

Osake on kesäalessa

Nostamme suosituksen osta-tasolle, ja laskemme ennustemuutosten myötä tavoitehinnan 7,40 euroon (aik. 7,70). Alma Median alkuvuoden operatiivinen tuloskehitys on jäämässä kasvupanostuksista ja Suomen mainosmarkkinan heikosta kehityksestä johtuen vaisuksi ja myös talouskasvunäkymät ovat arviomme mukaan hieman hiipuneet aiemmasta. Pidämme tästä huolimatta osakkeen -10 %:n kesäalea yllimitettuna, sillä osakkeen nykyinen arvostustaso aliarvio näkemyksemme mukaan karkeasti yhtiön voimakkaasti kasvavien ja erittäin kannattavien digitaalisten liiketoimintojen sekä vakaasti kassavirtaa tuottavien medialiiketoimintojen arvoa.

Mediamarkkinalla on turbulenssia

Alkuvuosi on ollut turbulenttinen suomalaisten media-yhtiöiden liiketoiminnoille ja osakkeille. Vaisun kehityksen pääajuri on Suomen mediamainonnan heikkona jatkuva trendi (1-5'18: -2,9 %), joka johtuu erityisesti painetun median mainonnan rakenteellisesta laskusta (mm. sanomalehtimainonta 1-5'18: -13 %). Lisäksi mediamarkkinaan on vaikuttanut negatiivisesti myös sanomalehtipaperin hinnankorotukset ja EU:n tietosuoja-asetuksen (GDPR) voimaantulon aiheuttamat häiriöt mm. ohjelmalliseen ostamiseen. Painettuun mediaan keskittynyt media-yhtiö Keski-suomalainen näistä johtuen tulosvaroituksen kesäkuun lopulla. Näkemyksemme mukaan Suomen suurimmat media-yhtiöt Sanoma ja Alma Media pärjäävät kuitenkin nykyisessä markkinaympäristössä keskimääräistä paremmin, sillä ne kaappaavat leijonanosan edelleen lievässä kasvussa olevasta verkkomainonnan markkinasta ja pystyvät vahvojen mediabrändiensä turvin siirtämään kustannuspaineet paremmin tilaushintoihin. Näkemyksemme mukaan painetun median rakeenteellinen taantuma jatkuu pitkälle tulevaisuuteen, minkä olemme huomioineet ennusteissamme.

Marketsin kasvunäkymä edelleen vahva ja mediatoiminnot kehittyvät vakaasti

Alkuvuoden vaisu markkinaympäristö ja Q1:n mm. kasvupanostuksista johtunut odotettua heikompi tuloskehitys ei ole muuttanut merkittävästi arviotamme Alman keskeisen arvoajurin, Marketsin käyvästä arvosta tai tuloskasvunäkymistä. Markets on rakentanut erittäin vahvan aseman voimakkaasti kasvaville CEE:n rekrytointimarkkinoille ja löytänyt uusia kasvumahdollisuuksia onnistuneen tuotekehityksen kautta. Markets on lanseerannut uusia palveluita mm. Tsekin ja Puolan markkinoille, joiden vastaanotto on ollut yhtiön mukaan erinomainen. Uudet hankkeet kasvattavat markkinointipanostuksien kasvun kautta kuluja lyhyellä aikavälillä, mutta onnistuessaan ne vahvistavat kasvua merkittävästi lähivuosina ja parantaa yhtiön kilpailuasemaa erityisesti suurella Puolan markkinalla. Odotamme digitaalisten liiketoimintojen vahvan tuloskehityksen jatkuvan kuluvana vuonna Itä-Euroopan ja Suomen talouksien positiivisten kasvunäkymien myötä. Painetun median tuotot jatkavat laskutrendillä, mutta odotamme Alman pystyvän toisella vuosipuoliskolla Talentin ja Consumerin osalta vakaampaan tuloskehitykseen mainosmyynnin kehityksen tasaantumisen, rakennemuutosten ja kustannusten sopeutusten kautta.

Arvostus painunut houkuttelevan alas

Näemme Alma Median arvostustasossa nykykurssilla huomattavaa nousuvaraa yhtiön liiketoimintojen osien summaan, lähivuosien tuloskasvuun ja vahvaan osinkotuottoon nähden. Arviomme mukaan Alma Median osien summa on noin 8,5 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaa yksinkertaistaen sitä, että yhtiön markkina-arvo voitaisiin perustella lähes yksinomaan Alma Markets liiketoiminnan arvolla. Myös tuloskertoiimiin (2018-2019 P/E 12x) ja noin 5 %:n osinkotuottoon nähden arvostus on houkutteleva.

