

PunaMusta Media

Laaja raportti

09/2020

Korona lykkää kannattavuuskäännettä

Toistamme PunaMusta Median 5,30 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy). Yhtiön liiketoimintaa on painanut pitkään media- ja painotoimialaa ravisteleva digimurros, mihin PunaMusta Media on vastannut ottamalla aktiivisen roolin painotoimialan yritysjärjestelyissä ja palveluportfolionsa laajentamisessa. Näiden investointien hyötyjen ulosmittaamista hidastaa koronapandemian vaikutus, joka on siirtänyt ennustamaamme kannattavuuskäännettä tulevaisuuteen. Kannattavuuskäännä on kuitenkin mielestämme jo hinnoiteltu osakkeeseen, joten sijoittajan tuotto-odotus on osinkojen varassa. Osinkoon nojaavaa tuotto-odotusta ja käänteeseen liittyviä riskejä peilaten on riski/tuotto-suhde mielestämme heikko.

Perinteikäs paino- ja lehtitoimialan yhtiö

PunaMusta Media on perinteikäs paino- ja lehtitoimialaan keskittynyt yhtiö, jolla on vahva asema Suomen painomarkkinalla sekä Pohjois-Karjalan alueen lehtimediemarkkinalla. Yhtiön liikevaihdosta noin 80 % muodostuu Näkyvyys- ja painoliiketoiminnasta ja 20 % Medialiiketoiminnasta. Lisäksi yhtiöllä on noin 14 MEUR:n arvopaperisalkku (lähes 20 % yhtiön markkina-arvosta), joka on muodostanut viime vuosina olennaisen, mutta vaihteluille alttiin osan yhtiön tuloksesta. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan rooli on kasvanut viimeisten vuosien aikana merkittäväksi, kun yhtiön strateginen tavoite on ollut panostaa digitaalisiin palveluihin, vahvistaa markkina-asemaansa ja tavoitella skaalaetuja painoliiketoiminnoissa yritysostojen ja investointien kautta.

Odotamme yhtiöltä kannattavuuskäännettä, kun toimintaympäristö normalisoituu

Merkittävien Näkyvyys- ja painoliiketoimintaan tehtyjen panostusten potentiaalin ulosmittaamista hidastaa koronapandemian aiheuttama kysynnän jyrkkä lasku, joka arviomme mukaan lyö kysynnän kautta läpi yhtiön tulokseen voimalla vuonna 2020 ja painaa tuloksen tappiolle. Odotamme liikevaihdon kääntyvän kasvuun vuonna 2021 normalisoituvaa toimintaympäristöä peilaten, mutta markkinoilla taustalla edelleen voimissaan oleva mediakulutuksen digitalisoitumisen trendi pitää liikevaihdon kehityksen vakaana vuoden 2022 ennusteissamme. Ennusteissamme vuosien 2020-2022 liikevaihdon keskimääräinen kasvu jää noin nollan tuntumaan, mutta odotamme yhtiön operatiivisen kannattavuuden vahvistuvan ensi vuodesta alkaen toimintaympäristö normalisoitumista ja tehostustoimia heijastellen, mikä yhdessä arvopaperisalkun osinkovirran kanssa nostaa tuloskasvun vahvalle tasolle (2020-2022 EPS CAGR-% 18 %).

Osakkeen arvostus on korkea selkeää tulosparannusta odottavilla ennusteillamme

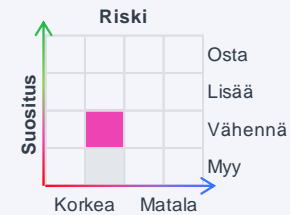
PunaMusta Median tuloksen painuessa tappiolle vuonna 2020 osake ei saa tukea lyhyen tähtäimen tulos pohjaisesta arvostuksesta. Odottamamme tulosparannus toteutuessaan neutralisoi arvostuksen pidemmälle katsottaessa (2022e P/E-kerroin 20x ja P/kassavirta 9x), mutta tätä odotellessa sijoittajan vuotuinen tuotto-odotus jää noin 2-5 %:n ennustetun osinkotuoton varaan. Tämä on mielestämme matala korvaus kannattavuuskäänteeseen liittyvien riskien vastineeksi ja siten tuotto/riski-suhde jää mielestämme heikoksi. Pitkän aikavälin kassavirtamallimme antama arvo (5,3 euroa/osake) tukee näkemystämme osakkeen täyteen hinnoittelusta.

Analyttikko



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

Suositus ja tavoitehinta



Vähennä

(aik. Myy)

5,30 EUR

(aik. 5,30 EUR)

Osakekurssi: 5,80 EUR

Potentiaali: - 8,6x %

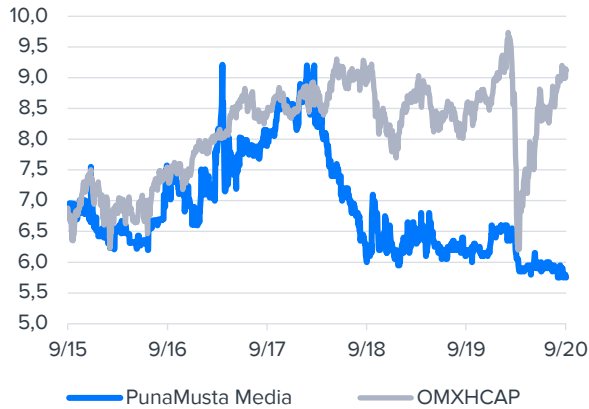
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	107,3	100,6	106,2	106,0
kasvu-%	23 %	-6 %	6 %	0 %
EBIT oik.	0,7	-2,2	2,1	4,0
EBIT-% oik.	0,6 %	-2,2 %	2,0 %	3,8 %
Nettotulos	2,3	-3,4	2,1	3,6
EPS (oik.)	0,18	-0,27	0,17	0,29

P/E (oik.)	36,0	neg.	33,9	20,1
P/B	1,7	1,7	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	3,8 %	1,7 %	2,6 %	5,2 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	39,2	19,3
EV/EBITDA	9,7	11,4	7,6	6,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7

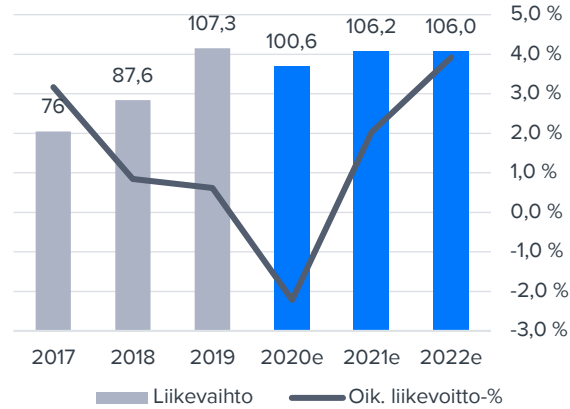
Lähde: Inderes

Osakekurssi



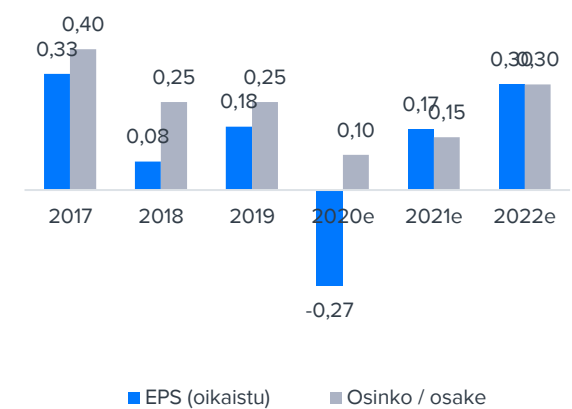
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkina-aseman vahvistuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Vahvistuva kassavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset

Riskitekijät

- Painetun median ja painamisen murroksen kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja osittain epäterve hintataso
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus

- Absoluuttisesti ja suhteellisesti arvostuskertoimet ovat korkeat
- Näkyvyys tuloskäänteen toteutumiseen vielä heikko
- Kohtuullinen osinkotuotto, mutta pääosin sen varassa oleva tuotto-odotus jää matalaksi
- Kassavirtapohjainen analyysi indikoi lievää laskuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10-12
Toimialakatsaus - mediatoimiala	13-16
Toimialakatsaus - painotoimiala	17
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	18-19
Ennusteet	20-23
Sijoitusprofiili	24-25
Arvonmääritys	26-28
Taulukot	29-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

PunaMusta Media lyhyesti

PunaMusta Media on Suomeen keskittynyt kolmesta liiketoimintaosasta, 1) Suomen suurimpiin lukeutuvasta painotalosta, 2) Pohjois-Karjalan alueella toimivasta lehti- ja radiomedialiiketoiminnasta, sekä 3) kotimaisiin pörssiosakkeisiin sijoituksia tekevistä arvopaperisalkusta koostuva konserni.

2010-2014

- Heikko yleinen talouskasvu ja media- ja painotoimialan murros käänsvät yhtiön tulostason laskuun
- Investointipäätökset uudesta sanomalehtipainosta

2015-2016

- Painoteollisuuden heikentyminen ja painetun median taantuminen kiihtyy
- Jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus heikkenee tehostustoimista huolimatta
- Tarrapainoliiketoiminnan divestointi (myyntivoitto 8,3 MEUR)
- Painokoneinvestoinnit otetaan käyttöön ja suurkuvatuotannon investointi

2017-2019

- Paino- ja mediatoimialan heikko kehitys jatkuu, mikä yhdessä tehostuskulujen kanssa painaa kannattavuutta
- Konserni toteuttaa useita yritysostoja painotoimialalla ja nousee Suomen 2. suurimmaksi painotaloksi
- Yhtiö toteuttaa mittavat tehostusohjelmat painotoimialalla

107 MEUR (2018: 87,6 MEUR)

Liikevaihto 2019

0,7 MEUR (0,6 %)

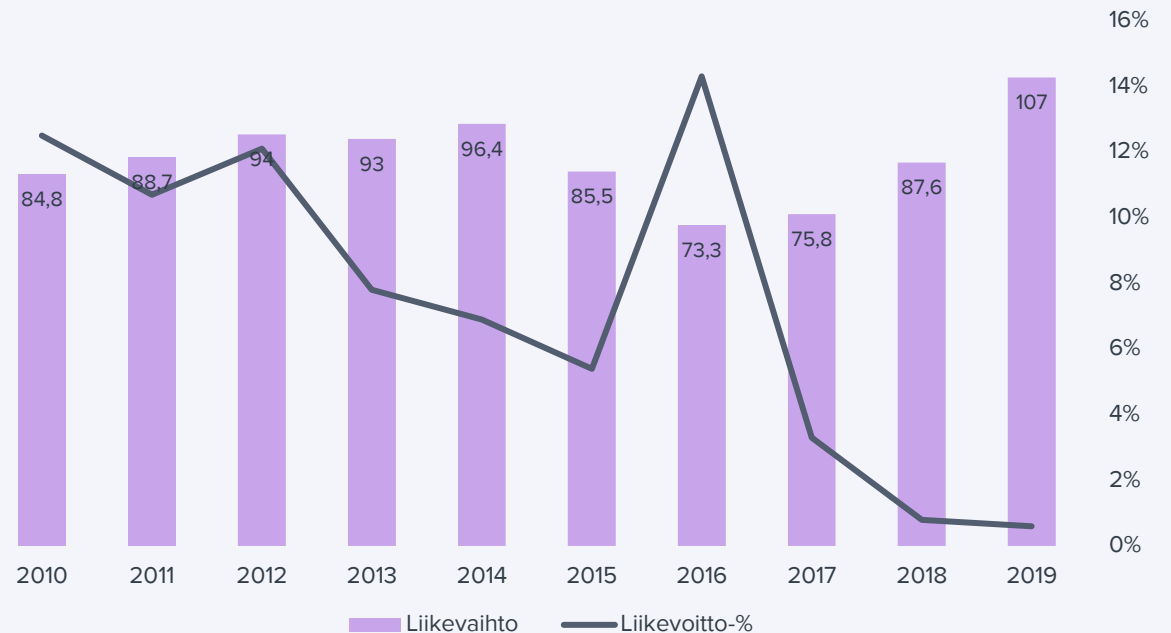
Liikevoitto 2019 (liikevoitto-%)

80 % / 20 %

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan / medialiiketoimintojen osuus liikevaihdosta 2019

13,9 MEUR (86 %)

Arvopaperisalkun koko, 2019
(osuus tuloksesta ennen veroja)



PunaMusta Media liiketoimintamalli 1/3

Aluemia- ja painopalveluyhtiö

PunaMusta Media on Suomeen keskittynyt, kolmesta liiketoimintaosasta koostuva konserni: 1) Näkyvyys- ja painoliiketoiminta, 2) Medialiiketoiminta, sekä 3) kotimaisista pörssiosakkeista koostuva arvopaperisalkku. Lisäksi konserniin kuuluu vähemmistöosuudet kahdesta kotimaisten media-yhtiöiden yhteisomistuksessa olevasta yhtiöstä, Arena Partners Oy:stä sekä Väli-Suomen Media Oy:stä.

