

Ilkka

Laaja raportti

16.09.2023 12:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Osissa merkittävästi arvoa purettavaksi

Medialiiketoiminnan murrokseen vastatakseen Ilkka on rakentanut viime vuosina uutta liiketoimintaa digitaalisista markkinoinnin ja viestinnän palveluista. Jatkossa niiden kasvu ja sen skaalautuminen ovat muutosprosessin mittareita. Skaalautuva kasvu arviomme mukaan toimisi osakkeen arvoajurina, minkä lisäksi merkittävien taseen varojen avokätinen jakaminen omistajille vapauttaisi osien summassa (5,1 euroa/osake) olevaa arvoa. Emme kuitenkaan odota aiempaa avokätisempää voitonjakoa tai nopeaa digitaalisten liiketoimintojen kasvun kiihtymistä. Nykykurssilla osake tarjoaa mielestämme hyvän riski/tuotto-suhteen, joten toistamme lisää-suosituksemme 3,5 euron tavoitehinnalla (aik. 3,7 euroa)

Perinteikäs mediatoimialan yhtiö on muokannut tulovirtojaan yritysjärjestelyillä

Ilkka on mediatoimialan yhtiö, jolla on johtava asema Pohjanmaan mediamarckkinalla sekä merkittävä omistus Alma Mediassa. Yhtiön liikevaihdosta noin 2/3 muodostuu Media- ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista, kun taas noin 1/3 muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista. Mediamarckkinan murroksen heikennettyä perinteisten liiketoimintojen näkymiä, yhtiö on pyrkinyt kasvamaan digitaalisissa markkinoinnin ja viestinnän palveluissa. Tässä yritysjärjestelyillä on ollut keskeinen rooli ja viimeisten vuosien aikana yhtiö on rakentanut uudelle liiketoiminnalle pohjan, jota se pyrkii kasvattamaan jatkossa suuremmissa määrin organisaation kautta. Arvioimme, että yritysjärjestelyt ovat mahdollisia myös jatkossa ja ylikapitalisoituneen taseen myötä yhtiöllä on huomattavasti liikkumavaraa pääoman allokoinnin saralla.

Liiketoimintoja ohjaavat erisuuntaiset trendit, arvopaperien tuotoista nostetta tulokselle ja rahavirralle

Ilkan konsernitason liikevaihdon kehitystä ohjaavat erisuuntaiset trendit, sillä painetun median ja painoliiketoiminnan markkina jatkaa supistumistaan. Samaan aikaan digitaalisen markkinoinnin ja viestinnän keskipitkän aikavälin kasvua tukee kohdemarkkinan kasvu, vaikkakin lyhyellä tähtäimellä heikko taloussuhdanne tätä arviomme mukaan hieman jarruttaakin. Liiketoimintojen eri suuntaiset ajurit myös rajaavat konsernitason kannattavuuden nousua, vaikkakin odotamme kustannusinflaation helpottaessa medialiiketoiminnan kannattavuuden hieman elpyvän ja myös painoliiketoiminnan tappioiden supistuvan. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon odotamme nostavan sen kannattavuutta, mutta konsernitason ennustamme kannattavuuden jäävän matalalle tasolle eli keskimäärin 2 %:iin vuosina 2023-2025e (2022 oik. oman toiminnan liikevoitto-% 2,0 %). Lähivuosien nettotuloksen ja kassavirran ennustamme kuitenkin ylittävän selvästi operatiivisen tuloksen tason, sillä ne saavat aiempaan tapaan vahvistusta Alma Median osingoista muodostuvasta tulovirrasta sekä kohonneiden korkojen myötä myös lyhytaikaisen rahoitusomaisuuden tuotoista.

Nykykurssi alle Alma Median osakkeiden arvon

Ilkan osissa on merkittävästi purkautumatonta arvoa, sillä päivitetyn osien summa -mallin mukainen osakkeen arvo on 5,1 euroa osakkeelta. Nykykurssi on karkeasti linjassa huokeasti arvostetun Alma Median omistuksen arvon kanssa (3,2e/osake). Siten näemmekin osakkeen perustellun laskuvaran varsin rajallisena, mitä muut arvonmäärittämissä menetelmissä tukevat. Emme kuitenkaan odota nopeaa arvon purkautumista, mikä rajoittaa arvioimaamme tuotto-odotusta ja pitää riski/tuotto-suhteen hyvänä.

