

Vahva kurssikehitys normalisoinut arvostuksen

Olemme laskeneet mediayhtiö Alma Median suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) arvostustason noustua selvästi osakkeen viime aikaisen vahvan kurssinousun jälkeen. Koska ennusteemme ja vertailuryhmän arvostustasot ovat edellisen päivityksen jälkeen ennallaan, toistamme osakkeelle antamamme 6,0 euron tavoitehinnan. Ennustamme yhtiölle vahvaa tulokasvua kuluvana vuonna, mutta odotamme edelleen tulokasvun tasaantuvan vuonna 2018 ja osakkeen arvostustaso on lyhyellä tähtäimellä näkemyksemme mukaan neutraali.

Arvostustaso saavuttanut hyväksymämme tason vahvan kurssinousun myötä

Alma Median osakekurssi on noussut viimeisen kuukauden aikana ja edellisestä päivityksestämme noin 13 %. Osakekurssin mukana myös yhtiön arvostustaso on noussut selvästi ja saavuttanut yhtiölle hyväksymämme tason (P/E'17e 15-16x). Osakkeen 2017e P/E on nyt ennusteillamme noin 16x, EV/EBITDA noin 10x ja osinkotuotto 4,2 %. Verrokkiryhmän arvostustasossa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia edellisen päivityksen jälkeen, joten paremmin Alma Median liiketoimintojen erilaiset tulokasvunäkymät ja vähemmistöomistuksen huomioiva osien summa - laskelmamme indikoivat edelleen osakkeen käyväksi arvoksi 6,2 euroa.

Mediamainonnan kehitys jatkuu heikkona vahvasta talouskehityksestä huolimatta

Markkinatilanteesta on saatu viimeisen kuukauden aikana Alma Median kannalta ristiriitaisia signaaleja. TNS:n julkaisemien lukujen perusteella mediamainonnan määrä Suomessa jatkoi huhtikuussa alkuvuonna nähtyä heikkoa kehitystä. Mainonnan määrä väheni 2,6 % 83,6 MEUR:oon (4'16: 87,1 MEUR ja 3'17: 83,0 MEUR). Mediaryhmistä erityisesti printtimedian lasku oli edelleen jyrkkää. Myös verkkomainonnan kasvu hidastui hieman yllättäen lähes nollakasvuksi. Ilman vaalimainontaa kehitys olisi ollut vieläkin heikompaa, -5,6 %. Laskua selittää osittain pääsiäisen osuminen tänä vuonna huhtikuulle, mutta kehitys oli tästä huolimatta mielestämme heikkoa. Toisaalta Suomen ja Itäisen Keski-Euroopan maiden talouskehitys on ollut alkuvuonna erittäin vahvaa, mikä lupaa hyvää erityisesti Alma Median tulokasvun kannalta keskeiselle rekrytointiportaali- ja liiketoiminnalle (Alma Markets) ja todennäköisesti myös tukee medioiden sisältömyynnin kehitystä.

Odotamme yhtiöltä vahvaa tulokasvua kuluvana vuonna

Alkuvuosi oli erinomainen osoitus siitä, että Alma Media menestyy voimakkaana jatkuvassa mediamarkkinan murroksessa hyvin ja yhtiön ydintoiminnot ovat hyvin kannattavia ja hyvissä kilpailuasemissa. Odotamme painetun median tuottojen jatkuvan kutistumistaan, mutta niiden rooli yhtiön tuloksen tai arvon kannalta ei ole enää kriittinen, sillä suurin osa kasvusta ja arvosta syntyy digitaalisista liiketoiminnoista. Nostimme vakuuttavan ja vahvan Q1-raportin jälkeen lähivuosien tulosten odotuksemme noin 20 % ja odotamme yhtiöltä vahvaa tulokasvua kuluvana vuonna. Lisäksi yhtiön nopeasti vahvistuva tase mahdollistaa hyvän osinkotuoton ja kasvun kiihdyttämisen yritysostojen avulla. Odotamme konservatiivisesti Alman tulokasvun kuitenkin tasaantuvan vuonna 2018, koska ennakoimme painetun median tuottojen supistumisen jatkuvan entistä voimakkaampana tulevaisuudessa ja digitaalisten liiketoimintojen kasvun heikentyvän hieman nykyiseltä tasoltaan.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehinta 6,00 EUR

