

Alma Media

Yhtiöpäivitys

22/11/2019

- Nostamme Alma Median tavoitehinnan 8,2 euroon (aik. 7,3 euroa) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen
- Digiliiketoiminnot arvonmuodostuksen pääajuri, mutta myös perinteiset mediatoiminnot kehittyvät vakaasti
- Tuloskasvu jatkuu lähivuosina vaimeasta syklistä huolimatta ja lisäksi yhtiö tarjoaa vahvaa osinkovirtaa
- Osake tarjoaa edelleen hyvän kokonaistuotto-odotuksen syklisten riskien vastapainoksi

Hyvä tuotto-odotus houkuttelee edelleen

Nostamme Alma Median tavoitehinnan 8,2 euroon (aik. 7,3 euroa) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen. Alma Median digiliikevaihdon kasvu on hidastunut taloussykin kypsyessä ja painetun median rakenteellinen lasku jatkuu voimakkaana, mutta yhtiöllä on rakennejärjestelyjen tuoman tehokkuuden kasvun sekä parantuvan liiketoimintamixin myötä hyvät edellytykset kohtuulliseen tulokasvuun myös lähivuosina. Lisäksi käytännössä nettovelaton tase ja vahva kassavirta mahdollistavat vahvan osinkotuoton sekä yritysostot.

Digiliiketoiminnot arvonmuodostuksen pääajuri, mutta myös perinteiset mediatoiminnot kehittyvät vakaasti

Alma Median liikevaihdesta jo yli 50 % ja tuloksesta yli 75 % muodostuu kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden ytimen muodostaa erittäin kannattava (EBITDA-% >40 %) ja vakaasti kasvava digitaalisia rekrytointipalveluita ja markkinapaikkoja kehittävä Markets-liiketoiminto. Vastaavasti pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median liikevaihto jatkaa toimialan rakennemuutoksen myötä selvää laskua, mutta medialiiiketoimintojen (Talent ja Consumer) kannattavuus ja kassavirrat ovat tästä huolimatta hyvällä tasolla tehokkuutta parantavien rakennemuutosten, matalan investointitarpeen sekä digiliiketoiminnan osuuden kasvun myötä. Alman digitaalisten liiketoimintojen vahva kasvu (CAGR 2008-2018 +15 %) on syntynyt historiallisesti pääasiassa rekry- ja digimainonnasta, mikä on nostanut yhtiön suhdanneherkkien tuottojen osuuden noin 50 %:iin liikevaihdesta. Alman tuotot ovat kuitenkin hajautuneet laajasti useille markkinoille ja liiketoimintamalleihin, yhtiöllä on vahva markkina-asema ydintoiminnoissaan, hyvä kannattavuus ja joustava kustannusrakenne, sekä vahva kassavirta ja tase, joten se etenee vahvassa kunnossa kohti vaisumpaa syklin vaihetta.

Tulokasvu jatkuu lähivuosina vaimeasta syklistä huolimatta ja lisäksi yhtiö tarjoaa vahvaa osinkovirtaa

Emme ole tehneet merkittäviä muutoksia lähivuosien tulosen nusteisiimme. Marketsin päämarkkinoiden kasvuodotukset ovat vaimeat, mutta odotamme segmentin tuloksen säilyvän lähivuodet selvässä kasvussa lievän liikevaihdon kasvun ja kulujoustopien avulla. Medialiiketoiminnoissa kasvunäkymät ovat yhä kokonaisuutena vaisut, sillä vasta noin 30 % median liikevaihdesta muodostavien digituottojen vahva kasvu ei riitä arviomme mukaan täysin kompensoimaan painetun median tuottojen voimakasta rakenteellista laskua. Odotamme mediasegmenttien kannattavuuden kuitenkin parantuvan lähivuosina edelleen selvästi, kun digiliiketoiminnan osuus kasvaa, poistot alenevat ja jakeluliiketoiminnan ulkoistus Postille parantaa merkittävästi kustannusrakennetta sekä synnyttää merkittävän myyntivoiton. Ennustamme vuodelle 2019 noin 13 %:n oikaistua tulokasvua. Vuosille 2020-2021 ennustamme vakaata liikevaihdon kehitystä ja keskimäärin noin 6 %:n oikaistun liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen kasvua. Liiketoimintojen myyntivoittojen, velattoman taseen ja vahvan kassavirran tukemana ennustamme keskimäärin noin 12 %:n vuosittaista osingon kasvua.

Osake tarjoaa edelleen hyvän kokonaistuotto-odotuksen syklisten riskien vastapainoksi

Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostustaso on edelleen houkutteleva hieman yli 10 %:iin nousevalla kokonaistuotolla (tulokasvu +6 % + osinko 5 %) ja nykykurssia korkeampiin kassavirtamallin ja osien summan indikoimaan käypään arvoon suhteutettuna (8-9 euroa). Vaikka viimeaikainen voimakas kurssinousu (2019: +42 %) on venyttänyt osakkeen arvostuskertoimia (2020e EV/EBIToik. 11x, P/E oik. 14x, P/E 12x), ei osakkeen tulos pohjainen arvostus muodosta vielä merkittävää estettä kurssinousulle. Syklin vaihe ja median rakennemuutoksen luoma paine kohottavat edelleen osakkeen riskitasoa, mutta yhtiö on hallinnut toistaiseksi näitä riskejä erinomaisesti.

Analyytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



8,20 EUR

(aik. 7,30 EUR)

Osakekurssi: 7,84 EUR

Potentiaali: 4,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Alma Media arvioi vuoden 2019 liikevaihdon pysyvän edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuoden 2018 tasosta. Vuoden 2018 liikevaihto oli 355 MEUR ja oikaistu liikevoitto 57 MEUR.

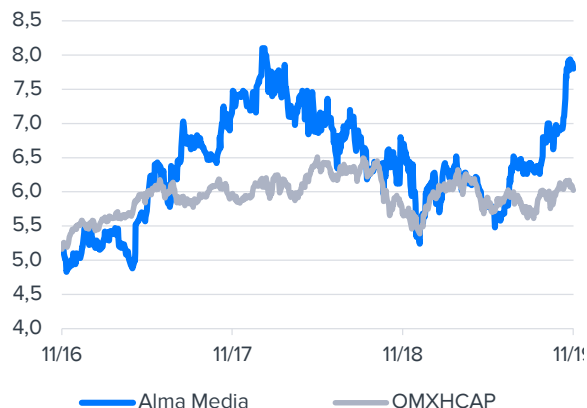
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	355	343	343	346
kasvu-%	-3 %	-3 %	0 %	1 %
EBIT oik.	57,3	62,2	66,6	69,4
EBIT-% oik.	16,2 %	18,1 %	19,4 %	20,1 %
Nettotulos	41,7	42,0	52,0	46,6
EPS (oik.)	0,46	0,52	0,55	0,59

P/E (oik.)	12,0	15,0	14,3	13,4
P/B	2,8	3,7	3,4	3,2
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,1 %	5,6 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,6	11,3	10,5
EV/EBITDA	8,0	9,4	7,9	8,3
EV/Liikevaihto	1,7	2,3	2,2	2,1

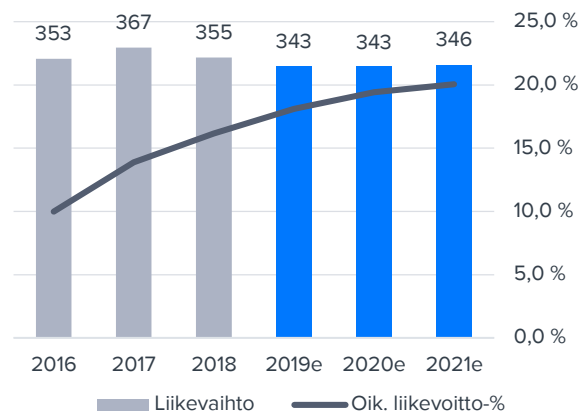
Lähde: Inderes

Osakekurssi



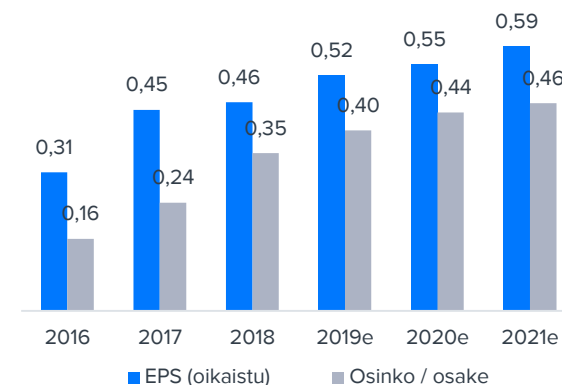
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

644

MEUR

EV

785

MEUR

Osinko

5,1 %

2019e

P/E (oik.)

14,3

2020e



Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen vahva ja kannattava kasvu
- Vahva suhdannetilanne ja positiiviset markkinatrendit
- Media liiketoimintojen vakaa kannattavuuskehitys ja vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Media-alan murroksen kiihtyminen ja painetun median jyrkentyvä lasku
- Korkeahko suhdanneherkkyys
- Uudet teknologiat
- Kilpailuaseman ja -dynamiikan muutokset



Arvostus

- Tulokasvunäkymä positiivinen
- Vahva operatiivinen kassavirta ja tase mahdollistaa hyvän ja kasvavan osinkotuoton
- Arvostuskertoimet kohtuulliset
- Osien summa ja DCF tukevat korkeampaa arvostustasoa

Ulkoistussopimus ja kustannustehokkuus pitää tuloksen kasvu-uralla

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia lähivuosien tulosestimoissamme. Ennustamme vuodelle 2019 noin 13 %:n oikaistua tulokasvua. Vuosille 2020-2021 ennustamme vakaata liikevaihdon kehitystä ja keskimäärin noin 6 %:n oikaistun liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen kasvua. Liiketoimintojen myyntivoittojen, velattoman taseen ja vahvan kassavirran tukemana ennustamme keskimäärin noin 12 %:n vuosittaista osingon kasvua.

