

Kurssireaktio Q2-tulokseen oli ylireagointia

Toistamme Sanomalle aikaisemman 8,40 euron tavoitehintamme, mutta nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) yhtiön osakekurssin laskettua selvästi tavoitehintamme alapuolelle. Sanoman tänään julkaisema Q2-tulos oli vain hieman konsensusodotuksia heikompi ja pidämme päivän n. -7 %:n kurssilaskua ylireagointina. Osakkeen arvostustaso on viimeaikaisen kurssilaskun myötä mielestämme laskenut järkeväksi ja näemme nykyisissä arvostuskertoimissa nousuvaraa. Osakkeen lähivuosien ennustamamme kohtuullinen 4-5 %:n osinkotuotto rajaa myös mielestämme osakkeen laskuvaraa nykyisestä.

Q2-tulos oli operatiivisesti vain hieman odotuksia heikompi

Sanoman Q2-tulos oli operatiivisesti hieman konsensusodotuksia heikompi, mutta lähes omien ennusteidemme mukainen ja pidämme -7 %:n kurssireaktiota ylireagointina. Media Finland ja Media BeNe ylsivät hyvin kannattavuustasoihin ja konsensusodotuksiin. Learning oli sen sijaan selkeä pettymys ja pääasiallinen syys sille että yhtiön tulos jäi odotuksista. Emme kuitenkaan ole huolestuneita Learningin kehityksestä, vaan odotamme yksikön kannattavuuden vahvistuvan lähivuosina.

Olemme tehneet vain pieniä muutoksia ennusteisiimme

Olemme tehneet vain pieniä muutoksia aikaisempiin Sanoman ennusteisiimme Q2-tuloksen myötä. Odotamme Sanoman edelleen yltävän kuluvaan vuonna ja lähivuosina noin 11 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (2016: 10,2 %, 2017 ohjeistus yli 10 %). Ennustamme yhtiöltä vuonna 2017 ja vuonna 2018 noin 0,64 euron osakekohtaisia operatiivisia tuloksia (2016: 0,51 euroa). Ennustamamme tulosparannus perustuu yhtiön säästöohjelmien myötä jo alentuneisiin kiinteisiin kuluihin ja rahoituskuluihin, Learningin kehittämiskustannusten myötä lievästi laskevaan 2017 kannattavuuteen sekä Media Finlandin ja Media BeNe:n tasaiseen tuloskehitykseen. Ennusteemme eivät sisällä Hollannin tai Suomen mainosmarkkinan pirstymistä. Erityisesti Suomen mediamarkkinan elpymisellä olisi arviomme mukaan selvästi positiivinen vaikutus Sanoman kannattavuuteen, mutta merkittävämpi käänne antaa vielä ainakin toistaiseksi odottaa itseään vaikka Suomen yleisessä talouskehityksessä onkin tapahtunut jo käänne parempaan.

Osakkeen arvostustaso on laskenut järkeväksi

Sanoman osakekurssi on laskenut noin 10 % heinäkuun huippulukemista ja osakkeen arvostustaso on kurssilaskun jälkeen mielestämme laskenut järkeväksi. Nykyisillä ennusteillamme Sanoman lähivuosien operatiivisesta tuloksesta lasketut P/E-kertoimet ovat noin 12x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 14x. Sanoman Kansainvälisen verrokkiryhmän vastaavat keskimääräiset P/E-kertoimet ovat vuodelle 2017 noin 17x ja vuodelle 2018 noin 15x. Sanoma on siis P/E-luvulla 19-31 % aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmään. Sanoman hyväksyttävää arvostuskertoimia laskee mielestämme edelleen mm. Sanoman suhteellisen korkea velkaantuneisuus (Q2'17 omavaraisuusaste 29 %) sekä taseessa oleva huomattava liikearvo ja aineettomat oikeudet (1,2 miljardia euroa) ja niihin liittyvä alaskirjausriski. Näiden syiden takia alennus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltu. Perustamme tavoitehintamme vuoden 2018 13x P/E-kertoimeen ja lähivuosien 4-5 %:n odotettuun osinkotuottoon. Kohtuullinen osinkotuotto arviomme mukaan rajaa osakkeen laskurajaa nykyisestä.

