x ja 16,3x). Kansainvälinen verrokkiryhmään verrattuna Sanoma on P/E-luvuilla mitattuna 16-26 prosenttia verrokkiryhmää edullisempi (verrokkiryhmän P/E 16-18), mutta pääomarakenteen huomioivalla EV/EBIT-kertoimilla Sanoma on 17-37 prosenttia verrokkiryhmää kalliimpi. Sanoman hyväksyttävää arvostuskertoimia laskee mielestämme tällä hetkellä yhtiön edelleen suhteellisen heikko tase (Q1'17 omavaraisuusaste 27,4 %), liikearvoon ja aineettomiin oikeuksiin (taseessa noin 1,2 miljardia euroa aineettomia oikeuksia ja liikearvoa) liittyvä alaskirjausriski sekä Suomen mediamarkkinoiden kehitykseen liittyvä epävarmuus. Osakkeen arvostustason on näistä syistä johtuen mielestämme perustellusti oltava verrokkien alapuolella.

Arvostustaso on mielestämme neutraali

8,40 euron tavoitehintamme heijastelee operatiivisesta osakekohtaisesta tuloksesta laskettua noin 14x P/E-kerrointa ja 4,8 %:n vuoden 2018 osinkotuottoa. Mediamarkkinoiden elpymässä osakkeessa voi olla myös huomattavaa nousupotentiaalia, sillä skaalautuvuuden ansiosta liikevaihdon kasvu heijastuisi tehokkaasti yhtiön tulokseen. Viimeaikaisen Suomen mediamarkkinan heikko kehitys (Q1'17: -4,7 %) pitää meidät silti toistaiseksi varovaisina ennusteissamme ja näkemyksessämme. Osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa kuitenkin 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	5,02	411	490	11,2	10,1	8,0	7,6	1,3	1,2	15,2	14,6	4,0	4,5	3,1
New York Times	14,80	2187	1906	13,3	12,1	9,6	8,9	1,4	1,3	27,0	25,7			
Pearson plc	8,09	6141	7319							13,0	13,3	3,1	3,0	
Schibsted	213,60	4883	5020	23,5	17,0	18,1	14,2	2,8	2,6	46,4	29,7	0,9	1,0	4,4
Axel Springer	53,20	5710	7196	13,3	11,8	10,1	9,2	1,9	1,8	20,3	18,4	3,7	3,8	2,5
RTL Group	72,50	11161	12273	10,3	9,8	8,9	8,5	1,9	1,8	14,6	14,2	5,5	5,2	3,4
Mediaset	3,85	4521	6051	16,1	11,4	12,5	9,0	1,8	1,8	30,2	17,1	1,9	2,6	2,3
Modern Times Group	289,90	2007	2306	13,8	12,2	11,7	10,4	1,1	1,1	20,0	17,9	4,2	4,4	4,0
ProsiebenSAT1	39,45	9142	11574	12,2	11,2	10,0	9,3	2,6	2,4	15,9	14,6	5,2	5,6	6,0
Alma Media	5,02	411	490	11,2	10,1	8,0	7,6	1,3	1,2	15,2	14,6	4,0	4,5	3,1
Sanoma (Inderes)	8,09	1310	2454	15,6	15,6	6,0	6,3	1,6	1,7	13,3	13,3	3,7	4,9	3,7
Keskiarvo				13,9	11,8	10,8	9,4	1,8	1,7	21,8	18,0	3,6	3,9	3,6
Mediaani				13,3	11,4	10,0	9,0	1,8	1,8	17,9	15,9	4,0	4,4	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				17 %	37 %	-40 %	-30 %	-8 %	-7 %	-26 %	-16 %	-8 %	12 %	14 %