Vuosi 2019: vahvaa operatiivista tulokasvua

Ennustamme Alma Median liikevaihdon laskevan vuonna 2019 hieman 343 MEUR:oon (-3 % v/v) ja oikaistun liikevoiton kasvavan 9 % 62 MEUR:oon.

Liikevaihdon osalta odotamme heikkenevää kehitystä molempiin medialiiketoimintoihin (Consumer, Talent) yritysmyyntien ja painetun median laskun seurauksena. Markets jatkaa maltillista kasvua (+5 %) itäisen Keski-Euroopan maiden vahvan talouskehityksen sekä Suomen toimintojen vahvan kasvun ajama.

Vuoden 2019 ennusteessamme oikaistua liikevoittoa nostaa operatiivisen tehokkuuden merkittävä parantuminen sekä digitaalisten liiketoimintojen osuuden kasvu. Marketsin +12 %:n tulokasvua tukee lievä liikevaihdon kasvu ja kustannustehokkuuden myötä nouseva suhteellinen kannattavuus (EBIT-% oik. 38 %). Consumerin oikaistua liikevoittoa (+7 %) kasvattaa puolestaan myyntimixin parantuminen sekä vuonna 2018 toteutetut tehostustoimet. Odotamme Talentin liikevoittoon sen sijaan lievää laskua (-7 %) Ruotsin liiketoiminnan vaisun kehityksen ja vertailukaudesta heikkenevien mainostuottojen ajamana.

Kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,52 euroon (2018: 0,46 euroa) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen säilyvän vakaana 0,51 euron tasolla. Osingon ennustamme nousevan parantuvan operatiivisen kehityksen, vahvan kassavirran ja maltillisen velkaisuuden myötä 0,05 eurolla 0,40 euroon osakkeelta (2018: 0,35 euroa).

Vuodet 2020-2021: Ulkoistussopimuksen kustannussäästöt tukevat kannattavuutta

Ennustamme, että itäisen Keski-Euroopan ja Suomen talouksien kasvun vaimentuminen heikentää Alma Median syklisen tuottojen kasvua (noin 50 % liikevaihdosta) lähivuosina sekä kiihdyttää hiukan painetun median rakennemuutosta. Yhtiön kesällä 2019 tekemä ja vuonna 2020 voimaan astuva mittava jakeluliiketoiminnan ulkoistussopimus laskee kuitenkin merkittävästi Consumerin kustannustasoa ja tukee Alma Median lähivuosien operatiivista kannattavuutta. Lisäksi vuoden 2020 raportoitua tulosta nostaa Q1'20:lle kirjattava 8 MEUR:n myyntivoitto.

Odotamme Alma Median liikevaihdon pysyvän vuosina 2020-2021 vakaana, mutta oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 6 %:lla 69 MEUR:oon ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen keskimäärin noin 6 % 0,59 euroon.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	343	343	0 %	341	343	0 %	345	346	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	62,0	62,2	0 %	66,2	66,6	1 %	68,8	69,4	1 %
Liikevoitto	61,1	61,3	0 %	73,2	73,6	1 %	67,3	67,9	1 %
Tulos ennen veroja	59,6	59,8	0 %	72,8	73,4	1 %	66,9	67,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,52	0,52	1 %	0,55	0,55	-1 %	0,59	0,59	0 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,40	5 %	0,42	0,44	5 %	0,44	0,46	5 %

Arvostus houkutteleva tuotto-odotukseen nähden

Arvonmääritysmenetelmät

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmääritystä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF), sekä pitkän aikavälin ja verrokkien arvostuskerroinanalyyysin kautta. Suosimme arvonmäärittäessä EV/EBIT- ja P/E-kertoimia.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Alma Median osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina arvioimme mukaan vahvasti osinkotuoton varaan, joka on ennusteillamme ja nykyisellä noin 7,8 euron kurssitasolla laskettuna noin 5-6 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Alma Median osingon olevan suuresta syklisten tuottojen osuudesta huolimatta hyvin vakaalla pohjalla tällä hetkellä, sillä yhtiön kyky tuottaa rahavirtaa on vahva, osingonjakosuhde on kohtuullinen noin (70-80 % tuloksesta), ja yhtiö on käytännössä nettovelaton.

Odotamme Alma Median lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun olevan ilman yritysostoja melko hyvällä tasolla (EPS oik. CAGR 2020-2021: n. 6 % vuodessa). Raportoidun tuloksen tasolla kasvu on myös hyvällä n. 9 %:n tasolla.