Analyytikko

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



Suositus

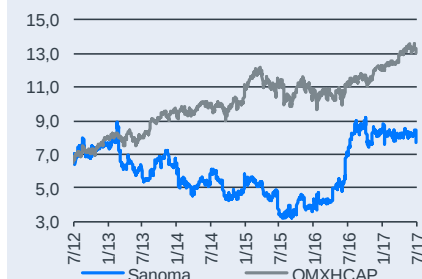
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 8,40 EUR

Edellinen: 8,40



Lähde: Bloomberg

Ei ilisen päätös 7,66 EUR

12 kk vaihteluväli 6,74-9,385 EUR

Potentiaali 9,7 %

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	%	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	-265	-17,5 %	-286	0,64	0,30	1,6	6,1	14,2	11,9	3,9 %
2018e	1 390	155	11,2 %	136	0,64	0,40	1,6	5,7	14,1	11,9	5,2 %
2019e	1 369	151	11,0 %	135	0,64	0,45	1,5	6,1	13,9	12,0	5,9 %
Markkina-arvo, MEUR			1241	OPO / osake 2017e, EUR			2,21	CAGR EPS, 2016-2019, %			-2 %
Nettovelka 2017e, MEUR			599	P/B 2017e			3,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-6 %
Yritysarvo (EV), MEUR			2373	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			115,6 %	ROE 2017e, %			-60,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			1882	Omavaraisuusaste 2017e, %			27,5 %	ROCE 2017e, %			-17,5 %

Q2-raportti jäi vain hieman odotuksista

Learning pääasiallinen syy kurssilaskun taustalla

Sanoman tänään julkaisema Q2-raportti oli hieman konsensusodotuksia heikompi. Pettymyksen aiheutti Learning, mikä oli arviomme mukaan pääasiallinen syy eilisen noin 7 prosentin kurssilaskun takana.

Sanoman liikevaihto laski vertailukaudesta 1,8 % (oikaistu -2,0 %) 441 MEUR:oon ja jäi hieman 451 MEUR:n konsensusodotusten alapuolelle (Q2'16: 450 MEUR). Liikevaihdon laskun taustalla oli erityisesti mainosmyynnin 7 %:n lasku. Muu kuin printtimedian myynti säilyi Sanoman mukaan vakaana. Operatiivinen liikevoitto laski vertailukaudesta 81,7 MEUR:oon (Q2'16: 86,9 MEUR) jääden myös konsensusennusteen alapuolelle (85,3 MEUR). Yhtiön mukaan SBS-kaupalla oikaistu vertailukelpoinen operatiivinen liikevoitto pysyi toisella neljänneksellä kuitenkin vertailukauden tasolla. Operatiivinen osakekohtainen tulos oli 0,32 euroa (Q2'16: 0,32 euroa), kun konsensusodotus oli 0,34 euroa ja oma ennusteemme oli 0,33 euroa.

Yhtiö toisti aikaisemman ohjeistuksensa vuodelle 2017 ja odottaa edelleen 2017 rakennemuutoksilla oikaistun liikevaihdon pysyvän vakaana ja operatiivisen liikevoittoprosentin olevan yli 10%. Näkymät perustuvat yhtiön mukaan olettamukseen, että mainosmarkkinoiden kehitys Hollannissa ja Suomessa on vuoden 2016 kehityksen mukaista. Ohjeistuksen toisto oli arviomme mukaan odotettua ja omat ennusteemme ennen tulosjulkistusta ja sen jälkeen olivat linjassa sen kanssa.

Media BeNe odotusten mukainen

Media BeNe:ssä painetun median myynti (oikaistuna SBS-kaupalla) laski Q2'17 aikana 5 % vertailukaudesta, mutta sitä hieman kompensoi digitaalisen median 3,1 %:n kasvu.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erutus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	450	441,4	441	451	442	458	1511
Operatiivinen liikevoitto	86,9	81,7	77,5	85,3	78	90	167
Tulos ennen veroja	133	74,0	74,0	71,1	41	80	-286
Operatiivinen EPS	0,32	0,32	0,32	0,34	0,28	0,37	0,64
Osinko/osake							0,30
Liikevaihdon kasvu-%	-4,1 %	-1,8 %	-1,8 %	0,3 %	-1,8 %	1,9 %	-7,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	19,3 %	18,5 %	17,6 %	18,9 %	17,7 %	19,7 %	11,0 %

Lähde: Inderes & Sanoma IR (konsensus)

Vertailukelpoinen liikevaihto laski yhteensä 1,4 %. Yhtiön raportoima operatiivinen liikevoitto laski vertailukaudesta 27,5 MEUR:oon, mutta oli lähellä 28,8 MEUR:n konsensusennustetta. Operatiivinen (raportoitu) liikevoittomarginaali oli Sanomalle edelleen suhteellisen hyvä 14,0 % (Q2'16: 14,6 %) ja ilman SBS:n vaikutusta erinomainen 17,9 % (Q2'16: 15,2 %).