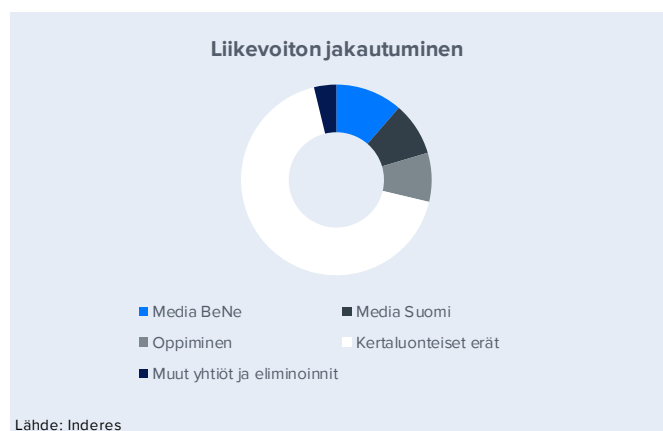
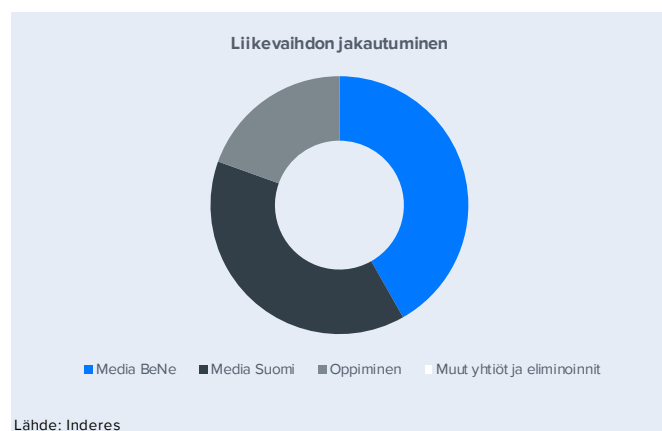
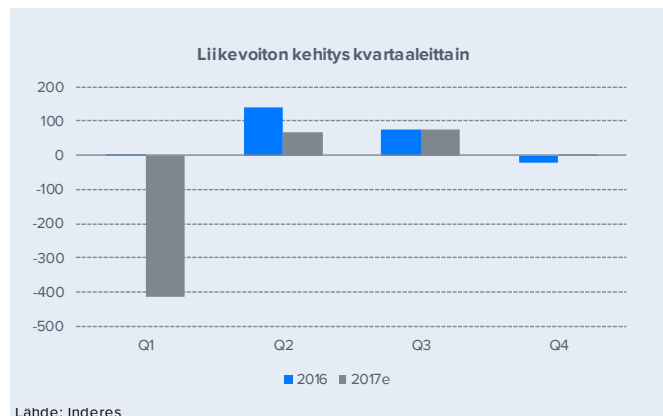
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1717	353	450	438	398	1639	344	442	399	327	1511	1385	1365
Media BeNe	830	176	203	180	218	776	168	188	132	143	631	486	449
Media Suomi	573	145	150	134	152	581	144	152	135	154	585	593	603
Oppiminen	281	33	97	125	28	283	32	101	132	30	295	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	-345	131	129	65	-20	365	328
Poistot ja arvonalennukset	-389	-72	-74	-62	-92	-300	-71	-62	-54	-62	-250	-217	-183
Liikevoitto ilman kertaeriä	83	2	87	78	1	168	11	69	75	3	158	148	145
Liikevoitto	-124	3	142	75	-23	197	-416	69	75	3	-270	148	145
Media BeNe	64	7	30	22	27	86	9	27	16	19	72	56	52
Media Suomi	13	11	19	10	9	50	19	13	11	14	57	57	58
Oppiminen	45	-11	41	51	-24	57	-15	38	53	-24	53	58	59
Kertaluonteiset erät	-207	1	55	-3	-25	29	-427	0	0	0	-427	0	0
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	-38	-6	-3	-5	-11	-24	-2	-10	-6	-6	-24	-24	-24
Nettorahoituskulut	-27	-8	-9	-7	-13	-37	-7	-7	-7	-7	-27	-20	-17
Tulos ennen veroja	-152	-5	133	68	-38	157	-422	62	68	-4	-296	129	129
Verot	-6	5	-36	-17	6	-41	-1	-14	-16	1	-30	-29	-30
Vähemmistöosuudet	15	0	-3	-3	0	-5	0	-2	0	0	-3	-1	-1
Nettotulos	-143	1	94	48	-32	111	-423	46	52	-3	-328	99	99
EPS (oikaistu)	0,13	-0,04	0,33	0,29	-0,07	0,51	0,03	0,28	0,32	-0,02	0,61	0,61	0,61
EPS (raportoitu)	-0,88	0,00	0,58	0,29	-0,20	0,68	-2,61	0,28	0,32	-0,02	-2,03	0,61	0,61