Analytikko

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



Suositus

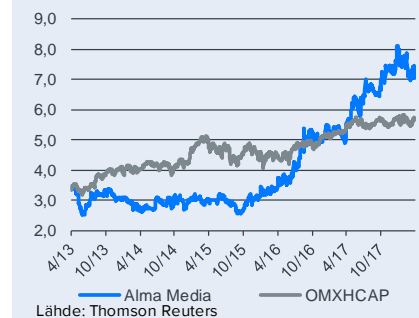
Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehinta **7,40 EUR**

Edellinen: 7,70



Ei-lisen päätös **6,34 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,99-8,14 EUR**

Potentiaali **16,7 %**

Ohjeistus

Alma Media arvioi vuoden 2018 liikevaihdon pysyvän edellisvuoden 2017 tasolla ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuoden 2017 tasosta. Vuoden 2017 liikevaihto oli 367,3 MEUR ja oikaistu liikevoitto 51,1 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)	(x)	%
2016	353	27	7,6 %	25	0,21	0,16	1,6	9,9	15,8	16,4	3,2 %
2017	367	47	12,7 %	46	0,39	0,24	2,0	10,4	14,5	16,1	3,3 %
2018e	366	60	16,3 %	60	0,52	0,30	1,7	8,8	11,4	13,8	4,7 %
2019e	375	60	16,1 %	60	0,51	0,34	1,5	7,3	9,2	12,3	5,4 %
2020e	385	64	16,6 %	63	0,54	0,38	1,4	6,6	8,2	11,8	6,0 %
Markkina-arvo, MEUR			522	OPO / osake 2018e, EUR			1,93	CAGR EPS, 2017-2020, %			11 %
Nettovelka 2018e, MEUR			2	P/B 2018e			3,3	CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			630	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			0,9 %	ROE 2018e, %			28,8 %
Taseen koko 2018e, MEUR			351	Omavaraisuusaste 2018e, %			54,8 %	ROCE 2018e, %			25,4 %

Q2'18 ennakko

Q2'18 tulos 18.7.

Alma Median julkistaa Q2-tuloksensa keskiviikkona 18.7. Odotamme yhtiön liikevaihdon jäävän painetun median taantumisen ja digitaalisten palveluiden kasvun ristivedossa jälleen suunnilleen vertailukauden tasolle, mutta oikaistun liikevoiton nousevan hieman vertailukautta korkeammaksi digitaalisten medioiden ja -palveluiden vahvan kasvun sekä toiminnan tehostumisen ajamana.

Ennustamme Q2-liikevaihdon laskevan hieman vertailukaudesta noin 92 MEUR:oon. Liikevaihdon kehitystä tukee ennusteissamme digitaalisten palveluiden ja mediamyynnin vahva kasvu, jonka kuitenkin neutralisoi painetun median liikevaihdon voimakas lasku. Segmenttitasolla odotamme Q2:lla kasvua ainoastaan 100 %:sti digitaalisia palveluita tarjoavan Alma Markets -segmentin liikevaihtoon (+21 % v/v). Alma Talent segmentin liikevaihto laskee ennusteissamme noin 3 % vertailukaudesta ja Alma Consumerin laskee rakennemuutosten myötä 11 %. TNS:n julkaisemien mediamainonnan tilastojen mukaan mainonnan määrä laski Suomessa 1-5'18 noin 3 %. Erityisesti sanomalehtimainonnan kehitys on ollut heikkoa (-13 %)

ja verkkomainonnan kasvukin jäi vaatimattomalle tasolle (+5 %). Olemme ennusteissamme olettaneet Alma Median painetun mainonnan myynnin laskun olevan hieman yleistä kehitystä loivempaa ja Alma Median kasvattaneen markkinaosuuttaan verkkomainonnassa.

Odotamme oikaistun Q2-liikevoiton kasvavan noin 6 % vertailukaudesta 14,1 MEUR:oon (Q2'17: 13,3 MEUR) ja liikevoittomarginaalin nousevan 15,3 %:iin vertailukauden 14,2 %:sta. Kahden muun analytiikan ennusteesta lisäksi koostuvan konsensuksen keskiarvo oikaistulle liikevoitolle on 15,3 MEUR, mutta odotamme ennusteiden vielä tarkentuvan ennen tulospöytäkirjasta. Ennusteissamme liikevoittoa nostaa vertailukaudesta erityisesti Alma Marketsin erittäin kannattava kasvu. Alma Consumerin liikevoiton ennustamme jäävän painetun median tuottojen laskun seurauksena vertailukauden tasosta Alma Talentin liikevoiton arvioimme olevan suunnilleen vertailukauden tasolla. Raportoitu liikevoittoriviä tukee ennusteissamme Lapin lehtitoimintojen myynnistä saatava noin 4 MEUR:n myyntivoitto. Oikaistun EPS:n ennustamme nousevan 0,11 euroon vertailukauden 0,09 eurosta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	94		92	92			366
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,3		14,1	15,3			55,1
Tulos ennen veroja	15,0		18,0	17,7			59,6
EPS	0,09		0,11	0,11			0,46
Liikevaihdon kasvu-%	2,0 %		-1,6 %	-1,6 %			-0,3 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	14,2 %		15,3 %	16,6 %			15,0 %