Media Finland ylitti odotukset

Media Finlandissa painetun median liikevaihto laski 6,6 %, mutta muun kuin painetun median liikevaihto kasvoi 0,3 %. Kokonaisuutena liikevaihto laski 3,7 % vertailukaudesta. Kannattavuus parani kuitenkin selvästi vertailukaudesta ja ylitti konsensusodotukset. Operatiivinen liikevoitto oli 22,5 MEUR (Q2'16: 19,0 MEUR), kun konsensusennuste oli 18,3 MEUR. Yhtiön mukaan kannattavuus nousi jatkuvien, mm. jakelussa tehtyjen kustannussäästöjen myötä.

Learnings oli selkeä pettymys

Learningsin Q2'17-liikevaihto nousi 100,3 MEUR:oon (Q2'16: 97,1 MEUR), mutta jäi konsensuksen 103,8 MEUR:n ennusteesta. Operatiivinen liikevoitto 34 MEUR laski vertailukaudesta (Q2'16: 41,1 MEUR) ja jäi selvästi konsensusennusteesta (41,1 MEUR). Learningiin vaikuttivat yhtiön mukaan mm. uusien menetelmien kehittämiskustannukset Puolassa.

Konsernikulut olivat -2,4 MEUR (Q2'16: -2,8 MEUR) ja olivat selvästi konsensusennustetta -4,2 MEUR pienemmät. Yhtiön mukaan konsernikuluihin vaikuttivat mm. ajoitukset ja kulujen allakoinnin muutokset.

Teemme vain pieniä muutoksia ennusteisiimme

Odotamme kannattavuuden vahvistuvan hieman lähivuosina

Olemme tehneet vain pieniä tarkennuksia aikaisempiin Sanoman ennusteisiimme Q2-raportin myötä. Odotamme yhtiön yltävän lähivuosina noin 11 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (2016: 10,2 %) ja osakekohtaisen operatiivisen tuloksen nousevan noin 0,64 euron tasolle lähivuosina (2016: 0,51). 2017 ennustemme ovat yhtiön ohjeistuksen mukaisia.

Odotamme Media BeNe:n vertailukelpoisen kannattavuuden hieman laskevan

Sanoma arvioi Hollannin mainonnan kokonaismarkkinan kasvaneen 3 % Q2'17 aikana ja 3 % vuoden 2016 aikana. Markkina vaikuttaa elpyneen, mutta toisaalta Sanomalle olennainen aikakauslehtien mainonta on laskenut jyrkästi (Q2'17 -12 %). Odotamme BeNen aikakauslehtien laskun jatkuvan markkinan keskimääräisen laskun mukaisena lähivuodet, keskimäärin noin -12 %:ssa per vuosi. Odotamme Media BeNen kannattavuuden laskevan tämän takia hieman lähivuosina vuoden 2016 tasolta, noin 11-12 %:in operatiiviselle liikevoittomarginaalitasolle (2016 ilman SBS:ää 12,9 %).

Ennustamme Media Finlandin kannattavuuden nousevan hieman

TNS:n tilastojen perusteella Suomen mainosmarkkina pieneni 5 % Q2'17 aikana ja kasvoi noin 1 % koko vuoden 2016 aikana. Odotamme Media Finlandin painetun median liikevaihdon laskevan noin 6 % lähivuodet (2016: -5,1 %), mutta yhtiön digitaalisen median (TV, Radio, Verkko ja Mobiili) liikevaihdon kasvun (2016: +11,8 %) kompensoivan tämän laskun kokonaan ja

koko Media Finlandin liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 1,2 %:n vauhtia lähivuodet. Mediamainonnan ennustamamme lievä kasvu heijastuu skaalautuvuuden ansiosta yksikön tulokseen, minkä ansiosta Media Finlandin operatiivinen liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme noin 9,9 prosentin tasolle lähivuosina (2016: 8,5 %).