Edellinen: 6,00



Lähde: Thomson Reuters

Ei-lisän päätös 6,24 EUR

12 kk vaihteluväli 3,4-6,27 EUR

Potentiaali -3,8 %

Ohjeistus

Alma Media arvioi vuoden 2017 liikevaihdon pysyvän edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuoden 2016 tasosta. Vuoden 2016 liikevaihto oli 353,2 MEUR ja oikaistun liikevoitto 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	EUR	EUR	(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	361	48	13,3 %	47	0,39	0,26	1,8	9,8	13,1	15,3	4,2 %
2018e	365	51	13,9 %	50	0,41	0,32	1,6	8,6	11,6	15,2	5,1 %
2019e	366	50	13,6 %	49	0,40	0,35	1,5	8,5	11,4	15,6	5,6 %
Markkina-arvo, MEUR			514	OPO / osake 2017e, EUR			1,67	CAGR EPS, 2016-2019, %			25 %
Nettovelka 2017e, MEUR			41	P/B 2017e			3,7	CAGR kasvu, 2016-2019, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			645	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			26,0 %	ROE 2017e, %			25,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR			342	Omavaraisuusaste 2017e, %			49,3 %	ROCE 2017e, %			21,7 %

Ennusteet ennallaan

Odotuksissa vahvaa tulokasvua kuluvalle vuodelle

Odotamme Alma Median liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 2 % 361 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton nousevan 40 % 49,2 MEUR:oon. Kuluvasta vuodesta on muodostumassa Alma Medialle kolmea kautta tuloksellisesti vahva: 1) Digitaalisten tuottojen kasvu on erittäin vahvaa, ja erityisesti Alma Median arvomuodostuksen kannalta keskeinen Markets-segmentti kasvaa nopeasti ja kannattavasti. 2) Yritysostojen ja rakennejärjestelyjen kustannustasoa laskevat vaikutukset ovat erittäin merkittävät, mikä heijastuu erityisesti Talent-segmentin ennusteisiin. 3) Painetun median tuottojen lasku on varsinkin sisältötuottojen osalta yllättävän maltillista, joskin odotamme niiden laskun edelleen kiihtyvän loppuvuotta kohti mentäessä. Tämä tukee eritoten Regions-segmentin tulosta.

Ennustamme Alma Median tulokasvun tasaantuvan vuosina 2018 ja 2019. Tulosmoottorina toimii ennusteissa edelleen Markets, missä vahva orgaaninen kasvu ja lievä kannattavuusparannus nostavat tulosta edelleen. Talentin ja News&Lifen tuloskehitys on ennusteessamme melko vakaata, mutta Regionsin osalta odotamme painetun median liikevaihdon laskun kiihtyvän jälleen vuosina 2018-2019, mikä painaa segmentin liikevaihtoa ja liikevoittoa.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	361	361	0 %	365	365	0 %	366	366	0 %
Käyttökate	64,8	64,8	0 %	68,1	68,1	0 %	67,0	67,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	49,2	49,2	0 %	50,6	50,6	0 %	49,8	49,8	0 %
Liikevoitto	48,0	48,0	0 %	50,6	50,6	0 %	49,8	49,8	0 %
Tulos ennen veroja	47,0	47,0	0 %	49,5	49,5	0 %	48,7	48,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,41	0,41	0 %	0,41	0,41	0 %	0,40	0,40	0 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,26	0 %	0,32	0,32	0 %	0,35	0,35	0 %

Arvostus normalisoitunut

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme ison painoarvon osien summa laskelmallemme, mutta lisäksi tarkastelemme arvostusta myös konsernin lähivuosien arvostuskertoimien ja DCF:n pohjalta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E- kertoimia.