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,7 %	-7,1 %	-4,1 %	-4,5 %	-2,6 %	-4,5 %	-2,6 %	-1,8 %	-9,0 %	-18,0 %	-7,8 %	-8,3 %	-1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-29,9 %	-109,5 %	75,6 %	24,3 %	-115,9 %	101,6 %	500,0 %	-20,8 %	-3,7 %	93,5 %	-6,0 %	-6,5 %	-1,4 %
Käyttökate-%	15,5 %	21,2 %	48,0 %	31,2 %	17,3 %	30,3 %	-100,3 %	29,7 %	32,3 %	19,9 %	-1,3 %	26,3 %	24,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	0,5 %	19,3 %	17,7 %	0,4 %	10,2 %	3,3 %	15,6 %	18,8 %	0,8 %	10,4 %	10,7 %	10,7 %
Nettotulos-%	-8,3 %	0,2 %	21,0 %	10,9 %	-8,0 %	6,8 %	-123,1 %	10,3 %	13,1 %	-0,9 %	-21,7 %	7,1 %	7,2 %

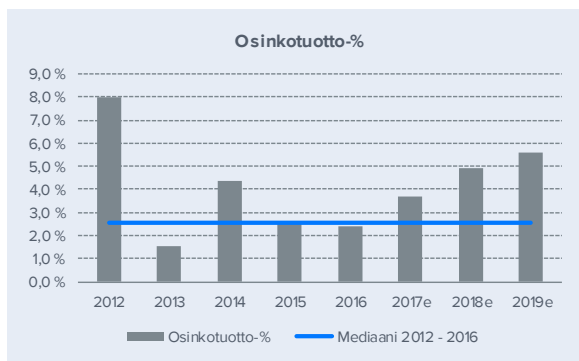
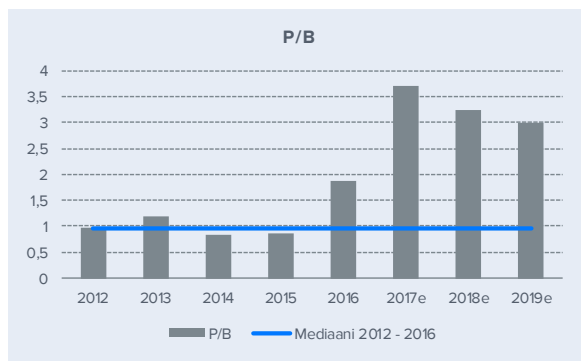
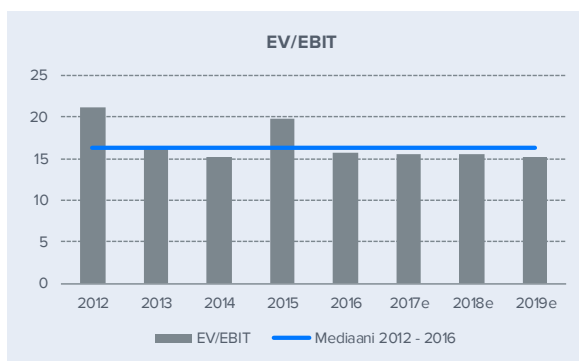
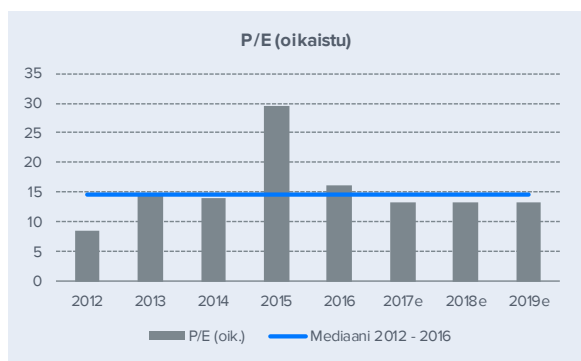
Lähde: Inderes