Suositus

Lisää

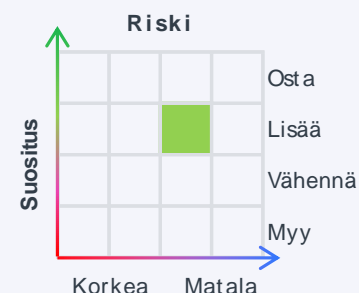
(aik. Lisää)

3,50 EUR

(aik. 3,70 EUR)

Osakekurssi:

3,10



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	57,8	60,7	61,3	62,2
kasvu-%	16 %	5 %	1 %	2 %
EBIT oik.	1,2	0,7	1,3	1,4
EBIT-% oik.	2,0 %	1,2 %	2,1 %	2,2 %
Nettotulos	0,7	4,2	3,8	4,7
EPS (oik.)	0,11	0,23	0,24	0,25

P/E (oik.)	32,7	13,3	13,0	12,5
P/B	0,6	0,5	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	5,6 %	6,5 %	7,1 %	7,7 %
EV/EBIT (oik.)	44,3	51,1	29,0	28,0
EV/EBITDA	18,8	12,4	14,5	12,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,6	0,6	0,6

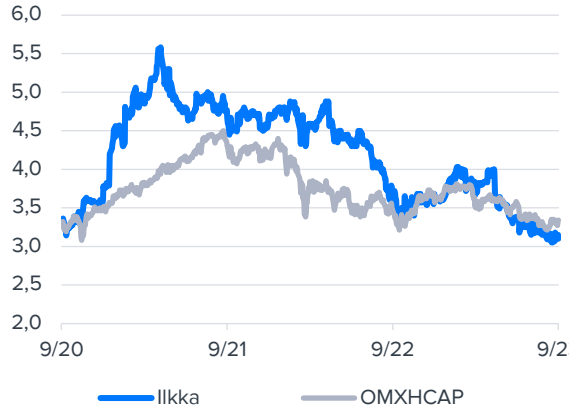
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

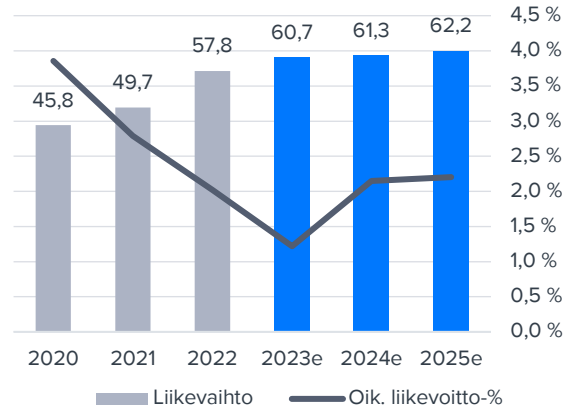
Ilkka-konsernin liikevaihdon (2022: 57,8 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2021: 1,2 MEUR) arvioidaan laskevan edellisvuodesta.

Osakekurssi



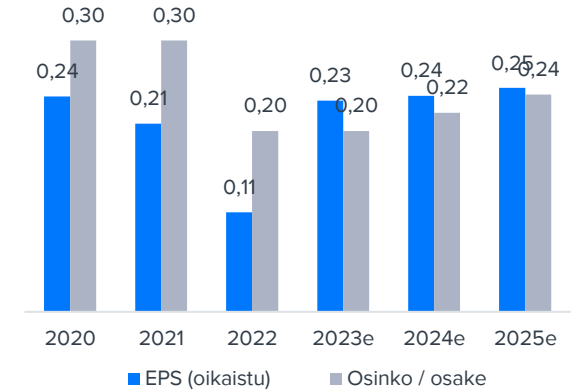
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Yritysjärjestelyt
- Alma Median arvonkehitys ja osinkovirta



Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Yritysjärjestelyiden mahdollinen epäonnistuminen
- Talouskehitykseen ja suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvupanostusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,10	3,10	3,10
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	79	79	79
Yritysarvo (EV)	38	38	38
P/E (oik.)	13,3	13,0	12,5
P/E	18,8	20,6	16,9
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	1,3	1,3	1,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	12,4	14,5	12,6
EV/EBIT (oik.)	51,1	29,0	28,0
Osinko/tulos (%)	121,2 %	146,1 %	131,2 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	7,1 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	9-12
Toimialakatsaus - mediatoimiala	13-16
Toimialakatsaus - markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	17
Taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-24
Sijoitusprofiili	25-26
Arvonmääritys	27-30
Taulukot	31-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Ilkka lyhyesti

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

57,8 MEUR (16 %)

Liikevaihto 2022 (liikevaihdon kasvu-%)

-0,9 MEUR (-1,6 %)

Liikevoitto 2022 (liikevoitto-%)

1,2 MEUR (2,0 %)

Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 2022 (liikevoitto-%)

59 % / 6 % / 35 %

Media ja markkinointipalveluiden / Painopalveluiden / Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden osuus liikevaihdosta, 2022

72 % / 25 %

Jatkuvalaskutteen liikevaihdon osuus Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdosta 2022/ osuus konsernin liikevaihdosta, 2022