Huomioiden Alma Median hyvä tulokasvunäkymä ja vahva kassavirta, voidaan Alma Mediaa mielestämme hinnoitella neutraalissa skenaariossa kertoimilla P/E 15-16x ja EV/EBITDA 9 10x, jotka vastaavat suunnilleen myös yhtiön historiallisia 10 vuoden keskimääräisiä 12kk eteenpäin katsovia P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia 14x ja 9x.

Alma Median nykyinen arvostus on kuluvaan vuoden raportoiduista ennusteista laskettuilla kertoimilla neutraalilla tasolla (P/E 16x ja EV/EBITDA 10x). Ensi vuoden kertoimilla osakkeen arvostustaso on suunnilleen samalla tasolla.

Osake sai vain kohtuullisesti vuoden 2016 osingosta (osinkotuotto noin 3 %), mutta ennusteillamme vuoden 2017 osinkotuotto nousee jo hyvälle 4,2 %:n tasolle.

Suhteessa vertailuryhmään Alma Median arvostustaso vuoden 2018e P/E-kertoimella noin 24 % matalampi. Verrokkiryhmän kertoimien keskiarvoa nostaa kuitenkin voimakkaasti pääsääntöisesti digitaalisia palveluita tarjoavien yhtiöiden suuri kappalemääräinen osuus, joka ei täysin vastaa Alma Median nykyistä, vielä melko voimakkaasti painetun median tuottoihin painottunutta liiketoimintarakennetta.

Paremmiin liiketoimintarakenteen ja vähemmistöomistuksen huomioiva osien summa -laskelmamme antaa ennusteilla osakkeen arvoksi 6,2 euroa. Osien summaa on nostanut Q1:n jälkeen erityisesti Marketsin ja Talentin kasvaneet ennusteet.

Annamme arvonnäilytyksessä rahavirtamallille (DCF) melko pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. Päivitetyt DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,0 euroa (5,4 euroa).