Alma Median tulos pohjaiset arvostuskertoimet 2020e P/E oik. 14x ja EV/EBIT oik. 11x ovat absoluuttisesti että suhteellisesti edelleen kohtuullisilla tasoilla. Huomioiden tuottojen osittainen syklisyys, toimialan rakennemuutokseen liittyvät riskit ja lievästi positiivinen ennustettu

tuloskasvu, näemme Alma Median arvostuskertoimissa edelleen lievää nousuvaraa.

Pitkän aikavälin potentiaalia ja eri liiketoimintojen itsenäistä arvostusta kuvaavat kassavirtalaskelma (DCF) ja osien summa -analyysi indikoivat osakkeeseen selvää nousupotentiaalia nykytasolta (noin 8-9 euroa). Emme odota Alma Median osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä konsernille tullaan painetun median korkean osuuden ja median jatkuvan rakennemuutoksen vuoksi todennäköisesti hyväksymään verrokkeja matalammat kertoimet, ja näemme että syklin hidastuessa Marketsin hyväksyttäviin arvostuskertoimiin voi kohdistua edelleen painetta.

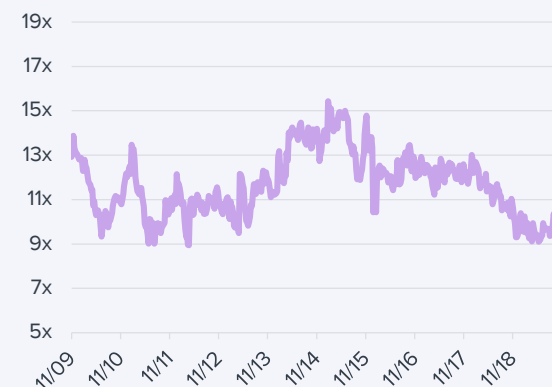
Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen, ja nostamme tavoitehinnan positiivista tuotto-odotusta ja tuloskasvua heijastellen 8,2 euroon (aik. 7,3). Näkemyksemme mukaan Alma Median osakkeen maltillinen arvostus, yli 10 %:iin lähivuosina edelleen nouseva osakkeen kokonaistuotto (tulokasvu+osinko+arvonmuutos) ja selvästi nykykurssia korkeampi osien arvo (noin 9 euroa) puoltavat edelleen kohollaan olevista suhdanneriskeistä huolimatta positiivista suositusta osakkeelle. Osakkeen arvostustaso on verrokkeihin ja historialliseen tasoon nähden maltillinen, ja huomioi mielestämme edelleen riittävällä painolla heikentyvän kasvuympäristön ja median rakennemuutoksen luomat riskit tuloskasvulle.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	7,84	7,84	7,84
Osakemäärä, milj. kpl	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	644	644	644
Yritysarvo (EV)	785	752	729
P/E (oik.)	15,0	14,3	13,4
P/E	15,3	12,4	13,8
P/Kassavirta	13,6	9,5	10,6
P/B	3,7	3,4	3,2
P/S	1,9	1,9	1,9
EV/Liikevaihto	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA (oik.)	9,4	7,9	8,3
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,3	10,5
Osinko/tulos (%)	78,2 %	69,6 %	81,1 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,6 %	5,9 %

Lähde: Inderes

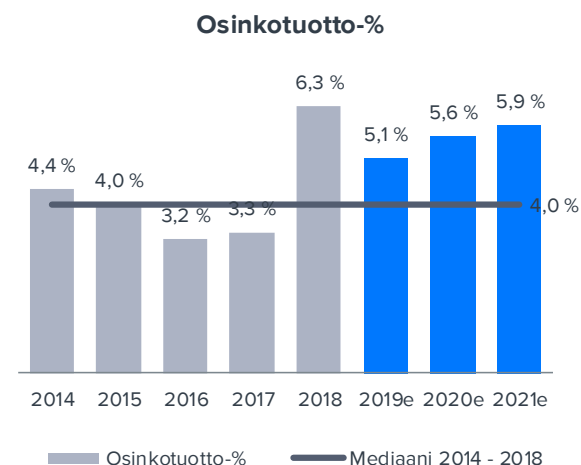
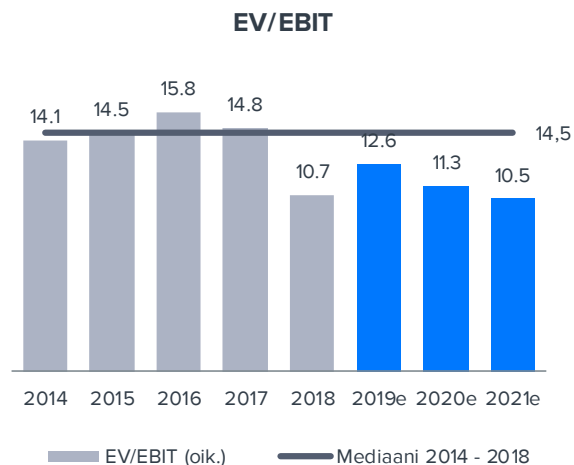
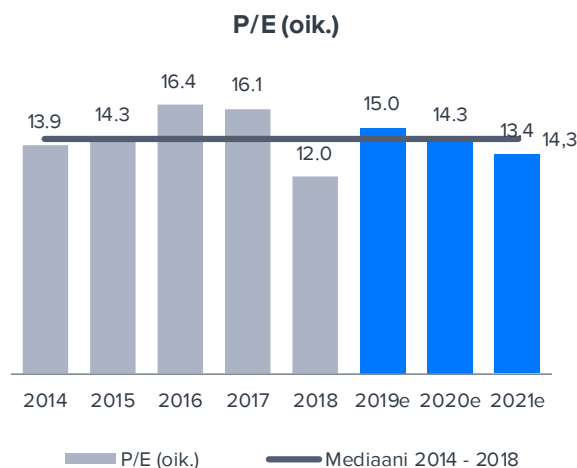
Alma Median
EV/EBIT-kertoimen kehitys