Lähde: Inderes, Ilkka

2010-2015

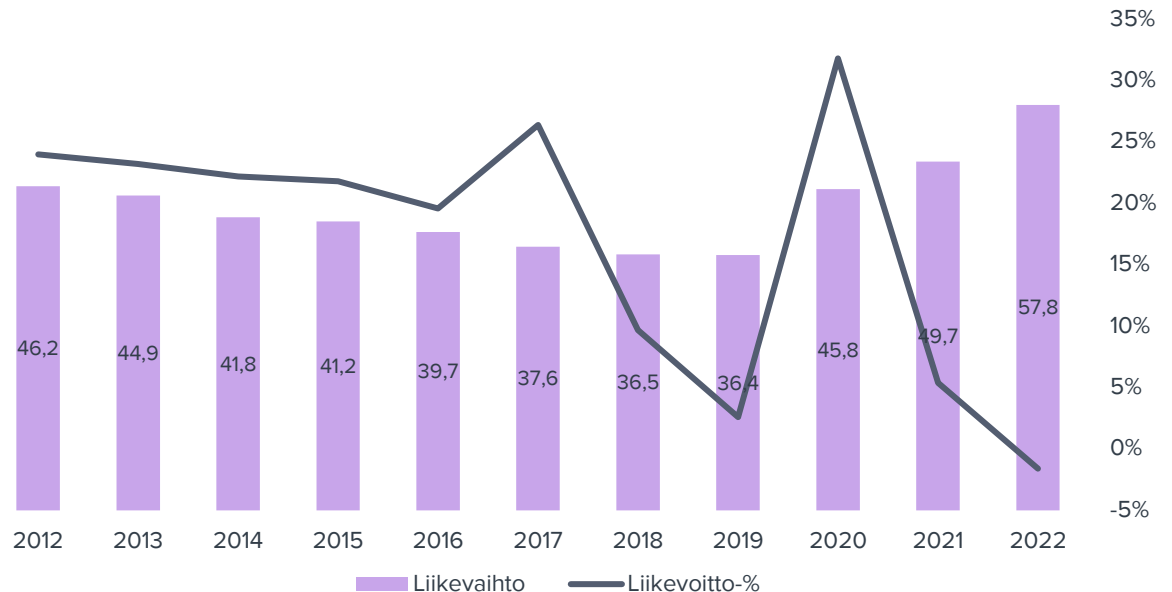
- Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros käänsivät yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun
- Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin
- Pieniä järjestelyjä medialiikeyhtiöissä ja omistusosuutta Alma Mediassa kasvatettiin

2016-2018

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

2019-2023

- Useita yritysostoja digitaalisten markkinointipalveluiden sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen laajentamiseksi (mm. Liana, Myynninmaailma, Mysome, Ungapped, Evermade ja Differo)
- Epäorgaaninen kasvu kasvattaa liikevaihtoa, mutta kannattavuus paineessa rakenteellisten trendien, koronan ja kustannusinflaation myötä



Liiketoimintamalli 1/2

Mediakonserni Ilkka

Ilkka 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 %), Yrittävä Suupohja Oy (omistusosuus 38,5 %) ja Hilla Group Oyj (omistusosuus 29,5 %). Konsernin arvoltaan suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) Alma Median osakekannasta.

Ilkan liikevaihto vuonna 2022 oli 57,8 MEUR ja sen liikevoitto oli -0,9 MEUR. Yhtiön operatiivista kehitystä paremmin kuvaava ja osakkuusyhtiöiden tuloksista sekä hankintamenojen poistoista ja muista puhdistettu oikaistu oman toiminnan liikevoitto oli 1,2 MEUR (oik. EBIT-% 2,0 %).

Media- ja markkinointipalvelut konsernin suurin liiketoiminta

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin segmentti on sanomalehtien julkaisuun ja markkinoinnin ja viestinnän palveluihin keskittynyt **Media- ja markkinointipalvelut**, jonka muodostaa I-Mediat ja sen tytäryhtiöt. I-Mediat julkaisee Ilkka-Pohjalainen maakuntalehteä, sekä viittä paikallislehteä ja kahta kaupunkilehteä (Vaasa ja Epari) sekä tuottaa digitaalisia ja painettuja markkinointi- ja viestintäpalveluja. Digitaalisia markkinointi- ja viestintäpalveluja tarjoavat Somessa.com ja Mysome Oy sekä digimarkkinointia tarjoava markkinointitoimisto Myynninmaailma.