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	6,2	514	584	12,8	12,0	9,3	9,1	1,6	1,6	16,3	15,3	3,6	4,1	3,6
AXEL SPRINGER SE	56,0	6038	7468	15,8	14,2	11,6	10,7	2,2	2,1	21,5	19,9	3,5	3,6	2,6
AUTO TRADER GROUP PLC	416,2	4663	5069	21,6	19,8	20,8	19,1	14,2	13,3	26,5	23,4	1,2	1,4	
CARSales.COM LTD	11,0	1769	1890	16,6	15,1	15,8	14,5	7,7	7,1	22,4	20,1	3,7	4,1	10,5
HOLIDAYCHECK GROUP AG	3,0	174	139	1615,2	56,7	209,9	16,8	1,2	1,1		88,5	0,1		1,1
REA GROUP LTD	64,2	5641	5860	24,1	20,9	22,6	19,1	12,9	11,1	35,4	28,7	1,4	1,8	8,9
RIGHTMOVE PLC	4335,1	4611	4590	22,0	20,2	21,8	19,9	16,5	15,2	27,6	24,7	1,3	1,5	604,2
SCOUT24 AG	34,1	3664	4267	20,5	17,4	17,2	15,2	8,8	8,1	24,9	21,5	1,3	1,6	3,5
SEEK LTD	16,9	3921	4429	20,6	17,4	17,4	14,9	6,6	5,7	29,1	25,6	2,6	2,7	4,3
TRADE ME GROUP LTD	5,3	1335	1397	16,4	15,0	14,2	13,0	9,3	8,5	22,8	20,4	3,5	4,0	2,9
ZPG PLC	372,6	1885	2125	23,0	19,3	20,2	17,2	7,7	6,8	26,2	22,2	1,6	1,9	6,9
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1,7	432	750	10,1	9,7	7,0	6,8	0,6	0,6	12,0	11,1	1,6	1,9	1,3
FUTURE PLC	260,0	109	115	19,9	12,9	10,2	7,9	1,3	1,3	16,7	12,5		0,0	2,7
NEW YORK TIMES CO-A	17,6	2539	2272	13,3	12,3	10,0	9,4	1,6	1,5	27,6	25,1	0,9	0,9	
RCS MEDIAGROUP SPA	1,4	708	1074	13,6	11,1	8,2	7,2	1,1	1,1	18,3	12,6			4,7
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	689,8	2673	3306	13,9	14,5	10,5	10,8	1,7	1,8	13,4	12,7	3,3	3,5	5,2
TAMEDIA AG-REG	152,5	1483	1796	14,6	13,8	9,4	9,3	2,0	2,0	17,8	16,6	3,0	3,1	1,0
TELEGRAAF MEDIA GROEP NV-CV	6,0	279	266	11,1	11,7	12,8	8,3	0,6	0,6	43,0	17,2	1,0	3,0	1,1
INDEPENDENT NEWS & MEDIA PLC	0,1	180	95	2,6	2,5	2,2	2,1	0,3	0,3	5,3	5,2			
JOHNSTON PRESS PLC	13,0	16	162	4,1	4,4	3,4	3,6	0,7	0,7	1,2	1,3			
Alma Media (Indes)	6,24	514	645	13,1	11,6	9,8	8,6	1,8	1,6	15,3	15,2	4,2	5,1	3,7
Keskiarvo				95,6	16,0	22,7	11,7	4,9	4,5	21,5	21,2	2,1	2,4	41,5
Mediaani				16,1	14,4	12,2	10,8	1,9	1,9	22,4	20,0	1,6	2,3	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				-19 %	-19 %	-20 %	-20 %	-4 %	-16 %	-32 %	-24 %	161 %	121 %	6 %