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,75	3,00	5,03	7,19	5,54	7,84	7,84	7,84	7,84
Osakemäärä, milj. kpl	75,5	80,0	82,4	82,4	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	208	240	414	592	455	644	644	644	644
Yritysarvo (EV)	302	340	557	757	615	785	752	729	707
P/E (oik.)	13,9	14,3	16,4	16,1	12,0	15,0	14,3	13,4	13,1
P/E	14,6	24,2	24,5	18,4	10,9	15,3	12,4	13,8	13,7
P/Kassavirta	8,9	neg.	13,6	19,2	58,2	13,6	9,5	10,6	10,6
P/B	2,3	2,2	3,5	4,3	2,8	3,7	3,4	3,2	3,1
P/S	0,7	0,8	1,2	1,6	1,3	1,9	1,9	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,6	2,1	1,7	2,3	2,2	2,1	2,0
EV/EBITDA (oik.)	8,3	9,8	11,6	11,3	8,0	9,4	7,9	8,3	8,0
EV/EBIT (oik.)	14,1	14,5	15,8	14,8	10,7	12,6	11,3	10,5	10,0
Osinko/tulos (%)	63,8 %	96,9 %	78,0 %	61,4 %	69,0 %	78,2 %	69,6 %	81,1 %	87,3 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,0 %	3,2 %	3,3 %	6,3 %	5,1 %	5,6 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Agora SA	10,3	114	267	73,8	47,0	9,0	8,0	1,0	0,9	190,9	26,3	4,7	4,8	0,5
Future PLC	1422,0	1590	1637	27,5	22,2	26,1	20,8	6,8	5,3	32,2	28,8	0,1	0,1	5,8
Daily Mail and General Trust P L C	817,0	2023	1821	11,0	11,2	8,2	8,8	1,1	1,2	22,0	21,5	2,8	2,9	1,7
GEDI Gruppo Editoriale SpA	0,3	141	260	11,0	11,3	5,3	5,3	0,4	0,4	37,1	12,4		3,6	0,3
Impresa Sociedade Gestora de Participa	0,2	38	218	12,8	12,1	9,5	9,5	1,2	1,2	5,7	4,6			0,3
Lagardere SCA	20,0	2650	7131	16,4	16,3	9,9	9,7	0,9	0,9	11,1	10,7	6,5	6,4	1,5
Meredith Corp	34,4	1433	4066	9,9	10,5	6,4	6,8	1,4	1,5	9,2	6,9	6,9	7,3	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	2,0	535	759	11,4	10,7	7,9	7,6	0,9	0,9	14,0	12,6	1,6	3,0	2,8
New York Times Co	31,2	4683	4311	27,2	24,9	20,6	19,7	2,6	2,5	41,2	38,2	0,6	0,6	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup :	0,9	467	838	8,1	7,8	5,8	5,7	0,9	0,9	7,1	6,5	6,7	6,7	1,6
Sanoma Oyj	9,4	1556	2364	12,5	11,9	6,8	6,1	1,8	1,7	11,8	11,0	5,3	5,6	2,4
Tamedia AG	93,0	893	1071	11,9	12,8	5,9	6,2	1,1	1,1	16,8	18,9	4,7	3,8	0,5
Promotora de Informaciones SA	1,4	967	2124	17,7	10,7	9,3	7,0	1,8	1,6		13,5			
Vocento SA	1,2	148	277	10,3	9,3	6,4	6,1	0,7	0,7	15,4	12,6	1,8	2,7	0,7
Mediayhtiöverrokkit mediaani	9,9	794	970	12,2	11,6	8,0	7,3	1,1	1,2	15,4	12,6	2,3	3,3	1,5
Axel Springer SE	63,2	6801	8728	18,1	18,7	12,2	12,2	2,8	2,7	24,2	25,1	3,4	3,4	2,7
Auto Trader Group PLC	529,6	5814	6170	21,9	20,1	21,1	19,6	15,0	14,1	27,7	24,2	1,4	1,5	95,0
Carsales.Com Ltd	15,4	2323	2560	21,4	20,1	19,5	17,8	9,1	9,3	28,6	26,6	3,1	3,4	16,9
Goco Group PLC	103,0	511	598	20,6	14,8	16,5	12,3	3,2	2,9	22,1	17,0	0,9	1,2	60,5
Holidaycheck Group AG	2,5	147	130		19,6	16,9	8,7	0,9	0,8		29,0	1,7	2,8	0,9
Moneysupermarket.Com Group PLC	340,2	2160	2175	15,3	14,3	13,1	12,4	4,8	4,5	19,0	17,6	4,2	3,7	9,3
REA Group Ltd	101,4	8204	8310	30,2	28,6	25,8	24,6	15,1	14,8	42,7	41,1	1,3	1,5	13,6
Rightmove PLC	615,6	6285	6237	24,6	22,9	24,1	22,5	18,5	17,2	31,2	28,5	1,1	1,3	180,1