Media- ja markkinointipalvelut muodostivat vuonna 2022 59 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta

(34,2 MEUR) ja sen liikevoitto oli 1,3 MEUR. Vuonna 2022 liiketoiminta-alueen liikevaihdosta 49 % muodostui sisältötutoista, 25 % ilmoitustuotoista ja loput 26 % markkinointi ja viestintäpalveluista. Liiketoiminnan asiakkuudet muodostuvat sisältötuttopien osalta pääosin Pohjanmaan ja Etelä-Pohjanmaan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuttopien osalta pääasiassa näillä alueilla liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteista myyvästä yrityksistä. Markkinointi- ja viestintäpalveluja tarjoavilla yrityksillä on asiakkaita laajemmalla alueella ja ne toimivatkin valtakunnallisesti.

Painotoimiala on arkki- ja erikoispainamista

Painotoimiala muodostuu konsernin tytäryhtiö I-printistä, jonka palveluita ovat arkki- ja erikoispainot sekä digitaalisen painamisen palvelut. Liiketoiminnalla oli vielä vuoteen 2022 asti rooli konsernin omien julkaisujen painamisessa ja siten merkittävä osa sen liikevaihdosta muodostui segmenttien välisistä tuotoista. Vuoden 2022 alusta alkaen Ilkka hankkii sanomalehtien painopalvelut ostopalveluina Botnia Printiltä. Painotoimialan 3,4 MEUR:n ulkoinen liikevaihto muodostui vuonna 2022 6 % konsernin raportoidusta liikevaihdosta ja sen liiketulos oli -0,7 MEUR toiminnan pientä kokoluokkaa peilaten.

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut on liikevaihdolla mitattuna yhtiön toiseksi suurin segmentti ja sen vuoden 2022 liikevaihto oli 20,2 MEUR muodostaen 35 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin liiketulos oli vuonna 2022 0,4 MEUR. Segmentti muodostuu vuonna 2020 hankitusta Liana Technologiesista (omistusosuus ~ 83 %), joka

Liiketoimintarakenne

Ilkka konserni 2022 liikevaihto 57,8 MEUR, EBIT -0,9 MEUR		
Media ja markkinointipalvelut Lv. 34,2 MEUR EBIT 1,3 MEUR EBIT-% 3,7 % • Sanomalehdet • Verkkomedia • Markkinointi- ja viestintäpalvelut	Painopalvelut Lv. 3,4 MEUR EBIT -0,7 MEUR EBIT-% neg. • Arkki-, digi- ja erikoispainot • Muut palvelut (esim. brändinhallinta ja logistiikka)	Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut Lv. 20,2 MEUR EBIT 0,4 MEUR EBIT-% 2,2 % • Markkinoinnin automaatio • Mediaseuranta • Julkaisujärjestelmät ja verkkokaupat

Liikevaihdon* jakauma, 2022



*Ulkoinen eli raportoitu liikevaihto

Liiketoimintamalli 2/2

on yksi Suomen suurimmista markkinoinnin ja viestinnän pilvipalveluja (SaaS) tuottavista ohjelmistoyrityksistä. Lisäksi yhtiöllä on toimitot viidessä muussa maassa ulkomailla. Liana tarjoaa asiakkailleen markkinoinnin automaatiopalveluja, jotka tuovat sen tuotoista käsityksemme mukaan noin puolet. Lisäksi se toteuttaa verkkopalveluratkaisuja ja viestintäratkaisuja, joiden tuotot muodostavat toisen puolikkaan liikevaihdosta. Yhtiön pääasiallinen kohdemarkkina on Suomi, joka tuo arviomme mukaan noin 85 % liikevaihdosta, mutta asiakkaita sillä on kymmenissä maissa. Segmenttiin lukeutuu myös Lianan vuonna 2021 hankkima markkinointiteknologia-yhtiö Ungapped sekä alkuvuodesta 2022 hankittu digitoimisto Evermade. Ungapped keskittyy sähköpostimarkkinointiin, tapahtumanhallintaan sekä kyselyihin, kun taas Evermade suunnittelee ja toteuttaa verkkosivuja ja verkkokauppoja. Lianan SaaS-pohjaisen liiketoimintamallien ansiosta koko segmentin liikevaihdosta 72 % oli jatkuvalaskutteista vuonna 2022.

Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Kolmen liiketoiminta-alueen lisäksi Ilkalla on arvoltaan merkittävä osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka saa myös merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta, mikä vahvistaa Ilkan rahavirtaa.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat tuottoihin