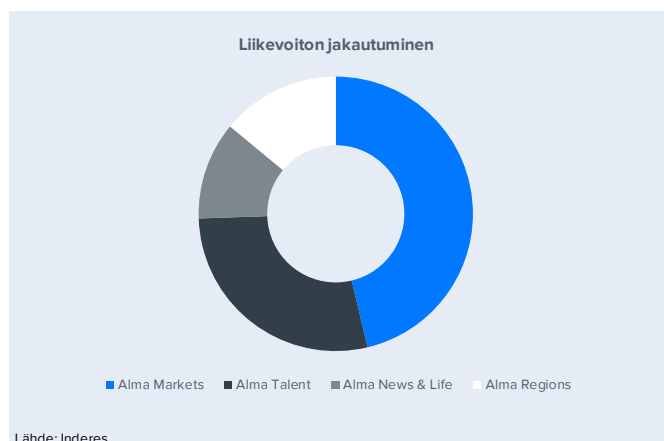
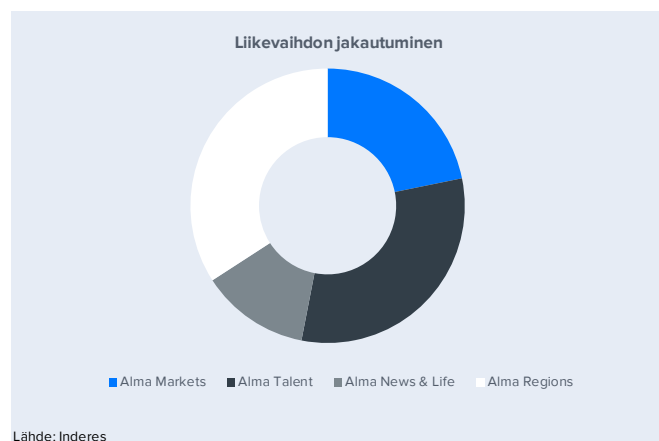
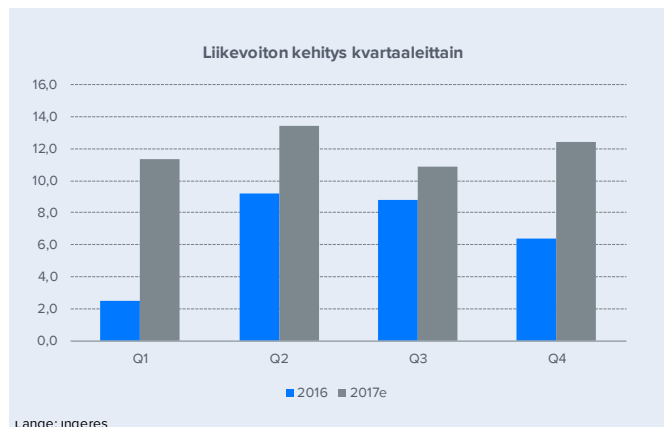
Lähde: Bloomberg / Indes. Huomautus: Indesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	291,5	86,7	92,0	80,9	93,7	353,3	90,5	93,6	82,4	95,0	361,4	364,9	365,6
Alma Markets	59,0	16,7	17,6	17,2	18,0	69,4	19,6	20,2	19,6	20,3	79,6	89,0	95,9
Alma Talent	58,5	29,3	30,5	23,0	31,2	114,0	29,5	30,5	23,0	31,2	114,3	114,7	115,0
Alma News & Life	44,1	10,9	12,1	11,0	12,1	46,1	11,1	12,2	11,2	12,4	46,8	46,4	46,0
Alma Regions	134,5	30,8	33,0	30,5	33,4	127,7	31,3	31,9	29,4	32,1	124,8	119,0	112,9
Muut ja eliminoit	-4,6	-0,9	-1,2	-0,8	-1,0	-3,9	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0	-4,1	-4,2	-4,2
Käyttökate	34,5	6,9	13,7	13,3	14,1	48,0	15,4	17,4	15,3	16,8	64,8	68,1	67,0
Poistot ja arvonalennukset	-16,8	-4,4	-4,5	-4,5	-7,7	-21,1	-4,0	-4,0	-4,4	-4,4	-16,8	-17,5	-17,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	5,5	10,0	9,0	10,8	35,3	12,6	13,4	10,9	12,4	49,2	50,6	49,8
Liikevoitto	17,7	2,5	9,2	8,8	6,4	26,9	11,4	13,4	10,9	12,4	48,0	50,6	49,8
Alma Markets	13,8	4,8	5,1	5,4	4,0	19,3	7,3	7,2	7,4	5,5	27,3	33,0	33,9
Alma Talent	8,0	2,2	3,4	2,1	4,7	12,4	4,6	4,7	2,2	5,1	16,7	16,1	15,3
Alma News & Life	2,8	1,5	1,9	1,7	1,9	7,0	0,9	1,9	1,9	2,2	6,8	6,9	7,0
Alma Regions	8,3	1,0	2,2	2,0	3,3	8,5	2,0	2,0	1,6	2,6	8,3	5,5	4,6
Muut ja eliminoit	-9,5	-4,0	-2,6	-2,2	-3,1	-11,9	-2,3	-2,4	-2,2	-3,0	-9,9	-10,8	-11,0
Kertaluonteiset eri	-5,7	-3,0	-0,8	-0,2	-4,4	-8,4	-1,2	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,3	-2,4	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-2,0	-2,0	-2,0
Tulos ennen veroja	16,7	2,1	9,0	8,2	6,1	25,4	11,2	13,2	10,3	12,2	47,0	49,5	48,7
Verot	-4,7	-0,5	-2,1	-1,6	-1,3	-5,5	-2,3	-2,8	-2,2	-2,6	-9,8	-10,4	-10,3
Vähemmistöosuudet	-2,1	-0,8	-1,1	-1,1	0,0	-3,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,0	-4,7	-5,3	-5,4
Nettotulos	9,9	0,8	5,8	5,5	4,8	16,9	7,8	9,2	6,8	8,7	32,5	33,8	33,0
EPS (oikaistu)	0,21	0,05	0,08	0,07	0,11	0,31	0,11	0,11	0,08	0,11	0,41	0,41	0,40
EPS (raportoitu)	0,12	0,01	0,07	0,07	0,06	0,21	0,09	0,11	0,08	0,11	0,39	0,41	0,40