Schibsted ASA	258,8	6059	7036	26,2	20,6	17,9	15,3	3,7	3,4	42,9	31,8	0,8	1,0	4,3
Scout24 AG	52,7	5654	6405	26,9	21,8	20,7	17,7	10,4	9,3	31,8	26,0	1,4	1,6	4,6
Seek Ltd	21,9	4745	5587	25,3	27,1	20,2	18,7	5,9	5,1	39,5	49,4	1,7	1,9	5,6
Just Eat PLC		5996	6083	59,6	39,3	28,6	23,3	5,0	4,1	84,2	47,9			6,2
New Work SE		1561	1533	27,2	21,3	17,8	15,0	5,6	4,8	41,2	31,7	0,9	1,2	13,7
Stroeer SE & Co KGaA		4157	5813	22,2	19,9	10,3	9,6	3,5	3,3	20,3	18,1	3,0	3,4	6,1
Recruit Holdings Co Ltd	3955	55784	55322		26,7	22,6	20,0	2,9	2,7	40,5	34,5	0,8	0,9	6,9
Markets-verrokkit mediaani		5734	6126	24,6	20,6	19,5	17,7	5,0	4,5	31,5	28,5	1,4	1,6	6,9
Alma Media (Inderes)	7,84	644	785	12,6	11,3	9,4	7,9	2,3	2,2	15,0	14,3	5,1	5,6	3,7
Keskiarvo				21,9	18,9	14,4	12,8	4,3	4,0	33,1	22,9	2,7	2,9	16,5
Mediaani				19,4	19,2	12,7	11,0	2,7	2,6	26,0	22,9	1,7	2,9	4,3
Erotus-% vrt. mediaani				-35 %	-41 %	-26 %	-28 %	-15 %	-16 %	-42 %	-37 %	192 %	94 %	-12 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	367	92,2	89,0	81,6	92,0	355	85,1	87,9	80,3	90,0	343	343	346	348
Alma Markets	83,2	23,8	24,2	23,9	24,5	96,4	25,0	25,5	24,9	25,6	101	106	112	120
Alma Talent	113	27,8	28,1	23,1	29,9	109	26,2	26,1	22,4	28,0	103	101	101	101
Alma Consumer	172	40,7	37,3	35,3	38,4	152	34,7	37,2	33,8	37,2	143	139	136	131
Muut ja eliminoinnit	-0,9	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-2,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5
Käyttökate	66,8	17,1	19,2	20,4	19,9	76,6	20,1	20,2	21,0	21,9	83,2	95,6	87,9	88,6
Poistot ja arvonalennukset	-20,3	-4,2	-1,8	-5,9	-3,7	-15,6	-5,7	-5,6	-5,3	-5,3	-21,9	-22,0	-20,0	-19,7
Liikevoitto ilman kertaerä	51,0	12,2	12,9	15,1	17,1	57,3	14,4	15,0	16,1	16,8	62,2	66,6	69,4	70,9
Liikevoitto	46,5	12,9	17,4	14,5	16,2	61,0	14,4	14,6	15,7	16,6	61,3	73,6	67,9	68,9
Alma Markets	28,3	8,2	8,6	9,4	8,2	34,4	8,7	9,7	10,7	9,4	38,5	40,8	43,4	46,5
Alma Talent	14,6	3,3	3,8	2,8	5,6	15,5	3,8	3,3	2,9	4,5	14,5	13,9	15,9	15,4
Alma Consumer	16,6	2,3	2,7	4,0	5,4	14,4	3,2	4,2	3,3	4,7	15,4	18,2	16,5	15,0
Muut ja eliminoinnit	-8,5	-1,6	-2,2	-1,1	-2,1	-7,0	-1,3	-2,4	-0,7	-1,8	-6,1	-6,3	-6,4	-6,5
Kertaluonteiset erät	-4,5	0,7	4,5	-0,6	-0,9	3,7	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	-1,0	7,0	-1,5	-1,5
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-1,2	-0,2	-0,2	-2,0	-0,8	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	46,0	12,8	16,9	15,3	15,4	60,4	14,0	13,7	15,6	16,5	59,8	73,4	67,4	68,4
Verot	-9,2	-2,5	-3,1	-3,2	-3,8	-12,5	-2,7	-2,4	-2,5	-3,6	-11,2	-14,3	-13,4	-13,6
Vähemmistöosuudet	-4,6	-1,5	-1,4	-2,0	-1,4	-6,3	-1,5	-1,6	-1,8	-1,7	-6,6	-7,1	-7,4	-7,8
Nettotulos	32,2	8,9	12,4	10,1	10,3	41,7	9,8	9,7	11,3	11,2	42,0	52,0	46,6	47,0
EPS (oikaistu)	0,45	0,10	0,10	0,13	0,14	0,46	0,12	0,12	0,14	0,14	0,52	0,55	0,59	0,60
EPS (raportoitu)	0,39	0,11	0,15	0,12	0,13	0,51	0,12	0,12	0,14	0,14	0,51	0,63	0,57	0,57