Learning jatkaa tasaista tulostahtia vuoden 2017 jälkeen

Oppimiskurssien tarjoava Learningin kannattavuus on laskenut vuonna 2017 mm. uusien menetelmien kehittämiskustannusten takia Puolassa. Odotamme vuoden 2017 operatiivisen liikevoiton jäävän mm. näiden kulujen takia vertailukauden alapuolelle 45,5 MEUR:oon (2016: 56,8 MEUR), mutta kannattavuuden nousevan tämän jälkeen. Learning on arviomme mukaan vuositasolla suhteellisen vakaata ja tasaista liiketoimintaa, emmekä ennusta suuria muutoksia yksikön tulokseen vuosina 2018-2020. Sanoma vahvisti viime vuoden keskäkuussa Learning-yksikköä De Boeck-yritysostolla, jonka arvioimme kasvattavan yksikön operatiivisen liikevoiton noin 58 MEUR:n tasolle vuonna 2018. Odotamme yksikön operatiivisen liikevoiton säilyvän noin 58-60 MEUR:n tasolla vuodet 2018-2020.

Konsernikulut pysyvät lähivuosina vaikaina

Sanoman konsernikulut eli Muut yhtiöt ja eliminoinnit laskivat merkittävästi viime vuonna yhtiön vuonna 2015 aloittaman 50 MEUR:n kustannussäästöohjelman ansiosta. Odotamme konsernikulujen olevan noin 12 MEUR vuonna 2017 ja noin 19 MEUR vuositasolla vuodet 2018-2020 (2016:- 24 MEUR).

Ennustemuutokset	2017	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1511	1511	0 %	1385	1390	0 %	1365	1369	0 %
Operatiivinen liikevoitto	162	167	3 %	153	155	2 %	150	151	0 %
Tulos ennen veroja	-291	-286	-2 %	135	136	1 %	135	135	0 %
Operatiivinen EPS	0,63	0,64	1 %	0,64	0,64	1 %	0,64	0,64	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso on laskenut jälleen järkeväksi

Arvostustaso suhteellisesti ja absoluuttisesti maltillinen

Nykyisillä ennusteillamme Sanoman vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat noin 12x ja EV/EBIT-kertoimet vastaavasti noin 14x. Kertoimet ovat selvästi alle Sanoman historiallisia 5-vuoden keskiarvotasoja (16,5x ja 17,6x) ja näemme niissä nousuvaraa. Kansainvälisen verrokkiryhmän vastaavat keskimääräiset kertoimet ovat P/E-luvulla mitattuna noin 15-17x lähivuosille eli Sanoma on verrokkiryhmään nähden noin 19-31 % aliarvostettu P/E-luvulla mitattuna. Pääomarakenteen huomioivat verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet lähivuosille 11-14x ovat toisaalta kuitenkin Sanoman tasolla ja aavistuksen Sanoman kertoimia matalampia. Suosimme kuitenkin arvonmäärittelyksessämme P/E-kertoimia sillä ne ovat mielestämme osakkeenomistajien kannalta relevantimpia.

Sanoman hyväksyttäviä arvostuskertoimia laskee mielestämme tällä hetkellä yhtiön edelleen suhteellisen heikko tase (Q2'17 omavaraisuusaste 29 %), liikearvoon (Q2'17 taseessa noin 1,2 miljardia euroa aineettomia oikeuksia ja liikearvoa) liittyvä alaskirjausriski, sekä Suomen lähivuosien mediamarkkinoiden kehitykseen liittyvä epävarmuus. Lisäksi suuret kansainväliset kilpailijat (mm. Google ja Facebook) ja toimialan trendit toimivat mielestämme pitkällä aikavälillä Sanomaa vastaan. Osakkeen arvostustason on näistä syistä johtuen mielestämme perustellusti oltava verrokkien alapuolella.

Nostamme suositustamme

Toistamme Sanomalle aikaisemman 8,40 euron tavoitehintamme. Tavoitehintamme heijastelee 2018 operatiivisesta osakekohtaisesta tuloksesta laskettua noin 13x P/E-kerrointa ja 4,8 %:n vuoden 2018 osinkotuottoa. Sanoman heinäkuussa tapahtuneen kurssilaskun (-10 %) jälkeen osakekurssi on laskenut tavoitehintamme alapuolelle ja arvostustaso on mielestämme jälleen laskenut järkeväksi. Nostamme siksi osakkeen suosituksemme tasolle lisää (aikaisemmin vähennä).