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,3 %	20,6 %	26,0 %	18,8 %	19,4 %	21,2 %	4,4 %	1,7 %	1,8 %	1,4 %	2,3 %	1,0 %	0,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,3 %	205,6 %	44,9 %	18,4 %	52,1 %	50,9 %	128,2 %	34,0 %	21,1 %	14,8 %	39,5 %	2,7 %	-1,6 %
Käyttökate-%	11,8 %	8,0 %	14,9 %	16,4 %	15,0 %	13,6 %	17,0 %	18,6 %	18,6 %	17,7 %	17,9 %	18,7 %	18,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	6,3 %	10,9 %	11,1 %	11,5 %	10,0 %	13,9 %	14,3 %	13,2 %	13,1 %	13,6 %	13,9 %	13,6 %
Nettotulos-%	3,4 %	0,9 %	6,3 %	6,8 %	5,1 %	4,8 %	8,6 %	9,8 %	8,3 %	9,2 %	9,0 %	9,3 %	9,0 %

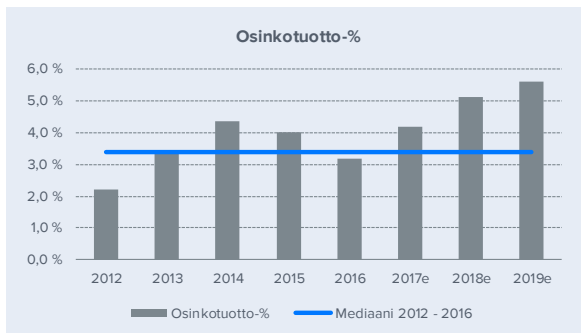
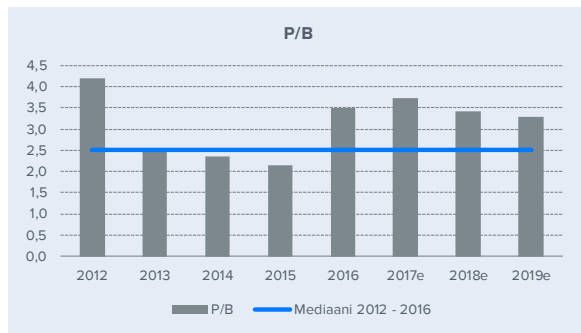
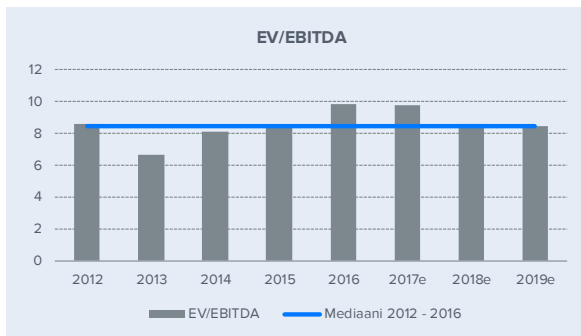
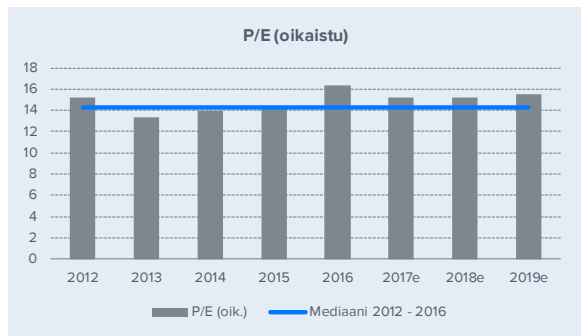
Lähde: Inderes



