

Ilkka-Yhtymä

Seurannan aloitus

09/2020

Osissa merkittävästi nykykurssia enemmän arvoa

Aloitamme Ilkka-Yhtymän seurannan 3,75 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Yhtiön liiketoimintaa on painanut pitkään media- ja painotoimialaa ravisteleva digimurros, joka on heikentänyt operatiivista tuloskuntoa ja kasvunäkymiä. Vastauksena murrokseen erittäin vakavarainen Ilkka-Yhtymä on nostanut digitaalisten liiketoimintojen merkittävän kasvattamisen strategiansa keskiöön. Tämä kasvu nojaa alkuvaiheessa pitkälti onnistumisiin yritysjärjestelyissä, joista ensimmäiset on jo toteutettu. Nykykurssilla osake hinnoitellaan merkittäväällä alennuksella osien summaansa ja tarjoaa kärsivälliselle sijoittajalla riskeihin peilattuna erittäin houkuttelevan tuotto-odotuksen, mikäli aliarvostus purkautuu keskipitkällä aikavälillä.

Perinteikäs mediatoimialan yhtiö muutosprosessin alussa

Ilkka-Yhtymä on perinteikäs mediatoimialaan keskittynyt yhtiö, jolla on johtava asema Pohjanmaan mediamarkkinalla sekä merkittävä omistus Alma Median liiketoiminnoissa. Yhtiön liikevaihdosta noin 60 % muodostuu media- ja markkinointipalveluista, lähes 30 % markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista ja noin 10 % painopalveluista. Lisäksi erittäin vakavaraisella yhtiöllä on noin 41 MEUR:n nettokassa ja 10,9 %:n omistus Alma Mediasta, jonka osingot muodostavat merkittävän osan yhtiön tuloksesta. Mediamarkkinan murroksen heikennettyä perinteisten liiketoimintojen näkymiä, yhtiö tavoittelee uudistetussa strategiassa merkittävää kasvua digitaalisissa palveluissa. Tässä yritysjärjestelyillä on keskeinen merkitys ja alkuvuonna toteutettu SaaS-yhtiö Liana Technologiesin osto toimii sijoittajille ensimmäisenä viitteenä tulevasta suunnasta ja luo alustan digitaalisten palveluiden kasvuille.

Tehostustoimien myötä koheneva operatiivinen tulos ja Alman osinko takaavat avokätisen voitonjaon

Ilkka-Yhtymän liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosina laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on nakertanut perinteisen sanomalehtimedian tuottoja ja kannattavuutta. Arvioimme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi Ilkka-Yhtymän kasvupotentiaali nojaa uusien palveluiden ja yritysostojen varaan, joiden osalta näyttöjä vielä odotetaan. Odotamme perinteisessä liiketoiminnoissa tehtyjen tehostustoimien ja digitaalisten palveluiden kääntävän operatiivisen kannattavuuden nousuun lähivuosina (oik. liikevoitto 2019 3,4 % vs. 2023e 5,1%), vaikka liikevaihto kehittyi suhteellisen vakaasti perinteisen median murrosta peilaten. Operatiivisen tuloskäänteen lisäksi yhtiön kassavirtaa ja osingonmaksukykyä vahvistaa Alma Medialta saatava osinkovirta, mitkä yhdessä vahvan taseen kanssa mahdollistavat avokätisen voitonjaon sekä yritysjärjestelyt.

Osien summassa merkittävästi arvoa, mutta sen purkaminen vie aikaa

Tarkastelemme osakkeen arvostusta etenkin osien summa-laskelmamme kautta, missä merkittävä osa yhtiön arvosta muodostuu suhteellisen likvideistä omaisuuseristä. Tämä arvo hautautuu painetun median rakenteellisen murroksen rasittaman operatiivisen tuloksen kehityksen alle ja suurin epävarmuus liittyy osissa piilevän arvon purkautumiseen. Konservatiivisella arviolla arvon purkautumisen kestosta sijoittajan keskipitkän aikavälin vuotuinen tuotto-odotus nousee arviomme mukaan houkuttelevalla +20 %:n tasolle. Osien summassa piilevän arvon purkautumista odotellessa ennustamme osakkeen tarjoavan korkeaa 6,5-7 %:n osinkotuottoa lähivuosina. Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-suhde on mielestämme erittäin houkutteleva nykyinen arvostus sekä osien summaan sisältyvä potentiaalia huomioiden.

Analyytikko



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Osta



3,75 EUR

Osakekurssi: 3,03 EUR

Potentiaali: 23,8 %

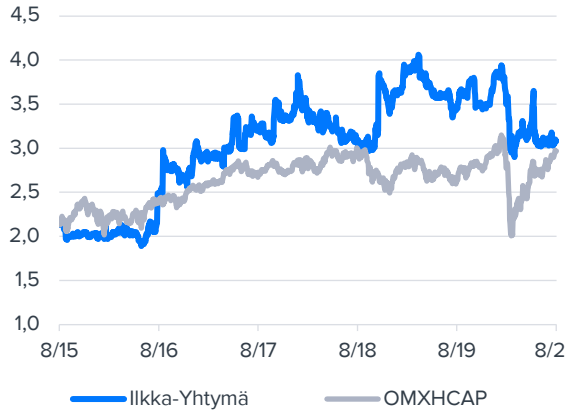
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	36,4	45,4	47,4	47,8
kasvu-%	0 %	25 %	4 %	1 %
EBIT oik.	1,2	0,8	1,7	1,9
EBIT-% oik.	3,4 %	1,7 %	3,6 %	4,0 %
Nettotulos	3,8	2,1	5,0	5,4
EPS (oik.)	0,16	0,18	0,20	0,21

P/E (oik.)	24,6	16,9	15,4	14,3
P/B	0,7	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	5,1 %	6,6 %	6,6 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	36,2	50,9	22,6	19,2
EV/EBITDA	17,4	33,2	6,8	6,4
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,8	0,8

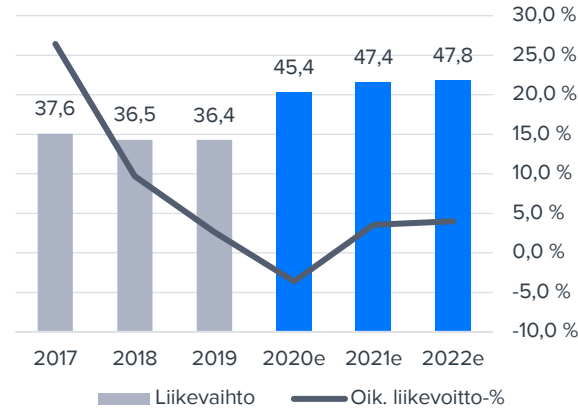
Lähde: Inderes

Osakekurssi



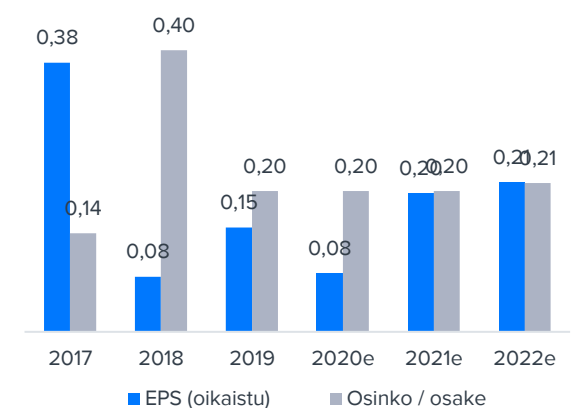
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

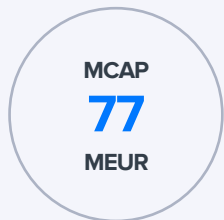


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Digitaalisten palveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median ja vähemmistöomistusten arvonkehitys ja osinkovirta

Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Koronapandemiaan liittyvät riskit ja suhdanneriskit
- Digitaalisten palveluiden kasvun epäonnistuminen
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus

- Osien summa-malli indikoi merkittävästi nykykurssia suurempaa arvoa, jonka purkautumiseen liittyy kuitenkin epävarmuutta
- Vahva tase ja nykyinen rahavirta mahdollistavat avokätisen voitonjaon
- Yritysjärjestelyiden rooli merkittävä arvonluonnin kannalta
- Riski/tuotto-suhde on houkutteleva

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	9-12
Toimialakatsaus - mediatoimiala	13-16
Taloudellinen tilanne	17-18
Ennusteet	19-22
Sijoitusprofiili	23-24
Arvonmääritys	25-28
Taulukot	29-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Ilkka-Yhtymä lyhyesti

Ilkka-Yhtymä on konserni, joka tuottaa median, viestinnän, markkinoinnin ja painamisen palveluja. Yhtiöllä on johtava asema Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan lehtimediemarkkinalla sekä kasvava digitaalisten palveluiden tarjoama.

36,4 MEUR (0 %)

Liikevaihto 2019 (liikevaihdon kasvu-%)

0,95 MEUR (2,6 %)

Liikevoitto 2019 (liikevoitto-%)

85 % / 15 %

Medialiiketoimintojen / painoliiketoiminnan osuus 2019 raportoidusta liikevaihdosta

77 % / 21 %

Jatkuvalaskutteen liikevaihdon osuus Lianan liikevaihdosta 2019/ osuus konsernin pro forma* liikevaihdosta

Lähde: Inderes, Ilkka-Yhtymä

* Inderesin arvio pro forma liikevaihdosta 2019

2010-2015

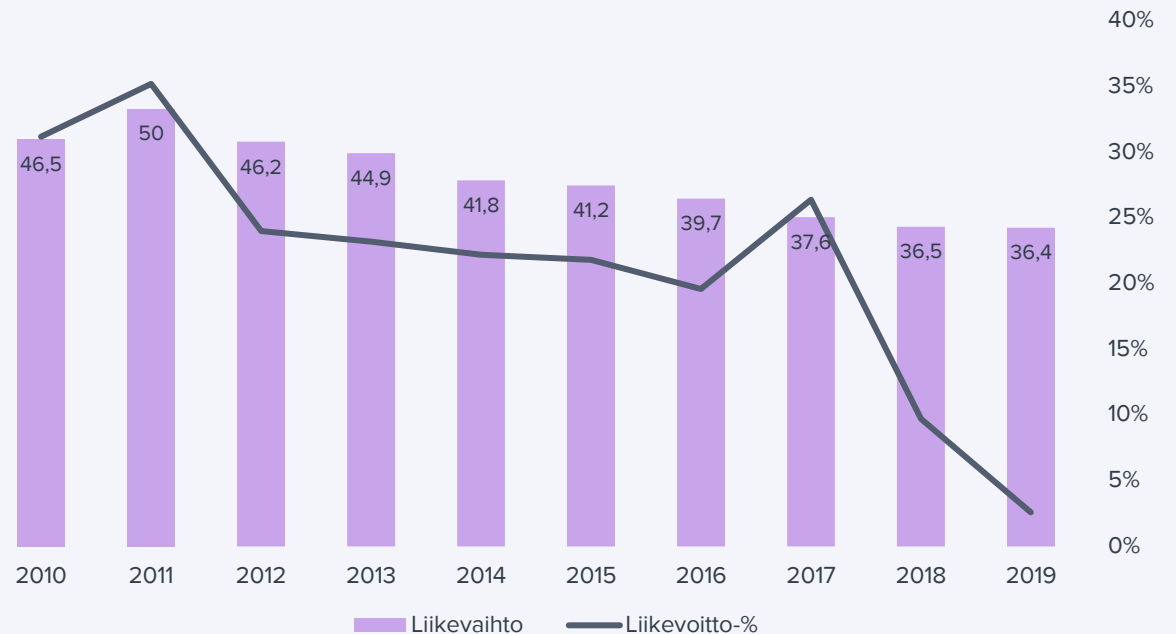
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros käänivät yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun
- Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin
- Pieniä järjestelyjä medialiiketoiminnoissa ja omistusosuutta Alma Mediassa kasvatettiin

2016-2018

- Painetun median rakenteellinen murros painaa tuottoja talouden piristymisestä huolimatta
- Ensimmäiset askeleet digitaalisen markkinoinnin ja viestinnän palveluihin laajentamiseksi
- Taloudellinen asema vahvistuu merkittävästi Alma Median osakkeiden myynnillä, omistusosuus laskee 27,3 %:sta 10,9 %:iin

2019-

- Liikevaihdon lasku tasaantuu, mutta laskeneet volyymit edellyttävät toimintojen uudelleen järjestelyjä liiketoiminnan tehostamiseksi
- Maakuntalehdet Ilkka ja Pohjalainen yhdistyvät Ilkka-Pohjalaiseksi
- Useita yritystojoja digitaalisen median sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen laajentamiseksi



Liiketoimintamalli 1/2

Mediakonserni Ilkka-Yhtymä

Ilkka-Yhtymä tuottaa median, viestinnän, markkinoinnin ja painamisen palveluja ja on kolmesta liiketoimintaosasta koostuva konserni: 1) Media- ja markkinointipalvelut, 2) Painopalvelut, sekä 3) Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut. Konserniin kuuluu lisäksi kiinteistöyhtiö sekä osakkuusyhtiöt Arena Partners Oy (omistusosuus 41,2 %) ja Yrittävä Suupohja Oy (omistusosuus 38,5 %). Konsernin arvoltaan suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) Alma Median osakekannasta.

Ilkka-Yhtymä konsernin liikevaihto vuonna 2019 oli 36,4 MEUR ja sen liikevoitto oli 1,0 MEUR eli 2,6 % liikevaihdosta. Yhtiö osti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut-liiketoiminta-alueen muodostavan osake-enemmistön (67 %) Liana Technologies Oy:stä 2020 ja siten sen luvut eivät sisälly vuoden 2019 lukuihin. Olemme arvioineet Ilkka-Yhtymän ja Liana Technologiesin vuoden 2019 pro forma-lukuja, yhdistelemällä Lianan luvut Ilkka-Yhtymän lukuihin. Näin laskettuna nykymuotoisen konsernin pro forma liikevaihto vuonna 2019 oli 50,5 MEUR ja liikevoitto 1,4 MEUR vastaten 2,8 %:n liikevoittomarginaalia.