Lähde: Inderes & Thomson Reuters (konsensus)

Ennustemuutokset

Lieviä negatiivisia ennustemuutoksia

Teimme päivityksen yhteydessä vain lieviä negatiivisia muutoksia ennusteissamme, jotka heijastelevat vaisua markkinakehitystä keväällä sekä pienten liiketoimintakauppojen aiheuttamia rakennemuutoksia. Olemme nyt myös huomioineet Alma Median segmenttirakenteessa tapahtuneet muutokset ennusteissamme, kun Alma News&Life ja Regions segmentit yhdistyivät 1.4. alkaen.

Ennustamme nyt Alma Median vuoden 2018 oikaistuun liikevoittoon vain lievää, noin 8 %:n kasvua (aik. 10 %), mutta raportoidun liikevoiton odotamme kasvavan lehtitoimintojen

myyntivoittojen myötä 29 % vertailukaudesta n. 60 MEUR:oon (aik. 61 MEUR). Vuonna 2019 ennustamme nyt oikaistun liikevoiton kasvavan 9 % 60 MEUR:oon (aik. 62 MEUR). Ennustamaamme tuloskasvua ajaa puhtaasti Markets, sillä odotamme rakenteellisten markkinatrendien vuoksi Talentin ja Consumer segmentteihin vakaata tuloskehitystä. Vahva operatiivinen kassavirta, vähän pääomaa sitova liiketoiminta ja nettovelaton tase mahdollistavat edelleen lähivuosille 13-25 % kasvavan osingon sekä yritysostoja.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	369,2	366,1	-1 %	379	375	-1 %	389	385	-1 %
Käyttökate	77,5	76,3	-2 %	78,4	76,6	-2 %	82,0	79,7	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	56,3	55,1	-2 %	62,0	60,3	-3 %	65,9	63,7	-3 %
Liikevoitto	61,0	59,8	-2 %	62,0	60,3	-3 %	65,9	63,7	-3 %
Tulos ennen veroja	60,8	59,6	-2 %	61,2	59,8	-2 %	65,2	63,0	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,46	-2 %	0,53	0,51	-3 %	0,56	0,54	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,32	0,30	-6 %	0,36	0,34	-6 %	0,40	0,38	-5 %

Lähde: Inderes

Arvostus on houkutteleva

Arvostustaso ei heijastele yhtiön osien käypää arvoa

Näemme Alma Median arvostustasossa nykykursilla huomattavaa nousuvaraa yhtiön liiketoimintojen osien summaan, lähivuosien tuloskasvuun ja vahvaan osinkotuottoon nähden. Arviomme mukaan Alma Median osien summa on noin 8,5 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaa yksinkertaistaen sitä, että yhtiön markkina-arvo voitaisiin perustella lähes yksinomaan noin 20 % vuodessa kasvavan ja noin 40 % käyttökatemarginaalia tekevän

Alma Markets liiketoiminnan arvolla, ja osakkeenomistaja saa vakaasti kehittyvän ja hyvin kannattavan Suomen 2. suurimman mediatalon liiketoimintojen arvon kaupan päälle. Myös lähivuosien tulostuloksiin (2018-2019 P/E 12x) ja noin 5 %:n ennustettuun osinkotuottoon nähden arvostus on mielestämme houkutteleva. Lyhyen aikavälin riskinä arvostukselle näemme toimialan murroksen hallitsemattoman kiihtymisen sekä Alma Median liiketoiminnan suhteellisen korkean suhdanneherkkyyden.

Mediayhtiöverrokit

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Agora SA	137	132	0,5	0,5	4,6	4,3	20,0	15,5
Future PLC	283	287	2,4	2,1	14,1	11,7	17,1	15,4
Daily Mail and General Trust P L	2847	3464	2,1	2,1	14,0	13,8	21,1	19,8
Gannett Co Inc	1045	1181	0,5	0,5	4,1	4,0	8,4	8,1
GEDI Gruppo Editoriale SpA	164	275	0,4	0,4	4,8	4,8	8,1	7,9
Impresa Sociedade Gestora de I	39	224	1,2	1,2	11,6	10,3	14,0	13,3
Johnston Press PLC	4	164	0,8	0,8	3,9	4,0	4,8	5,0
Keskisuomalainen Oyj	66	104	0,9	0,9	7,5	7,0	11,4	10,3
Lagardere SCA	2965	4497	0,6	0,6	6,9	6,9	11,0	11,2
Meredith Corp	2046	4864	2,1	1,7	8,5	7,5	19,0	9,6
Arnoldo Mondadori Editore SpA	356	611	0,5	0,5	6,2	5,9	9,8	8,8
New York Times Co	3655	3430	2,3	2,2	14,2	12,5	18,2	15,5
Time Inc	1484	2735	1,1	1,1	6,7	6,4		
Rizzoli Corriere della Sera Media	574	864	1,0	1,0	5,4	5,2	7,2	6,6
Sanoma Oyj	1423	1865	1,4	1,4	5,6	5,8	10,3	10,2
Tamedia AG	1402	1509	1,7	1,6	7,5	7,1	10,6	10,1
Promotora de Informaciones SA	858	1737	1,5	1,5	7,9	7,2	15,4	12,1
tronc Inc	545	740	0,6	0,8	5,1		29,1	
Vocento SA	173	271	0,7	0,7	6,4	6,4	10,0	9,8
Mediaani	574	864	1,0	1,0	6,7	6,7	11,2	10,2
Keskiarvo	1056	1524	1,2	1,1	7,6	7,3	13,6	11,1