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

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Alma Media	6,18	509	579	12,0	10,7	8,9	8,2	1,6	1,5	14,7	14,7	3,7	4,4	3,4
New York Times	18,25	2530	2273	13,6	12,5	10,3	9,6	1,6	1,6	28,1	26,0			
Pearson plc	8,30	5879	6990							12,0	12,6	7,6	5,8	
Schibsted	203,60	4714	5347	20,8	18,6	19,9	14,9	2,9	2,7	53,6	30,2	0,9	0,9	3,8
Axel Springer	51,94	5615	7046	15,5	13,5	11,2	10,1	2,1	2,0	20,0	17,8	3,8	3,9	2,5
RTL Group	65,65	10166	11049	9,6	8,9	8,3	7,7	1,8	1,7	13,4	12,9	6,1	6,1	3,1
Mediaset	3,33	3917	5674	14,8	10,0	11,5	7,8	1,6	1,7	24,4	14,0	2,4	3,8	2,0
Modern Times Group	285,30	1997	2388	15,6	12,5	13,0	10,6	1,2	1,1	21,5	17,8	4,3	4,5	3,6
ProSiebenSAT1	33,40	7796	10159	11,3	10,4	9,2	8,6	2,3	2,2	13,3	12,6	6,0	6,4	5,2
Alma Media	6,18	509	579	12,0	10,7	8,9	8,2	1,6	1,5	14,7	14,7	3,7	4,4	3,4
Sanoma (Inderes)	7,66	1241	2373	14,2	14,1	6,1	5,7	1,6	1,6	11,9	11,9	3,9	5,2	3,5
Keskiarvo				13,9	12,0	11,2	9,5	1,9	1,8	21,6	17,3	4,3	4,5	3,4
Mediaani				13,6	10,7	10,3	8,6	1,6	1,7	17,3	14,7	3,8	4,4	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				4 %	32 %	-41 %	-34 %	-4 %	-5 %	-31 %	-19 %	4 %	20 %	1 %

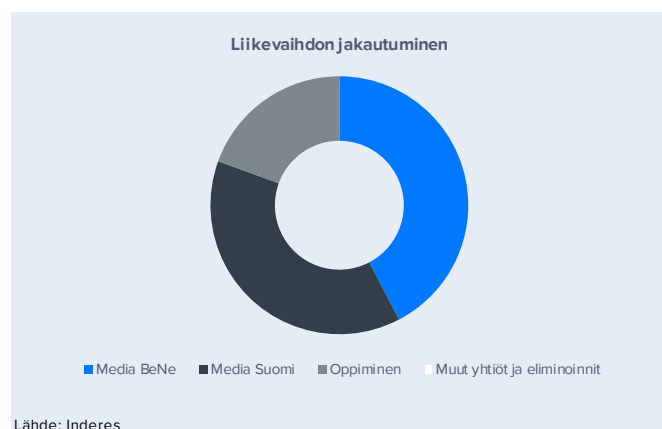
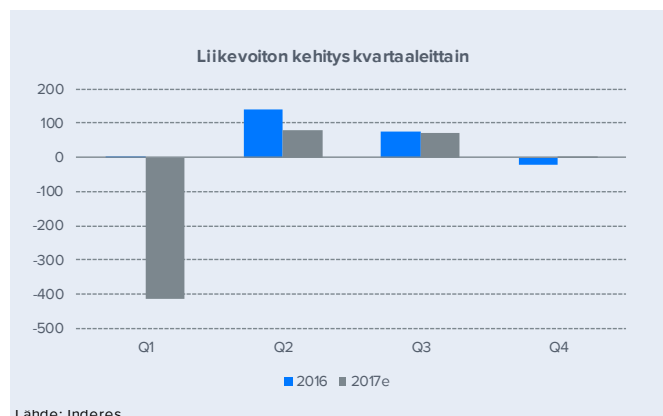
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1717	353	450	438	398	1639	344	441	399	327	1511	1390	1369
Media BeNe	830	176	203	180	218	776	168	197	132	143	640	498	461
Media Suomi	573	145	150	134	152	581	144	145	135	154	577	585	595
Oppiminen	281	33	97	125	28	283	32	100	132	30	294	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	119	126	56	-44	387	341
Poistot ja arvonalennukset	-389	-72	-74	-62	-92	-300	-71	-41	-54	-55	-221	-231	-190
Liikevoitto ilman kertaeriä	83	2	87	78	1	168	11	82	73	1	167	155	151
Liikevoitto	-124	3	142	75	-23	197	-416	78	73	1	-265	155	151
Media BeNe	64	7	30	22	27	86	9	28	16	19	72	58	53
Media Suomi	13	11	19	10	9	50	19	23	10	10	62	57	57
Oppiminen	45	-11	41	51	-24	57	-15	34	50	-24	45	58	59
Kertaluonteiset erät	-207	1	55	-3	-25	29	-427	-4	0	0	-431	0	0
Muut yhtiöt ja eliminoinnit	-38	-6	-3	-5	-11	-24	-2	-2	-4	-4	-12	-18	-19
Nettorahoituskulut	-27	-8	-9	-7	-13	-37	-7	-4	-7	-6	-24	-20	-17
Tulos ennen veroja	-152	-5	133	68	-38	157	-422	74	66	-4	-286	136	135
Verot	-6	5	-36	-17	6	-41	-1	-23	-15	1	-38	-31	-31
Vähemmistöosuudet	15	0	-3	-3	0	-5	0	0	0	0	-1	-1	-1
Nettotulos	-143	1	94	48	-32	111	-423	51	51	-3	-325	104	103
EPS (oikaistu)	0,13	-0,04	0,33	0,29	-0,07	0,51	0,03	0,32	0,31	-0,02	0,64	0,64	0,64
EPS (raportoitu)	-0,88	0,00	0,58	0,29	-0,20	0,68	-2,61	0,31	0,31	-0,02	-2,00	0,64	0,64