Media- ja markkinointipalvelut konsernin suurin liiketoiminta

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin segmentti on sanomalehtien julkaisuun pääasiassa keskittynyt **Media- ja markkinointipalvelut**, jonka muodostaa tytäryhtiö I-Mediat. I-Mediat julkaisee Ilkka-Pohjalainen maakuntalehteä, sekä viittä paikallislehteä ja kahta kaupunkilehteä (Ilkuna ja Epari) sekä tuottaa digitaalisia ja painettuja markkinointi- ja viestintäpalveluja. Vuonna 2019 markkinoinnin palveluita laajennettiin ostamalla

osake-enemmistöt vaikuttajamarkkinoinnin palveluita tarjoavasta Somessa.com Oy:stä (55 %) ja digimarkkinointia tarjoava markkinointitoimisto Myynninmaailma Oy:stä (70 %).

Media- ja markkinointipalvelut muodostivat vuonna 2019 (pro forma-luvut) 61 % konsernin liikevaihdosta (31,2 MEUR) ja sen liikevoitto oli 0,1 MEUR. Liiketoiminta-alueen ulkoisesta liikevaihdosta vuonna 2019 58 % muodostui sisältötuotoista, 38 % ilmoitustuotoista ja loput 4 % muusta myynnistä. Liiketoiminnan asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa näillä alueilla liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteita myyvistä yrityksistä. Lisäksi markkinointipalveluja tarjoavilla yrityksillä on asiakkaita laajemmalla alueella.

Painotoimialan volyymistä merkittävä osa palvelee omaa mediayksikköä

Painotoimiala muodostuu konsernin tytäryhtiö I-printistä, jonka palveluita ovat lehtipaino, arkki- ja erikoispainot sekä jakelu- ja suoramarkkinointipalvelut. Liiketoiminnalla on myös merkittävä rooli konsernin julkaisujen painamisessa ja siten merkittävä osa sen liikevaihdosta muodostuu segmenttien välisistä tuotoista. Painotoimialan 5,3 MEUR:n ulkoinen liikevaihto muodosti vuonna 2019 (pro forma-luvut) 11 % konsernin liikevaihdosta ja sen liiketulos oli 1,0 MEUR. Segmenttien välinen liikevaihto (2019: 4,8 MEUR) kuvastaa yhtiön omien julkaisujen suurta roolia painotoiminnan volyyymeissa, mikä nosti koko painotoimialan liikevaihdon 10,1 MEUR:oon vuonna 2019.

Liiketoimintarakenne

Ilkka-Yhtymä-konserni 2019 * liikevaihto 50,5 MEUR, EBIT 1,4 MEUR		
I-Mediat Lv. 31,1 MEUR EBIT 0,1 MEUR EBIT-% 0,3 % <ul style="list-style-type: none">SanomalehdetVerkkomediaMarkkinointipalvelut	I-print Lv. 5,3 MEUR EBIT 1,0 MEUR EBIT-% 10,1 % <ul style="list-style-type: none">LehtipainotArkki- ja erikoispainotJakelupalvelut	Liana Technologies Lv. 14,1 MEUR EBIT 0,4 MEUR** EBIT-% 3,2 % <ul style="list-style-type: none">Markkinoinnin automaatioMediaseurantaJulkaisujärjestelmät ja verkkokaupat

Liikevaihdon*** jakauma, 2019



* Inderesin arvioimat pro forma-luvut

** FAS-luku,

***Ilman segmenttien välistä liikevaihtoa

Liiketoimintamalli 2/2

Markkinoinnin ja viestinnän palvelut

Ilkka-Yhtymän alkuvuodesta 2020 hankkima osake-enemmistö (67 %) yhdestä Suomen suurimmista ja viidessä muussa maassa markkinoinnin ja viestinnän pilvipalveluja (SaaS) tuottavasta ohjelmistoyrityksistä Liana Technologiesista muodostaa yhtiön toiseksi suurimman segmentin liikevaihdolla mitattuna. Liana Technologiesin vuoden 2019 liikevaihto oli 14,1 MEUR ja se muodosti 28 % konsernin liikevaihdosta (pro forma-luvut). Lianan operatiivinen liike-tulos vuonna 2019 oli 0,4 MEUR (liikevoitto-% 3,2 %).

Liana tarjoaa asiakkailleen markkinoinnin automaatiopalveluja, media-analyysejä, kuten viestinnän vaikuttavuuden mittausta ja verkkopalvelujen toteutusta. Yhtiön pääasiallinen kohdemarkkina on Suomi, joka tuo noin 85 % liikevaihdosta, mutta yhtiöllä on asiakkaita yli 30 maassa. SaaS-pohjaisen liiketoimintamallin ansiosta sen liikevaihdosta 77 % oli jatkuvalaskutteista vuonna 2019.

Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Kolmen liiketoiminta-alueen lisäksi Ilkka-Yhtymällä on arvoltaan merkittävä suora osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka-Yhtymä saa merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta. Lisäksi Ilkka-Yhtymä omistaa 41,2 % Arena Partners Oy:stä, joka vastaavasti omistaa 35 % Alma Mediapartners Oy:stä. Alma Mediapartners omistaa useita johtavia verkkopalveluja Suomessa ja on osa Alma Median Markets-liiketoimintaa, jonka pääomistaja on 65 %:n osuudella Alma Media.

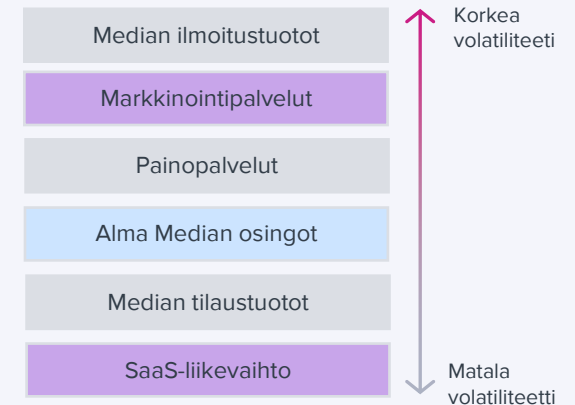
Rakenteelliset trendit vaikuttavat tuottoihin

Ilkka-Yhtymän liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi media-alan rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painetun median mainontaan ja painotuotteiden kysyntään. Ilkka-Yhtymän liiketoiminta nojaa edelleen merkittävin osin painettuun mediaan, mutta viimeaikaisten yritysostojen seurauksena digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on kasvussa. Media- ja painotoimialan sisällä digitaalisten sisältötuottojen, digitaalisen mainonnan ja digitaalisen painamisen tuotot kasvavat, mutta niiden kasvu ei riitä toistaiseksi kompensoimaan kokonaismarkkinoiden supistumista.

Yhtiön liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta suhteellisen maltillinen, mutta luonteeltaan suhdanneherkkien median ilmoitustuottojen osuus konsernin liikevaihdosta oli 23 % (2019 pro forma). Tätä tasoittaa kuitenkin se, että mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtelee niin voimakkaasti taloussyörien mukana.

Painotoimialalla noin puolet liikevaihdosta tulee konsernin oman toiminnan kautta (segmenttien välinen liikevaihto), mikä on suhteellisen ennakoitavaa liikevaihtoa. Liikevaihdon riskiprofiilia tasoittaa myös Lianan jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus (2019: 77 %), joka vastaa reilua 20 % Ilkka-Yhtymän liikevaihdosta.

Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



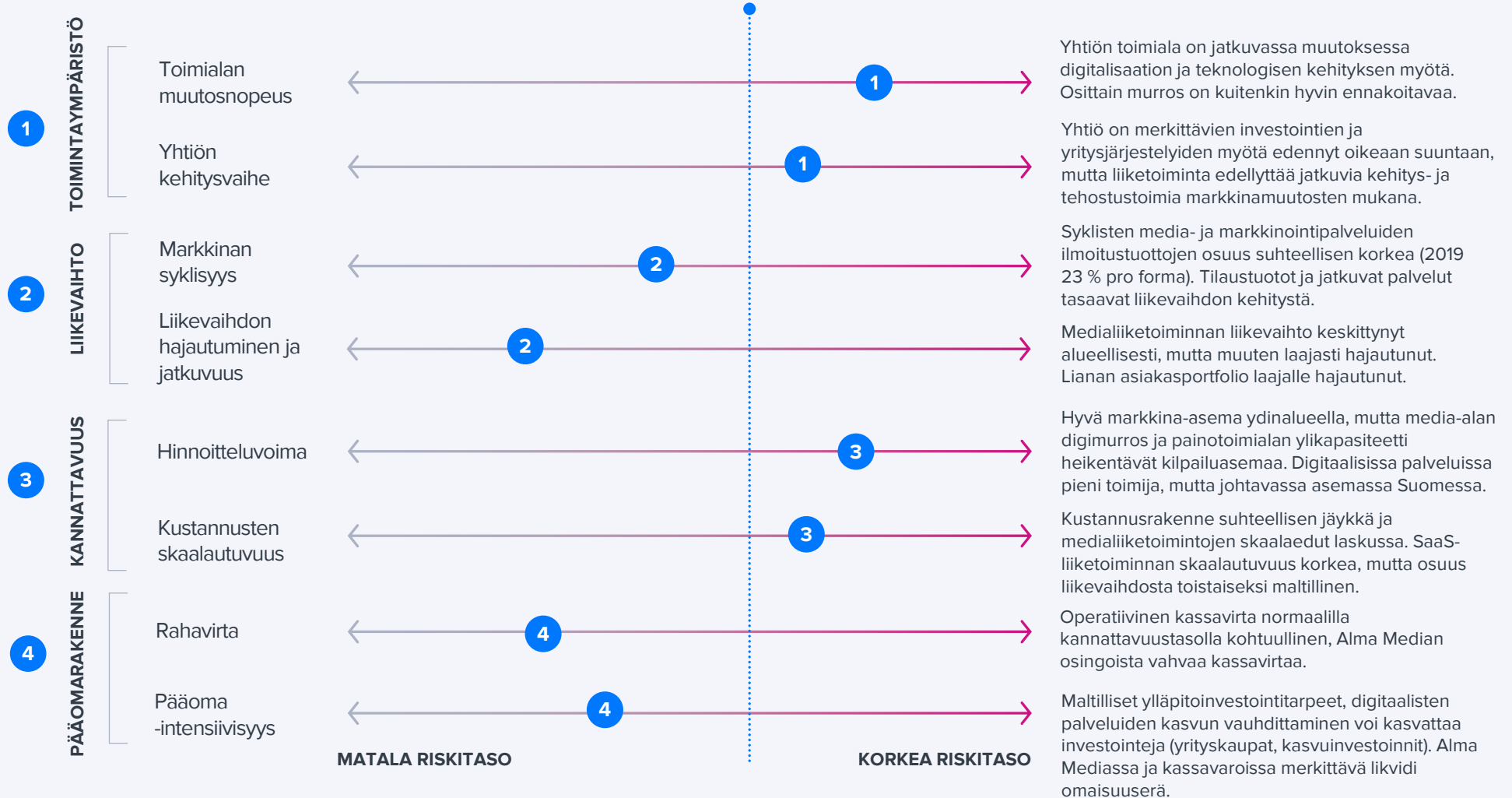
Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2019	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Pieni (noin 5%)	Selvä kasvu >10 %/v
Digitaaliset palvelut/ SaaS	Merkittävä (noin 25%)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Painettu media	Suuri (noin 60%)	laskee 5-10 %/v
Painaminen	Merkittävä (noin 10%)	Laskee- 2-5 %/v

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Ilkka-Yhtymän liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategiset päämäärät

Ilkka-Yhtymän vuosille 2019-2021 laadittu strategia rakentuu neljästä liiketoimintaa ohjaavasta päämäärästä:

- Investoinnit tuottavaan kasvuun
- Digitaalinen toiminta ja tiedolla johtaminen
- Asiakasodotuksia vastaavan sisällön, tuotteiden ja palveluiden tuottaminen
- Osaamiseen ja prosessien tehokkuuteen panostaminen

Strategiset päämäärät heijastelevat näkemyksemme mukaan mediamarkkinaa ravistelevaa murrosta ja sitä, että konserni on tällä hetkellä murroksen keskellä. Murroksen myötä yhtiön painetun median ja painopalveluiden kysyntä on laskutrendillä huolimatta vahvasta alueellisesta asemasta. Median kulutuksen siirtyminen verkkoon osin tasapainottaa mediapalveluiden kysynnän laskua ja samalla se muuttaa jossain määrin mediayhtiön ansaintamalleja ja edellyttää panostuksia digitaalisiin tuotteisiin. Painetun median kysynnän lasku heijastuu mediapalveluiden lisäksi myös konsernin painopalveluihin, mikä nostaa toiminnan tehostamisen keskeiseen rooliin sen kannattavuuden varmistamiseksi.

Vahva tase mahdollistaa merkittävän kasvun

Markkinan murros, Ilkka-Yhtymän asemoituminen ja markkinoiden kehityssuunnat huomioiden pidämme sijoittajan kannalta strategian keskeisimpänä päämääränä kasvutavoitetta. Ilkka-Yhtymän mukaan sen keskeinen tavoite on kääntää liikevaihdon kehitys merkittävään

kasvuun strategiakauden aikana. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi yhtiö on ottanut ensimmäisiä askeleita jo vuonna 2019 tehtyjen ostojen myötä ja merkittävin askel toistaiseksi on vuoden 2020 alussa tehty Liana Technologies -yritysosto.

Vahvan taseensa ansiosta yhtiöllä on edelleen merkittävästi pääomaa (omavaraisuusaste 85 %), jota se voi allokoida epäorgaaniseen kasvuun ja toisaalta jo hankittujen liiketoimintojen kasvattamiseen. Sijoittajien kannalta keskeistä onkin, miten yhtiö onnistuu muokkaamaan liiketoiminnan painopistettä tulevaisuudessa niin, että entistä suurempi osa tuotoista tulee digitaalisista ja skaalautuvista palveluista. Siten liikevaihdon kasvun ohella keskeinen mittari strategian onnistumiselle on ansaintamallien onnistunut muutos markkinamurroksen mukana.