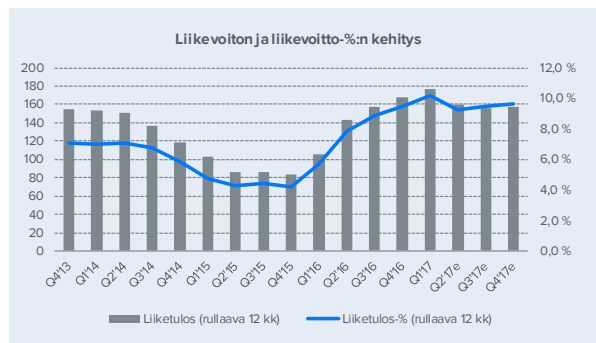
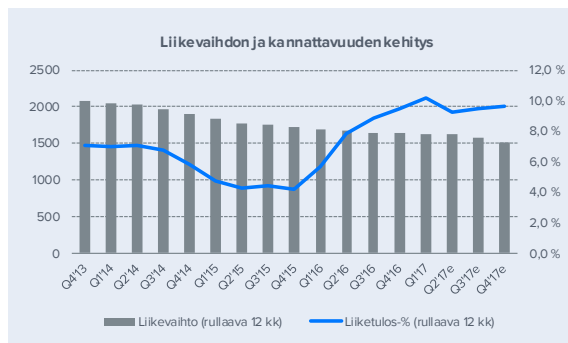
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,53	6,39	4,60	3,91	8,24	8,09	8,09	8,09
Markkina-arvo	1226	1040	749	634	1336	1310	1310	1310
Yritysarvo (EV)	2783	2518	1800	1645	2643	2454	2301	2210
P/E (oik.)	8,6	14,5	13,9	29,5	16,2	13,3	13,3	13,3
P/E	8,6	neg.	14,2	neg.	12,1	neg.	13,3	13,3
P/Kassavirta	3,9	2,7	3,1	11,5	7,6	4,3	9,0	10,0
P/B	1,0	1,2	0,8	0,9	1,9	3,7	3,2	3,0
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,9	1,0	1,6	1,6	1,7	1,6
EV/EBITDA	6,9	3,0	4,0	3,5	5,7	6,0	6,3	6,7
EV/EBIT	21,3	16,3	15,1	19,7	15,7	15,6	15,6	15,2
Osinko/tulos (%)	68,5 %	-4,9 %	61,8 %	-11,3 %	29,3 %	-14,8 %	65,8 %	73,8 %
Osinkotuotto-%	8,0 %	1,6 %	4,3 %	2,6 %	2,4 %	3,7 %	4,9 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

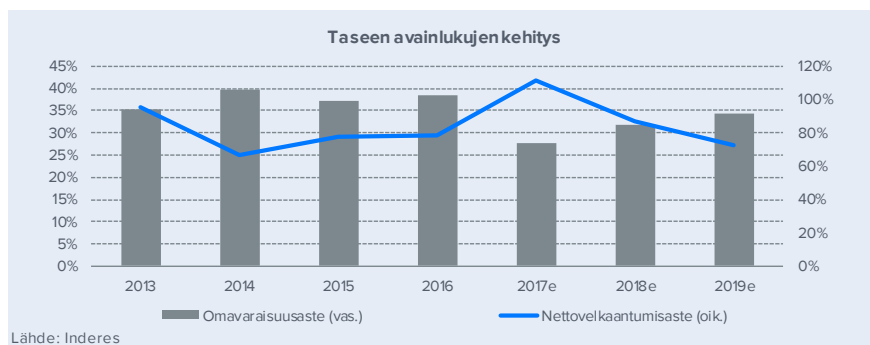


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2564	2351	2263	1537	1480
Liikearvo	1749	1665	1663	947	947
Aineettomat oikeudet	513	458	433	399	319
Käyttöomaisuus	125	101	82	107	129
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	316	290
Varastot	45	40	41	38	35
Muut lyhytaikaiset varat	10	5	2	2	2
Myyntisaamiset	282	271	256	236	216
Likvidit varat	116	99	43	40	37
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1853	1770