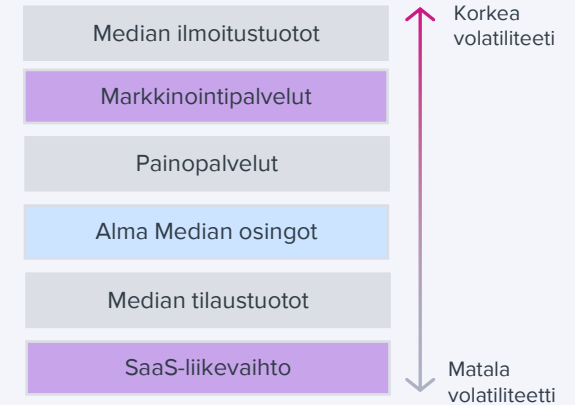
Ilkan liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi media-alan rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen

digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painettuun mediamainontaan ja painotuotteiden kysyntään. Ilkan liiketoiminta nojaa edelleen merkittävin osin painettuun mediaan, mutta etenkin viimeaikaisten yritysostojen seurauksena digitaalisen median ja palveluiden osuus konsernin tuotoista on kasvanut. Vuoden 2022 lopussa digitaalisen liiketoiminnan osuus Ilkan liikevaihdosta oli noin 55 %.

Liikevaihdon riskiprofiili on mielestämme tuottojen toistuvuuden osalta kohtuullinen, mutta luonteeltaan suhdanneherkkien median ilmoitustuottojen osuus konsernin raportoidusta liikevaihdosta vuonna 2022 oli laskenut kohtuulliselle 15 %:n tasolle. Tämän suhdanneherkän erän kehitystä kuitenkin vakauttaa se, että mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta, joiden mainosbudjetit eivät vaihtelee arviomme mukaan niin voimakkaasti taloussyörien mukana.

Liikevaihdon riskiprofiilia tasoittaa myös Lianan jatkuvalaskutteisen liikevaihdon osuus, joka vastaa 25 % Ilkan liikevaihdosta. Arviomme mukaan erilaisten markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kysyntä on kuitenkin jossain määrin riippuvainen yleisestä talouskehityksestä, joka taas vaikuttaa viiveellä myös jatkuvalaskutteisen liikevaihdon kehitykseen ja kasvumahdollisuuksiin.

Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2022*	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	Matala (noin 5%)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Digitaaliset palvelut/ SaaS	Suuri (noin 50%)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Painettu media	Suuri (noin 40%)	laskee 5-10 %/v
Painaminen	Matala (reilu 5%)	Laskee 5-10%/v

* Inderesin arvio

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Ilkan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia vuosille 2024-2026

Ilkka päivitti kesällä 2023 strategiansa tulevalle kolmivuotiselle jaksolle. Yhtiö tulee muuttamaan raportointiaan vuoden 2024 alusta kolmeen segmenttiin, joka arviomme mukaan myös kuvastaa sen painopistealueita seuraavalla strategiakaudella.

Markkinointi- ja teknologiapalvelut muodostuvat jatkossa Liana-konsernista sekä markkinointipalveluyhtiöistä. Arviomme mukaan merkittävimmät kasvupanostukset kohdennetaan tähän kokonaisuuteen, jonka palvelutarjoomaa on monipuolistettu ja vahvistettu viime vuosina useilla yritysostoilla. Arviomme mukaan segmentti voi tehdä valikoiden jatkossakin yritysostoja, mutta palvelutarjooman laajennusvaiheen jälkeen on jatkossa orgaanisen kasvun ja kannattavuuden vahvistamisen tavoittelu sen toiminnan keskiössä.

Vastaavasti paikallisesta mediasta jatkossa koostuva Mediapalvelut pyrkii hallitsemaan edelleen jatkuvaa tuottojen murrosta painetusta mediasta digitaaliseen mediaan. Tämä tarkoittaa, että segmentin tavoitteena on digikanavista tulevien tulovirtojen kasvattaminen ja kannattavuuden vahvistaminen. Täten segmentin toiminnan ohjaavia tekijöitä on myynnin ja kapasiteetin optimointi, kustannusten hallinta ja myös kassavirran puolustaminen.

Pienimmässä segmentissä eli Painopalveluissa yhtiö on tarkentanut sen fokusta ja tulee tekemään toimintaan kohdennettuja panostuksia. Arviomme mukaan tämä kokonaisuus on nykyisessä kokoluokassaan kuitenkin liian pieni yltääkseen kestävästi tyydyttävälle kannattavuustasolle. Siten pidämmekin varsin

mahdollisena, että tämä kokonaisuus voitaisiin divestoida tulevaisuudessa, mikäli siihen aukeaa tilaisuus.

Taloudelliset tavoitteet

Strategiapäivityksen yhteydessä Ilkka ei muuttanut taloudellisia tavoitteitaan, jotka ovat:

1. Kasvu: Liikevaihdon kasvattaminen sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti ja digitaalisen liiketoiminnan vuotuinen kasvutavoite konsernissa yli 10 %.

Yhtiön media- ja painoliiketoimintojen rakenteelliset ajurit huomioiden on yhtiön orgaaninen kasvunäkymä vaimea, mitä heijastelee myös viime vuosien liikevaihdon orgaaninen kehitys. Arviomme mukaan kasvutavoite nojaakin osin epäorgaaniseen kasvuun, joka antaa edellytykset yli 10 %:n kasvuun.