Perinteisessä mediassa korostuu tehokkuus

Perinteisen median muuttuvat kulutustavat ja painetun median lasku edellyttää yhtiöltä vahvaa panostusta myös toiminnan tehokkuuteen, jotta kannattavan toiminnan edellytykset säilyvät. Siten strategisena kehityssuuntana kasvun ohella yhtiöltä vaaditaan jatkuvaa myyntiin ja kapasiteetin optimointia, kustannustenhallintaa ja kassavirran puolustusta.

Taloudelliset tavoitteet

Ilkka-Yhtymän taloudelliset tavoitteet ovat:

1. Kasvu: Liikevaihdon kasvattaminen sekä medialiiketoiminnassa että sen ulkopuolella. Yhtiön media- ja painoliiketoimintojen rakenteelliset ajurit huomioiden on yhtiön orgaaninen kasvunäkymä vaimea, mitä heijastelee

myös edellisen 5 vuoden keskimääräinen lähes 3 %:n keskimääräinen liikevaihdon lasku. Arviomme mukaan kasvutavoite nojaakin etenkin epäorgaaniseen kasvuun.

2. Kannattavuus: Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 10 %. Edellisen viiden vuoden aikana yhtiön oikaistu liikevoitto on vaihdellut vuoden 2015 noin 11 %:n ja vuoden 2019 3,4 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 6 %. Viime vuosina kannattavuus on ollut laskutrendillä median rakennemuutoksen muodostaman kysynnän heikentymisen ja siitä seuranneen tehokkuuden laskun johdosta ja jäänyt selvästi tavoitetason alapuolelle.

3. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste vähintään 40 %. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka-Yhtymä täyttää vakavaraisuustavoitteensa kirkkaasti ja H1'20 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 85 % (2019: 95 %).

Osingonjakopolitiikka

Ilkka-Yhtymän osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi yhtiön taloudellinen asema, kannattavan kasvun vaatima rahoitus sekä tulevaisuuden näkymät ja kehitystarpeet.

Viimeisen 4 vuoden aikana yhtiön osingonjakosuhte (jatkuvat toiminnot) on ollut 135-510 % heijastellen vahvaa rahoitusasemaa ja vuolasta voitonjakoa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Kasvuinvestoinnit painottuvat digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin

Ilkka-Yhtymän strategian keskeinen tavoite on kääntää liikevaihto merkittävään kasvuun tehden investointeja erityisesti digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin. Vaikka yhtiö panostaa vahvasti perinteisten toimintojensa digitalisointiin, on kasvutavoitteen saavuttamisessa nähdäksemme keskeisin rooli yritysostoilla.

Ilkka-Yhtymä on tehnyt marraskuussa 2018 tapahtuneen noin 100 MEUR:n Alma Median osakkeiden myynnin jälkeen kaksi pienekköä yrityskauppaa (markkinointitoimisto Myynninmaailma, vaikuttajamediatoimisto somessa.com) sekä yhden suuremman yritysoston (SaaS-yhtiö Liana Technologies Oy). Nämä yritysostot heijastelevat mielestämme hyvin uudistetun strategian tavoitteita. Erityisesti Liana Technologies (Liana) -yritysosto antaa mielestämme hyvän esimerkin kokoluokasta (10-20 MEUR liikevaihto), liiketoimintamallista (100 % digitaalinen, skaalautuva, jatkuvaa liikevaihtoa) ja strategisesta yhteensopivuudesta (media- ja viestintäalan arvoketjussa toimiva yhtiö), johon Ilkka-Yhtymän yritysostostrategia näkemyksemme mukaan tähtää, ja käymme siksi tarkemmin läpi kyseisen yritysoston taustoja.

Case Liana Technologies

Liana on vuonna 2005 Oulussa perustettu yhtiö, joka kehittää ja markkinoi pilvipohjaisesti (SaaS) tarjottavaa markkinoinnin ja viestinnän automaatiopalvelua/-ohjelmistoa. Lianan liikevaihto oli vuonna 2019 14,1 MEUR, ja yhtiö on kasvanut perustamisestaan lähtien suhteellisen ripeästi (CAGR 2015-2019 10 %) sekä laajentunut omalla toimipisteverkostollaan kuuteen maahan (Suomi,

Ruotsi, Ranska, Saksa, Dubai ja Hong Kong).

Liana on kasvanut historiassaan pääasiassa tulorahoituksen turvin, mikä arviomme mukaan alkoi viime vuosien aikana rajoittamaan yhtiön kasvumahdollisuuksia ja käynnisti omistus- ja yritysjärjestelyn valmistelun. Osapuolten mukaan Ilkka-Yhtymä valikoitui prosessissa Lianan uudeksi omistajaksi siksi, että 1) Ilkka-Yhtymä tarjosi Lianalle vahvat taloudelliset resurssit kasvun tukemiseksi, 2) Liana voi jatkaa itsenäisenä toimijana osana Ilkka-Yhtymää ja säilyttää oman toimintakulttuurin, 3) Ilkka-Yhtymä sai kaupan mukana yhtiöön uudenlaista osaamista, kokemusta digitaalisen liiketoiminnan kasvusta, sekä alustan skaalautuvan ja digitaalisen liiketoiminnan laajentamiseksi, ja 4) Ilkka-Yhtymän ja Lianan liiketoimintaa yhdistää viestinnän ja markkinoinnin toimialan osaaminen ja asiakaskunta.

Ilkka-Yhtymä on vahvistanut yrityskaupan jälkeen Lianan hallintoa mm. nimittämällä Alma Median Markets-toimintoja aiemmin menestyksekkäästi vetäneen Raimo Mäkilän hallituksen puheenjohtajaksi. Samalla Lianan toimitusjohtaja Samuli Tursas on nostettu Ilkka-Yhtymän johtoryhmään. Uuden omistajan johdolla Lianan skaalautuvuutta (kannattavuutta) on vahvistettu, fokuoitu kasvupanostuksia, sekä ryhdytty kehittämään kumppanuusmallia myyntiin.

Liana toimii nähdäksemme eräänlaisena alustana M&A-prosessin kehittämiseksi sekä uusille yritysostoille. Odotamme Lianan tekevän lähivuosina kasvua tukevia yritysostoja erityisesti kansainvälisissä liiketoiminnoissa, jossa yhtiöllä on usealla markkinalla jo hyvä jalansija, mutta ei riittävää skaalaa. Siten yhtiötä arviomme mukaan kiinnostaa ensisijaisesti ostettavien kohteiden asiakkuudet, eikä teknologiset ratkaisut.

Yritysostot 2019-2020

Vaikuttajamediatoimisto somessa.com

Yrityskauppa 02/2019, omistusosuus 55 %
Liikevaihto 0,2 MEUR (2019)

Markkinointitoimisto Myynninmaailma

Yrityskauppa 08/2019, omistusosuus 70 %
Liikevaihto 1,7 MEUR (2019)

Ohjelmistoyritys Liana Technologies

Yrityskauppa 01/2020, omistusosuus 67 % (optio 100 % omistuksesta)

Kts. alla

Liana Technologies avainluvut

14,1 MEUR (2018: 14,2 MEUR)

Liikevaihto 2019

3,2 % (2018: -2 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

77 % (2018: 71 %)

SaaS-liikevaihdon osuus 2019

85 % / 15 %

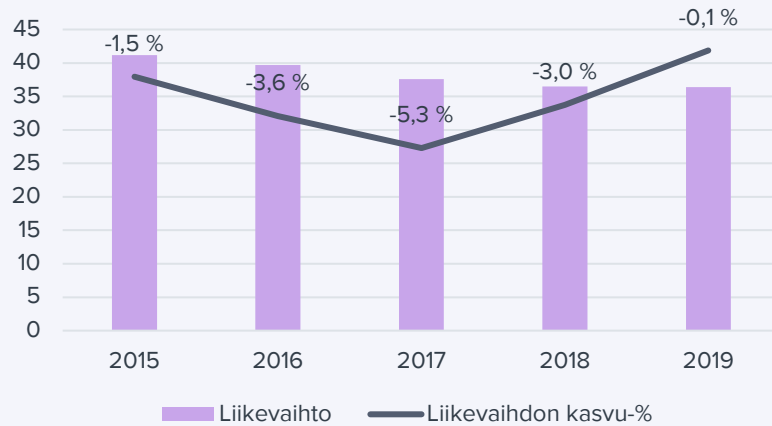
Liikevaihdon jakauma Suomi / kansainvälinen liiketoiminta

Noin 3500

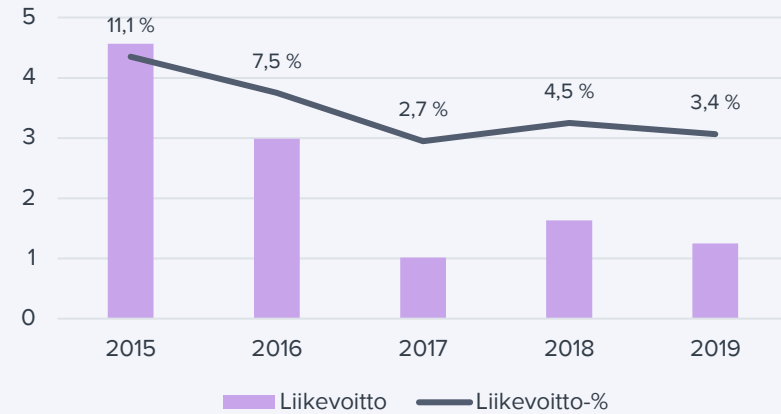
Yritysiakkaiden lukumäärä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

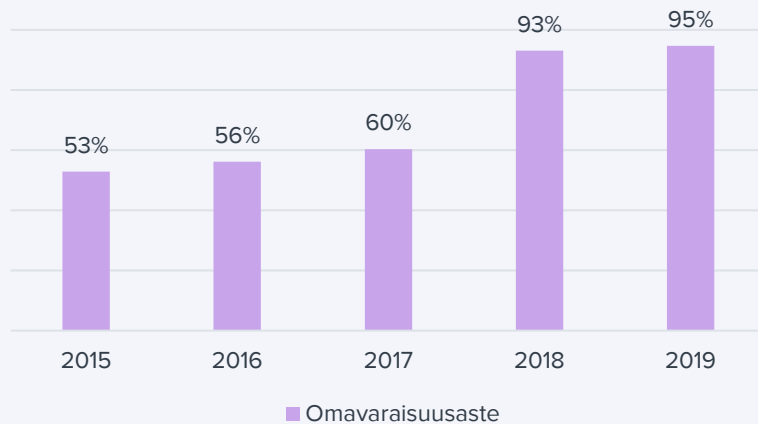
Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



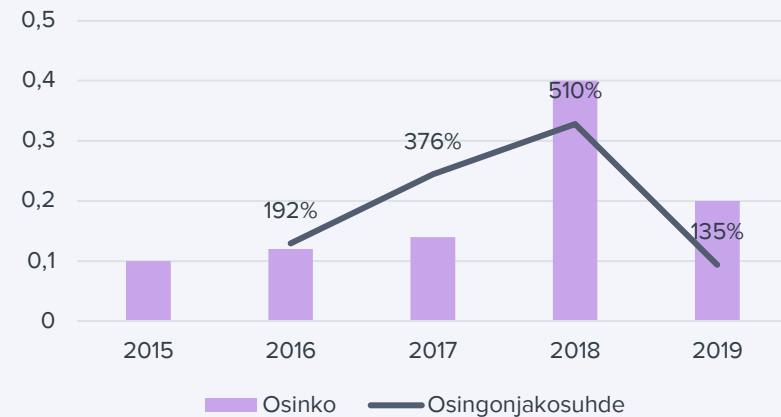
Oman toiminnan liikevoitto ja liikevoitto-%



Omavaraisuusaste, %



Osinko ja osingonjakosuhte*, %



Ilkka-Yhtymän strateginen kehitys

2013
-
2016

2017
-
2019

2020-

Liiketoiminnan kehittäminen pienin kehitysinvestoinnein, liikevaihto laskee

- Mediatoimialalla painetun median kysyntä laskee ja jakelukustannukset kasvavat
- Panostuksia digitaaliseen jakeluun ja tarjontaan, yritysasiakkaiden tarjoamaa laajennetaan monikanavaiseen malliin ja maakuntalehtien yhteisyrittäjä Lännen Media perustetaan toimittamaan valtakunnallisia uutisia
- Liikevaihdon lasku edellyttää sopeutustoimia organisaatiossa
- Alma Media -omistuksen rooli tulokselle keskeinen

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Aloitettu kehityspolku perinteisestä sanomalehtiyhtymästä media-alan palveluyhtiöksi
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaasta murroksesta huolimatta
- Yhtiön rahoitusasema on vahva Alma Media-osakkeiden myynnin seurauksena

Liiketoiminnan murros jatkuu, kannattavuus heikkenee

- Talouden elpymisestä huolimatta media-alan murros painaa edelleen perinteisen median ilmoitustuottoja
- Liiketoiminnan jatkuva murros edellyttää sopeutustoimien jatkamista
- Uudistetun strategian mukainen laajentuminen perinteisen mediatoiminnan ulkopuolelle markkinointiin ja viestintään, tarjontaa täydennettiin pienillä yritysostoilla
- Alma Media -omistuksen keventäminen vahvistaa rahoitusasemaa ja antaa edellytykset panostaa kasvuun

Lähtulevaisuus 1-2v

- Investointien (erityisesti yritysjärjestelyin) jatkaminen digitaalisten palveluiden osuuden kasvattamiseksi
- SaaS-liiketoiminnan (Lianan) kasvun kiihdyttäminen orgaanisesti sekä epäorgaanisesti
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Vakaa osingonmaksaja

Yritystoston konsolidointi ja tehostustoimien läpivienti

- Markkinoinnin ja viestinnän palveluja tuottavan Liana Technologiesin hankinta laajentaa digitaalista palvelutarjontaa
- Koronapandemia vauhdittaa perinteisen median murrosta ja heikentää lyhyen tähtäimen kasvu- ja tulosnäkökymää
- Toimintaympäristön muutos ja koronapandemia edellyttää sopeutustoimia

Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisten palveluiden osuus liikevaihdosta kasvanut merkittävästi
- Osapuolena media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Mediatoimialan rakennemuutos painaa orgaanista perinteisten liiketoimintojen kasvua
- Pääoman tuoton tehostuminen vahvaa tasetta hyödyntäen

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa tällä hetkellä useat erisuuntaiset rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit.