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	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 %	-8,0 %	-1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-29,9 %	-109,5 %	75,6 %	24,3 %	-115,9 %	101,6 %	500,0 %	-6,1 %	-6,3 %	-27,6 %	-0,6 %	-6,8 %	-2,8 %
Käyttökate-%	15,5 %	21,2 %	48,0 %	31,2 %	17,3 %	30,3 %	-100,3 %	26,9 %	31,7 %	17,2 %	-2,9 %	27,8 %	24,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	0,5 %	19,3 %	17,7 %	0,4 %	10,2 %	3,3 %	18,5 %	18,3 %	0,3 %	11,0 %	11,2 %	11,0 %
Nettotulos-%	-8,3 %	0,2 %	21,0 %	10,9 %	-8,0 %	6,8 %	-123,1 %	11,5 %	12,7 %	-1,0 %	-21,5 %	7,5 %	7,5 %

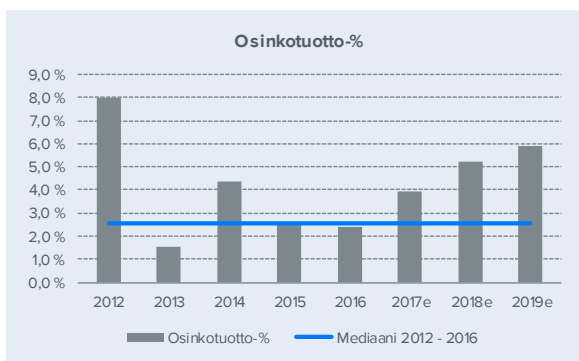
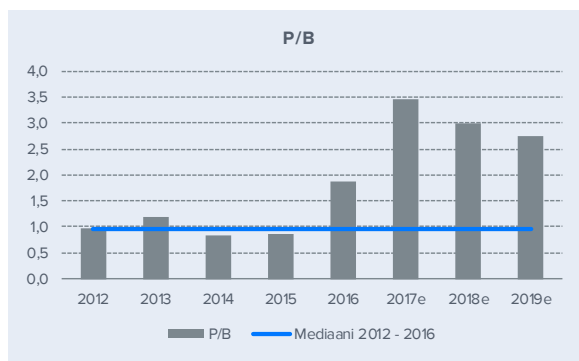
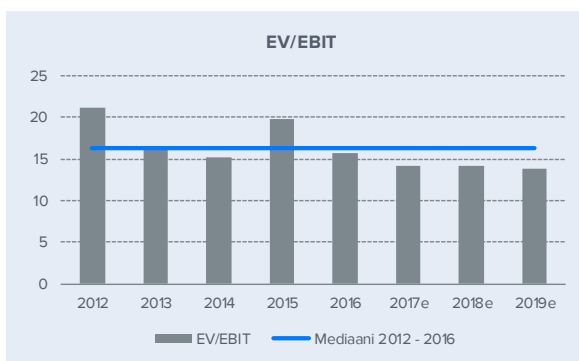
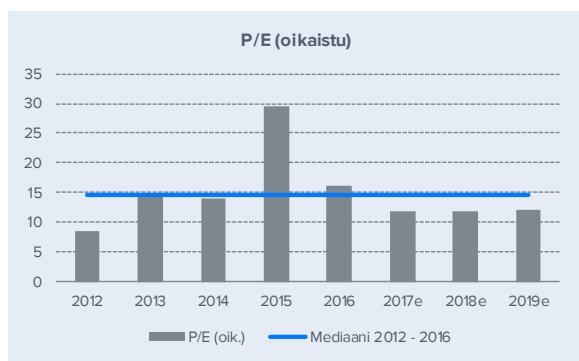
Lähde: Inderes