2. Kannattavuus: Oikaistu oman toiminnan liikevoitto 10 %. Edellisen viiden vuoden aikana yhtiön oikaistu oman toiminnan liikevoitto on vaihdellut vuoden 2018 4,5 %:n ja vuoden 2022 2,0 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 3,3 %. Viime vuosina kannattavuus on ollut heikolla tasolla median rakennemuutoksen aiheuttaman kysynnän heikentymisen ja siitä seuranneen tehokkuuden laskun johdosta. Näkemyksemme mukaan kannattavuustavoite vaikuttaakin nykyisellä liiketoiminnan rakenteella hyvin haastavalta. Tämä johtuu siitä, että emme pidä nykyisellä tulojen rakenteella sitä medialiiketoiminnalle saavutettavissa olevana. Tämä rajaa konsernitason kannattavuuspotentiaalia. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluille pidämme tätä

saavutettavissa olevana tasona, mutta se arviomme mukaan edellyttää nykyistä suurempaa kokoluokkaa.

3. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste vähintään 40 %. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka täyttää vakavaraisuustavoitteensa helposti ja H1'23:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 87 %.

Nettokassan ja lyhyt sekä pitkäaikaisen rahoitusvarojen ansiosta Ilkan rahoitusasema on erittäin vahva (ks. s. 18). Yhtiöllä onkin edelleen merkittävästi pääomaa, jota se voi allokoida epäorgaaniseen kasvuun ja toisaalta jo hankittujen liiketoimintojen kasvattamiseen. Arviommekin, että investointikohteiden puutteen myötä nykyisten liiketoimintojen kasvattaminen ei edellytä rahoitusvarojen täysimääräistä allokointia. Tästä johtuen nykyiseen rahoitusomaisuuteen suhteutettuna rajalliset investointitarpeet jarruttavat Ilkan pääoman tuottoja, johon vaikuttaa merkittävästi taseen mittakaavassa suuren Alma Median kehitys.

Osingonjakopolitiikka

Ilkan osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi Ilkan taloudellinen asema, kannattavan kasvun vaatima rahoitus sekä tulevaisuuden näkymät ja kehitystarpeet. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön osinko (jatkuvat toiminnot) on ollut tulosta suurempi kaikkina vuosina, paitsi vuonna 2020, jolloin kertaluonteinen tuotto vahvisti tulosta merkittävästi. Tähän yhtiöllä on kuitenkin varaa taseasemansa puolesta ja vuolasta voitonjakoa voidaan arviomme mukaan odottaa jatkossakin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Uutta tukijalkaa lähdettiin rakentamaan yritysostoilla

Perinteisen median markkinamurrokseen vastatakseen Ilkka on lähtenyt rakentamaan uutta liiketoimintaa digitaalisen median lisäksi markkinoinnin ja viestinnän digitaalisista palveluista. Tätä muutosprosessia yhtiö on toteuttanut useilla yritysostoilla, joilla on rakennettu uuden liiketoiminnan pohjaa. Varat tämän liiketoiminnan painopisteen muutokseen yhtiö on hankkinut suurelta osin myymällä noin 100 MEUR:lla omistamiaan Alma Median osakkeita vuonna 2018.

Toistaiseksi Ilkan suurin yritysosto oli Liana Technologiesin osto alkuvuodesta 2020. Liana puolestaan osti ruotsalaisen markkinointiteknologiayhtiö Ungappedin vuonna 2021 ja suomalaisen Digitoimiston Evermaden vuonna 2022. Nämä yritysostot toimivat esimerkkinä liiketoimintamallista (digitaalinen, skaalautuva, jatkuva liikevaihtoa) ja strategisesta yhteensopivuudesta (media- ja viestintäalan arvoketjussa toimiva yhtiö), minkä päälle yhtiö rakentaa uutta liiketoimintaa.

Edellä mainittujen yritysostojen lisäksi Ilkka ostanut markkinointitoimisto Myynninmaailman, vaikuttajamediatoimisto somessa.comin. Lisäksi Myynninmaailma hankki osake-enemmistön digitoimisto Digimogulista. Vastaavasti vuonna 2021 Ilkka osti sosiaalisen median toimiston Mysomen. Edellä mainitut hankinnat lukeutuvat tällä hetkellä Media ja markkinointipalvelut-segmentin alle, kunnes uusi edellä mainittu rakenne astuu voimaan ensi vuoden alusta.