Media-alan kasvun pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen murros, joka muokkaa kuluttajien ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana trendilaskuna sekä digimedian kysynnän kasvuna.

Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti vahva korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mediayhtiöiden tuottoihin.

Lisäksi mediayhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediayhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

- Perinteisen median (sanoma- ja aikakauslehdet, kirjat ja lineaarinen TV) käyttö ja kysyntä vähenee, mikä laskee asteittain painetun median sisältö- ja mainostuottoja sekä heikentää niiden kannattavuutta.
- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus

lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.

- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Yksi tällaisista ajureista on EU:n tietosuoja-asetus (GDPR), joka tasoittaa pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median voimakas lasku ja vastaavasti digimainonnan määrän kasvu. Suomen mainosmarkkina on jäänyt kasvuvauhdissaan selvästi jälkeen BKT:n kehitystä, mitä selittää muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta.

Mainonnan kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on puolittunut aikakausi- ja sanomalehdissä 2010-luvulla ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla ja sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 37 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 20 %).

Noin puolet digimainonnan arvosta on Facebook- ja Google-mainontaa ja toinen puolikas kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta.

Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediainonnan laskun myötä kokonaisuutena negatiivista Suomessa. Lisäksi pidämme mahdollisena, että koronaviruspandemiasta aiheutuva taantuma tulee kiihdyttämään painetun median laskua, kun mainostajat uudelleen arvioivat mainospanostuksiaan.

Mediatoimialan ajurit ja trendit



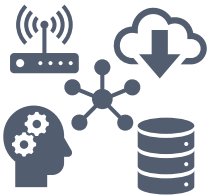
Digitalisaatio

Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.



Suhdannekehitys

Mediatoimiala on ollut perinteisesti hyvin suhdanneherkkä toimiala, sillä yli 50 % tuotoista on syntynyt mainonnasta. Digitalisaation myötä sisältötuottojen osuus liikevaihdosta kasvaa, mikä vähentää suhdanneherkkyyttä.



Teknologinen kehitys

Uudet teknologiat muuttavat ansaintamalleja ja kilpailudynamiikkaa. Erityisesti datan ja analytiikan rooli korostuu kilpailutekijänä. Pääkilpailijat globaaleja alustoja ja teknologiayhtiöitä.



Sääntely ja kulttuuri

Tieto- ja yksityisyydensuojan sääntely kiristyy, mikä kasvattaa kiinteän asiakassuhteen merkitystä. Ns. valeutiset kasvattavat tunnettujen ja luotettujen sisällön tuottajien roolia.

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus - media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuodet keskimäärin noin 5-10 % vuodessa ja arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan samantasoisena myös keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) lähivuosina, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vauvutisiin liittynyt keskustelu, maksumuurin ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden

käytettävyyden parantuminen. Valtaosa digitaalisten palveluiden tilaajista on alle 50-vuotiaita. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, ja aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut vaisua.

Painetun median sisältötuottojen kysyntä näyttää jatkavan tasaista laskua, ja painettujen lehtien tilaajien keski-ikä on noussut noin 60-vuoteen. Arvioimme, että painetun lehden tilaustuottojen määrä tulee puolittumaan seuraavan kymmenen vuoden kuluessa. Lisäksi kesällä 2019 voimaan astunut digijulkaisujen alv-kannan alentuminen samalle tasolle painetun median kanssa (10 %) kiihdyttäne siirtymää painetusta mediasta digiin.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina nollassa, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua.

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaa voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä,

kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa. Painetussa mediassa haarukan ylälaitaan osuvat suuremmat tehokkaat toimijat, kun taas supistuvien pienien toimijoiden on haastavaa sopeuttaa kustannustasoa volyymin laskun mukana, mikä rasittaa kannattavuutta.

Globaalit jätit hallitsevat digimainonnan kilpailukenttää - paikalliset muuta markkinaa

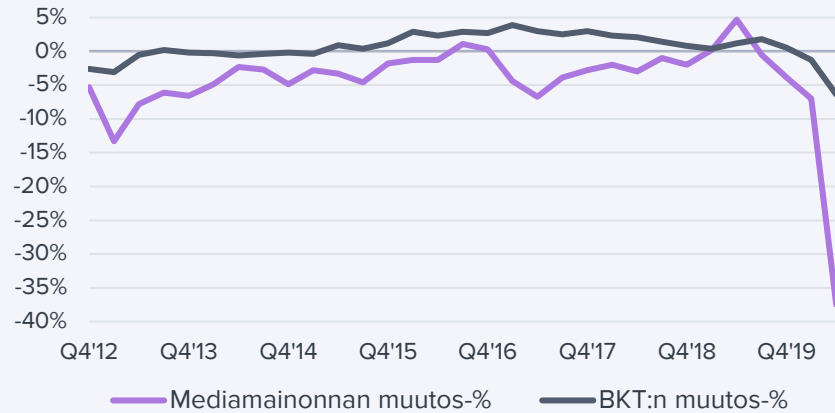
Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu pääasiassa globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan, kuin paikallisten mediayhtiöiden välillä. Sisältötuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista, mutta myös sisällöissä TV ja digitaaliset mediat kilpailevat kasvavissa määrin globaalien yhtiöiden ja media-alan ulkopuolisten yhtiöiden kanssa (esim. Apple, teleoperaattorit).

Suomen johtavat mediayhtiöt Sanoma ja Alma Media ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Muut mediayhtiöt ovat sen sijaan saavuttaneet suhteellisen pienen jalansijan verkkomainonnassa ja digimainonnan kasvu ei ole riittänyt kompensoimaan painetun mediamainonnan laskua.

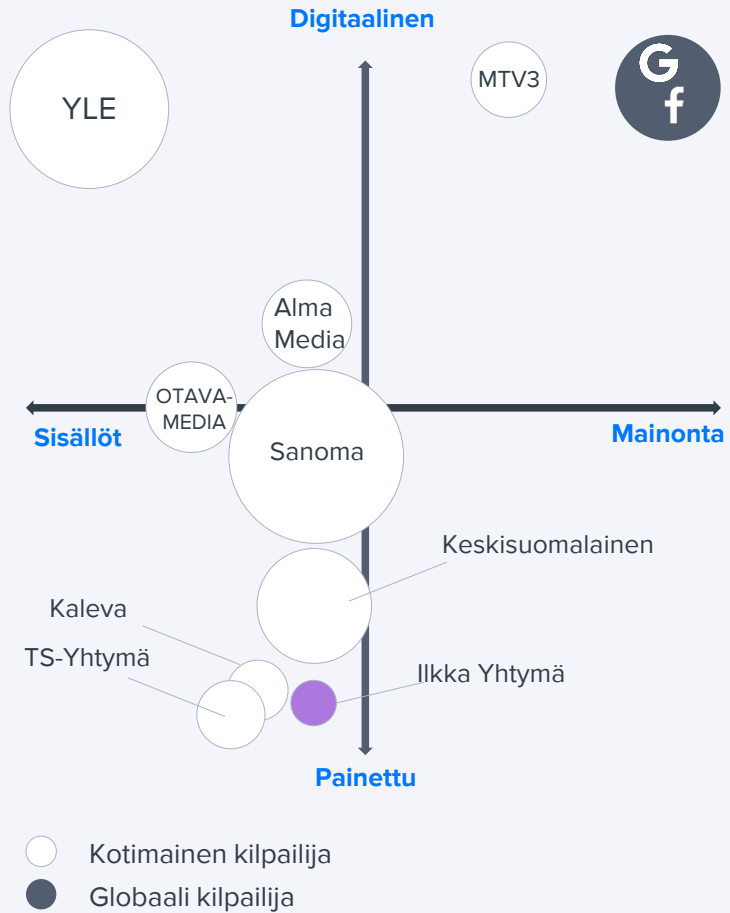
Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyks, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q2'2020 saakka

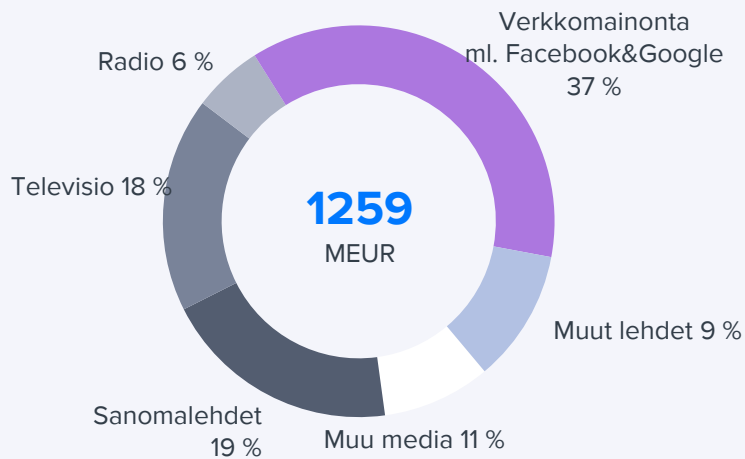


Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



Pallon koko ilmentää yhtiön Suomen medialiiketoimintojen kokoa tilipäästö tietoihin ja Inderesin arvioihin perustuen. YLE on arvioitu sisältötuottojen osalta mediayhtiöiden kilpailijaksi, vaikka sen toiminta rahoitetaan julkisin varoin.

Suomen mediamainonnan jakauma, 2019



Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Kustannusrakennetta dominoi kaksi erää

Liiketoimintamallia heijastellen Ilkka-Yhtymän kustannusrakenne koostuu pääosin kahdesta keskeisestä erästä, jotka ovat materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaalit ja palvelut kustannuserästä huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista (esim. painopaperit ja värit) ja jakelukustannuksista. Tämä kustannuserä on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana noin 32-37 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 35,5 % liikevaihdosta. Käänteisesti, yhtiön myyntikate-% on ollut vastaavalla ajanjaksolla keskimäärin noin 64,5 %. Vastaavasti henkilöstökulut ovat vaihdelleet noin 40-42,5 %:n välillä ja ovat olleet keskimäärin noin 41 %:n tasolla vuosina 2015-2019.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut ovat vaihdelleet noin 13-16 %:n välillä ja olleet edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin reilu 14 % liikevaihdosta.

Tase on erittäin vahva

Ilkka-Yhtymän taseen loppusumma oli H1'20:n lopussa 153 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä heijasteleekin muun muassa yhtiön merkittävää omistusta Alma Mediassa.

Omistus Alma Mediassa raportoidaan pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli H1-lopussa noin 64,5 MEUR ja vastasi reilusta 42 %:sta taseen

loppusummasta. Muita merkittäviä pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa oli H1-lopussa 12,1 MEUR:n (8 % taseen loppusummasta) aineettomat hyödykkeet sekä 15,3 MEUR:n (10 % taseen loppusummasta) liikearvo. Aineellisten hyödykkeiden osuus (6,6 MEUR tai noin 4 % taseen loppusummasta) on pieni, sillä yhtiön omistamat toimitilat ja koneet on pääosin jo poistettu.

H1-lopussa lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin 19,3 MEUR:n (12,6 %) kassavaroista sekä 24,4 MEUR:n (16 %) muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista, joka pitää sisällään mm. sijoituksia yritystodistuksiin.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, koska median tilaustuottojen ja SaaS-palveluiden ennakkomaksut ja ostovelat ovat myyntisaamiaisia suuremmat ja vaihto-omaisuutta liiketoiminnassa ei ole käytännössä lainkaan.

Ilkka-Yhtymän oma pääoma oli H1'20 lopussa 122,9 MEUR, eli 4,83 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vain noin 2,7 MEUR ja siten yhtiön nettokassa oli reilu 41 MEUR.

Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena kuranttina, sillä Alma Median osakkeiden arvo konserniin taseessa on alle Inderesin arvioiman osakekannan käyvän arvon ja taseen aineeton omaisuus heijastelee pääosin Liana-yritystoston mukana tullutta liikearvoa, joka näkemyksemme mukaan on perusteltavissa.

Taseessa on näkemyksemme mukaan hieman piiloarvoa, sillä yhtiön 41,2 %:n omistusosuus Arena Partnersissa on tasearvoltaan vain 2,4

MEUR. Olemme arvioineet omistuksen käyväksi arvoksi noin 17 MEUR. Tämä perustuu pääosin Arena Partnersin 35 %:n omistusosuuteen Alma Marketsin Suomen liiketoiminnoissa (Alma Mediapartners oy), jonka arvoksi olemme arvioineet noin 120 MEUR. Arena Partners -omistuksen arvoa kasvattaa lisäksi sen muut omaisuuserät.

Pääoman tuotto heikentynyt

Ilkka-Yhtymän sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat painuneet heikentyneen tuloskehityksen ja kasvaneen taseen myötä matalalle tasolle (2019 ROI 3,6 % ja ROE-% 2,9 %). Huomioitavaa on lisäksi, että Alma Medialta saatavalta osingot heijastuvat positiivisesti rahoitustuottoihin ja siten myös pääoman tuottoon.