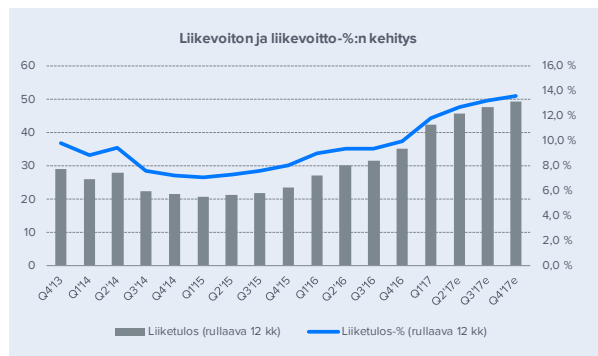
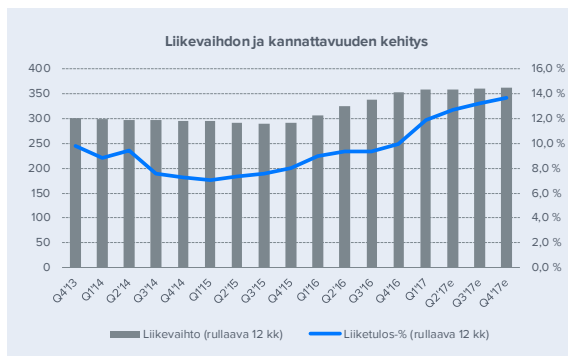
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,55	2,96	2,75	3,00	5,03	6,24	6,24	6,24
Markkina-arvo	344	223	208	240	414	514	514	514
Yritysarvo (EV)	400	317	302	340	557	645	585	566
P/E (oik.)	15,2	13,3	13,9	14,3	16,4	15,3	15,2	15,6
P/E	19,7	15,3	14,6	24,2	24,5	15,8	15,2	15,6
P/Kassavirta	-5,2	-9,3	8,9	-6,7	13,6	14,3	10,2	10,7
P/B	4,2	2,5	2,3	2,2	3,5	3,7	3,4	3,3
P/S	1,1	0,7	0,7	0,8	1,2	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,0	1,2	1,6	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	8,6	6,7	8,1	8,5	9,9	9,8	8,6	8,5
EV/EBIT	12,0	10,9	14,1	14,5	15,8	13,1	11,6	11,4
Osinko/tulos (%)	43,4 %	51,7 %	63,8 %	96,9 %	78,0 %	65,9 %	78,0 %	87,3 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,4 %	4,4 %	4,0 %	3,2 %	4,2 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)



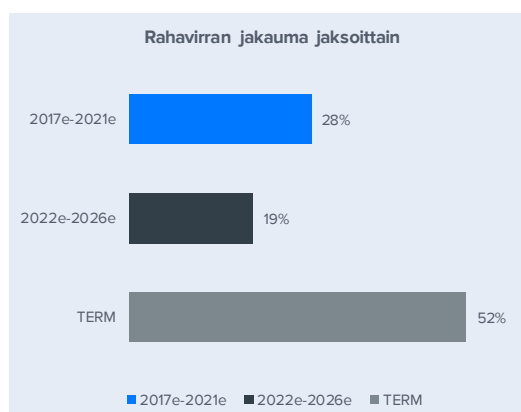
Tase ja kassavirtalaskelma

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	215	274	264	265	256	Oma pääoma	89	112	119	138	150
Liikearvo	70	119	120	120	120	Osakepääoma	45	45	45	45	45
Aineettomat oikeudet	38	72	68	63	58	Kertyneet voittovarot	38	41	48	68	80
Käyttöomaisuus	76	71	65	72	68	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	77	99	Laskennalliset verovelat	7	14	13	14	14
Varastot	1	2	3	3	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	38	38	Vaihtovelkakirjalainat	3	2	0	0	0
Likvidit varat	12	14	23	34	57	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	1	0	0
Taseen loppusumma	256	328	327	342	355	Lyhytaikaiset velat	72	120	109	110	111
						Lainat rahoituslaitoksilta	13	29	16	15	15
						Lyhytaikaiset korottomat velat	46	64	90	92	93
						Muut lyhytaikaiset velat	13	28	3	3	3
						Taseen loppusumma	256	328	327	342	355