Markets verrokit

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Axel Springer SE	6756	8676	2,7	2,6	11,7	10,7	17,1	15,3
Auto Trader Group PLC	4529	4927	13,2	12,5	18,9	17,8	19,7	18,5
Carsales.Com Ltd	2325	2439	8,7	7,6	18,3	16,0	19,5	17,1
Holidaycheck Group AG	179	154	1,2	1,1	31,4	15,0		35,9
REA Group Ltd	7410	7513	14,7	12,7	25,5	21,7	28,5	24,0
Rightmove PLC	5355	5347	17,8	16,4	23,4	21,6	23,7	21,8
Schibsted ASA	5868	6181	3,2	3,0	18,0	14,4	23,2	17,3
Scout24 AG	5018	5582	10,7	9,7	19,6	17,4	23,2	20,1
Seek Ltd	4693	5412	6,7	5,9	19,7	17,6	24,2	21,6
Trade Me Group Ltd	1063	1110	7,6	7,1	11,7	11,0	14,0	13,1
Zillow Group Inc	10314	9669	7,5	5,4	40,6	30,9	73,3	51,5
ZPG PLC	2419	2786	8,0	7,4	20,7	18,5	23,5	21,0
Mediaani	4856	5379	7,8	7,3	19,7	17,5	23,2	20,5
Keskiarvo	4661	4983	8,5	7,6	21,6	17,7	26,4	23,1

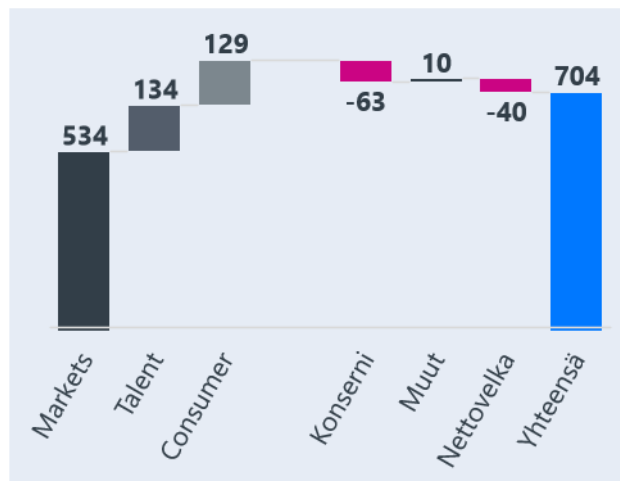
Osien summa -laskelma

Osien summa läpivalaisee eri liiketoimintojen käypää arvoa

Alma Median segmenttien kasvu- ja kannattavuusprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat selvästi toisistaan, joten osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan yksi keskeisimpiä mittareita arvonmäärittämisessä. Lisäksi, vaikka segmenttien välillä on selkeitä synergiaetuja mm. liikenteen ohjauksen, ristiinmyynnin ja tukitoimintojen kautta, ovat segmentit lopulta hyvin itsenäisiä ja siten potentiaalisia yritysjärjestelyn kohteita. Näin ollen osien summa on olennainen tapa arvottaa Alma Mediaa. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet segmentit erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 704 MEUR. Alma Markets on konsernin osista vahvan kasvun ja kannattavuutensa näkökulmasta arviomme mukaan selvästi arvokkain osa ja arviomme sen nettoarvolle (bruttoarvo-vähemmistöosuus) on 534 MEUR. Alma Talent on laskelmassamme konsernin toiseksi arvokkain osa ja arvioimme sen nettoarvoksi 134 MEUR. ja Alma Consumerin arvo on laskelmassamme 129 MEUR. Kun nettoarvoihin lisätään muut varallisuuserät (+10 MEUR) ja vähennetään konsernin kulujen arvo (-63 MEUR) ja nettovelat (-40 MEUR) saadaan osien nettoarvoksi 704 MEUR tai noin 8,5 euroa per osake.

Osien summa 7/2018



Laskelmassa on huomionarvoista se, että Alma Median nykyisestä yritysarvosta (2018e EV 630 MEUR) voidaan perustella valtaosa pelkällä Markets-segmentin arvolla.