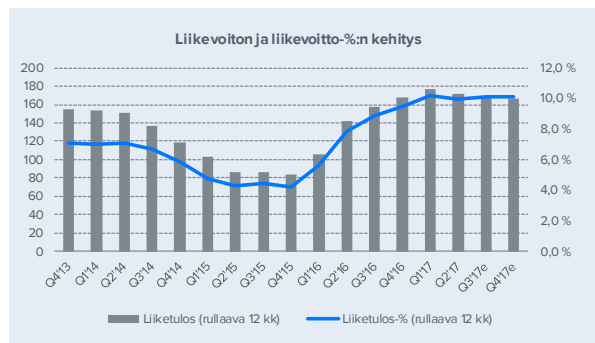
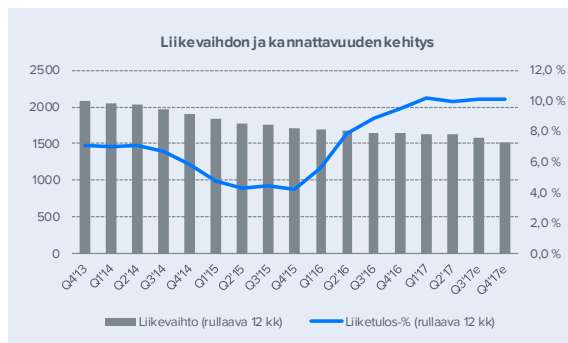
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,53	6,39	4,60	3,91	8,24	7,66	7,66	7,66
Markkina-arvo	1226	1040	749	634	1336	1241	1241	1241
Yritysarvo (EV)	2783	2518	1800	1645	2643	2373	2197	2094
P/E (oik.)	8,6	14,5	13,9	29,5	16,2	11,9	11,9	12,0
P/E	8,6	neg.	14,2	neg.	12,1	neg.	11,9	12,0
P/Kassavirta	3,9	2,7	3,1	11,5	7,6	4,6	7,4	8,7
P/B	1,0	1,2	0,8	0,9	1,9	3,5	3,0	2,7
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,9	1,0	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	6,9	3,0	4,0	3,5	5,7	6,1	5,7	6,1
EV/EBIT	21,3	16,3	15,1	19,7	15,7	14,2	14,1	13,9
Osinko/tulos (%)	68,5 %	-4,9 %	61,8 %	-11,3 %	29,3 %	-15,0 %	62,2 %	70,7 %
Osinkotuotto-%	8,0 %	1,6 %	4,3 %	2,6 %	2,4 %	3,9 %	5,2 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

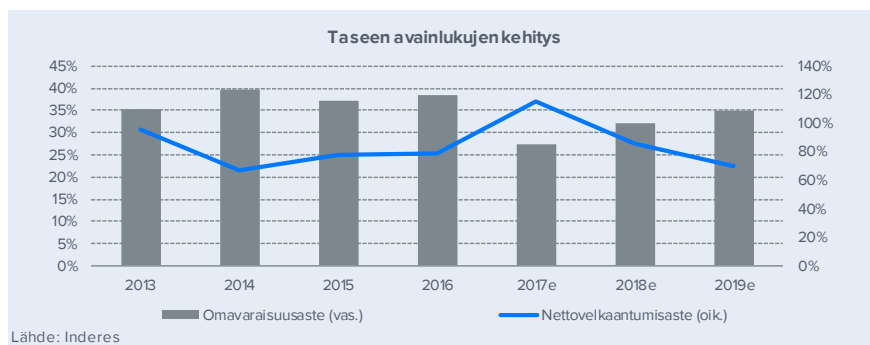


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2564	2351	2263	1566	1494
Liikearvo	1749	1665	1663	947	947
Aineettomat oikeudet	513	458	433	426	333
Käyttöomaisuus	125	101	82	108	130
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	291
Varastot	45	40	41	38	35
Muut lyhytaikaiset varat	10	5	2	2	2
Myyntisaamiset	282	271	256	236	217
Likvidit varat	116	99	43	40	37
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1882	1786