Konsernin liikevaihto kasvoi yrityskauppojen myötä vuonna 2019 lähes 23 % 107 MEUR:oon ja sen liikevoitto oli 0,7 MEUR eli 0,6 % liikevaihdosta. Arvopaperikaupan tuntuvat voitot (1,7 MEUR) kuitenkin kasvattivat rahoitustuottoja ja siten yhtiön tulos ennen veroja (2,0 MEUR) oli selvästi operatiivista tulosta suurempi.

PunaMusta konserni on noussut viime vuosina tehtyjen lukuisten yritysjärjestelyjen myötä liikevaihdolla mitattuna Suomen toiseksi suurimmaksi painotaloksi. Medialiiketoiminnassa konsernilla on johtava asema Pohjois-Karjalan alueen lehtimediamarkkinalla ja liikevaihdolla/levikillä mitattuna konserni on Suomen kymmenen suurimman kaupallisen media-yhtiön joukossa.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta konsernin suurin segmentti

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin liiketoiminta on painamisen palveluihin ja näkyvyyden ratkaisuihin keskittynyt **Näkyvyys- ja painoliiketoiminta** (PunaMusta Oy). Segmentti muodosti vuonna 2019 80 % (2018: 75 %) konsernin liikevaihdosta ja sen vaikutus liiketulokseen oli -0,8 MEUR.

Segmentin palveluportfolio on laajentunut viime vuosina toteutettujen yritysostojen myötä ja tällä hetkellä sen liiketoiminta koostuu markkinoinnin digiportaaleista, digitaalisista näyttöratkaisuista, mainos- ja digipainamisesta, messumateriaaleista ja suurkuva, asiakas- sekä aikakauslehtien painamisesta. Segmentillä on tuotantoa 6 eri kaupungissa ympäri Suomen sekä Tallinnassa, ja sen asiakaskunta koostuu kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä ja pieneltä osin konsernin oman medialiiketoiminnan painotuotteista (n. 4 % liikevaihdosta).

Medialiiketoiminta on konsernin perinteinen ydin

Medialiiketoiminta koostuu Pohjois-Karjalan alueella julkaistavan alueellisen sanomalehden, Karjalaisen ja 6 paikallislehden sekä paikallisen radioaseman muodostamasta medialiiketoiminnasta. Toimiala muodosti vuonna 2019 20 % (2018: 25 %) konsernin liikevaihdosta ja sen liiketulos oli 2,2 MEUR vastaten 10,2 %:n liikevoittomarginaalia. Segmentin tuotoista noin 52 % muodostui suhteellisen stabiileista sanomalehtien ja niiden verkkopalveluiden sisältötuotoista ja loput noin 48 % syklisemmistä ilmoitustuotoista.

Segmentin asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjois-Karjalan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa Pohjois-Karjalassa liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteista myyvistä yrityksistä.

Medialiiketoimintaa voi kuvailla konsernin perinteikkääksi, perheyhtiötaustaiseksi ydinliiketoiminnaksi, jolla on Pohjois-Karjalan alueella tärkeä yhteiskunnallinen rooli.

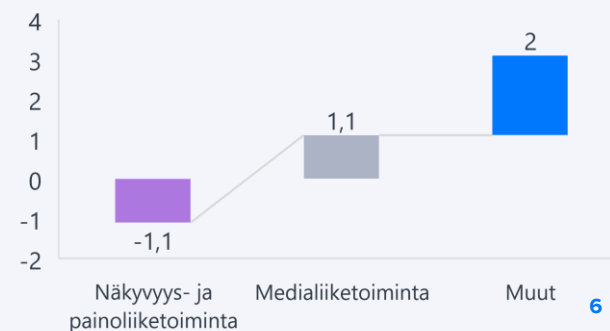
Liiketoimintarakenne, 2019

PunaMusta Media Oyj -konserni Liikevaihto 107 MEUR, EBIT 0,7 MEUR		
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta Lv. 85,8 MEUR EBIT -0,8 MEUR EBIT-% -1 % <ul style="list-style-type: none">LehtipainotDigipainaminenSuurkuvatulostusDigitaaliset palvelut	Media-liiketoiminta Lv. 21,5 MEUR EBIT 2,2 MEUR EBIT-% 10,2 % <ul style="list-style-type: none">SanomalehdetVerkkomediaRadio	Muut toiminnot Lv. 0 MEUR EBIT -0,7 MEUR Arvopaperituotot 1,7 MEUR <ul style="list-style-type: none">KonsernipalvelutNoin 14 MEUR arvopaperisalkkuMuut omistukset

Liikevaihdon jakauma, 2019



Tulos ennen veroja jakauma, 2019



PunaMusta Media liiketoimintamalli 2/3

Konsernilla merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu liiketoiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konsernitoiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta kohtuullisen merkittävän osan konsernin tuloksesta viime vuosina ja etenkin viime vuonna (vuonna 2019 1,7 MEUR eli 86 % tuloksesta ennen veroja).

Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli viime vuoden lopussa noin 14 MEUR ja se koostuu pääosin (reilu 9 MEUR) 10,3 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkka-Yhtymässä. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat korkean osinkotuoton kotimaisista listayhtiöistä. Lisäksi emoyhtiö omistaa vajaa 9 % Arena Partners Oy:stä (mm. Alma Mediapartners Oy:n vähemmistöomistaja), mutta tällä omistuksella on arviomme mukaan ollut viime vuodet varsin pieni vaikutus muiden liiketoimintojen liikevoittoon.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin - tuottojen toistuvuus pääosin korkea

PunaMusta Median liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi 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. PunaMusta Median liiketoiminta nojaa lähes kokonaan painettuun mediaan ja digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on

toistaiseksi ollut hyvin matala.

Media- ja painotoimialan sisällä digitaalisten sisältötuottojen ja digitaalisen painamisen (pienpainamisen) tuotot kasvavat ja valloittavat alaa, mutta niiden kasvu ei riitä kaikilta osin kompensoimaan kokonaismarkkinoiden supistumista.

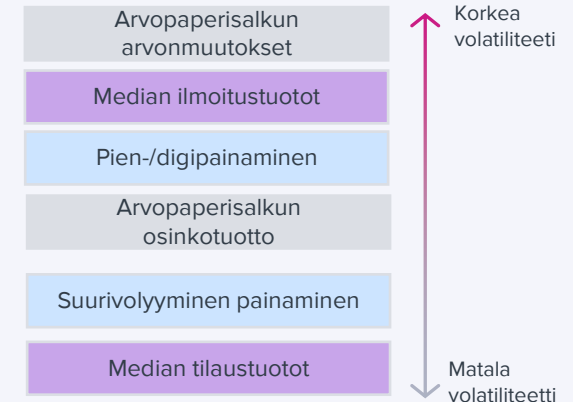
PunaMusta Median liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta maltillinen, sillä luonteeltaan syklisimpien ilmoitustuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on vajaa 10 %. Lisäksi mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtele niin voimakkaasti taloussykliden mukana.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa merkittävä osa liikevaihdosta on vuositasen sopimuksiin perustuvaa ja tavanomaisesti suhteellisen ennakoitavaa tuottovirtaa. Lisäksi konsernin tuloskehitykseen vaikuttaa voimakkaasti arvopaperisalkun arvonmuutokset.

Painaminen on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

PunaMusta Median painoliiketoiminta on hyvin pääomavaltaista ja varsinkin perinteisten painotyömenetelmien osalta myös hyvin henkilötyöntensiivistä liiketoimintaa. Tästä johtuen Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuuden kehitys on hyvin herkkä painovolyymien ja käyttöasteiden muutoksille. Lisäksi volyymit vaikuttavat yhtiön neuvotteluvoimaan materiaalien ja palveluiden ostoissa.

Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2019	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media ja palvelut	Pieni (alle 5 %)	Selvä kasvu >10 %/v
Digipainaminen	Kohtalainen (noin 15 %)	Lievä kasvu +2-5 %/v
Sisältö- ja suunnittelupalvelut	Pieni (alle 5 %)	Vakaa +/- 2 %/v
Suurivolyymien-painaminen	Korkea (noin 60 %)	Laskee- 4-8 %/v
Painettu media	Merkittävä (noin 20 %)	Laskee -3-5 %/v

PunaMusta Media liiketoimintamalli 3/3

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hieman keskimääräistä korkeampi (kts. graafi seuraavalla sivulla).

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa mielestämme erityisesti media- ja graafisen alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat erityisesti painetun median ja painopalveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä, heikentävät hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja. Lyhyellä tähtäimellä riskitasoa nostaa koronapandemian aiheuttama merkittävä kysynnän lasku ja tästä toipumiseen ja sen vauhtiin liittyvä epävarmuus.

Liiketoiminnan riskisyyttä lieventää maltillinen syklisten tuottojen osuus, vahva paikallinen markkina-asema mediassa ja Suomen painotoimialalla ja hyvä rahoitusasema.

Kassavirrat kohtuullisen vakaita ja ennustettavia

PunaMusta Median liiketoimintojen liikevaihdosta arviomme mukaan valtaosa muodostuu luonteeltaan tavanomaisesti melko vakaista ja ennustettavista tilaustuotoista ja pitkäaikaisista painamisen asiakkuuksista. Koronapandemia on kuitenkin arviomme mukaan vaikuttanut olennaisesti yhtiölle merkittävien asiakkaiden toimintaan. Siten lyhyellä tähtäimellä tilaustuottojen vakaa ja ennustettava profiili ei päde.

Kulutuskysynnän ja taloussykliden mukana elävien mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdosta

oli vuonna 2019 vain noin 10 %. Toistuvien tilausmyyntiin perustuvien sisältötuottojen osuus liikevaihdosta oli niin ikään noin 10 %.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa liikevaihto on noin 15 % liikevaihdosta tuovaa pienpainamista lukuun ottamatta vuositasolla tyypillisesti hyvin vakaata ja ennustettavaa. Pienpainamisessa puolestaan asiakkaiden lukumäärä on toimipisteverkoston myötä laajentunut huomattavasti, mikä tasoittaa kysynnän vaihteluita.

Painoalan ylikapasiteetti ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

PunaMusta Medialla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Pohjois-Karjalan mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut mediamyynnissä yhtiölle perinteisesti kohtuullisen hyvän hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt myös paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa.

Painoalalla on Suomessa ollut jo pitkään merkittävää ylikapasiteettia ja verotuksellisista ja logistisista syistä myös painotuotteiden tuonti on kilpailut vahvasti kotimaisen kapasiteetin kanssa. Tämä on johtanut epäterveeseen hintakilpailuun painotoimialalla. Markkinan konsolidoituminen on kuitenkin arviomme mukaan ollut vähentämässä kovimpia hintapaineita, mutta samalla koronapandemian myötä riskitaso kysynnän laskulle ja sitä kautta kiristyvälle kilpailulle on

jossain määrin koholla.