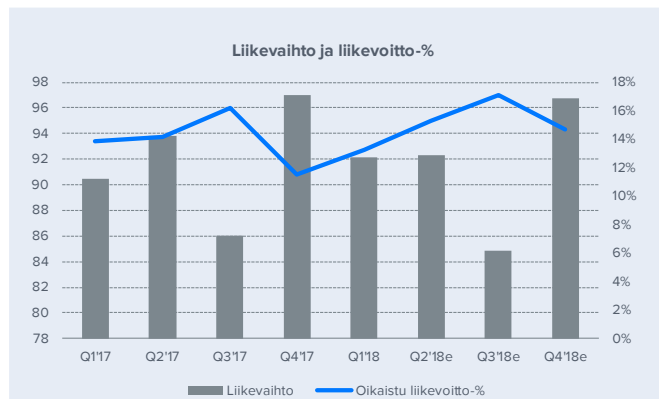
Olemme käyneet tarkemmin läpi osien summa -laskelman oletuksia ja rakennetta maaliskuun lopussa julkaistussa laajassa [yhtiöraportissa](#).

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	353,3	90,5	93,8	86,0	97,0	367,3	92,2	92,3	84,9	96,7	366,1	375,1	384,6
Alma Markets	69,4	19,6	20,6	20,9	22,1	83,2	23,8	24,9	25,4	27,0	101,1	112,8	123,1
Alma Talent	114,0	29,5	28,7	24,0	31,0	113,2	27,8	27,9	23,3	30,3	109,3	109,2	110,2
Alma Consumer	173,8	41,6	44,7	41,3	44,2	171,8	40,7	39,9	36,4	39,9	156,9	154,3	152,5
Muut ja eliminoinnit	-3,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-1,1	-1,2	-1,2
Käyttökate	48,0	15,4	19,0	18,3	14,2	66,8	17,1	22,2	18,6	18,3	76,3	76,6	79,7
Poistot ja arvonalennukset	-21,1	-4,0	-3,9	-4,0	-8,4	-20,3	-4,2	-4,1	-4,1	-4,1	-16,5	-16,3	-16,1
Liikevoitto ilman kertaerää	35,3	12,6	13,3	13,9	11,2	51,0	12,2	14,1	14,5	14,2	55,1	60,3	63,7
Liikevoitto	26,9	11,4	15,1	14,3	5,8	46,5	12,9	18,1	14,5	14,2	59,8	60,3	63,7
Alma Markets	19,3	7,3	7,4	7,9	5,7	28,3	8,2	8,9	9,7	8,8	35,6	40,8	44,6
Alma Talent	12,4	4,6	3,3	2,8	3,9	14,6	3,3	3,4	2,7	3,9	13,3	13,1	13,1
Alma Consumer	15,5	2,9	4,5	4,7	4,5	16,6	2,3	3,8	3,9	4,5	14,5	14,9	14,6
Muut ja eliminoinnit	-11,9	-2,3	-1,9	-1,5	-2,9	-8,5	-1,6	-2,0	-1,8	-2,9	-8,3	-8,5	-8,6
Kertaluonteiset erät	-8,4	-1,2	1,8	0,3	-5,4	-4,5	0,7	4,0	0,0	0,0	4,7	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,4	-0,3	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,8	-1,0
Tulos ennen veroja	25,4	11,2	14,9	14,0	5,9	46,0	12,8	18,0	14,5	14,2	59,6	59,8	63,0
Verot	-5,5	-2,3	-2,8	-2,7	-1,4	-9,2	-2,5	-3,5	-2,8	-2,8	-11,6	-11,9	-12,5
Vähemmistöosuudet	-3,0	-1,2	-1,1	-1,4	-1,0	-4,6	-1,5	-1,3	-1,4	-1,3	-5,4	-5,5	-6,1
Nettotulos	16,9	7,8	11,0	9,9	3,5	32,2	8,9	13,2	10,3	10,1	42,6	42,3	44,4
EPS (oikaistu)	0,31	0,11	0,11	0,12	0,11	0,45	0,10	0,11	0,13	0,12	0,46	0,51	0,54
EPS (raportoitu)	0,21	0,09	0,13	0,12	0,04	0,39	0,11	0,16	0,13	0,12	0,52	0,51	0,54

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	21,2 %	4,4 %	2,0 %	6,3 %	3,5 %	4,0 %	1,8 %	-1,6 %	-1,3 %	-0,3 %	-0,3 %	2,5 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	50,9 %	128,2 %	33,1 %	54,9 %	3,7 %	44,5 %	-2,8 %	6,0 %	4,3 %	27,0 %	8,0 %	9,5 %	5,6 %
Käyttökate-%	13,6 %	17,0 %	20,2 %	21,3 %	14,6 %	18,2 %	18,6 %	24,0 %	22,0 %	18,9 %	20,8 %	20,4 %	20,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,0 %	13,9 %	14,2 %	16,2 %	11,5 %	13,9 %	13,2 %	15,3 %	17,1 %	14,7 %	15,0 %	16,1 %	16,6 %
Nettotulos-%	4,8 %	8,6 %	11,7 %	11,5 %	3,6 %	8,8 %	9,7 %	14,3 %	12,2 %	10,5 %	11,6 %	11,3 %	11,5 %