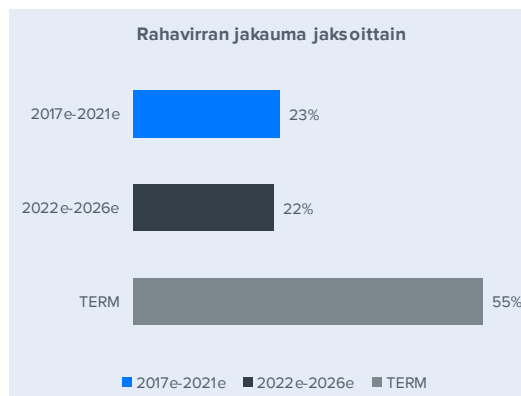
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	902	743	713	354	404
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	529	373	441	80	130
Omat osakkeet	0	-3	-2	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-1	0	0	0
Muu oma pääoma	302	302	203	203	203
Vähemmistöosuus	299	286	290	160	161
Pitkäaikaiset velat	737	733	382	350	318
Laskennalliset verovelat	78	62	60	60	60
Varaukset	2	28	26	26	26
Lainat rahoituslaitoksilta	522	507	239	208	176
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	136	136	57	57	57
Lyhytaikaiset velat	1078	1003	1222	988	886
Lainat rahoituslaitoksilta	397	392	591	405	351
Lyhytaikaiset korottomat velat	619	601	622	574	526
Muut lyhytaikaiset velat	62	9	9	9	9
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1853	1770



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	197	-270	148	145	143	144	147	142	145	148	151	
+ Kokonaispoistot	300	250	217	183	166	159	156	155	107	109	79	
- Maksetut verot	-32	-30	-29	-30	-29	-29	-29	-29	-31	-33	-35	
- verot rahoituskuluista	-10	3	-5	-4	-4	-4	-5	-4	-3	-1	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöomaimen muutos	37	-25	-25	-4	-3	4	5	6	6	200	10	
Operatiivinen kassavirta	492	-71	306	291	273	273	274	270	224	423	205	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-82	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-235	476	-160	-160	-160	-160	-160	-43	-113	-41	-84	
Vapaa operatiivinen kassavirta	176	405	146	131	113	113	114	227	111	382	121	
+/- Muut	0	-100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	176	305	146	131	113	113	114	227	111	382	121	2690
Diskontattu vapaa kassavirta		192	131	110	89	84	79	148	68	220	65	1450
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	2736	2445	2314	2203	2114	2030	1950	1803	1734	1515	1450	
Velaton arvo DCF	2736											
- Korolliset velat			-830									
+ Rahavarat			43									
-Vähemmistöosuus			-592									
-Osinko/pääomapalautus			-32									
Oman pääoman arvo DCF	1347											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,31											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1902	1717	1639	1511	1385
EBITDA	470	266	496	-20	365
EBITDA-marginaali (%)	25	15	30	-1	26
EBIT	134	-124	197	-270	148
Voitto ennen veroja	91	-152	157	-296	129
Nettovoitto	53	-143	111	-328	99
Kertaluontoiset erät	15	-207	29	-427	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1853	1770
Oma pääoma	1201	1029	1003	514	565
Liikearvo	1749	1665	1663	947	947
Korolliset velat	918	900	830	613	527

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	470	266	496	-20	365
Nettokäyttöpääoman muutos	111	-50	37	-25	-25
Operatiivinen kassavirta	531	191	492	-71	306
Vapaa kassavirta	245	55	176	305	146

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	-2,03	0,61
EPS oikaistu	0,33	0,13	0,51	0,61	0,61
Operat. kassavirta per osak	3,26	1,18	3,04	-0,44	1,89
Tasearvo per osake	5,54	4,59	4,40	2,19	2,49
Osinko per osake	0,20	0,10	0,20	0,30	0,40
Voitonjako, %	62	-11	29	-15	66
Osinkotuotto, %	4,3	2,6	2,4	3,7	4,9

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,2	neg.	12,1	neg.	13,3
P/B	0,8	0,9	1,9	3,7	3,2
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,8	0,9	0,9
P/CF	1,4	3,3	2,7	neg.	4,3
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,6	1,6	1,7
EV/EBITDA	3,8	6,2	5,3	neg.	6,3
EV/EBIT	13,5	neg.	13,4	neg.	15,6

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 €
10.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,09 €
26.4.2017	Vähennä	8,40 €	8,09 €

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 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 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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>