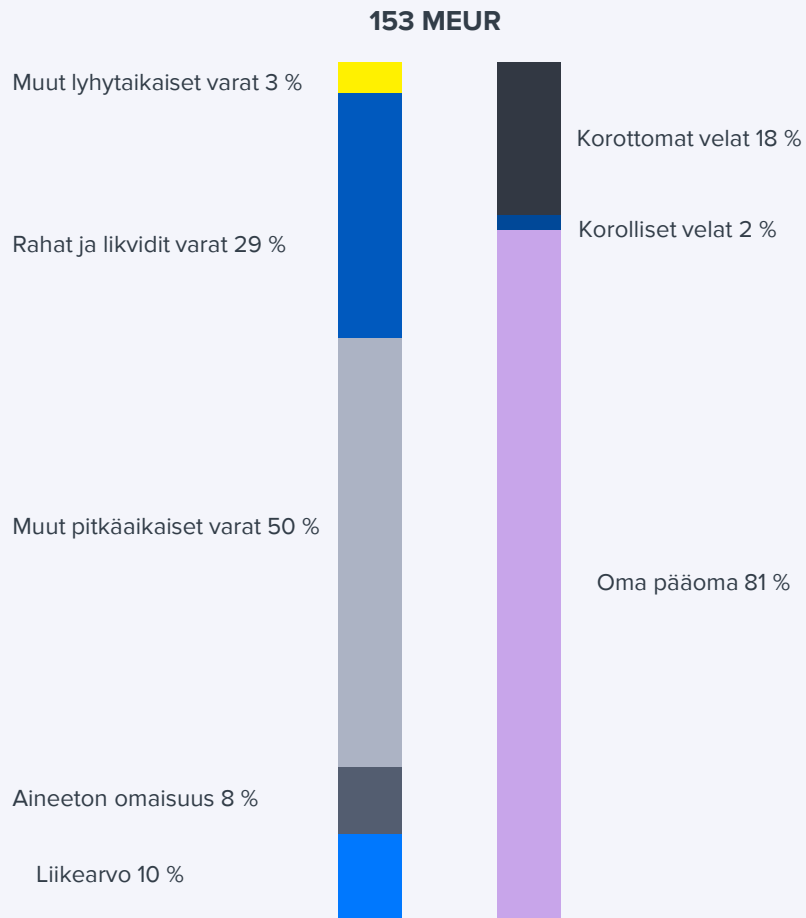
Kassavirran vaihtelu voimakasta

Yhtiön liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viime vuosina voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana, ja se on ollut noin 5-20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. Vuonna 2019 liiketoiminnan rahavirta laski selvästi edellisten vuosien tasosta (2019: 5 % liikevaihdosta). Tämän taustalla on Alma Median omistusosuuden lasku, jonka seurauksena osinkovirta sisältyy investointien rahavirtaan.

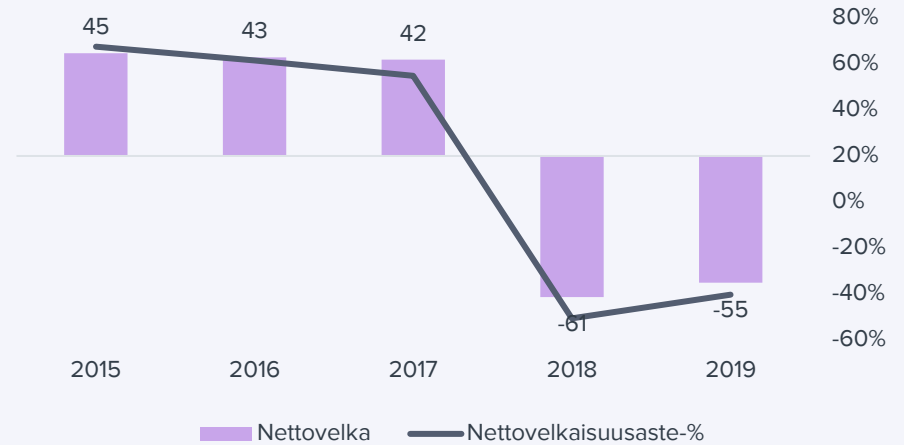
Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala, arviomme mukaan vain noin 1-2 MEUR vuodessa. Tämän rahoitustarpeen yhtiö arviomme mukaan pystyy kattamaan operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve siten edellytä kassan syöntiä.

Taloudellinen tilanne

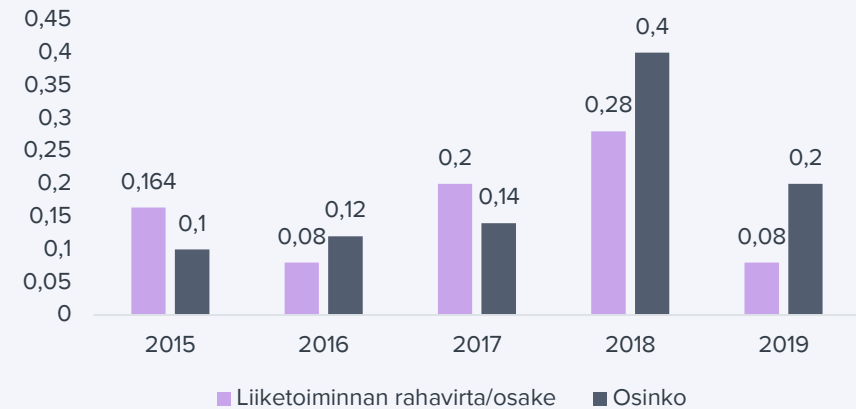
Taserakenne, H1'20



Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Operatiivinen rahavirta ja osinko per osake



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkka-Yhtymän liikevaihdon kehitystä kolmen raportoitavan segmentin kautta. Media ja markkinointipalveluiden liikevaihtoa mallinamme erikseen sisältö- ja ilmoitustuottojen osalta, sillä niiden tuottojen syklisyys eroaa toisistaan merkittävästi. Lisäksi mallinamme Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihtoa vakaampien jatkuvalaskutteisten palveluiden sekä muiden palveluiden osalta erikseen.

Oletamme liikevaihdon ennustemallissamme, että yhtiön medialiiiketoimintojen sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositason keskimäärin noin 2-3 %:n vauhtia ja mainonnan tuotot hieman voimakkaammin, noin 5-10 % vuositason. Ennakoimaamme Media ja markkinointipalveluiden liikevaihdon laskua ajaa rakennemuutoksesta johtuva painetun median taantuminen, jota digitaalisten tuottojen kasvu ei riitä arviomme mukaan kompensoimaan.

Painopalveluiden liikevaihdon ennustamme laskevan keskimäärin noin 3-5 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon ennustamme kasvavan keskimäärin noin 5-10 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien sekä konsernikulujen (pääosa kohdistamattomat-erästä) kautta ja toissijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta. Odotamme Media ja markkinointipalveluiden kannattavuuden elpyvän tehostustoimien ja liikevaihdon jakauman positiivisen kehityksen ansiosta lievästi noin 1,5-2

%:n liikevoittomarginaalin tasolle. Painopalveluiden odotamme yltävän vakaassa kehitysvaiheessa noin 5-8 %:n liikevoittomarginaaliin. Vastaavasti Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden tehostustoimien ja fokuksen terävöittämisen odotamme nostavan sen kannattavuutta merkittävästi ja odotamme sen yltävän keskipitkällä aikavälillä yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin.

Näkyvyys Ilkka-Yhtymän liikevaihdon kehityksen suhteen on kohtuullisen hyvä keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaisiin medialiiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä painotoimialan vuosisopimuksiin perustuviin tuottoihin. Lisäksi yhtiön liikevaihto on hajautunut suhteellisen laaja-alaisesti asiakaskunnan kesken.

Lyhyellä tähtäimellä epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa koronapandemian vaikutus sekä talouden elpymisen kulmakerroin. Painetun median rakennemuutoksen eteneminen ja digitaalisten palveluiden suhteellinen osuus liiketoiminnasta määrittävät kuitenkin pitkällä aikavälillä konsernin liikevaihdon kehityksen.

Alma Median jakamat osingot muodostavat merkittävän osan Ilkka-Yhtymän nettotuloksesta, sillä ne nostavat yhtiön rahoituskustannukset selvästi positiiviseksi. Näin ollen yhtiön tuloskehityksen osalta osingot ovat merkittävässä roolissa ja niiden tuottama rahavirta on arviomme mukaan myös olennainen tekijä yhtiön jakamien osingon kehityksen takana.

Keskeiset ennusteparametrit

- Toimialojen kasvuodotus (2021-)
 - Media ja markkinointipalvelut - 2-5 % p.a.
 - Painopalvelut - 3-5 % p.a.
 - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut 5-10 % p.a.
- Toimialojen kannattavuus (EBIT-%)
 - Media ja markkinointipalvelut 1-2 %
 - Painopalvelut 5-8 %
 - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut > 10 %
- Epävarmuustekijät
 - Tehostustoimien purevuus ja kestävä kannattavuustaso
 - Digitaalisten palveluiden kasvu ja skaalautuvuus
 - Tulevat yritysjärjestelyt (ei sisälly ennusteisiin)

Ennusteet 2/3

Ennustemallissamme suurimmat lyhyen tähtäimen epävarmuustekijät liittyvät liiketoimintojen elpymiseen koronapandemiasta, sen pysyvistä vaikutuksista painetun median markkinalla sekä liiketoimintojen kannattavuuskehitykseen. Lisäksi Lianan kansainvälisen kasvun pitkän aikavälin arviointi on haastavaa.

Vuosi 2020: epäorgaanista kasvua, mutta korona rokottaa tulosta

Ilkka-Yhtymä ohjeistaa vuonna 2019 ja alkuvuodesta toteutettujen yritysostojen myötä sen liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 edellisvuodesta (2019: 36,4 MEUR). Koronaviruspandemian ja siihen liittyvien rajoitustoimien yhtiö kuitenkin arvioi heikentävän kannattavuutta, mistä johtuen yhtiö ohjeistaa oman toiminnan liikevoiton laskevan suhteessa vuoteen 2019 (2019: 1,0 MEUR). Lisäksi yhtiön mukaan Alma Median osingolla on merkittävä vaikutus konsernin tulokseen.

H1'20:n lopussa Ilkka-Yhtymän liikevaihto oli kasvanut reilu 19 % vertailukaudesta 21,5 MEUR:oon ja liiketulos oli 2,4 MEUR tappiolla (H1'19: liikevoitto 0,7 MEUR). Koko vuoden ennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme liikevaihdon kasvavan 25 % vuonna 2020 45,4 MEUR:oon, mutta liiketuloksen olevan tappiolla -1,6 MEUR:ssa (liikevoitto-% -3,5 %).

Segmentteittäin odotamme liikevaihdon laskevan Media ja markkinointipalveluissa (lähes 7 %) sekä sisältö- että etenkin koronapandemian kysyntää rajusti heikentäneiden ilmoitustuottojen osalta. Toimintaympäristön raju muutos heijastuu myös Painopalveluiden, jonka liikevaihdon odotamme niin ikään laskevan. Suhteessa vuoteen 2019 odotamme Lianan liikevaihdon kehittyvän vakaasti, mikä kuitenkin tukee konsernin liikevaihtoa, sillä

liiketoiminto konsolidoitiin konserniin vasta kuluvana vuonna.

Odotamme säästö- ja sopeutustoimien tukevan segmenttien kannattavuutta vuoden jälkimmäisellä puoliskolla, mikä pitää kaikki segmentit lievästi voitollisena liiketulosasolla vuonna 2020. Kohdistamattomat-segmentin liiketulos, jossa merkittävässä roolissa on Q1'20:lle kirjatut yritysostoon liittyvät kulut ja hankintameno-oikaisuihin liittyvät erät, painaa ennusteissamme koko vuoden liiketuloksen kuitenkin tappiolle.

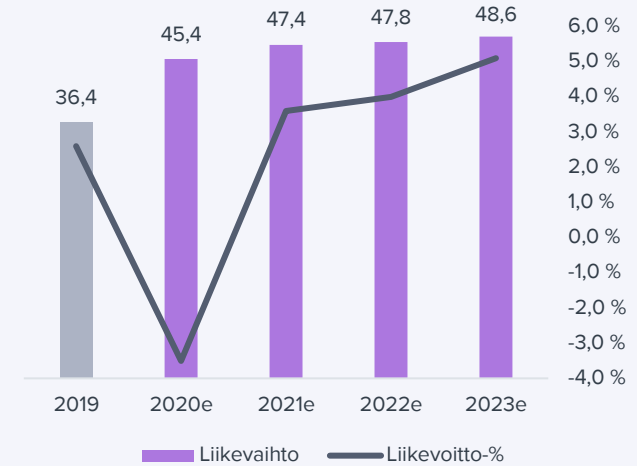
Nettotulosasolla odotamme tuloksen kuitenkin kampeavan voitolliseksi Alma Median jakamien osinkojen ansiosta. Operatiivisen tuloksen laskua peilaten odotamme kuitenkin osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,09 euroon (2019: 0,15 euroa). Vahvaa taseasemaa peilaten odotamme yhtiön säilyttävän osingon vakaana 0,20 eurossa (2019: 0,20 euroa).

Vuodet 2021-2023: kannattavuus nousee

Ennustamme konsernitason kasvavaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2021-2023, mikä muodostuu rakenteellisen murroksen painamasta Media- ja markkinointipalveluiden sekä Mainopalveluiden lievästä liikevaihdon laskusta ja ennustamastamme Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden kiihtyvistä kasvusta. Keskimäärin ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 2 %:n vuodessa.

Kannattavuuden osalta odotamme paluuta voitolliseksi vuonna 2021, minkä jälkeen odotamme kannattavuuden pysyvän maltillisella nousukäyrällä, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla keskimäärin 4,2 %:iin (3,6-5,1 %).

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tuloskasvusta, jonka liikevoitto-%:n odotamme nousevan jakson lopulla 15 %:iin skaalautuvan kasvun ansiosta. Media- ja markkinointipalvelut liiketoiminnan liikevoitto-% on ennusteessamme vakaalla noin 2 %:n tasolla, ja vastaavasti Painopalveluiden liikevoiton odotamme säilyvän niin ikään suhteellisen vakaana noin 5-6 %:ssa.