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	1,8 %	-5,2 %	-5,1 %	-5,2 %	-3,4 %	-7,7 %	-1,2 %	-1,6 %	-2,2 %	-3,2 %	-0,1 %	0,8 %	0,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	44,5 %	-2,8 %	-3,0 %	8,3 %	52,7 %	12,4 %	18,0 %	15,9 %	6,6 %	-2,0 %	8,6 %	7,1 %	4,1 %	2,2 %
Käyttökate-%	18,2 %	18,6 %	21,6 %	25,0 %	21,6 %	21,6 %	23,6 %	23,0 %	26,2 %	24,3 %	24,2 %	27,9 %	25,4 %	25,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,9 %	13,2 %	14,5 %	18,5 %	18,6 %	16,2 %	16,9 %	17,0 %	20,0 %	18,6 %	18,1 %	19,4 %	20,1 %	20,3 %
Nettotulos-%	8,8 %	9,7 %	13,9 %	12,4 %	11,2 %	11,8 %	11,5 %	11,0 %	14,1 %	12,5 %	12,2 %	15,2 %	13,5 %	13,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	265	309	310	302	296
Liikearvo	122	134	143	143	143
Aineettomat hyödykkeet	62,4	59,4	54,9	50,1	47,8
Käyttöomaisuus	59,8	107	103	100,0	96,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4,5	4,1	4,1	4,1	4,1
Muut sijoitukset	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Laskennalliset verosaamiset	2,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	68,6	89,5	93,7	126	149
Vaihto-omaisuus	2,4	3,2	2,7	2,4	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	45,5	36,3	36,0	36,0	36,3
Likvidit varat	20,7	49,5	54,9	88,0	111
Taseen loppusumma	334	399	404	429	446