Integraatioita ja toiminnan uudelleenjärjestelyjä

Lukuisten yritysjärjestelyjen myötä Ilkan

palvelutarjonta on laajentunut, mikä mahdollistaa kokonaisvaltaisten mainonnan markkinoinninpalveluiden myynnin. Tämä on edellyttänyt hankittujen liiketoimintojen integrointia ja myynnin uudelleenjärjestelyä, minkä lisäksi yhtiö on keskittänyt toimintoja. Yhtenä merkittävimpänä hankintana näemme Evermade-yritysoston, sillä ostolla yhtiö vahvisti osaamistaan WordPress-teknologiassa. Tämä laajensi sen kohdemarkkinaa WordPressin korkean markkinaosuuden vuoksi ja mahdollistaa Lianan palveluiden laajentamisen WordPress-asiakkuuksiin.

Seuraavassa vaiheessa korostuu digitaalisten palveluiden kasvu ja sen skaalautuminen

Arviomme mukaan markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden tarjooma on tehtyjen yritysostojen jälkeen kattava, eikä yritysostot ole yhtä merkittävässä roolissa jatkossa. Uusi Lianan ympärille muodostettu kokonaisuus keskittyykin arviomme mukaan jatkossa tunnettuuden vahvistamiseen ja tuotelähtöiseen myyntiin. Nykyisten resurssien pohjalta markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut voivat tarjota Suomessa valtakunnallisia ratkaisuja, mikä on selkeä ero Ilkan alueelliseen historiaan.

Näkemyksemme mukaan Ilkan tulevan strategiakauden onnistumisen mittari on orgaaninen kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen. Arviomme mukaan Markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden kannattavuuden tulisi skaalautua kasvun myötä digitaalisille tuotteille ominaiseen tapaan. Tässä onnistuminen ja skaalautuvan kasvun todistaminen onkin mielestämme Ilkan arvonluonnin kannalta keskeistä. Pidämmekin sitä yhtenä keskeisenä mahdollisena keinona osien summassa olevan arvon purkautumiselle.

Yritysostot 2019-2023 *

Vaikuttajamediatoimisto somessa.com

Yrityskauppa 02/2019, omistusosuus 100 %
Liikevaihto 0,2 MEUR (2019)

Markkinointitoimisto Myynninmaailma

Yrityskauppa 08/2019, omistusosuus 100 %
Liikevaihto 1,7 MEUR (2019)

Ohjelmistoyritys Liana Technologies

Yrityskauppa 01/2020, omistusosuus 82,6 % (optio 100 % omistuksesta)

Digitoimisto Digimoguli

Yrityskauppa 11/2020, konsernin omistusosuus 100 %
Liikevaihto 0,5 (2020)

Sosiaalisen median toimisto MySome

Yrityskauppa 08/2021, omistusosuus 94,5 %
Liikevaihto 3,1 (2020)

Markkinointiteknologiayhtiö Ungapped

Yrityskauppa 11/2021, omistusosuus 70 %
Liikevaihto 1,1 (2021)

Digitoimisto Evermade

Yrityskauppa 01/2022, omistusosuus 75 %
Liikevaihto 3,3 (2021)

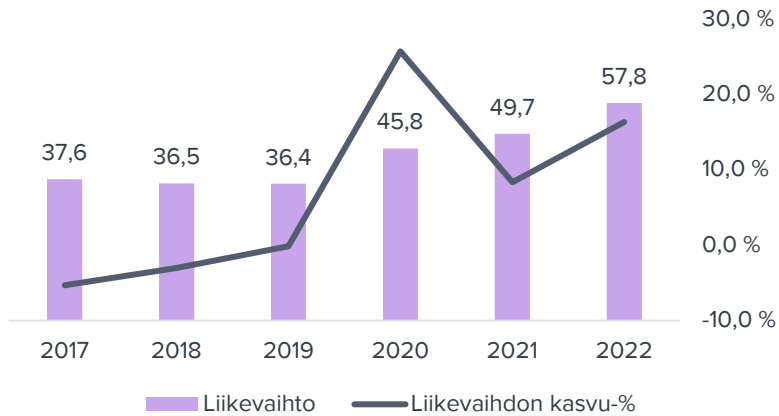
Sisältöstrategiatoimisto Differo

Yrityskauppa 05/2022, omistusosuus 100 %
Liikevaihto 1,5 (2021)

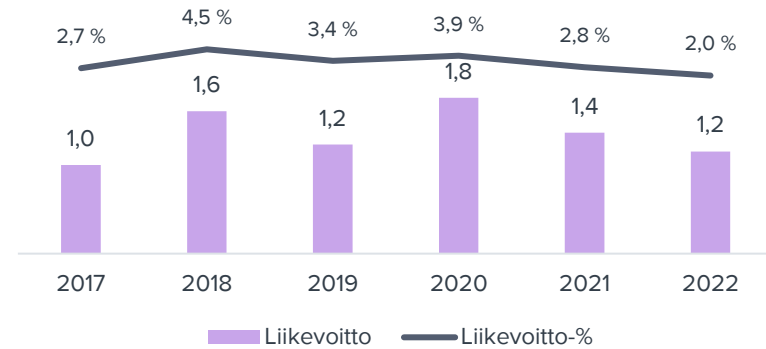
* Taloudelliset tiedot hankintaa edeltävän vuoden lukuja