Painamisen skaalaedut nousussa, mutta mediatoiminnan skaalaedut pienet

Yhtiön kustannusrakenne on sanoma- ja painoliiketoiminnalle tyypillisesti merkittäviltä osin kiinteää. Painetun median asteittaisesta taantumisen ja mediamainonnan kilpailukyyn heikentymisestä johtuen PunaMusta Median skaalaedut ovat Medialiiketoiminnan osalta arvioimme mukaan laskussa, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaa.

Voimakkaan konsolidaation myötä kasvaneiden Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan puolella skaalaedut ovat kuitenkin parantumassa lähivuosina, mikä kompensoi toimialan asteittain heikentyvää kysyntää. Skaalaetujen ulosmittaaminen kuitenkin arviomme mukaan edellyttää, että kysyntätilanne normalisoituu koronapandemian aiheuttamasta poikkeustilasta.

Yhtiön liiketoiminta sitoo paljon pääomia, mutta investointitarve pienenee tulevaisuudessa

PunaMusta Median liiketoiminnot sitovat kohtuullisen paljon pääomaa, sillä yhtiön suurimman liiketoiminnan, Näkyvyys- ja painoliiketoiminta on pääomaintensiivistä.

Arviomme yhtiön kyvyn tuottaa kassavirtaa kuitenkin parantuvan asteittain jatkossa, kun konsernin tulostaso paranee ja investointitarve pienenee.

PunaMusta Media liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio PunaMusta Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia vuosille 2020-2021

PunaMusta Median strategiaan ja kehitykseen vaikuttaa voimakkaasti toimintaympäristön kehitystrendit, joista voimakkaimpia ovat mediamarkkinan digitalisoituminen ja painetun median taantuminen, sekä painotoimialan rakenteellinen supistuminen ja ylikapasiteetti. Yhtiön vuosien 2020-2021 strategian kolme päätavoitetta, ketterä ja luotettava kumppani asiakkailleen, kannattavuuden parantaminen sekä johtava markkina-asema, pyrkivät vastaamaan tähän kehitykseen.

Strategian päätavoitteiden saavuttamista yhtiö on edistänyt epäorgaanisella kasvulla, joka on vahvistanut yhtiön markkina-asemaa ja palvelutarjontaa sekä tuonut yhtiöön uutta osaamista. Palveluportfolion laajentaminen on arviomme mukaan strateginen valinta ja keskeinen keino laajentua arvoketjussa perinteisen painopalvelun tuottajasta kokonaisvaltaiseksi asiakkaan markkinoinnin kumppaniksi. Portfolion laajentaminen yhdessä digitaalisten palveluiden kehittämiseen tehtyjen panostusten kanssa ovat avainasemassa, kun yhtiö tavoittelee kasvua ja kannattavuuden parantamista.

Kilpailussa ulkomaisia painopalveluiden hankintakanavia vastaan yhtiö on myös nostanut keskeiseksi strategiseksi kilpailuvaltiaksi kotimaisuuden sekä laajemmin vastuullisuuden. Yhtiö markkinoikin asiakkailleen hiilineutraaleja painotuotteita, joiden tuotannon päästöt kompensoidaan täysimääräisesti.

Arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä ja osin koronapandemian aiheuttaman kysynnän laskun pakottamana fokus on kokonaisvaltaisen

palvelumyynnin lisäksi kapasiteetin optimoinnissa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran parantamisessa, mitkä tukevat kannattavuuden parantamiseen tähtäävää tavoitetta. Keskipitkällä aikavälillä odotamme yhtiön jatkavan aktiivista osallistumista markkinan konsolidaatioon.

Taloudelliset tavoitteet

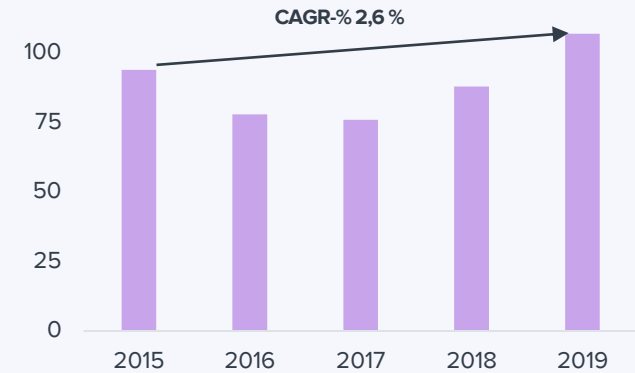
Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat:

Liikevaihto - Liiketoiminnan kasvattaminen vuosittain. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen kasvu on ollut vajaa 3 %, johon on vaikuttanut merkittävästi viimeisimmät yritysostot. Arviomme mukaan liikevaihdon kasvu on viime vuosien tapaan vahvasti yritysostovetoista myös tulevaisuudessa.

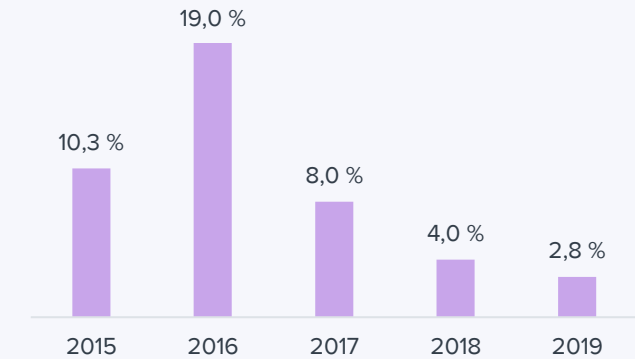
Suhteellinen kannattavuus - sijoitetun pääoman tuotto yli 8 %. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto on 8,8 %. Keskiarvoa nostaa liiketoiminnan myynti vuonna 2016 ja oman toiminnan ROI jäisi arviomme mukaan alle tavoitteen etenkin viime vuosien tuloskehityksen takia. Tavoitteen saavuttaminen nykyisellä taserakenteella ja arvopaperiomistuksilla edellyttää laskelmiemme mukaan noin 4-5 %:n liikevoittomarginaalia.

Vakavaraisuus - Omavaraisuusaste > 40 % ja nettovelka/käyttökate strategijakson lopussa alle 2,5x. Yhtiö on ylittänyt omavaraisuustavoitteen viimeisen viiden vuoden aikana selvästi ja yhtiön nettovelan suhde käyttökatteeseen 2020e on ennusteillamme 2,3x. Siten yhtiö täyttää molemmat vakavaraisuustavoitteensa ennusteissamme, vaikka koronapandemia rokottaakin käyttökatetta kuluvana vuonna selvästi.

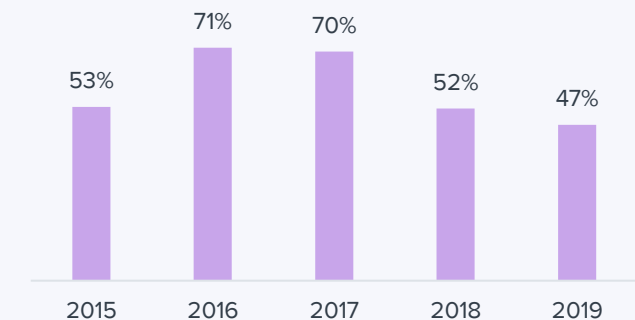
Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu



Suhteellinen kannattavuus



Vakavaraisuus



PunaMusta Median strateginen kehitys

2012
-
2015

2016
-
2019

2020-

Liiketoiminnan kehittäminen investoinnein, kannattavuus heikkenee

- Fokus painotoimialan kone- ja laitekannan uudistamisessa sekä medialiiketoiminnan tehostamisessa ja digitalisoinnissa
- Painotoimialalla kireä kilpailutilanne ylikapasiteetin ja kysynnän laskun vuoksi
- Medialiiketoiminnassa painetun mediamainonnan kysyntä laskee voimakkaasti ja jakelukustannukset kasvavat
- Arvopaperikaupan ja kiinteistöomaisuuden myyntien tulosvaikutus merkittävä

Merkittäviä yritysjärjestelyjä ja investointeja, kannattavuus heikko

- Fokus painotoimialan kasvattamisessa ja konsolidoinnissa yritysjärjestelyin sekä investoinnein
- Tarrapainoliiketoimintojen myynti
- Painotoimialan kireä kilpailutilanne jatkuu ja lehtitoimialalla rakennemurros kiihtyy
- Useita asiakaskantaa, maantieteellistä peittoa ja tarjoomaa Suomessa laajentavia yritysostoja painotoimialalla
- Laajentuminen paikallisradioliiketoimintaan yritysostoin
- Yritysostot rahoitetaan pääasiassa vieraalla pääomalla

Yritysostojen konsolidointi ja synergiaetujen varmistaminen

- Vuonna 2019 tehtyjen yritysostojen konsolidointi, synergiaetujen varmistaminen ja toiminnan tehokkuuden parantaminen painotoimialalla
- Medialiiketoiminnassa tehostustoimia
- Koronapandemia kiihdyttää perinteisen median ja painotoimialan murrosta ja aiheuttaa merkittävän loven kysyntään

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan markkina-aseman ja kasvun vahvistaminen yritysostoin ja investoinnein
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaasta murroksesta huolimatta
- Yhtiön rahoitusasema hyvä velkaisuuden kasvusta huolimatta

Lähitulevaisuus 1-2v

- Yhtiön tulostasoon ja kassavirtaan odotetaan selvää parannusta markkinoiden elpyessä koronapandemiasta
- Painamisen tehokkuutta parannetaan ja kasvua vahvistetaan kone- ja laitekannan käyttöä optimoimalla, laajentuneen toimipisteverkon ja asiakaskannan avulla
- Medialiiketoiminnan kehitystoimien jatkaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Aktiivinen osapuoli media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Toimialojen rakennemurros heikentää konsernitason orgaanista kasvua
- Kassavirtojen vahvistuminen parantaa rahoitusasemaa ja mahdollistaa kasvavan osinkovirran

PunaMusta Median yrityskaupat 2015-2020 ja merkittävät investoinnit

Yritysostot/ investoinnit

Uusi sanomalehtipaino ja suurkuvatulostin käyttöön

Suomen Yliopistopaino

Forssan Kirjapaino

Erweko

Factor

Digipainokone

Iskelmä Rex
Radio City
Joensuu

Hämeen Kirjapaino

Satavision

Pixmill Group

2015

2016

2017

2018

2019

2020

Yritysmyyntit

Tarrapaino-
liiketoiminnan
myynti

● Näkyvyys- ja
painoliiketoiminta

● Medialiiketoiminta

Lähde: PunaMusta Media

Liiketoimintojen yrityskauppa- ja investointistrategia

Medialiiketoiminta

- M&A:n merkitys täydentävä
- Pääasiassa pieniä medialiiketoimintaan rinnakkaisia ”täsmä”yrityksistöjä Pohjois-Karjalan alueelta
- Potentiaalinen osapuoli media-alan konsolidaatiokehityksessä liiketoiminnan ja osakeomistusten kautta

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta

- M&A merkitys korkea
- Tavoitteena vahvistaa markkina-asemaa, kilpailukykyä ja kasvua Suomessa
- Yrityskauppojen fokus asiakaskunnan laajentamisessa ja digipainamisen liiketoiminnan kasvattamisessa
- Kohteena tyypillisesti pieniä yhtiöitä
- Aktiivinen osapuoli toimialan konsolidaatiossa

Lähde: Inderes

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 mediamainonnan 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



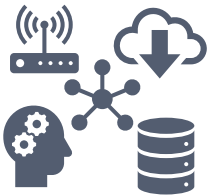
Digitalisaatio

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

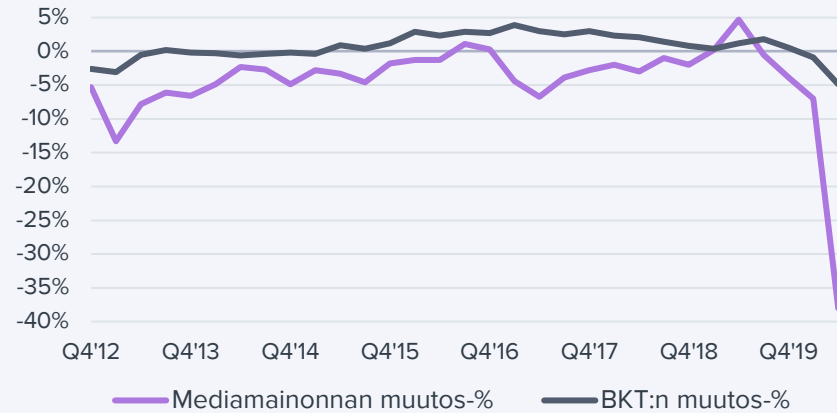
Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu pääasiassa globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan, kuin paikallisten mediayhtiöiden välillä. Sisältötuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista, 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.