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	158	187	204	229	245
Osakepääoma	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3
Kertyneet voittovarot	65,8	88,7	102	121	132
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,2	-0,6	-2,0	-2,0	-2,0
Muu oma pääoma	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Vähemmistöosuus	21,6	26,6	31,9	37,5	43,4
Pitkäaikaiset velat	75,0	105	110	110	100,0
Laskennalliset verovelat	14,0	12,2	14,0	14,0	14,0
Varaukset	1,0	0,4	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	60,0	91,4	95,0	95,0	85,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	111	107	89,9	89,8	101
Lainat rahoituslaitoksilta	15,0	13,1	0,0	0,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	93,7	93,0	89,2	89,1	89,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	345	399	404	429	446

DCF-laskelma

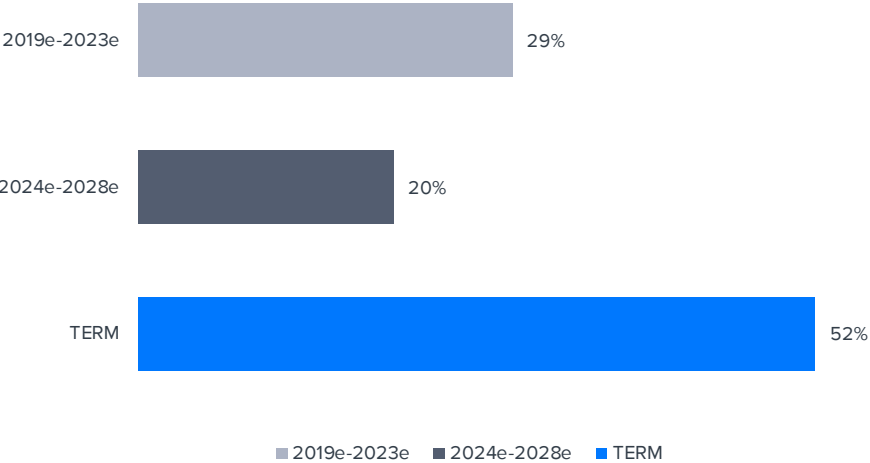
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	61,0	61,3	73,6	67,9	68,9	68,7	69,6	71,2	70,4	70,6	72,0	
+ Kokonaispoistot	15,6	21,9	22,0	20,0	19,7	19,5	19,3	19,2	19,0	19,0	18,3	
- Maksetut verot	-13,5	-9,4	-14,3	-13,4	-13,6	-13,2	-13,3	-13,7	-13,5	-13,5	-13,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ 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	5,3	-2,5	0,3	0,8	0,8	0,7	0,5	0,0	0,1	0,1	1,1	
Operatiivinen kassavirta	68,4	70,8	81,4	75,1	75,6	75,1	75,5	76,1	75,5	75,5	77,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-61,2	-22,8	-13,9	-14,2	-14,5	-14,7	-14,8	-14,9	-15,0	-15,1	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,8	47,4	67,5	60,8	61,1	60,5	60,7	61,2	60,5	60,4	61,8	
+/- 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	7,8	47,4	67,5	60,8	61,1	60,5	60,7	61,2	60,5	60,4	61,8	958
Diskontattu vapaa kassavirta		47,0	61,6	51,1	47,3	43,1	39,9	37,0	33,7	31,0	29,2	453
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		874	827	765	714	667	624	584	547	513	482	453
Velaton arvo DCF		874										
- Korolliset velat		-104,5										
+ Rahavarat		49,5										
-Vähemmistöosuus		-108,7										
-Osinko/pääomapalautus		-28,8										
Oman pääoman arvo DCF		689										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,4										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	353	367	355	343	343	EPS (raportoitu)	0,21	0,39	0,51	0,51	0,63
Käyttökate	48,0	66,8	76,6	83,2	95,6	EPS (oikaistu)	0,31	0,45	0,46	0,52	0,55
Liikevoitto	26,9	46,5	61,0	61,3	73,6	Operat. kassavirta / osake	0,51	0,64	0,83	0,86	0,99
Voitto ennen veroja	25,4	46,0	60,4	59,8	73,4	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,38	0,10	0,58	0,82
Nettovoitto	16,9	32,2	41,7	42,0	52,0	Omapääoma / osake	1,44	1,66	1,95	2,09	2,33
Kertaluontoiset erät	-8,4	-4,5	3,7	-1,0	7,0	Osinko / osake	0,16	0,24	0,35	0,40	0,44
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	327,0	333,5	398,8	403,9	428,5	Liikevaihdon kasvu-%	21 %	4 %	-3 %	-3 %	0 %
Oma pääoma	138,0	158,3	186,8	203,9	228,7	Käyttökateen kasvu-%	39 %	39 %	15 %	9 %	15 %
Liikearvo	120,3	121,7	133,5	142,5	142,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	51 %	44 %	12 %	9 %	7 %
Nettovelat	57,9	54,3	55,0	40,1	7,0	EPS oik. kasvu-%	47 %	45 %	4 %	13 %	5 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	13,6 %	18,2 %	21,6 %	24,2 %	27,9 %
Käyttökate	48,0	66,8	76,6	83,2	95,6	Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	13,9 %	16,2 %	18,1 %	19,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-4,7	5,3	-2,5	0,3	Liikevoitto-%	7,6 %	12,7 %	17,2 %	17,8 %	21,5 %
Operatiivinen kassavirta	42,0	52,5	68,4	70,8	81,4	ROE-%	14,7 %	25,2 %	28,1 %	25,3 %	28,6 %
Investoinnit	-12,6	-20,9	-61,2	-22,8	-13,9	ROI-%	12,7 %	20,9 %	23,1 %	20,9 %	23,8 %
Vapaa kassavirta	30,5	30,9	7,8	47,4	67,5	Omavaraisuusaste	45,7 %	51,0 %	49,4 %	53,2 %	56,2 %
						Nettovelkaantumisaste	42,0 %	34,3 %	29,4 %	19,7 %	3,1 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Otava Oy	29,0 %					EV/Liikevaihto	1,6	2,1	1,7	2,3	2,2
Mariatorp Oy	19,0 %					EV/EBITDA (oik.)	11,6	11,3	8,0	9,4	7,9
Ilkka-Yhtymä Oyj	10,9 %					EV/EBIT (oik.)	15,8	14,8	10,7	12,6	11,3
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	6,5 %					P/E (oik.)	16,4	16,1	12,0	15,0	14,3
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,6 %					P/B	3,5	4,3	2,8	3,7	3,4
Sr Nordea Nordic Small Cap	2,2 %					Osinkotuotto-%	3,2 %	3,3 %	6,3 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatieneen 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 sijoittajailaisiustien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
19.7.2018	Lisää	7,30 €	6,94 €
24.9.2018	Lisää	7,20 €	6,44 €
26.10.2018	Lisää	7,00 €	6,24 €
5.12.2018	Lisää	7,00 €	6,42 €
15.2.2019	Lisää	7,00 €	6,22 €
23.4.2019	Lisää	7,00 €	6,12 €
26.4.2019	Lisää	7,00 €	6,18 €
20.5.2019	Lisää	6,70 €	5,82 €
18.7.2019	Lisää	7,00 €	6,50 €
24.10.2019	Lisää	7,30 €	6,96 €
22.11.2019	Lisää	8,20 €	7,84 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**