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	26,9	48,0	50,6	49,8	50,9	53,0	53,2	53,1	51,4	59,1	60,0	
+ Kokonaispoistot	21,1	16,8	17,5	17,2	16,9	14,5	13,8	13,2	12,7	12,4	12,2	
- Maksetut verot	-6,3	-8,5	-10,4	-10,3	-10,5	-11,3	-11,4	-11,4	-11,1	-12,7	-13,1	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-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	-0,8	1,2	0,1	0,2	0,4	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,8	
Operatiivinen kassavirta	42,0	55,1	58,5	56,4	57,0	56,2	55,9	54,5	52,9	58,4	59,7	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-12,6	-18,4	-8,2	-8,5	-8,8	-9,1	-9,5	-9,8	-10,2	-10,6	-11,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,5	36,0	50,3	47,9	48,2	47,1	46,4	44,7	42,7	47,9	48,2	
+/- 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	36,0	50,3	47,9	48,2	47,1	46,4	44,7	42,7	47,9	48,2	736,0
Diskontattu vapaa kassavirta	34,4	44,4	39,2	36,4	32,9	30,0	26,7	23,6	24,4	22,7	347,6	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	662,3	627,9	583,5	544,3	507,9	475,0	445,0	418,3	394,8	370,3	347,6	
Velaton arvo DCF	662,3											
- Korolliset velat		-81,2										
+ Rahavarat		23,3										
- Vähemmistöosuus		-95,5										
- Osinko/pääomapalautus		-13,2										
Oman pääoman arvo DCF	500,8											
Oman pääoman arvo DCF per osake	6,08											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön 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	361,4	364,9
EBITDA	36,4	34,5	48,0	64,8	68,1
EBITDA-marginaali (%)	12,3	11,8	13,6	17,9	18,7
EBIT	20,7	17,7	26,9	48,0	50,6
Voitto ennen veroja	19,7	16,7	25,4	47,0	49,5
Nettovoitto	14,2	9,9	16,9	32,5	33,8
Kertaluontoiset erät	-0,7	-5,7	-8,4	-1,2	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	256,1	328,1	327,0	341,8	355,0
Oma pääoma	103,7	128,7	138,0	157,0	169,4
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	64,8	68,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	22,6	0,8	-0,8	1,2
Operatiivinen kassavirta	34,2	58,6	42,0	55,1	58,5
Vapaa kassavirta	23,2	-35,9	30,5	36,0	50,3

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,19	0,12	0,21	0,39	0,41
EPS oikaistu	0,20	0,21	0,31	0,41	0,41
Operat. kassavirta per osake	0,45	0,73	0,51	0,67	0,71
Tasearvo per osake	1,17	1,39	1,44	1,67	1,82
Osinko per osake	0,12	0,12	0,16	0,26	0,32
Voitonjako, %	64	97	78	66	78
Osinkotuotto, %	4,4	4,0	3,2	4,2	5,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,6	24,2	24,5	15,8	15,2
P/B	2,3	2,2	3,5	3,7	3,4
P/Liikevaihto	0,7	0,8	1,2	1,4	1,4
P/CF	6,1	4,1	9,9	9,3	8,8
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,6	1,8	1,6
EV/EBITDA	8,3	9,8	11,6	10,0	8,6
EV/EBIT	14,6	19,2	20,7	13,4	11,6

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 €
2.5.2017	Lisää	6,00 €	5,52 €
1.6.2017	Vähennä	6,00 €	6,24 €

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 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 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. 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/>