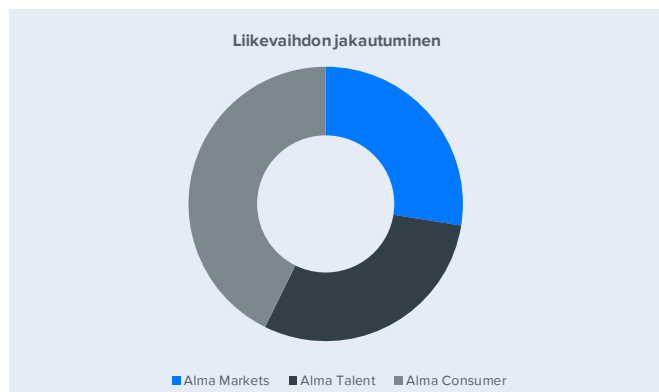
Lähde: Inderes



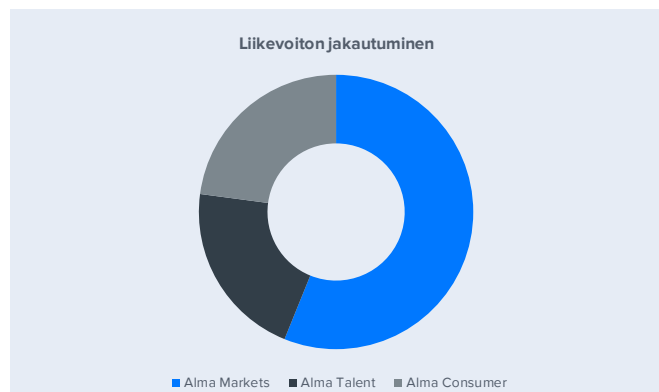
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

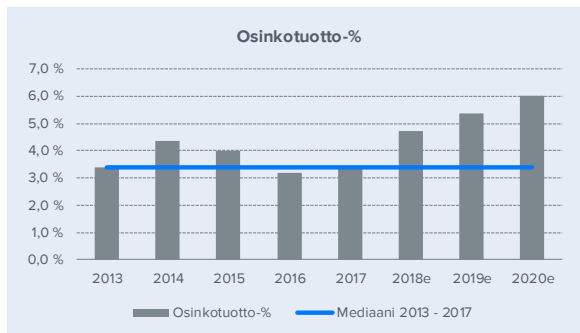
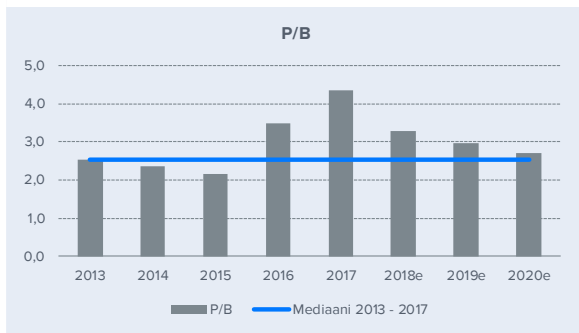
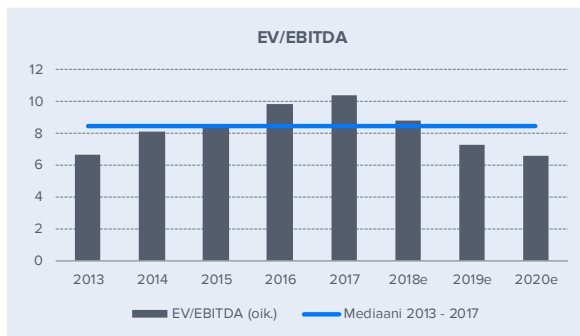
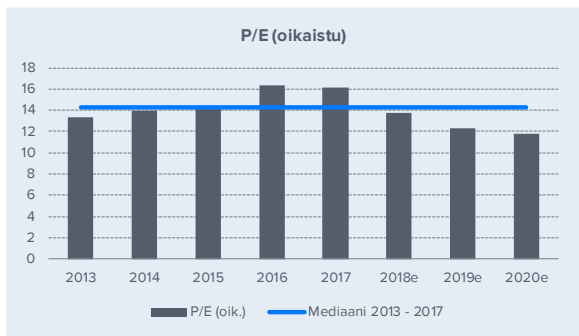