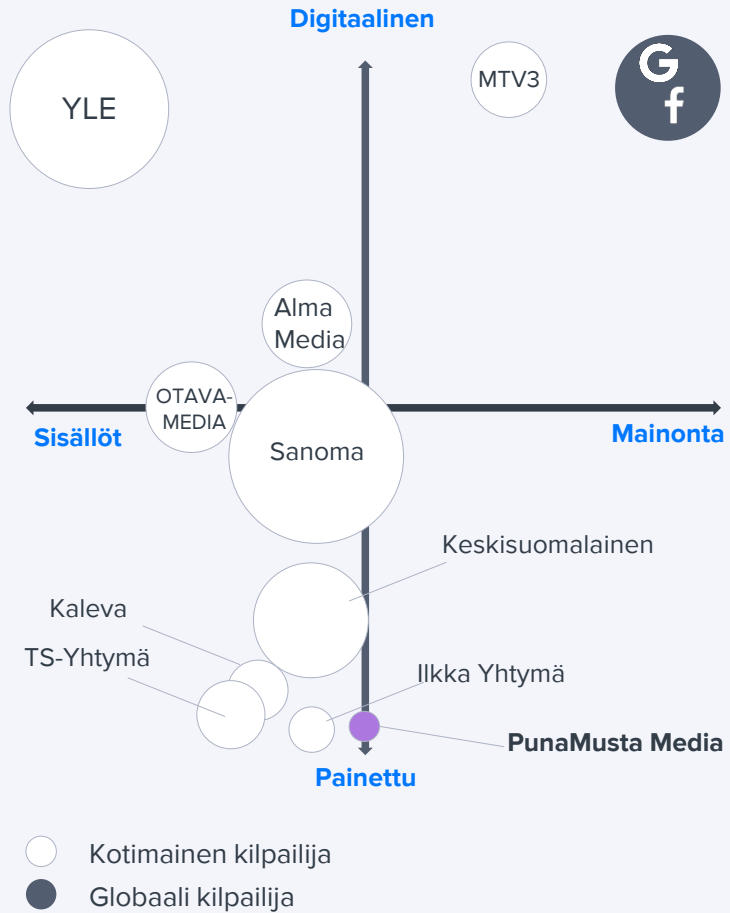
Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyks, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

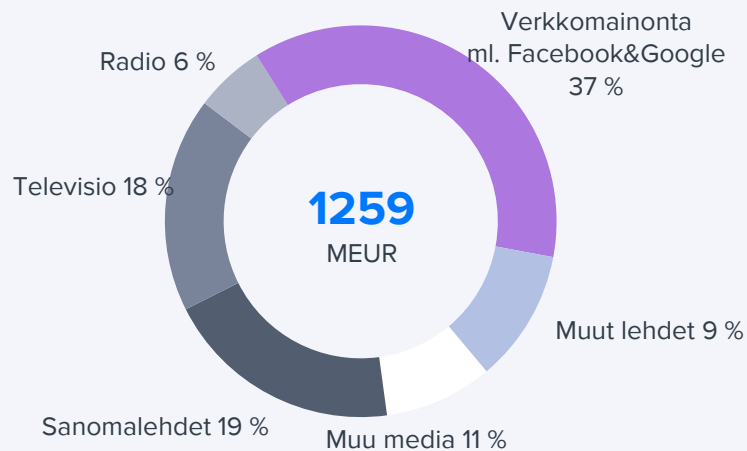
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q2'2020 saakka



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



Suomen mediamainonnan jakauma, 2019



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

Toimialakatsaus - painotoimiala

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään ja samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan. Murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos. Perinteisille painomarkkinoille on syntynyt murroksen myötä merkittävää ylikapasiteettia, mikä on kiristänyt toimialan kilpailutilannetta ja heikentänyt alan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offsetpainaminen vähenee jatkuvasti ja Suomen painoteollisuuden kilpailukyky vientimarkkinoilla on heikentynyt. Samaan aikaan pienempiin tuotantoeeriin ja uudempaan painoteknologiaan perustuva ns. digitaalinen painaminen kuitenkin kasvaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähentyy kustannustehokkuudessa perinteistä offsetpainamista.

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta on yhä kesken

Suomessa painotoimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa erityisesti pääomasijoitusyhtiön omistamalla Granolla ja PunaMusta Medialla on ollut merkittävä rooli. Alan konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja toimijoiden määrän laskevan, sillä useat alan yhtiöt kärsivät kannattavuusongelmista. Johtavassa asemassa olevien painotoimialan yhtiöiden kannalta positiivista on se, että markkinoille tulokynnys on samalla kasvamassa, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyymisessa painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää vain muutama suuri yhtiö.

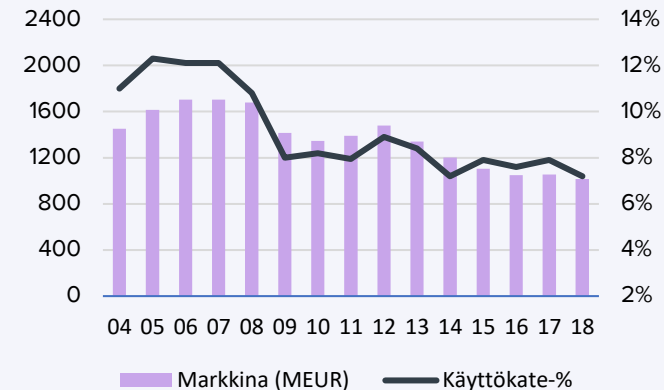
PunaMusta Media on toimialan 2. suurin

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja PunaMusta ovat kasvaneet yritysostojen kautta toimialan suurimmiksi pelaajaksi ja useat keski- ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurin toimija liikevaihdolla mitattuna on Grano (2020e 111 MEUR), mutta epäorgaanisen kasvun myötä PunaMusta Media ei ole kaukana perässä (2020e 101 MEUR). Muita painopalveluita tarjoavia yhtiöitä ovat mm. keski- ja pienet HansaPrint, Lehtisepät, ja Edita Prima. Vuonna 2018 Tilastokeskuksen tietojen mukaan toimialan ”Painaminen ja siihen liittyvät palvelut” kokoluokka oli noin miljardi euroa. Tähän suhteutettuna suurimmatkaan toimijat eivät muodosta merkittävää osaa koko toimialasta, mikä kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen tietojen mukaan alalla toimikin 754 yritystä vuonna 2018.

Print&Media-lehden ja Tilastokeskuksen tietojen mukaan alan yleinen kannattavuustaso on laskenut 2010-luvulla selvästi aiemmasta ja alan keskimääräinen käyttökatetaso on ollut vuonna 2018 noin 7 % ja nettotulosmarginaali noin nollan tuntumassa.

Arviomme mukaan koronapandemia tulee heijastumaan negatiivisesti alan toimijoiden liikevaihtoon sekä kannattavuuteen ja arviomme vuodesta 2020 muodostuvan alan toimijoille poikkeuksellisen haastavan. Tämä todennäköisesti myös vauhdittaa pienempien toimijoiden pudotuspeliä ja kiihdyttää markkinoiden konsolidaatiota.

Painotoimialan liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2004-2018



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Kustannusrakennetta dominoi kaksi erää

Liiketoimintamallia heijastellen PunaMusta Median 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 48-53 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 49,6 % liikevaihdosta. Käänteisesti, yhtiön myyntikate-% on ollut vastaavalla ajanjaksolla keskimäärin noin 50 %. Vastaavasti henkilöstökulut ovat vaihdelleet noin 26-31 %:n välillä ja ovat olleet keskimäärin noin 29 %: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 vajaa 15 % liikevaihdosta.

Taseessa paljon painamiseen liittyvää kiinteä omaisuutta sekä likvidejä varoja

PunaMusta Median taseen loppusumma oli vuoden 2019 lopussa 109 MEUR. Tase on kasvanut viime vuosina voimakkaasti yritysjärjestelyjen ja painokoneinvestointien myötä. Kokonaisuutena arvioimme, että taseen varoista jakautuu karkeasti noin 70 % painamisen liiketoiminnoille, noin 15 % konsernitoiminnoille ja loput noin 5 % medialiiketoiminnalle.

PunaMusta Median tase ei sisällä yritysostoista huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta

omaisuutta (8 MEUR, 7 % taseesta), sillä yhtiön yritysostokohteet ovat olleet heikosti kannattavia ja niiden yritysarvot matalia. Aineellista omaisuutta konsernilla oli vuoden 2019 lopussa noin 53 MEUR, eli 49 % taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painamisen koneisiin ja laitteisiin sekä konsernitoimintojen alle sisältyviin konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa on markkina-arvoltaan noin 14 MEUR:n arvopaperisalkku ja 7,5 MEUR:n rahavarat, jotka muodostivat yhdessä noin 20 % taseen loppusummassa vuoden 2019 lopussa.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen suhteellisen matalalla tasolla (2015-2019 keskimäärin 3 % liikevaihdosta), sillä osto- ja siirtovelat ovat tyypillisesti myyntisaamisten tasolla ja vaihto-omaisuus on ollut viimeisen viiden vuoden ajan keskimäärin noin 4 % liikevaihdosta.

PunaMusta Median oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 48 MEUR, eli 3,87 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti noin 41 MEUR (sis. 5 MEUR IFRS16 velat), rahavaroja noin 7,5 MEUR ja siten nettovelkaa oli noin 15 MEUR, kun arvopaperit huomioidaan likvideinä rahoitusvaroina.

Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena kurantteina, sillä yhtiön arvopaperiomistukset on arvotettu niiden markkina-arvoon ja yritysostoista taseeseen on tullut lähinnä iältään käyttökelpoista kone- ja laitekantaa.

Velkaisuus noussut, mutta kohtuullisella tasolla

PunaMusta Median nettovelkaantumisaste oli vuoden 2019 lopussa 30 % ja omavaraisuusaste 47 %. Velkaisuutta on nostanut aiemmasta

pääasiassa yritysostot ja investoinnit. IFRS16 muutokset ovat heikentäneet velkaantumisen tunnuslukuja vuodesta 2019 alkaen, mutta muutokset huomioidenkin PunaMusta Median velkaisuus on säilynyt kohtuullisena.

Pääoman tuotto heikentynyt

PunaMusta Median sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat painuneet viime vuosina heikentyneitä tulostasoa ja taseen kasvua peilaten (2015-2019 ROI 2,8-19 %) ja ROE-% 3,7-24,6 %). Vuonna 2016 pääoman tuottoa nosti Tarrapainoliiketoiminnan myynti (2016 ROI 19 % ja ROE 25 %) ja operatiivisesta tuloksesta laskettu pääoman tuotto olisi ollut matalampi.