Nettotuloksen odotamme saavan kasvavaa tukea Alma Medialle ennustamastamme osingon kasvusta, mikä yhdessä operatiivisen tuloksen lievän kasvun kanssa tukee osakekohtaisen tuloksen kasvua (CAGR 2021-2023 13 %). Odotamme Ilkka-Yhtymän maksavan jaksolla vakaata 0,20 euron osakekohtaista osinkoa ja ennusteissamme osingonjakosuhte painuu alle 100 %:n vuonna 2022. Siten vielä vuonna 2021 odotamme yhtiön tukevan osingonmaksua taseesta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden skaalautuminen. Media ja markkinointipalveluiden sekä Painopalveluiden pitkän aikavälin liikevaihdon odotamme laskevan rakenteellista murrosta peilaten lievästi, mutta tehostustoimien pitävän niiden kannattavuuden suhteellisen vakaana.

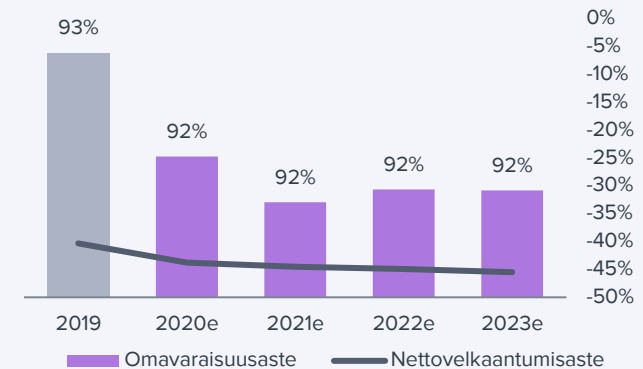
Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa niin ikään 2 %. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernitason liikevoitto-%:n

asettuvan noin 5-5,5 %:iin.

Epäorgaaninen kasvu ei sisälly ennusteisiin

Arviomme mukaan Ilkka-Yhtymältä voidaan odottaa lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä nykyisen liiketoiminnan kokoluokassa suhteellisen merkittäviä yritysostoja. Emme ole kuitenkaan huomioineet yritysostoja ennusteissamme, sillä niiden mallintaminen on käytännössä mahdotonta. Arviomme mukaan yhtiö tähtää epäorgaanisen kasvuun pääosin digitaalisen median tuotteiden ja palveluiden markkinalla, missä kasvu ja kannattavuusnäkyvät ovat pitkällä aikavälillä hyvin poikkeavat perinteisen median markkinaa nähden. Siten pitkän aikavälin ennusteisiimme onnistuneilla yritysostoilla voi olla merkittäväkin vaikutus. Koska emme ole mallintaneet yritysostoja säilyy yhtiön tase erittäin vahvana ennusteissamme.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	36,5	8,9	9,1	8,6	9,8	36,4	10,1	11,3	11,5	12,4	45,4	47,4	47,8	48,6
Media- ja markkinointipalvelut	30,9	7,5	7,8	7,5	8,3	31,2	7,3	7,0	7,2	7,6	29,1	29,4	28,8	28,2
Painopalvelut	10,9	2,6	2,5	2,3	2,7	10,1	2,2	1,8	1,8	2,2	7,9	7,7	7,4	7,1
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5	14,1	14,3	15,4	16,9
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-5,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-4,8	-2,9	-0,9	-0,9	-1,0	-5,7	-4,0	-3,8	-3,6
Käyttökate	5,1	0,9	0,6	0,8	0,3	2,6	-1,8	0,8	1,1	1,1	1,2	5,6	5,7	6,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,9	-3,9	-3,8	-3,7
Oik. oman toiminnan liikevoitto	1,6	0,3	0,1	0,1	0,7	1,2	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,8	1,7	1,9	2,5
Liikevoitto	3,5	0,5	0,2	0,4	-0,2	0,9	-2,5	0,1	0,4	0,4	-1,7	1,7	1,9	2,5
Media- ja markkinointipalvelut	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,09	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3
Painopalvelut	1,1	0,3	0,2	0,2	0,4	1,02	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,4	0,4	0,4
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,8	1,4	1,9	2,5
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	1,8	0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-2,2	-0,3	-0,1	-0,2	-2,8	-0,7	-0,8	-0,8
Nettorahoituskulut	-1,2	2,9	-0,4	-0,1	0,5	3,0	-0,4	3,7	0,0	0,0	3,4	3,6	3,8	4,0
Tulos ennen veroja	2,3	3,4	-0,1	0,3	0,3	3,9	-2,8	3,8	0,4	0,4	1,7	5,3	5,7	6,4
Verot	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	3,4	-0,1	0,3	0,2	3,8	-2,4	3,8	0,4	0,4	2,1	5,0	5,4	6,1
EPS (oikaistu)	0,00	0,13	-0,01	0,00	0,04	0,16	-0,01	0,16	0,02	0,02	0,18	0,20	0,21	0,24
EPS (raportoitu)	0,08	0,13	0,00	0,01	0,01	0,15	-0,10	0,15	0,02	0,02	0,08	0,20	0,21	0,24

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,0 %	-3,9 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	-0,1 %	14,3 %	24,1 %	33,6 %	26,8 %	24,7 %	4,4 %	0,8 %	1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-83,6 %	-82,9 %	-54,9 %	-86,8 %	-150,3 %	-23,4 %	-167,4 %	98,4 %	288,4 %	-43,8 %	-36,7 %	113,8 %	12,7 %	30,7 %
Käyttökate-%	14,1 %	9,9 %	6,7 %	9,7 %	2,7 %	7,1 %	-17,3 %	7,0 %	9,4 %	8,8 %	2,7 %	11,8 %	11,9 %	12,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,5 %	3,8 %	1,4 %	1,1 %	7,0 %	3,4 %	-2,2 %	2,2 %	3,3 %	3,1 %	1,7 %	3,6 %	4,0 %	5,1 %
Nettotulos-%	5,5 %	38,3 %	-1,0 %	3,6 %	1,6 %	10,4 %	-24,0 %	33,3 %	3,3 %	3,1 %	4,7 %	10,6 %	11,3 %	12,6 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Tähtäimessä kasvuyhtiön status

Ilkka-Yhtymä profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena yhtiönä, joka pyrkii hyödyntämään vahvan taseen tarjoaman liikkumavaran ja kääntämään liikevaihdon merkittävään kasvuun. Osien summassa piilevän merkittävän arvon ansiosta yhtiö profiloituu kuitenkin myös arvoyhtiöksi, jossa sijoittajien kannalta keskeistä on osissa piilevän arvon purkautuminen.

Osakkeen riskiprofiili on erittäin vahvan taseen, median rakennemurroksen sekä tuottojen sykliisyyden summana kohtuullinen, joskin osakkeen likviditeetti on heikko ja nostaa sijoittajan tuottovaadetta.

Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

Ilkka-Yhtymän liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viimeisen viiden vuoden ajan laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut perinteisten mediatoimintojen ja painotoimintojen liikevaihdon ja tuloksen laskuun. Arvioimme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi arvioimme Ilkka-Yhtymän media- ja painoliiketoimintojen orgaanisen kasvun trendin jatkuvan lievästi negatiivisena.

Hyvin markkinoiden murrokseen vastaavan Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden orgaanisen kasvun trendi on selvästi positiivinen, mutta suhteellisesti pienemmän kokoluokan vuoksi konsernitason kasvuun vaikutus on toistaiseksi rajallinen.

Yritysoistoilla vauhtia kasvuun

Yrityskaupat ovat arviomme mukaan tärkeä osa Ilkka-Yhtymän strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja tuloksen kasvuna, ja epäonnistuessaan heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

Positiiviset arvo-ajurit ja mahdollisuudet

Kustannustehokkuuden parantuminen: Ilkka-Yhtymä on toteuttanut tehostusohjelmia, joiden hyötyjen pitäisi näkyä kannattavuuden nousuna kaikissa liiketoiminta-alueissa liikevaihdon laskun taituttua.

Uusien liiketoimintojen (Liana) kasvu ja skaalautuvuus: Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden liikevaihdon kasvu on voimakkaasti skaalautuvaa ja siten näiden liiketoimintojen kasvu heijastuu vivulla tulokseen. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on myös niiden luonteen vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon kasvun suhteellinen osuus tukee myös hyväksyttävää arvostusta.

Alma Media ja Arena Partners: Alma Media - osakkeet sekä välillinen omistus Alma Marketsin Suomen toiminnoista muodostaa merkittävän osan konsernin arvosta. Näin ollen näiden liiketoimintojen kehityksen merkitys Ilkka-Yhtymän osakkeenomistajille on olennainen. Alma Medialla on näkemyksemme mukaan hyvät mahdollisuudet arvonluontiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön tehostuminen: Ilkka-Yhtymällä on vahvan taseen

ansiosta merkittävästi liikkumavaraa tuloskasvun vauhdittamiseen yritysostojen kautta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Painetun median ja painotoimialan kysynnän kehitys: Painetun median murroksen kiihtyminen voi painaa odotuksiamme enemmän segmenttien lähivuosien liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta.

Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kasvattamisessa epäonnistuminen: Mediamarkkinan murroksen mukana kilpailukenttä etenkin digitaalisissa markkinoinnin palveluissa laajenee. Siten digitaalisten tuotteiden ja palveluiden kasvu on avainasemassa yhtiön lähivuosien tulostason kehityksessä.

Suhdanneriskit: Ilkka-Yhtymän liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen korkea ja talouden toipumiseen koronapandemian aiheuttamista vaurioista liittyy merkittävästi epävarmuutta, minkä takia liikevaihdon kasvu ja/tai kannattavuuden nousu voi jäädä odotuksistamme.

Yrityskauppariskit: Epäorgaaniseen kasvuun liittyy aina tiettyjä riskejä, sillä esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua tai ostettavasta kohteesta voidaan maksaa liian korkea hinta.

Osakkeen heikko likviditeetti: Huolimatta suhteellisen hyvin hajautuneesta omistusrakenteesta, kaupankäynti yhtiön osakkeilla pörssissä on melko vähäistä, mikä heikentää tehokasta hinnan muodostusta.

Sijoitusprofiili

1.

Painetun median orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot rakennemurroksen takia

2.

Toteutetut yritysjärjestelyt ja toiminnan tehostaminen luovat potentiaalia liikevaihdon ja -tuloksen trendin käännteelle

3.

Osien summassa merkittävästi arvoa mm. Alma Media omistusten kautta

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Digitaalisten tuotteiden ja palvelujen kasvun skaalautuminen

Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median hyvät edellytykset arvonnulle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden kasvun skaalautuvuus

Riskit



- Painetun median ja painotoiminnan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdannetilanteeseen ja koronapandemiaan liittyvät riskit
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus 1/4

Arvonmäärittäminen

Ilkka-Yhtymän osaketta arvostettaessa annamme tuntuva painoarvon osien summa -laskelmamme, sillä se huomioi parhaiten yhtiön erityyppisten omaisuuserien arvon. Lisäksi tarkastelemme osakkeen arvoa osinkojen nettonykyarvomallilla (DDM), kassavirtamallilla ja yhtiön lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella. Suosimme arvonmäärittämisessä erityisesti vahvan taseen huomioivaa EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa. EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkka-Yhtymän tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti P/E-kerrointa taas vääristää jossain määrin huomattava nettokassa. Arvostuskertoimien lisäksi annamme painoarvoa ennustetulle osinkotuotolle, jolla on arviomme mukaan olennainen merkitys lähivuosien tuotto-odotuksen kannalta.

Osien summa-malli

Merkittävä osa Ilkka-Yhtymän arvosta muodostuu näkemyksemme mukaan sen taseessa olevista likvideistä omaisuuseristä ja siten osien summa-laskelma antaa mielestämme hyvän mittatikun osakkeen käyvälle arvolle ja lisää läpinäkyvyyttä siihen, millaisia odotuksia markkinat hinnoittelevat yhtiön operatiiviselle liiketoiminnalle.

Arviomme Ilkka-Yhtymän liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 142 MEUR tai 5,59 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,8 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla (7,48 euroa osakkeelta) vastaa reilua 67 MEUR:n arvoa eli 2,64 euroa osakkeelta. Käytämme laskelmassamme viimeisintä

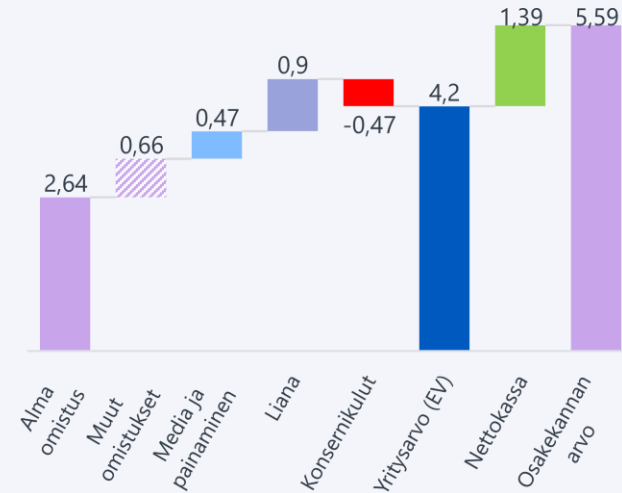
markkinahintaa, sillä se kuvastaa mielestämme parhaiten sitä, millä hinnalla omaisuuserä on likvidoitavissa. Alma Median tuoreessa laajassa raportissa olemme arvioineet osakkeen käyväksi arvoksi 8,0-9,2 euroa osakkeelta, joten näemme Alma-omistuksen arvon kehityksessä myös nousuvaraa ja suosituksemme Alma Median osakkeelle on positiivinen.

Laskelmassamme toiseksi arvokkain osa on yhtiön H1'20:n lopun nettokassa, joka oli 35 MEUR tai noin 1,39 euroa osakkeelta, kun huomioidaan Lianan ehdollinen kauppahinta velkana (7,4 MEUR). Kolmas ja näkemyksemme mukaan niin ikään likvidoitavissa oleva omaisuuserä on Arena Partners omistus (41,2 %), jossa on huomattavaa arvoa etenkin sen 35 %:sti omistamassa Alma Mediapartnersissa. Ilkka-Yhtymän Arena Partners omistuksen arvoksi olemme arvioineet 17 MEUR, mistä noin 95 % muodostaa omistus Alma Mediapartnersissa.