Lähde: Inderes

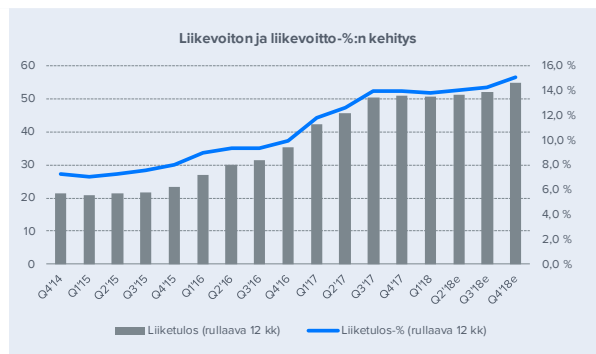
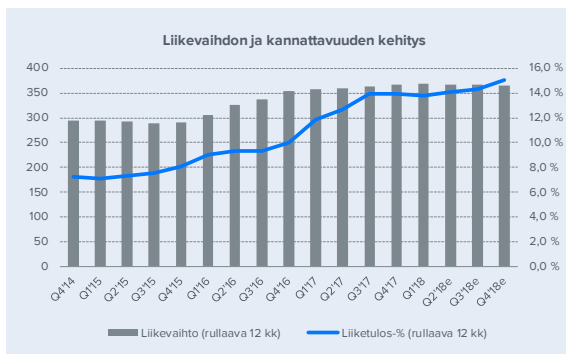
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,96	2,75	3,00	5,03	7,19	6,34	6,34	6,34
Markkina-arvo	223	208	240	414	592	522	522	522
Yritysarvo (EV)	317	302	340	557	741	630	556	525
P/E (oik.)	13,3	13,9	14,3	16,4	16,1	13,8	12,3	11,8
P/E	15,3	14,6	24,2	24,5	18,4	12,3	12,3	11,8
P/Kassavirta	-9,3	8,9	-6,7	13,6	19,2	7,7	9,0	8,6
P/B	2,5	2,3	2,2	3,5	4,3	3,3	3,0	2,7
P/S	0,7	0,7	0,8	1,2	1,6	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,2	1,6	2,0	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	6,7	8,1	8,5	9,9	10,4	8,8	7,3	6,6
EV/EBIT (oik.)	10,9	14,1	14,5	15,8	14,5	11,4	9,2	8,2
Osinko/tulos (%)	51,7 %	63,8 %	96,9 %	78,0 %	61,4 %	58,0 %	66,2 %	70,5 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,4 %	4,0 %	3,2 %	3,3 %	4,7 %	5,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes

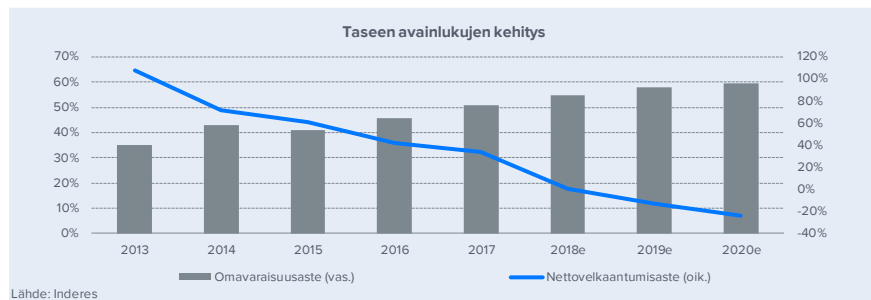


Tulostrendi (rullaava 12 kk)



Tase ja kassavirtalaskelma

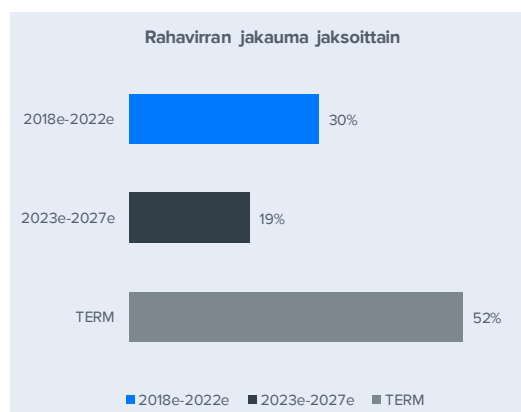
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	274	264	265	250	242	Oma pääoma	112	119	137	159	176
Liikearvo	119	120	122	119	119	Osakepääoma	45	45	45	45	45
Aineettomat oikeudet	72	68	62	56	50	Kertyneet voittovarot	41	48	66	89	106
Käyttöomaisuus	71	65	60	55	53	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7	5	5	5	5	Uudelleenarvostusrahasto	-2	-2	-1	-2	-2
Muut sijoitukset	5	4	10	10	10	Muu oma pääoma	27	27	27	27	27
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	4	4	4	Vähemmistöosuus	17	19	22	22	22
Laskennalliset verosaamiset	2	2	2	2	2	Pitkäaikaiset velat	79	80	75	75	65
Vaihtuvat vastaavat	54	63	69	101	119	Laskennalliset verovelat	14	13	14	14	14
Varastot	2	3	2	2	2	Varaukset	0	0	1	1	1
Muut lyhytaikaiset varat	2	0	0	0	0	Lainat rahoituslaitoksilta	63	65	60	60	50
Myyntisaamiset	35	37	46	40	41	Vaihtovelkakirjalainat	2	0	0	0	0
Likvidit varat	14	23	21	58	76	Muut pitkäaikaiset velat	0	1	0	0	0
Taseen loppusumma	328	327	334	351	361	Lyhytaikaiset velat	120	109	111	96	98
						Lainat rahoituslaitoksilta	29	16	15	0	0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	64	90	94	93	96
						Muut lyhytaikaiset velat	28	3	3	3	3
						Taseen loppusumma	328	327	345	351	361