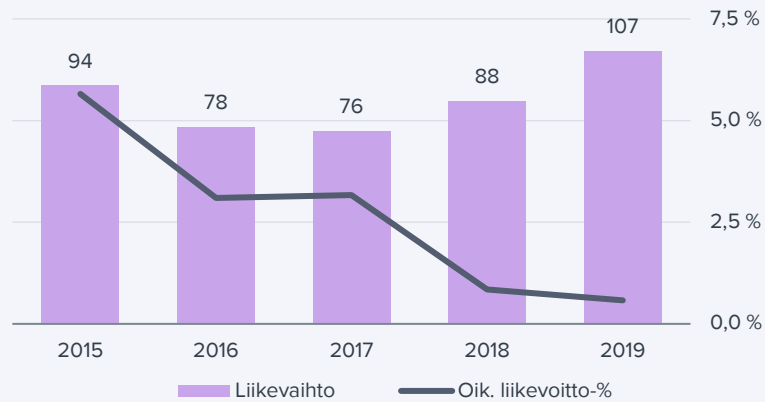
Kassavirta ja osinko vaihdellut yritysjärjestelyjen myötä voimakkaasti

PunaMusta Median vapaa rahavirta on vaihdellut viime vuosina voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen, yritysjärjestelyjen ja investointien mukana, ja se on ollut noin -9 %:n ja +30 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (2019: 30 %). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala, arviomme mukaan vain noin 2 MEUR vuodessa.

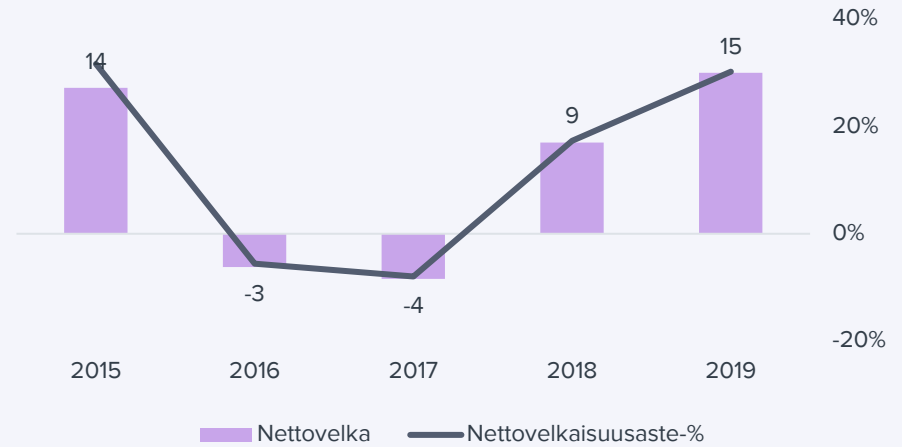
Yhtiöllä osinkopolitiikkana on ollut jakaa ainakin koko tulos ulos osinkoina, mitä heijastellen vuosien 2015-2019 osingonjakosuhte on ollut keskimäärin noin 110 %. Vuoden 2019 osinko säilyi edellisvuoden tasolla 0,25 eurossa, mikä vastasi 141 %:n osingonjakosuhdetta. Osinko oli kuitenkin linjassa liiketoiminnan tuottaman vapaan rahavirran (operatiivinen rahavirta-investointien rahavirta) kanssa eikä osinko siten edellyttänyt taseen käyttöä.

Taloudellinen tilanne

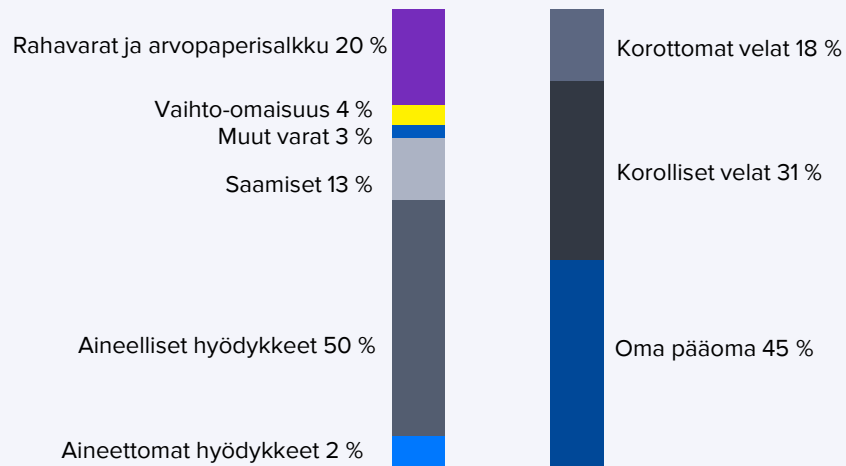
Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-%



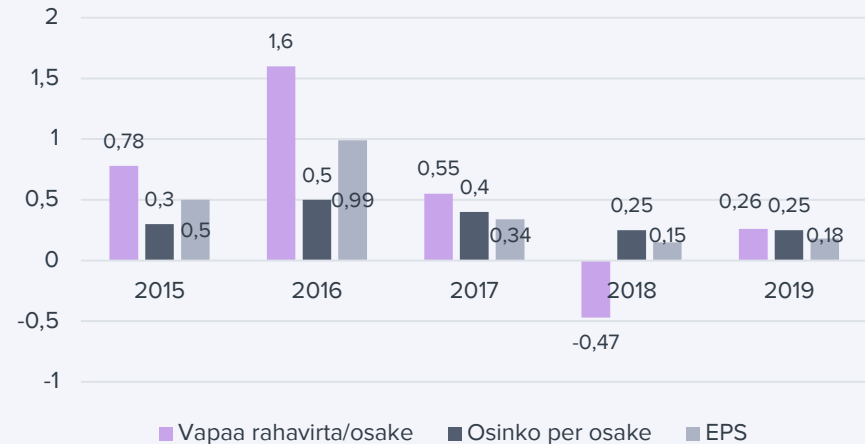
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2019 (104 MEUR)



Vapaa rahavirta, tulos per osake (EPS) ja osinko per osake



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme PunaMusta Median liikevaihdon kehitystä kahden segmentin kautta:

- Medialiiketoiminta
- Näkyvyys- ja painoliiketoiminta

Oletamme liikevaihdon ennustemallissamme, että yhtiön medialiiketoimintojen sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositasolla keskimäärin noin 2-3 %:n vauhtia ja mainonnan tuotot hieman voimakkaammin, noin - 5-10 % vuositasolla. Ennakoimaamme Medialiiketoiminnan liikevaihdon laskua ajaa rakennemurroksesta johtuva painetun median taantuminen, jota digitaalisten tuottojen kasvu ei riitä arviomme mukaan kompensoimaan niiden selvästi pienempää suhteellista osuutta peilaten.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan liikevaihdon ennustamme laskevan keskimäärin noin 1-3 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä. Laskua vetää suhteellisesti suuremman osuuden tuovan painamisen tuottojen lasku, mitä pienemmän kokoluokan kasvavat palvelutuotot eivät kompensoi.

Konsernin liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa lisäksi voimakkaasti yritysjärjestelyt, mutta mallinamme niitä vain toteutuneiden yrityskauppojen osalta.

Mallinamme PunaMusta Median kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien ja toissijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta. Mallissamme odotamme Medialiiketoiminnan kannattavuuden säilyvän keskipitkällä aikavälillä suhteellisen vakaana noin 8-9 %:n liikevoittomarginaalin tasolla, sillä yhtiö on osoittanut historiallisesti pystyvän kompensoimaan

liikevaihdon laskua tehostus- ja kehitystoimien kautta.

Odotamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan yltävän vakaassa kehitysvaiheessa ja täysimääraisten kustannussynergioiden ja tehostustoimien kanssa noin 5-6 %:n liikevoittomarginaaliin. Lyhyellä tähtäimellä segmentin kannattavuutta kuitenkin heikentää rajusti koronapandemian seurauksena laskenut toiminnan volyyymi.

Tavanomaisesti näkyvyys PunaMusta Median liikevaihdon kehityksen suhteen on kohtuullisen hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaisiin Medialiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan vuosisopimuksiin perustuviin tuottoihin. Lyhyellä tähtäimellä tätä kokonaiskuvaa muuttaa koronapandemia ja sen kesto on vaikuttuksiin liittyvä epävarmuus. Toimialan rakennemuutoksen eteneminen ja painotoimialan kilpailutilanteen kehittyminen määrittää kuitenkin pitkällä aikavälillä yhtiön liikevaihdon kehityksen.

Arvopaperisalkun tuotot muodostavat merkittävän osan PunaMusta Median tuloksesta. Emme ennusta mallissamme arvopaperisalkun arvonmuutoksia kvartaalia pidemmälle, mutta salkun osinkotuotot sisältyvät ennustemalliimme. Odotamme arvopaperisalkun tuottavan noin 5 %:n osinkotuoton pääomalle.

Ennusteiden suurimmat epävarmuustekijät lyhyellä tähtäimellä liittyvät koronapandemian vaikutuksiin ja kysynnän elpymisen kulmakertoimeen, ja pidemmällä tähtäimellä liiketoimintojen kestävään kannattavuustasoon (erityisesti painoliiketoiminnassa), arvopaperisalkun arvonmuutoksiin sekä investointien kassavirtoihin.

Keskeiset ennusteparametrit

- Toimialojen kasvuodotus
 - Medialiiketoiminta - 3-5 % p.a.
 - Näkyvyys- ja painoliiketoiminta - 1-3 % p.a.
- Toimialojen kannattavuus
 - Medialiiketoiminta EBIT-% n. 8-9 %
 - Näkyvyys- ja painoliiketoiminta EBIT-% n. 5-6 %
- Arvopaperisalkun tuotto
 - Arvonmuutokset ei ennusteissa
 - Osinkotuotto noin 5 % salkun arvosta
- Epävarmuustekijät
 - Koronapandemian aiheuttaman kysynnän sakkautumisen palautumisen kulmakertoimen
 - Kannattavuuskäänteen toteutuminen ja kestävä kannattavuustaso (erityisesti painoliiketoiminnassa)
 - Arvopaperisalkun kehitys
 - Investointien kassavirrat
 - Tulevat yritysjärjestelyt (ei ennusteissa)

Ennusteet 2/3

Lisäksi rakennemuutosten pitkän aikavälin vaikutusten arviointi on haastavaa.

Vuosi 2020: korona iskee rajusti kysyntään

PunaMusta Media ohjeistaa sen vuoden 2020 liikevaihdon ja liiketuloksen jäävän vuoden 2019 tasosta. Vuoden 2020 H1:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa 50,1 MEUR liikevaihtoa, joka on reilu 3 % alle vertailukauden tason. Vastaavasti yhtiön H1-liiketulos oli -2,1 MEUR (2019 H1: 0,9 MEUR).

Koko vuodelta odotamme liikevaihdon osalta Medialiiketoiminnassa vajaan 13 %:n liikevaihdon laskua, minkä ajurina toimii mainostuottojen voimakas lasku, kun taas sisältötuotot kehittyvät arviomme mukaan selvästi vakaammin. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan raportoidun liikevaihdon odotamme laskevan lähes 5 %. Segmentin orgaanisen kasvun odotamme kuitenkin jäävän selvästi voimakkaammin negatiiviseksi (noin -12 %), mutta tämän vaikutusta vaimentaa epäorgaaninen kasvu jo toteutetuista yritysostoista.

Ennusteessamme konsernin liiketulosta painaa Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan volyymin laskua heijastele tuntuva liiketappio (2020e -3,6 MEUR), mikä hautaa alleen Medialiiketoiminnan kohtuullisen, mutta edellisvuodesta laskevan operatiivisen tuloksen.

Ennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme konsernin liikevaihdon laskevan vuonna 2020 100,6 MEUR:oon (- 6 % v/v) ja liiketuloksen painuvan tappiolla -2,2 MEUR:oon (EBIT 2019: 0,6 MEUR).

Tulosta ennen veroja odotamme painavan poikkeuksellisesti negatiiviseksi painuvat

nettorahoituskustannukset alkuvuoden arvopaperisalkun voimakasta arvonmuutosta peilaten. Tätä kokonaiskuvaa peilaten osakekohtaisen tuloksen ennustamme painuvan -0,27 euroon (2019: 0,18 euroa). Ennustamme yhtiön laskevan osinkonsa heikentyneitä tulostasoa peilaten 0,10 euroon (2019: 0,25 euroa). Selvästi heikentyvästä tulostasosta huolimatta odotamme yhtiön vapaan rahavirran yltävän lievästi positiiviseksi vuonna 2020. Siten yhtiön taseasema pysyy melko hyvänä ja yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisten vakavaraisuusraamien sisällä.