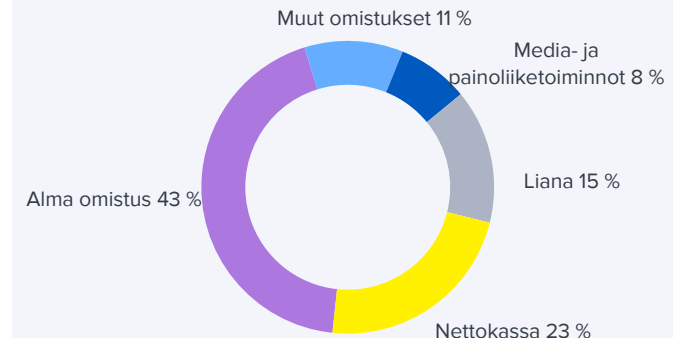
Edellä mainittujen kolmen omaisuuserän yhteenlaskettu arvo on konsernikulujen nykyarvon (12 MEUR) vähentämisen jälkeen 107 MEUR, kun taas nykyisellä 3,03 euron osakekurssilla Ilkka-Yhtymän arvo on 77. Siten nykyisellä osakekurssilla markkina antaa yhtiön omalle operatiiviselle toiminnalle negatiivisen arvon (-30 MEUR). Yhtiöllä on myös omistuksia kiinteistöissä, joiden arvo arviomme mukaan ylittää niiden kirjanpitoarvon (noin 4 MEUR).

Olemme arvioineet yhtiön liiketoimintojen arvoksi noin 35 MEUR tai 1,37 per osake, mistä noin 66 % muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista ja loput Media ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista. Näin ollen osien summa laskelmamme antaa yhtiön arvoksi 142 MEUR tai 5,59 euroa per osake.

Osien summa per osake



Arvon jakautuminen



Arvostus 2/4

Arvon mahdollisia purkajia

Arviomme mukaan keskeinen tekijä osien summalaskelmamme mukaisen arvon purkautumiselle lähivuosina on yhtiön operatiivisen toiminnan kasvu ja kannattavuustrendin kehitys, sillä näkemyksemme mukaan etenkin digitaalisten liiketoimintojen kääntäminen kannattavaan kasvuun vaikuttaisi osakemarkkinoiden operatiiviselle liiketoiminnalle antamaan arvoon. Muita mahdollisia keinoja arvon purkamiselle ovat arviomme mukaan onnistuneet yritysjärjestelyt, kuten digitaalisia ja skaalautuvia liiketoimintoja kasvattavat ja/tai täydentävät ostot.

Lisäksi mahdollisia keinoja arvon purkamiselle on erittäin vahvan taseen purkaminen osinkoja jakamalla tai omia osakkeita ostamalla. Pidämme kuitenkin varojen allokoimista (epäorgaaniseen) kasvuun selvästi todennäköisimpänä.

Arvon purkautuminen vie arviomme mukaan useita vuosia

Arviomme mukaan osien summassa piilevän arvon realisoituminen täysimääräisesti 12 kuukauden aikajänteellä ei ole realistinen odotus, sillä pääoman käytön tehostuminen (esim. epäorgaaninen kasvu) tulee arviomme mukaan viemään useita vuosia. Lisäksi lyhyellä tähtäimellä arviomme koronapandemian jarruttavan operatiivisen liiketoiminnan kehitystä, joten myöskään operatiivisen liiketoiminnan kehityksen ei voida odottaa purkavan arvoa.

Arviomme mukaan arvon on realistista odottaa purkautuvan keskipitkällä aikavälillä (3-5 vuotta). Mikäli osien summassa piilevä arvo pysyisi ennallaan, mutta arvo purkautuisi viiden vuoden ajanjaksolla saisi sijoittaja nykykurssilla

purkautumisen kautta reilun 13 %:n vuosituoton, mikä yhdessä ennustamamme noin 6,5-8 %:n osinkotuoton kanssa nostaisi vuosituoton reiluun 20 %:iin. Tämä esimerkkilaskelma osoittaa, mille tasolle kärsivällisen sijoittajan tuotto-odotus nousee, mikäli yhtiö onnistuu purkamaan osien summassa piilevän arvon viiden vuoden ajanjaksolla. Pidämme kuitenkin myös lyhyempää aikaväliä arvon purkautumiselle mahdollisena.

Arvostuskertoimet korkealla tasolla

Ilkka-Yhtymän vuosien 2020 ja 2021 EV/EBIT- ja P/E kertoimet ovat 51x ja 23x sekä 17x ja 15x. Absoluuttisesti kertoimet ovat korkeat, mutta huomioitavaa on, että ennusteissamme huomattava osuus lähivuosien nettotuloksesta (ja rahavirrasta) muodostuu Alma Median osingoista, kun taas operatiivisen tuloksen rooli on selvästi pienempi. Tämä nostaa EV/EBIT-kerrointa ja vääristää arvostuksen kokonaiskuva. Vastaavasti P/E-kerrointa tarkastellessa huomioitavaa on, että normaalin liiketoiminnan tarpeisiin ylisuuresta kassasta oikaistuna arvostuskertoimet painuisivat selvästi matalammaksi.

Näkemyksemme mukaan konservatiivisesti arvioiden 5 MEUR:n nettokassa olisi yhtiölle riittävä taso operatiivisen toiminnan pyörittämiseen. Siten jos oikaisemme vuoden 2021e P/E-lukua ennustamallamme noin 42 MEUR:n ”ylimääräisellä” kassalla painuu kerroin noin 7x tasolle, mikä kuvastaa osakkeen matalaa arvostusta.

Ilkka-Yhtymällä ei ole mielestämme löydettävissä puhtaita verrokkeja, minkä lisäksi edellä esitellyt sudenkuopat arvostuskertoimissa tekee verrokkiarvostuksen soveltamisesta haastavan. Suhteellinen arvostus on kuitenkin esitely sivulla 30.

Ilkka-Yhtymä arvostuskertoimet

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,03	3,03	3,03
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	77	77	77
Yritysarvo (EV)	40	38	37
P/E (oik.)	16,9	15,4	14,3
P/E	36,5	15,4	14,3
P/Kassavirta	neg.	20,6	24,2
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	1,7	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	33,2	6,8	6,4
EV/EBIT (oik.)	50,9	22,6	19,2
Osinko/tulos (%)	240,9 %	101,3 %	99,7 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,6 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/4

Tulostuotto-odotus on korkea

Odotamme Ilkka-Yhtymän lähivuosien nettotuloksen kasvun olevan koronasta elpymisen ja Liana-yritysoston myötä voimakasta (CAGR 2020-2022 + 10-15 %). Korostamme kuitenkin, että ennustamaamme tuloskäänteen toteutumiseen liittyy kuitenkin epävarmuutta, mikä pitää tulostuoton riskitason alaspäin taipuvana. Toinen ennustettavuutta heikentävä tekijä on media- ja painotoimialojen elpyminen koronapandemian aiheuttamasta kysynnän laskusta ja alalla jatkuva murros. Lisäksi yhtiön nettotuloksen kehitykseen vaikuttavat Alma Medialta saatavat osingot.

Osinkotuotto on korkea ja arviomme mukaan vakaalla pohjalla

Ilkka-Yhtymän tarjoama osinkotuotto liikkuu lähivuosien ennusteillamme ja nykyisellä 3,03 euron kurssitasolla laskettuna korkealla noin 6,5-7 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Ilkka-Yhtymän kykenevän jakamaan kuluvana vuonna vakaan osingon koronapandemian aiheuttamasta tuloksen laskusta huolimatta ja maksamaan lähivuosina koko tuloksensa ulos osinkoina, sillä yhtiön rahavirta saa ennustamamme tuloskäänteen lisäksi tukea Alma Median osingoista ja yhtiön tase on vahvasti ylikapitalisoitunut.

Kokonaistuotto-odotus

Ilkka-Yhtymän osakkeen tuotto-odotuksen ajureina toimivat arviomme mukaan lähivuosina odottamamme operatiivisen tuloksen kasvu sekä korkea osinkotuotto. Olennaisesti tuotto-odotukseen vaikuttaa kuitenkin myös osien summassa piilevän arvon purkautuminen ja sen vauhti, minkä ensisijainen mahdollinen ajuri on

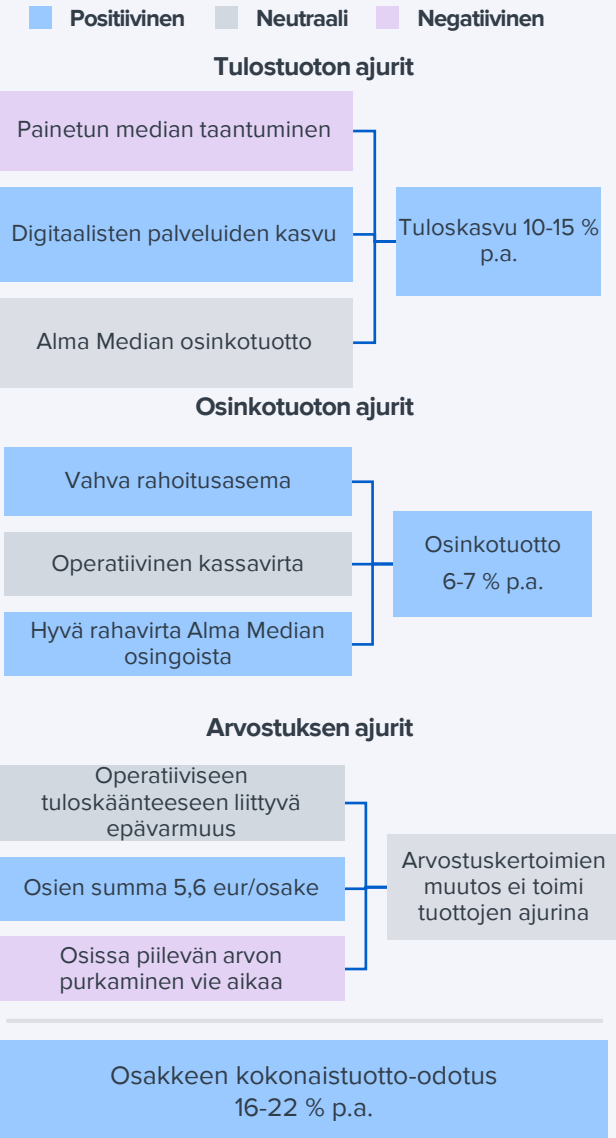
näkemyksemme mukaan operatiivinen tuloskehitys. Nykyisellä 3,03 euron kurssitasolla arvioimme Ilkka-Yhtymän osakkeen kokonaistuoton olevan vuositasolla 16-22 %.

Osinkojen nettonykyarvo-malli

Olemme arvioineet Ilkka-Yhtymän osakkeen käypää arvoa sen vakaata osingonjakopolitiikkaa peilaavan osinkojen nettonykyarvo-mallin (DDM) avulla. Korostamme, että sen yksinkertaisuuden takia malli on erittäin herkkä pienille muutoksille oletuksissa ja siten sen rooli kokonaisuuden kannalta on mielestämme vain auttaa arvostuksen viitekehityksen hahmottamisessa, eikä se heijastu suoraan tavoitehintaamme. Huomioitavaa on, että mallin arvonmääritys pohjautuu ainoastaan ennustettuihin omistajille jaettavien osinkojen muodostamaan kassavirtaan.

Olemme käyttäneet mallissa lähivuosien osinkojen ennusteitamme vuosille 2020-2024, kun taas tästä eteenpäin osinkojen terminaalikasvuksi olemme olettaneet 3 %. Vastaavasti oman pääoman kustannuksena olemme käyttäneet 8,8 %. Malli antaa osakkeen arvoksi 3,7 euroa osakkeelta, joka on selvästi nykyisen osakekurssin yläpuolella. Näkemyksemme mukaan tämä kuvaa osakkeen perusteltua arvoa, mikäli yhtiön operatiivisen liiketoiminnan liikevaihdon ja tuloksen käänne kestävään kasvuun epäonnistuu, eikä muiden omaisuuserien arvo purkautu täysimääräisesti.

Osaketuoton ajurit 2020-2022



Arvostus 4/4

Kassavirtalaskelma (DCF)

Emme anna Ilkka-Yhtymän arvonmäärittämisessä kassavirtamallille (DCF) merkittävää painoarvoa, sillä mallimme ei huomioi rahavirtaa, joka tulee Alma Median osingoista. Lisäksi on huomioitavaa, että toiset yhtiön liiketoiminta-alueet (Media- ja painoliiketoiminta) ovat rakeenteellisen murroksen keskellä, kun taas digitaalisten liiketoimintojen markkina on suhteellisen nuori. Siten markkinoiden erilaiset kasvunäkymät ja pitkän aikavälin kassavirtojen jakaumaan liittyvä epävarmuus heikentävät kassavirtojen ennustettavuutta. Kassavirtamallin rooli onkin vain arvonmäärittästä tukeva, ja osoittaa millaista kehitystä osakkeen nykyiseen arvostukseen on hinnoiteltu.

DCF-mallimme (s. 31) mukainen osakkeen arvo on 2,8 euroa. Toimialojen kehityskaarta ja liiketoimintojen suhteellista kokoluokkaa peilaten liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi nousevalla trendillä keskipitkän aikavälin ennusteiden jälkeisellä ajanjaksolla (2024-2029).

Kustannustehokkuuden parantumisen ja skaalautuvien digitaalisten liiketoimintojen suhteellisen kasvun myötä kannattavuus kuitenkin nousee keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme. Vuosien 2024-2029 EBIT-marginaali nousee mallissamme FY'21e noin 3,6 %:n tasolta noin 5-5,5 %:iin ja ikuisuuskasvun oletuksemme on 2,0 % ja kannattavuus ennusteemme on 5,3 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 %.