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	46,5	59,8	60,3	63,7	66,7	67,3	67,7	68,3	69,2	72,9	74,4	
+ Kokonaispoistot	20,3	16,5	16,3	16,1	12,3	11,9	11,5	11,2	11,0	10,9	10,8	
- Maksetut verot	-9,3	-11,6	-11,9	-12,5	-13,1	-13,2	-13,3	-13,4	-13,6	-14,3	-14,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	-4,7	5,1	1,3	1,7	-1,1	-0,9	-1,2	0,4	-0,2	0,5	1,0	
Operatiivinen kassavirta	52,5	69,7	65,8	68,7	64,6	64,8	64,5	66,2	66,1	69,7	71,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-20,9	-2,0	-8,0	-8,3	-8,6	-8,9	-9,3	-9,6	-10,0	-10,4	-10,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,9	67,7	57,8	60,4	56,0	55,9	55,2	56,6	56,2	59,3	60,8	
+/- 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	30,9	67,7	57,8	60,4	56,0	55,9	55,2	56,6	56,2	59,3	60,8	943,0
Diskontattu vapaa kassavirta		65,0	51,1	49,2	42,0	38,6	35,2	33,2	30,3	29,5	27,8	431,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		833,9	768,8	717,7	668,5	626,5	587,9	552,7	519,5	489,2	459,7	431,9
Velaton arvo DCF		833,9										
- Korolliset velat		-75,0										
+ Rahavarat		20,7										
- Vähemmistöosuus		-110,0										
- Osinko/pääomapalautus		-19,8										
Oman pääoman arvo DCF		654,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,94										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	291,5	353,3	367,3	366,1	375,1
EBITDA	34,5	48,0	66,8	76,3	76,6
EBITDA-marginaali (%)	11,8	13,6	18,2	20,8	20,4
EBIT	17,7	26,9	46,5	59,8	60,3
Voitto ennen veroja	16,7	25,4	46,0	59,6	59,8
Nettovoitto	9,9	16,9	32,2	42,6	42,3
Kertaluontoiset erät	-5,7	-8,4	-4,5	4,7	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	328,1	327,0	333,5	351,3	361,2
Oma pääoma	128,7	138,0	158,3	180,3	197,9
Liikearvo	118,6	120,3	121,7	118,7	118,7
Korolliset velat	91,6	81,2	75,0	60,0	50,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	34,5	48,0	66,8	76,3	76,6
Nettokäyttöpääoman muutos	22,6	0,8	-4,7	5,1	1,3
Operatiivinen kassavirta	58,9	42,0	52,5	69,7	65,8
Vapaa kassavirta	-35,6	30,5	30,9	67,7	57,8

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,12	0,21	0,39	0,52	0,51
EPS oikaistu	0,21	0,31	0,45	0,46	0,51
Operat. kassavirta per osake	0,74	0,51	0,64	0,85	0,80
Tasearvo per osake	1,39	1,44	1,66	1,93	2,14
Osinko per osake	0,12	0,16	0,24	0,30	0,34
Voitonjako, %	97	78	61	58	66
Osinkotuotto, %	4,0	3,2	3,3	4,7	5,4

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	24,2	24,5	18,4	12,3	12,3
P/B	2,2	3,5	4,3	3,3	3,0
P/Liikevaihto	0,8	1,2	1,6	1,4	1,4
P/CF	4,1	9,9	11,3	7,5	7,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,6	2,0	1,7	1,5
EV/EBITDA	9,8	11,6	11,1	8,3	7,3
EV/EBIT	19,2	20,7	15,9	10,5	9,2

Suositushistoria, 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 €
14.7.2017	Lisää	6,70 €	6,38 €
24.7.2017	Lisää	6,90 €	6,35 €
29.10.2017	Lisää	7,40 €	6,84 €
15.2.2018	Lisää	7,80 €	7,40 €
29.3.2018	Lisää	7,80 €	7,22 €
27.4.2018	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2018	Osta	7,40 €	6,34 €

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 neuvonantaja. 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 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. 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/>