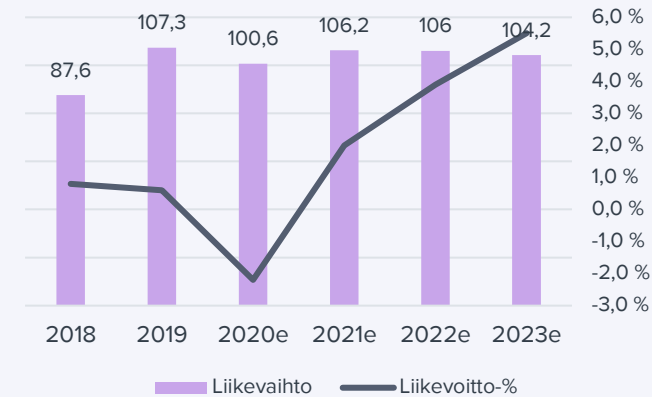
Vuodet 2021-2023: kannattavuus paranee

Ennustamme PunaMusta Medialle liikevaihdon lähes 6 %:n kasvua vuodelle 2021, minkä taustalla on sekä Media- että Näkyvyys ja painoliiketoimintojen palautuminen koronapandemian aiheuttamasta kysynnän äkkipysähdyksestä. Tämä heijastuu etenkin mediamyynnin liikevaihdon kasvuna sekä Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa painamisen sekä palveluiden tuottojen kasvuna. Taustalla edelleen jatkuvaa toimialojen murrosta peilaten odotamme konsernin liikevaihdon kääntyvän lievään laskuun jälleen vuonna 2022 (-0,1 %) ja trendin jatkuvan vuonna 2023 (-1,7 %).

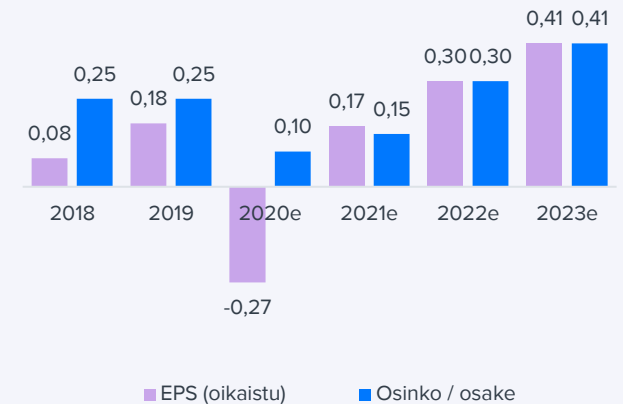
Palveluittain katsottuna odotamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan palvelutuottojen kasvavan vuosina 2022-2023, mutta niiden pienemmästä kokoluokasta johtuen kasvu hautautuu muiden palvelualueiden liikevaihdon laskun alle.

Vuosien 2021-2023 ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Kannattavuuden osalta odotamme jaksolle sen sijaan selvästi nousuvoittoisempaa kehitystä, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla vuoden 2021 2 %:sta 5,5 %:iin vuonna 2023. Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnasta, jonka liikevoitto-%:n ennustamme nousevan jakson lopulla noin 6 %:iin parantuvan kustannus- ja pääoman tehokkuuden, myynnin jakauman suotuisan kehityksen ja parantuneen hinnoitteluvoiman myötä. Medialiiketoiminnassa liikevoitto-% on ennusteessamme vakaalla noin 9 %:n tasolla. Nettotulokseen vaikuttaa lisäksi merkittävästi arvopaperisalkun tuotot, joiden oletamme olevan noin 5 % salkun arvosta (n. 0,7 MEUR). Emme ennusta jaksolle arvopaperisalkun arvonmuutoksia, joilla ei myöskään ole kassavirtavaikutusta.

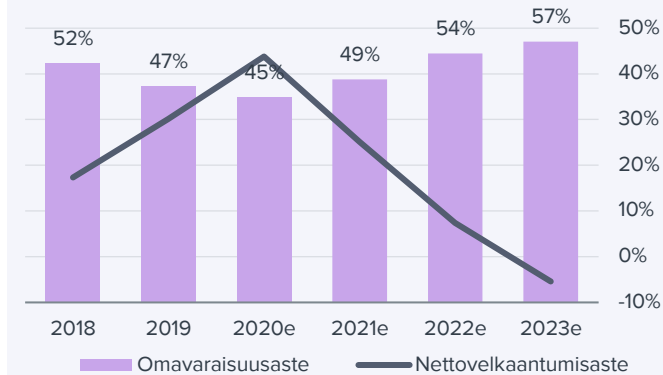
Odotamme PunaMusta Median osingon palaavan kasvu-uralle vuonna 2021 (0,15 euroa/osake) ja osingon kasvavan vuonna 2022 0,30 euroon ja vuonna 2023 0,41 euroon nousujohteista tuloskehitystä ja 100 %:n voitonjakosuhdetta peilaten. Ennustejaksolla odotamme yhtiön tase- ja rahoitusaseman jatkavan vahvistumista ja yhtiön täyttävän kirkkaasti vakavaraisuustavoitteensa, mikä mahdollistaa epäorgaanisen kasvun jatkamisen keskipitkällä aikavälillä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuustason kehitys, mihin vaikuttaa olennaisesti myynnin jakauman kehitys. Medialiiketoiminnan odotamme kehittyvän

suhteellisen vakaasti. Oletamme konsernin liikevaihdon laskevan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 3 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa 1 % Pitkällä aikavälillä oletamme liikevoitto-%:n nousevan laskevien poistojen myötä 6,5 %:iin, mikä yhdessä liikevaihdon laskun kanssa tarkoittaa vuosien 2023-2029 operatiivisen tuloksen kehittyvän suhteellisen vakaasti.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	87,6	25,6	26,1	25,8	29,8	107	27,3	22,8	22,8	27,7	100,6	106,2	106,0	104,2
Mediaaliiketoiminta	21,6	5,3	5,8	5,0	5,4	21,5	4,9	4,5	4,3	5,1	18,8	19,6	19,3	18,7
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	65,9	20,3	20,3	20,8	24,4	85,8	22,4	18,2	18,5	22,6	81,8	86,6	86,8	85,5
Käyttökate	5,9	2,4	2,4	2,0	3,0	9,9	1,6	1,2	1,5	3,7	8,0	11,0	11,6	12,0
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-2,1	-3,2	-9,2	-2,2	-2,8	-2,7	-2,6	-10,2	-8,9	-7,4	-6,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,5	0,4	-0,1	-0,2	0,7	-0,5	-1,6	-1,2	1,1	-2,2	2,1	4,2	5,7
Liikevoitto	0,7	0,5	0,4	-0,1	-0,2	0,7	-0,5	-1,6	-1,2	1,1	-2,2	2,1	4,2	5,7
Mediaaliiketoiminta	1,6	0,6	0,8	0,3	0,5	2,2	0,3	0,5	0,3	0,5	1,6	1,5	1,7	1,7
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	-0,7	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,8	-0,7	-2,0	-1,4	0,6	-3,6	0,8	2,5	4,1
Muut toiminnot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Nettorahoituskulut	1,7	1,2	-0,4	0,3	0,2	1,4	-2,3	1,3	-0,2	-0,1	-1,3	0,2	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	2,4	1,7	0,0	0,3	0,0	2,0	-2,8	-0,3	-1,4	1,0	-3,5	2,4	4,4	6,0
Verot	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9
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	1,9	1,5	-0,1	0,2	0,7	2,3	-2,9	-0,3	-1,2	1,0	-3,4	2,2	3,7	5,1
EPS (oikaistu)	0,08	0,12	0,00	0,01	0,05	0,18	-0,24	-0,02	-0,09	0,08	-0,27	0,17	0,30	0,41
EPS (raportoitu)	0,15	0,12	0,00	0,01	0,05	0,18	-0,24	-0,02	-0,09	0,08	-0,27	0,17	0,30	0,41

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-%	-3,2 %	28,6 %	26,1 %	41,8 %	3,5 %	22,5 %	6,6 %	-12,7 %	-11,6 %	-7,1 %	-6,3 %	5,6 %	-0,1 %	-1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-69,2 %	66,7 %	100,0 %	-118,3 %	208,3 %	-11 %	-209 %	-496 %	2065 %	-690 %	-438 %	-196,4 %	93,5 %	37,8 %
Käyttökate-%	6,7 %	9,3 %	9,3 %	7,9 %	10,1 %	9,2 %	5,9 %	5,1 %	6,6 %	13,3 %	7,9 %	10,4 %	10,9 %	11,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,8 %	2,0 %	1,5 %	-0,2 %	-0,6 %	0,6 %	-2,0 %	-7,0 %	-5,2 %	3,9 %	-2,2 %	2,0 %	3,9 %	5,5 %
Liikevoitto-%	0,8 %	2,0 %	1,5 %	-0,2 %	-0,6 %	0,6 %	-2,0 %	-7,0 %	-5,2 %	3,9 %	-2,2 %	2,0 %	3,9 %	5,5 %
Lehtitoimiala liikevoitto-%	7,3 %	11,3 %	13,8 %	6,0 %	9,6 %	10,3 %	6,1 %	11,9 %	7,0 %	9,9 %	8,7 %	7,6 %	9,0 %	9,0 %
Painotoimiala liikevoitto-%	-1,1 %	0,0 %	-1,5 %	-1,4 %	-0,9 %	-1,0 %	-3,3 %	-11,1 %	-7,5 %	2,6 %	-4,4 %	0,9 %	2,9 %	4,8 %
Nettotulos-%	2,2 %	5,9 %	-0,2 %	0,6 %	2,2 %	2,1 %	-10,8 %	-1,3 %	-5,1 %	3,6 %	-3,4 %	2,0 %	3,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Vakavarainen käännehtiö

PunaMusta Media profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena perheyhtiönä, joka pyrkii tarjoamaan vahvaa osinkotuottoa. Yhtiö on vuosia kestäneen media- ja painotoimialan rakennemurroksen, koronapandemian aiheuttaman kysynnän laskun ja viime vuosina toteutettujen yrityskauppojen kautta myös käännehtiö.

Osakkeen riskiprofiili on yhtiön vakaan markkina-aseman, laajalle hajautuneiden tuottojen sekä matalan syklisten tuottojen osuuden myötä maltillinen, joskin osakkeen likviditeetti on heikko ja nostaa sijoittajan tuottovaadetta.

Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

PunaMusta Median liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kehitys on ollut 2010-luvun ajan laskutrendillä. Kehityksen taustalla on vaikuttanut pääasiassa mediakulutuksen voimakas digitalisoituminen, joka on johtanut merkittävään ylikapasiteettiin ja epäterveeseen kilpailutilanteeseen Suomen painotoimialalla sekä laskenut perinteisen sanomalehtimedian tuottoja ja kannattavuutta. Ennustamme murroksen jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi arvioimme PunaMusta Median organisen kasvun trendin jatkuvan lievästi negatiivisena.

Yritysjärjestelyt tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa PunaMusta Median 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.

Konsolidaation kautta yhtiö voi myös vaikuttaa toimialan kilpailutilanteen tervehtymiseen. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme.

Positiiviset arvo-ajurit

Kustannustehokkuuden parantuminen:

PunaMusta Media on toteuttanut merkittävät tehostusohjelmat, joiden hyötyjen pitäisi näkyä merkittävänä tulosparannuksena lähivuosien tuloksessa koronapandemian hellittäessä.

Markkina-aseman vahvistuminen: vahvistuva kilpailuasema antaa yhtiölle hinnoitteluvoimaa, laajemman potentiaalisen markkinan, sekä skaalaetuja, jotka voivat vahvistaa yhtiön kasvua ja kannattavuutta.