DCF-mallin indikoima arvo peilaa Ilkka-Yhtymän liiketoimintojen arvoa, mikäli ne yltyvät meidän

mallimme mukaiseen liikevaihdon kasvuun ja kannattavuuteen keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Mallin indikoima arvo on noin nykykurssin tasolla, vaikka selvästi suurempi osa Ilkka-Yhtymän rahavirroista muodostuu Alma Median osingoista. Siten malli mielestämme indikoi osakkeen laskuvaran nykytasolta olevan hyvin rajallinen.

Suositus ja tavoitehinta

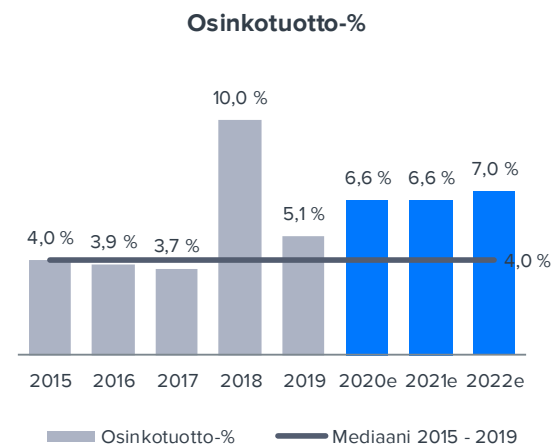
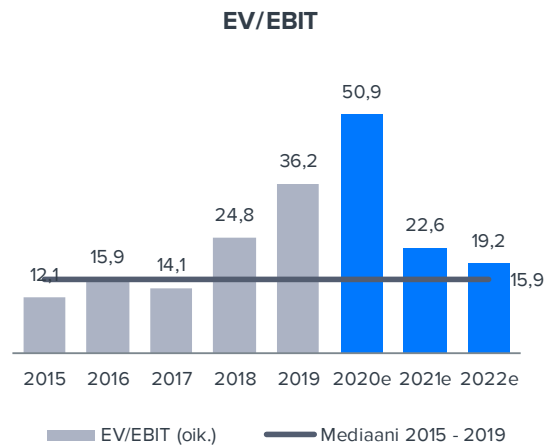
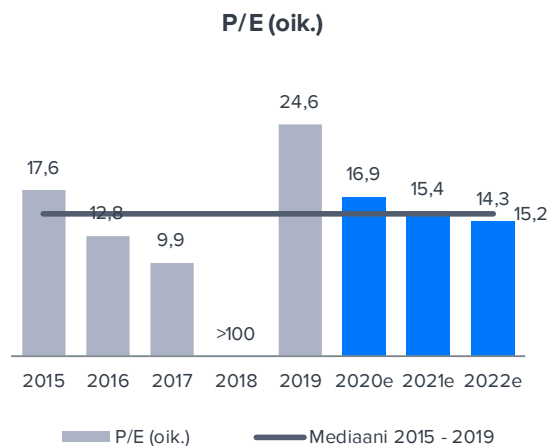
Aloitamme Ilkka-Yhtymän seurannan 3,75 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Sijoituskäytöksemme realisoituminen edellyttää, että yhtiö onnistuu purkamaan osien summassa piilevää arvoa. Vaikka yhtiö ei onnistuisi purkamaan tätä arvoa on lähivuosien ennustetusta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus hyvä. Useasta kulmasta arvioituna emme näe osakkeen arvostuksessa olennaista laskuvaraa, joten riski/tuotto-suhde on nykykurssilla mielestämme erittäin hyvä ottaen huomioon osien summamallissa piilevän potentiaalin.

Näkemyksemme mukaan ylikapitalisoituneen taseen purkaminen tulee viemään useita vuosia, sillä arviomme mukaan pääoman allokoinnissa ensisijainen kohde on yritysostot emmekä odota yhtiön löytävän sopivia ostokohteita lyhyellä tähtämellä houkuttelevin ehdoin. Näin ollen osien summassa piilevän arvon ei ole mielestämme realistista odottaa purkautuvan seuraavan 12 kuukauden aikajänteellä täysin määräisesti, minkä takia tavoitehintamme on selvästi osien summamallimme osakkeelle indikoiman arvon alapuolella.

Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,47	3,09	3,79	4,00	3,94	3,03	3,03	3,03	3,03
Osakemäärä, milj. kpl	25,7	25,7	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Markkina-arvo	63	79	96	102	100	77	77	77	77
Yritysarvo (EV)	109	124	140	40	45	40	38	37	35
P/E (oik.)	17,6	12,8	9,9	>100	24,6	16,9	15,4	14,3	12,6
P/E	17,6	12,8	9,9	51,0	26,6	36,5	15,4	14,3	12,6
P/Kassavirta	neg.	11,0	10,5	12,6	neg.	neg.	20,6	24,2	21,4
P/B	1,0	1,1	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	1,5	2,0	2,6	2,8	2,8	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	2,7	3,1	3,7	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,2	13,4	12,1	7,9	17,4	33,2	6,8	6,4	5,6
EV/EBIT (oik.)	12,1	15,9	14,1	24,8	36,2	50,9	22,6	19,2	13,9
Osinko/tulos (%)	71,2 %	49,6 %	36,6 %	510,0 %	134,9 %	240,9 %	101,3 %	99,7 %	98,5 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,9 %	3,7 %	10,0 %	5,1 %	6,6 %	6,6 %	7,0 %	7,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Alma Media	7,5	616	587	16,4	13,2	11,4	9,8	2,7	2,6	20,2	20,6	5,1	5,3	2,8
Agora SA	6,8	71	215		2730,2	19,2	7,9	1,0	1,3					0,4
Future PLC	1454,0	1599	1557	18,1	14,5	15,6	12,5	4,3	3,2	23,8	19,4	0,1	0,1	4,4
Daily Mail and General Trust P L C	656,0	1549	1299	17,5	11,3	10,7	7,9	0,9	0,9	47,0	22,8	3,7	3,9	1,9
Gannett Co Inc	1,8	212	1461	20,6	12,6	4,7	4,0	0,5	0,5				22,7	0,4
Impresa Sociedade Gestora de Participaç	0,1	22	191	13,6	11,2	10,0	8,3	1,1	1,1	4,3	2,6			0,2
Lagardere SCA	17,5	2300	6984		30,0	49,8	13,2	1,5	1,2		25,7		5,3	1,8
Meredith Corp	14,1	652	3065	9,8	10,4	6,6	7,4	1,3	1,3	3,3	4,1		8,9	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,2	319	458	15,4	8,9	6,0	4,8	0,6	0,6	23,5	11,0	0,3	3,4	1,8
New York Times Co	43,3	6104	5692	40,8	28,8	31,0	24,6	3,8	3,5	54,6	42,6	0,1	0,3	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup !	0,6	307	606	18,8	9,2	7,5	5,4	0,8	0,8	17,6	8,4		6,0	1,1
Sanoma Oyj	10,7	1749	2311	13,3	16,0	6,3	7,2	2,2	2,0	22,2	16,2	5,0	5,3	2,6
Tamedia AG	65,5	642	805	15,5	12,0	8,7	7,5	0,9	0,9				3,1	0,4
Promotora de Informaciones SA	0,4	287	1402	17,9	11,3	8,4	6,5	1,4	1,3		20,3			
Vocento SA	0,7	80	215	46,2	14,4	9,6	6,5	0,6	0,6		18,3	5,6	2,9	0,3
PunaMusta Media	3,03	79	38		38,3		12,8	0,9	0,9	75,8	17,8	6,6	6,6	
Ilkka-Yhtymä (Inderes)	3,03	77	40	50,9	22,6	33,2	6,8	0,9	0,8	16,9	15,4	6,6	6,6	0,6
Keskiarvo				20,3	185,8	13,7	9,1	1,5	1,4	29,2	17,7	3,3	5,7	1,5
Mediaani				17,5	12,9	9,6	7,7	1,1	1,1	22,8	18,3	4,3	5,3	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				191 %	75 %	245 %	-11 %	-18 %	-29 %	-26 %	-16 %	53 %	25 %	-58 %

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

Kassavirtamalli

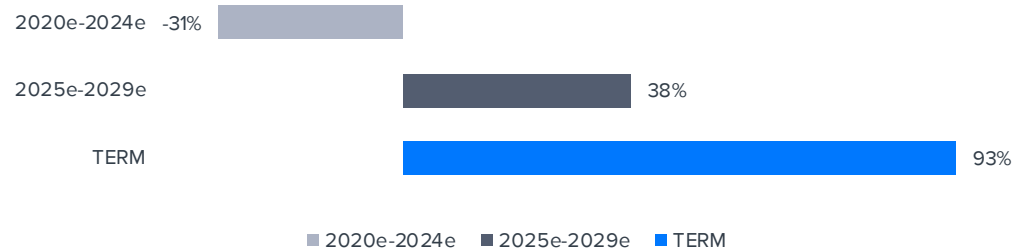
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	0,9	-1,7	1,7	1,9	2,5	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	
+ Kokonaispoistot	1,6	2,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,0	2,9	3,1	3,2	
- Maksetut verot	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	
+ 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 muutokset	0,9	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,5	1,7	5,7	5,7	6,2	6,1	6,3	5,8	5,7	5,9	5,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	7,5	0,0	0,0	0,0	-7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,1	-22,4	-2,0	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,0	-13,2	3,7	3,2	3,6	-3,9	3,5	3,0	2,9	3,0	3,0	
+/- 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	-20,0	-13,2	3,7	3,2	3,6	-3,9	3,5	3,0	2,9	3,0	3,0	44,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-12,8	3,3	2,6	2,7	-2,7	2,3	1,7	1,6	1,5	1,4	20,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		22,0	34,8	31,5	28,9	26,1	28,9	26,6	24,9	23,3	21,8	20,4
Velaton arvo DCF		22,0										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat ja sijoitukset		55,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,1										
Oman pääoman arvo DCF		72,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	65	88	108	106	104
Liikearvo	0,6	1,4	15,4	15,4	15,4
Aineettomat hyödykkeet	1,1	2	13	11	10
Käyttöomaisuus	7,7	7	6	5	5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,7	2	2	2	2
Muut sijoitukset	53	75	70	70	70
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	68	59	49	51	52
Vaihto-omaisuus	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,3	2,5	3,1	3,2	3,3
Likvidit varat	65	55	45	47	48
Taseen loppusumma	132	147	157	157	156

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	121	137	130	130	130
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	72	66	63	63	63
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	42	64	60	60	60
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,2	1,0	8,4	8,4	8,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,7	8,2	8,2	8,2
Lyhytaikaiset velat	9,0	9	19	19	18
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	0,2	8,6	8,5	7,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,7	6,5	8,0	8,4	8,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Taseen loppusumma	132	147	157	157	156

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	37,6	36,5	36,4	45,4	47,4	EPS (raportoitu)	0,38	0,08	0,15	0,08	0,20
Käyttökate	11,6	5,1	2,6	1,2	5,6	EPS (oikaistu)	0,38	0,00	0,16	0,18	0,20
Liikevoitto	9,9	3,5	0,9	-1,7	1,7	Operat. kassavirta / osake	0,42	0,25	0,14	0,07	0,23
Voitto ennen veroja	9,9	2,3	3,9	1,7	5,3	Vapaa kassavirta / osake	0,36	0,32	-0,79	-0,52	0,15
Nettovoitto	9,7	55,2	3,8	2,1	5,0	Omapääoma / osake	3,00	4,77	5,37	5,09	5,09
Kertaluontoiset erät	0,0	1,9	-0,3	-2,4	0,0	Osinko / osake	0,14	0,40	0,20	0,20	0,20
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	128,8	132,5	146,7	156,9	157,1	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-3 %	0 %	25 %	4 %
Oma pääoma	76,4	121,3	136,7	129,6	129,5	Käyttökateen kasvu-%	25 %	-56 %	-49 %	-53 %	361 %
Liikearvo	0,3	0,6	1,4	15,4	15,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	28 %	-84 %	-23 %	-37 %	114 %
Nettovelat	43,6	-61,4	-55,1	-36,9	-38,9	EPS oik. kasvu-%	58 %	-99 %	4325 %	12 %	10 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	30,7 %	14,1%	7,1%	2,7 %	11,8 %
Käyttökate	11,6	5,1	2,6	1,2	5,6	Oik. Liikevoitto-%	26,4 %	4,5 %	3,4 %	1,7 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	1,4	0,9	0,9	0,2	Liikevoitto-%	26,4 %	9,7 %	2,6 %	-3,6 %	3,6 %
Operatiivinen kassavirta	10,8	6,4	3,5	1,7	5,7	ROE-%	13,3 %	2,0 %	2,9 %	1,6 %	3,9 %
Investoinnit	-1,6	-51,5	-24,1	-22,4	-2,0	ROI-%	8,4 %	2,9 %	0,7 %	-1,2 %	1,2 %
Vapaa kassavirta	9,2	8,1	-20,0	-13,2	3,7	Omavaraisuusaste	59,3 %	91,6 %	93,2 %	82,6 %	82,4 %
						Nettovelkaantumisaste	57,0 %	-50,6 %	-40,3 %	-28,5 %	-30,1 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
PunaMusta Media Oyj			10,3 %			EV/Liikevaihto	3,7	1,1	1,2	0,9	0,8
Keskisuomalainen Oyj			8,5 %			EV/EBITDA (oik.)	12,1	7,9	17,4	33,2	6,8
KPK Yhtiöt Oyj			3,2 %			EV/EBIT (oik.)	14,1	24,8	36,2	50,9	22,6
ML Stable Oy			2,6 %			P/E (oik.)	9,9	>100	24,6	16,9	15,4
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			2,4 %			P/B	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö			2,2 %			Osinkotuotto-%	3,7 %	10,0 %	5,1 %	6,6 %	6,6 %

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 tulevastä. 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus 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 arvon 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 laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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 sijoittajailmaisuuksien 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
7.9.2020	Osta	3,75 €	3,03 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia 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.**