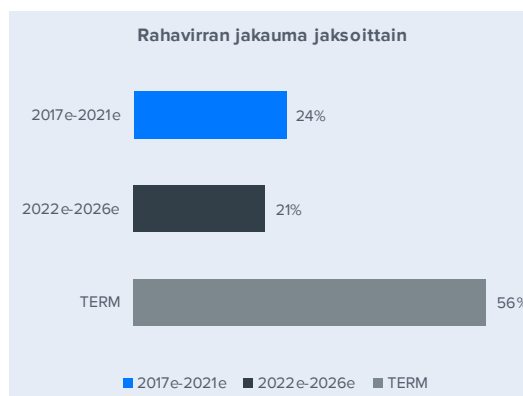
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	902	743	713	358	413
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	529	373	441	83	139
Omat osakkeet	0	-3	-2	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-1	0	0	0
Muu oma pääoma	302	302	203	203	203
Vähemmistöosuus	299	286	290	160	161
Pitkäaikaiset velat	737	733	382	366	321
Laskennalliset verovelat	78	62	60	60	60
Varaukset	2	28	26	26	26
Lainat rahoituslaitoksilta	522	507	239	223	179
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	136	136	57	57	57
Lyhytaikaiset velat	1078	1003	1222	998	890
Lainat rahoituslaitoksilta	397	392	591	415	353
Lyhytaikaiset korottomat velat	619	601	622	574	528
Muut lyhytaikaiset velat	62	9	9	9	9
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1882	1786



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	197	-265	155	151	149	151	147	143	146	149	151	
+ Kokonaispoistot	300	221	231	190	170	160	157	155	150	150	111	
- Maksetut verot	-32	-38	-31	-31	-31	-30	-29	-29	-30	-33	-35	
- verot rahoituskuluista	-10	3	-5	-4	-4	-4	-5	-4	-4	-2	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	37	-25	-24	-4	-3	4	5	6	6	201	10	
Operatiivinen kassavirta	492	-104	327	302	281	281	275	271	268	465	238	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-82	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-235	476	-160	-160	-160	-160	-160	-129	-151	-75	-118	
Vapaa operatiivinen kassavirta	176	372	167	142	121	121	115	142	116	390	120	
+/- Muut	0	-100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	176	272	167	142	121	121	115	142	116	390	120	2662
Diskontattu vapaa kassavirta		165	153	122	97	91	81	94	72	228	66	1457
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	2725	2460	2308	2186	2089	1998	1917	1823	1751	1523	1457	
Velaton arvo DCF	2725											
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
- Vähemmistöosuus												
- Osinko/pääomapalautus												
Oman pääoman arvo DCF	1373											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,47											

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	1390
EBITDA	470	266	496	-44	387
EBITDA-marginaali (%)	25	15	30	-3	28
EBIT	134	-124	197	-265	155
Voitto ennen veroja	91	-152	157	-286	136
Nettovoitto	53	-143	111	-325	104
Kertaluontoiset erät	15	-207	29	-431	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3017	2765	2606	1882	1786
Oma pääoma	1201	1029	1003	518	574
Liikearvo	1749	1665	1663	947	947
Korolliset velat	918	900	830	639	531

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	470	266	496	-44	387
Nettokäyttöpääoman muutos	111	-50	37	-25	-24
Operatiivinen kassavirta	531	191	492	-104	327
Vapaa kassavirta	245	55	176	272	167

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	-2,00	0,64
EPS oikaistu	0,33	0,13	0,51	0,64	0,64
Operat. kassavirta per osak	3,26	1,18	3,04	-0,64	2,02
Tasearvo per osake	5,54	4,59	4,40	2,21	2,55
Osinko per osake	0,20	0,10	0,20	0,30	0,40
Voitonjako, %	62	-11	29	-15	62
Osinkotuotto, %	4,3	2,6	2,4	3,9	5,2

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

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 Sanomain Säätiö	3,5 %
Keskinäinen Eläkevuokutusyhtiö Ilmarinen	2,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
25.7.2017	Lisää	8,40 €	7,66 €

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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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