Vahvistuva kassavirta: liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa vahvistuu tulosparannuksen kautta keskipitkällä aikavälillä ja lisäksi yhtiön investoinnit alittavat poistot, mikä mahdollistaa sekä kasvavan osingon, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös yritysostot.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Arviomme mukaan yhtiön voidaan odottaa olevan osapuoli markkinoiden konsolidaatiossa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Arvopaperisalkun arvonmuutokset: PunaMusta Median arvopaperisalkun merkittävä arvonnousu voi heijastua positiivisesti yhtiön arvonkehitykseen.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen: Toimialojen rakenteellisen murroksen kiihtyminen voisi heikentää merkittävästi odotuksiamme enemmän yhtiön kannattavuutta ja kasvua.

Kilpailutilanteen kiristyminen: Painotalojen kilpailukenttä on edelleen hyvin hajaantunut ja alalla on ylikapasiteettia, mikä voi johtaa epäterveeseen kilpailuun. Lisäksi media-alalla digitaalisissa palveluissa suuret kansainväliset teknologiayhtiöt ja kotimaiset suuret mediatilat vievät kasvavan osan mainostuotoista.

Suhdanneriskit: liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen pieni, mutta koronapandemia on leikannut kysyntää rajusti ja pidempi heikko suhdanne laski edelleen tuloskasvuodotuksia ja toimialan hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Yrityskauppariskit: PunaMustalla ei ole historiassa selkeitä epäonnistuneita yrityskauppoja ja yhtiö on maksanut matalat kertoimet yritysostoistaan, mutta esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua. Viimeisimpien yritysostojen osalta riskit ovat tällä hetkellä koholla koronapandemian pysyvien vaikutuksien ollessa vielä osin hämäränpeitossa.

Arvopaperisalkun arvonmuutokset: PunaMusta Median arvopaperisalkun merkittävä arvonnousu heijastuisi heikentävästi yhtiön arvoon.

Osakkeen heikko likviditeetti: Yhtiön osakekannasta vain murto-osa on Laakkosen suvun ulkopuolisilla jäsenillä, mikä heikentää osakkeen vaihdettavuutta ja hinnan muodostusta.

Sijoitusprofiili

1.

Ydinliiketoimintojen orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot rakennemuutoksen takia

2.

Toiminnan tehostaminen luo potentiaalia tuntuvalle kannattavuusparannukselle

3.

Operatiivinen riskitaso kohtuullinen: vakaa markkina-asema, laajasti hajautuneet tuotot, matala syklisten tuottojen osuus

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa vahvasti osingon varaan

Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkina-aseman vahvistuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Vahvistuva kassavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset

Riskit



- Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Koronapandemiaan ja suhdanteeseen liittyvät riskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus 1/2

Arvonmäärittäminen

PunaMusta Median osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella (tulokasvu+osingot+ odotettu arvostuskertoimien muutos) sekä kassavirtamallille (DCF). Lisäksi mittaamme osakkeen potentiaalia yhtiön arvostuskertoimien ja verrokkien arvostuskerroinanalyysin kautta.

Suosimme arvonmäärittämisessä erityisesti P/kassavirta- ja P/E-kertoimia, sekä ennustettua osinkotuottoa. P/E-kertoimen käyttöä puoltaa arvopaperisalkun tulovirta, joka heijastuu vasta rahoitustuottoihin. Toisaalta P/E-lukua kasvattaa koholla (ts. investointeja suurempi) lähivuosina oleva poistotaso. Tästä syystä käytämme lisäksi P/kassavirta-kerrointa arvostuksen mittatikkuna.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

PunaMusta Median osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina arvioimme mukaan voimakkaasti osinkotuoton varaan, sillä odotamme positiivisesta kannattavuuskäänteestä syntyvän korkean tulokasvun neutralisoituvan erittäin korkealla tasolla olevien arvostuskertoimien normalisoitumisen kautta. Nykyisellä 5,80 euron kurssitasolla odotamme PunaMusta Median osakkeen kokonaistuoton jäävän matalaksi, minkä takia riski/tuotto-suhde jää mielestämme heikoksi.

Tulostuotto-odotus korkea

Odotamme PunaMusta Median lähivuosien nettotuloksen kasvun olevan tehtyjen yritysjärjestelyjen ja tehokkuustoimien luoman kannattavuusparannuksen myötä voimakasta

(CAGR 2020-2022 noin 18 %). Korostamme kuitenkin, että ennustamaamme tuloskäänteen toteutumiseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta mm. koronapandemian liittyvä epävarmuus huomioiden. Toinen ennustettavuutta heikentävä tekijä on Medialiiketoiminnan ja painamisen markkinan jatkuva murros, jotka ovat historiallisesti heikentäneet merkittävästi PunaMusta Median kannattavuutta. Lisäksi tulostuottoon vaikuttaa merkittävästi konsernin arvopaperisalkun arvonmuutokset. Viime vuosina nämä arvonmuutokset ovat olleet positiivisia.

Osinkotuotto kohtuullisella tasolla

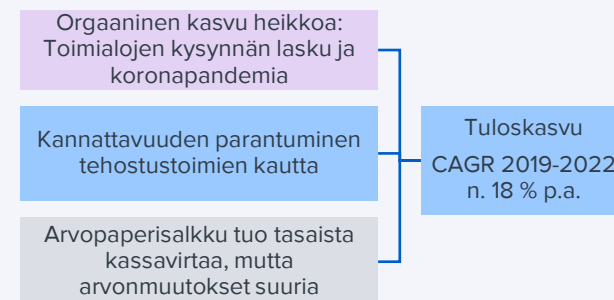
PunaMusta Median tarjoama osinkotuotto liikkuu ennusteillamme ja nykykurssilla laskettuna kohtuullisella, noin 2-5 %:n tasolla lähivuosina.

Arvioimme PunaMusta Median kykenevän maksamaan lähivuosina koko tuloksensa ulos osinkoina, sillä odotamme yhtiön operatiivisen rahavirran vahvistuvan tuloskäänteen myötä koronan yli katsottaessa ja yhtiöllä on potentiaalia madaltaa investointitasoa selvästi poistojen alle lähivuosina. Myös yhtiön velkaisuus laskee ennustamallamme tuloskäänteellä maltilliselle tasolle (nettovelka/oik. käyttökate 2021e noin 1x), kun myös yhtiön arvopaperisalkku huomioidaan. Sijoittajien on hyvä huomata, että arvopaperisalkun merkittäväällä arvonmuutoksilla voi olla tuloksen kautta vaikutusta myös yhtiön osinkoon, vaikka arvonmuutokset ovatkin ei-kassavirtavaikutteisia eriä.

Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

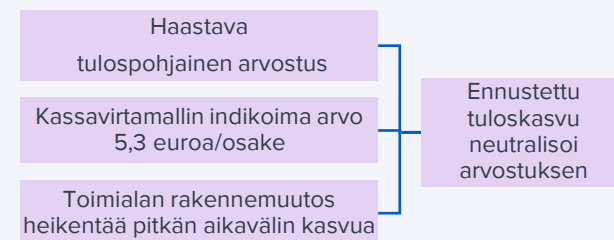
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus on matala

Arvostus 2/2

Arvostuskertoimet korkealla tasolla

PunaMusta Median P/E-kerroin painuu kuluvaan vuoden tappiollisen tuloksen takia negatiiviseksi ja myös ensi vuoden vastaava kerroin (2021e P/E 34x) on sekä absoluuttisesti että suhteellisesti erittäin haastavalla tasolla, mikä asettaa näkemyksemme mukaan osakkeen lähivuosien arvonkehitykselle suurimman negatiivisen ajurin ja riskin.

Näkemyksemme mukaan PunaMusta Median ennustettu tuloskäännö, vahvistuva kassavirta sekä kohtuullinen ja selvästi nouseva osinkotuotto antavat hyvät perusteet hyväksyä yhtiölle tavanomaista korkeammat arvostuskertoimet. Selvän tulosparannuksen myötä arvostuskertoimet näkemyksemme mukaan neutralisoituvat, kun ennusteillamme vuoden 2022 P/E-kerroin on 20x, P/kassavirta-kerroin on 9x.

PunaMusta Medialle ei ole mielestämme löydettävissä puhtaita verrokkeja, mutta olemme peilanneet yhtiön arvostusta kotimaisten media-yhtiöiden Alma Median, Sanoman ja Ilkka-Yhtymän kertoimiin. Kotimaisten verrokkien keskimääräinen vuoden 2021e P/E-kerroin on 19x, mikä on huomattavasti PunaMusta Median vastaavaa kerrointa matalampi. Lisäksi huomioitavaa on, että vaikka kannattavuuskäänteen myötä PunaMusta Median tuloskasvuodotukset ovat lähivuosille Alma Mediaa ja Sanomaa paremmat, on PunaMustan osake merkittävästi suurempia verrokkejaan epäliikvidimpi ja yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali on näkemyksemme mukaan rajatumpi.

Kassavirtalaskelma (DCF)

PunaMusta median arvonmäärityksessä

rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska yhtiön liiketoiminta-alueet ovat kypsässä kehitysvaiheessa, investointien tarve pienenee ja yhtiön kassavirrat ovat tavanomaisesti (pl. koronan aiheuttama poikkeustilanne pois lukien) suhteellisen hyvin ennustettavia.

DCF-mallimme (kts. Sivu 30) mukainen osakkeen arvo on 5,3 euroa. Toimialojen rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä koko ennusteperiodin (2019-2028) ajan, mutta kustannustehokkuuden parantumisen ja poistojen sekä investointien pienentymisen myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomantuotto pysyvät vahvalla tasolla.

EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2021e 2 %:n tasolta noin 6,8 %:iin pitkällä aikavälillä, mutta EBITDA-%:n tasolla kannattavuuden nousu on selvästi matalampi (2021e EBITDA-% noin 8 % vs. 2029e noin 11 %). Ennustamme yhtiön investointien alittavan selvästi poistot koko ennustejakson ajan, mikä nostaa kassavirtoja. Käyttöpääoman odotamme säilyvän lähes koko jakson ajan lievästi positiivisena, mutta pienenevän absoluuttisesti liikevaihdon laskun mukana.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on maltillisella noin 46 %:n tasolla, mikä kertoo yhtiön kypsästä kehitysvaiheesta ja matalista tuloskasvuodotuksista. Vastaavasti vuosien 2020-2023e kassavirrat muodostava noin 28 % kassavirtojen arvosta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus on 10,2 %.

PunaMusta Media arvostuskertoimet

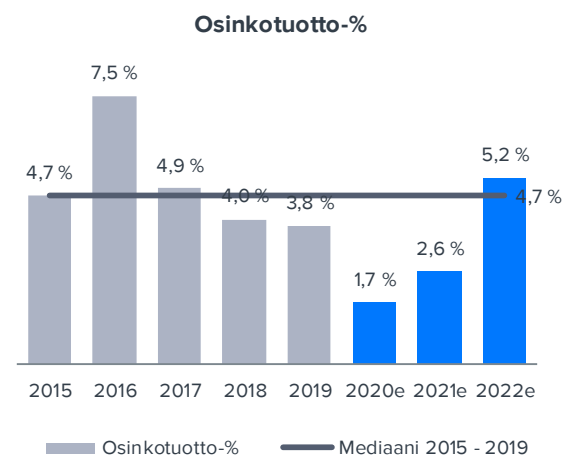
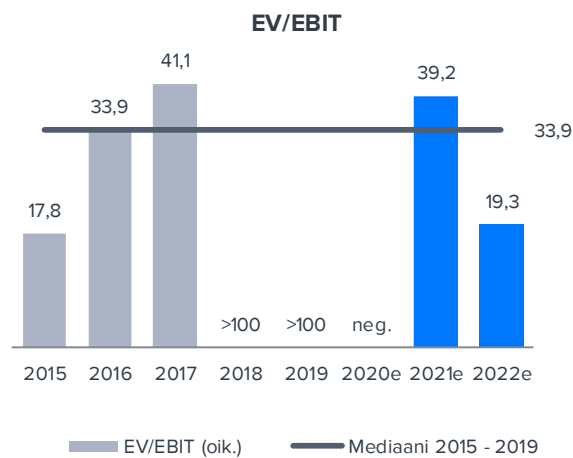
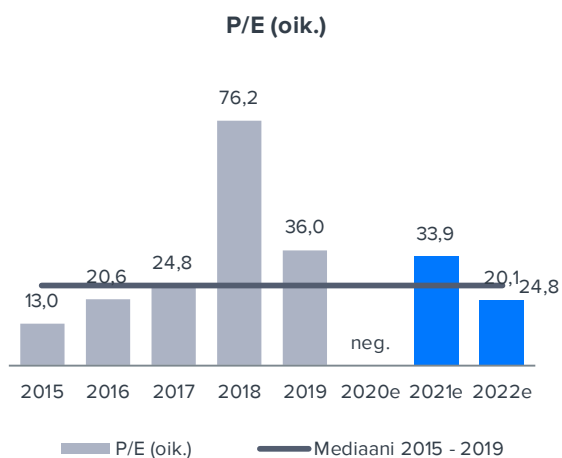
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,80	5,80	5,80
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	73	73	73
Yritysarvo (EV)	91	84	78
P/E (oik.)	neg.	33,9	20,1
P/E	neg.	33,9	20,1
P/Kassavirta	52,6	9,5	8,9
P/B	1,7	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,4	7,6	6,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	39,2	19,3
Osinko/tulos (%)	neg.	87,6 %	103,7 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,6 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,42	6,71	8,18	6,20	6,50	5,80	5,80	5,80	5,80
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	80	84	102	78	81	73	73	73	73
Yritysarvo (EV)	95	81	99	86	96	91	84	78	73
P/E (oik.)	13,0	20,6	24,8	76,2	36,0	neg.	33,9	20,1	15,0
P/E	13,0	6,8	24,8	40,8	36,0	neg.	33,9	20,1	15,0
P/Kassavirta	11,3	4,6	19,8	neg.	50,7	52,6	9,5	8,9	8,7
P/B	1,7	1,5	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
P/S	0,9	1,1	1,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	7,9	4,8	11,8	14,7	9,7	11,4	7,6	6,7	6,1
EV/EBIT (oik.)	17,8	33,9	41,1	>100	>100	neg.	39,2	19,3	13,4
Osinko/tulos (%)	61%	51%	121%	164%	138%	neg.	88%	104%	100%
Osinkotuotto-%	4,7%	7,5%	4,9%	4,0%	3,8%	1,7%	2,6%	5,2%	6,7%

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	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Alma Media	7,54	620	592	16,6	13,3	11,5	9,9	2,7	2,6	20,4	20,8	5,0	5,2	2,8
Agora SA	6,74	70	214		2716,8	19,2	7,8	1,0	1,3					0,4
Future PLC	1764	1907	1868	19,9	16,3	18,0	14,6	5,2	3,9	26,4	21,9	0,1	0,1	5,3
Daily Mail and General Trust P L C	641	1542	1298	17,8	11,7	10,9	8,1	1,0	0,9	46,8	23,1	3,7	3,9	1,8
Gannett Co Inc	1,72	199	1451	20,4	14,3	4,9	4,2	0,5	0,5				24,2	0,3
Impresa Sociedade Gestora de Participaç	0,13	22	191	13,6	11,2	10,0	8,3	1,1	1,1	4,3	2,6			0,2
Lagardere SCA	18,09	2365	7057		30,3	50,3	13,4	1,5	1,2		26,5		5,1	1,8
Meredith Corp	13,65	639	3060	9,7	10,3	6,6	7,4	1,3	1,3	3,2	4,0		9,1	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,29	338	477	16,0	9,3	6,2	5,0	0,7	0,6	24,9	11,7	0,3	3,2	1,9
New York Times Co	43,89	6201	5788	41,3	29,2	31,4	24,9	3,9	3,6	55,3	43,2	0,1	0,3	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup :	0,57	292	592	18,4	9,0	7,3	5,2	0,8	0,7	16,8	8,0		6,2	1,0
Sanoma Oyj	11,02	1805	2373	13,6	16,5	6,5	7,4	2,3	2,1	22,9	16,8	4,8	5,1	2,7
Ilkka-Yhtymä	3,40	88	47		47,2		15,7	1,1	1,1	84,5	19,9	5,9	5,9	
Tamedia AG	64,40	634	797	15,3	11,9	8,5	7,4	0,9	0,9				3,1	0,4
Promotora de Informaciones SA	0,38	283	1398	17,9	12,2	8,4	6,5	1,4	1,3		20,0			
Vocento SA	0,65	81	216	46,3	14,4	9,7	6,5	0,6	0,6		18,5	5,6	2,9	0,3
PunaMusta Media (Inderes)	5,80	73	91	-40,8	39,2	11,4	7,6	0,9	0,8	-21,4	33,9	1,7	2,6	1,7
Keskiarvo				20,5	185,9	14,0	9,5	1,6	1,5	30,5	18,2	3,2	5,7	1,6
Mediaani				17,8	13,8	9,7	7,6	1,1	1,1	23,9	19,9	4,2	5,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				-329 %	184 %	18 %	0 %	-19 %	-31 %	-190 %	70 %	-59 %	-49 %	23 %

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

Kassavirtamalli

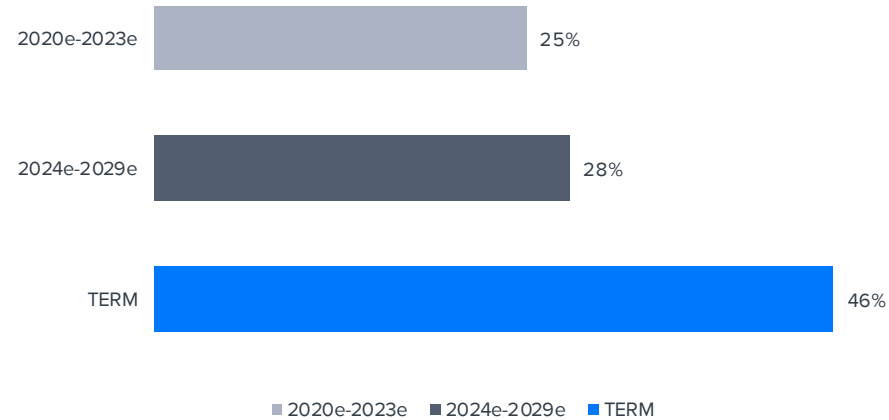
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	0,7	-2,2	2,1	4,0	5,5	6,6	6,4	6,2	6,0	5,8	5,9	
+ Kokonaispoistot	9,2	10,2	8,9	7,5	6,5	5,7	4,6	4,4	4,2	4,0	3,9	
- Maksetut verot	0,7	0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,6	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	11,0	8,4	10,8	11,1	11,3	11,3	9,9	9,6	9,2	8,9	8,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,3	-7,7	-3,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,4	0,8	7,6	8,1	8,4	8,3	6,9	6,6	6,3	6,0	5,9	
+/- Muut	6,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,6	1,4	7,6	8,1	8,4	8,3	6,9	6,6	6,3	6,0	5,9	81,9
Diskontattu vapaa kassavirta	1,3	6,9	6,8	6,4	5,9	4,6	4,0	3,5	3,1	2,8	39,1	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		84,4	83,1	76,2	69,5	63,0	57,1	52,6	48,5	45,0	41,9	39,1
Velaton arvo DCF		84,4										
- Korolliset velat		-36,0										
+ Rahavarat ja arvopaperisalkku		21,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF		66,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	58	64	62	55	49
Liikearvo	1,0	6,0	7,0	7,0	7,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	1,8	1,3	0,8	0,5
Käyttöomaisuus	53	53	50	44	39
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Laskennalliset verosaamiset	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	38	40	33	34	34
Vaihto-omaisuus	4,1	4,5	4,0	4,1	4,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13	14	13	14	14
Likvidit varat	22	21	16	16	16
Taseen loppusumma	96,0	104	94,7	88,9	83,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	49	48	42	43	45
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	41	40	33	34	36
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15	25	25	21	19
Laskennalliset verovelat	3,8	4,5	4,5	4,5	4,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	11	21	20	16	14
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	32	30	28	26	20
Lainat rahoituslaitoksilta	19	16	14	11	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	13	15	14	15	15
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	96	104	95	89	83

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	75,8	87,6	107,3	100,6	106,2	EPS (raportoitu)	0,33	0,15	0,18	-0,27	0,17
Käyttökate	8,3	5,9	9,9	8,0	11,0	EPS (oikaistu)	0,33	0,08	0,18	-0,27	0,17
Liikevoitto	2,4	0,7	0,7	-2,2	2,1	Operat. kassavirta / osake	0,56	0,40	0,88	0,67	0,86
Voitto ennen veroja	5,1	2,4	2,0	-3,5	2,4	Vapaa kassavirta / osake	0,41	-0,64	0,13	0,11	0,61
Nettovoitto	4,1	1,9	2,3	-3,4	2,1	Omapääoma / osake	4,19	3,94	3,86	3,34	3,41
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,25	0,25	0,10	0,15
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	77,4	96,0	103,8	94,7	89,9	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	16 %	23 %	-6 %	6 %
Oma pääoma	52,8	49,3	48,4	41,8	42,7	Käyttökateen kasvu-%	-51 %	-30 %	68 %	-19 %	39 %
Liikearvo	0,3	1,0	6,0	7,0	7,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	0 %	-69 %	-11 %	-438 %	-196 %
Nettovelat	-4,2	8,5	14,6	18,3	11,7	EPS oik. kasvu-%	1 %	-75 %	122 %	-250 %	-163 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	11,0 %	6,7 %	9,2 %	7,9 %	10,4 %
Käyttökate	8,3	5,9	9,9	8,0	11,0	Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	0,8 %	0,6 %	-2,2 %	2,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	-1,3	0,6	0,4	-0,1	Liikevoitto-%	3,2 %	0,8 %	0,6 %	-2,2 %	2,0 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	5,0	11,0	8,4	10,8	ROE-%	7,7 %	3,7 %	4,6 %	-7,5 %	5,1 %
Investoinnit	-1,8	-13,0	-15,3	-7,7	-3,2	ROI-%	8,0 %	4,0 %	2,9 %	-5,0 %	3,9 %
Vapaa kassavirta	5,2	-8,0	1,6	1,4	7,6	Omavaraisuusaste	69,6 %	52,3 %	47,3 %	44,8 %	48,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-8,0 %	17,3 %	30,2 %	43,8 %	27,5 %
Suurimmat omistajat		%-osakeista				Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Kauppahuone Laakkonen oy		26,4 %				EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8
HML Finance Oy (Hannu Laakkonen)		23,4 %				EV/EBITDA (oik.)	11,8	14,7	9,7	11,4	7,6
Laakkonen Yrjö		20,4 %				EV/EBIT (oik.)	41,1	>100	>100	neg.	39,2
Foncia Invest Oy (Päivi Laakkonen-Mäkihonko)		10,2 %				P/E (oik.)	24,8	76,2	36,0	neg.	33,9
Laakkonen Reetta		2,9 %				P/B	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
Laakkonen Outi		2,0 %				Osinkotuotto-%	4,9 %	4,0 %	3,8 %	1,7 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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 paikkansapitävydestä. 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.

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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan

Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maitillisia.

Inderesin tutkimusta latineilla analytyikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytyikon 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajailaisuuskien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.6.2019	Myy	5,30 €	6,25 €
9.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
26.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
29.10.2019	Vähennä	5,90 €	6,25 €
10.2.2020	Myy	5,60 €	6,35 €
2.3.2020	Myy	5,60 €	6,45 €
2.4.2020	Myy	5,40 €	5,85 €
28.4.2020	Myy	5,30 €	5,95 €
6.8.2020	Myy	5,30 €	5,90 €
24.8.2020	Myy	5,30 €	5,85 €
14.9.2020	Vähennä	5,30 €	5,80 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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 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

Suositudarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018, 2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018,
2019**

Suositudarkkuus



2017, 2019

Suositudarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositudarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**