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

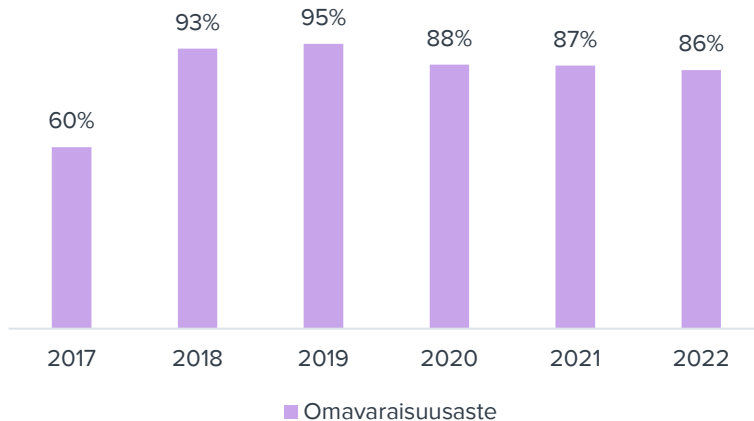
Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



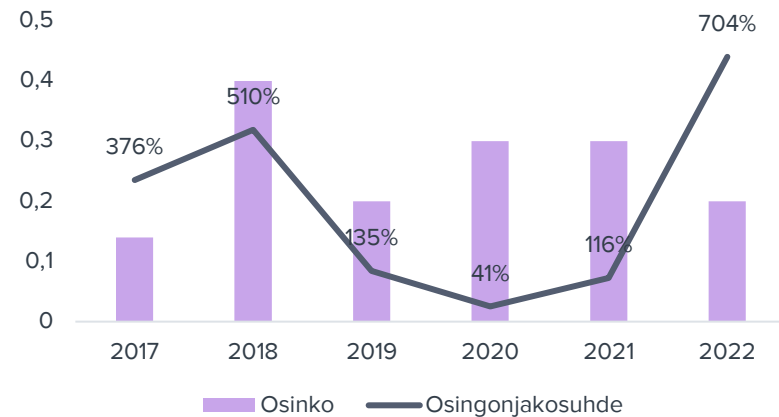
Oikaistu oman toiminnan liikevoitto ja liikevoitto-%



Omavaraisuusaste, %



Osinko ja osingonjakosuhte*, %



Ilkka-konsernin strateginen ja operatiivinen kehitys

2013

-

2016

2017

-

2020

2021

-

2023

Liiketoiminnan kehittäminen pienin kehitysinvestoinnein, liikevaihto laskee

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

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
- Alma Media -omistuksen keventäminen vahvistaa rahoitusasemaa ja antaa edellytykset panostaa kasvuun
- Markkinoinnin ja viestinnän palveluja tuottavan Liana Technologiesin hankinta luo pohjan uudelle liiketoiminta-avaukselle ja kasvun tavoittelulle

Pääoman allokoitua yritystostoihin ja niiden integrointia

- Sanomalehtipainamisesta luopuminen
- Digitaalisten tuottojen merkittävä kasvattaminen epäorgaanisesti ja orgaanisesti keskeisillä kohdemarkkinoilla
- Täydentäviä yritystostoja markkinoinnin ja viestinnän palveluissa
- Fokuksen terävöittäminen Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluissa sekä palvelun tuotannon keskittäminen Suomeen
- Yritystostojen integroiminen ja synergioiden tavoittelu

Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

Toteutunut

- Kehityspolku perinteisestä sanomalehtiyhtymästä media- ja markkinoinnin sekä viestinnän alan teknologia- ja palveluyhtiöksi
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Kannattavuus lievästi positiivinen toimialojen voimakkaan murroksen keskellä
- Yhtiön rahoitusasema on hyvä Alma Media-osakkeiden myynnin ja Arena Partnersin myyntivoitosta jaettujen osinkojen myötä

Lähitulevaisuus 1-2v

- Investointien ja panostusten jatkaminen digitaalisten palveluiden osuuden kasvattamiseksi
- SaaS-liiketoiminnan (Lianan) kasvun kiihdyttäminen orgaanisesti sekä epäorgaanisesti
- Medialiiketoiminnan kehitys- ja tehostustoimien jatkaminen
- Painotoiminnassa kohdennettuja panostuksia, divestointi arviomme mukaan mahdollista

Seuraavat 5 vuotta

- Digitaalisten palveluiden ja tuottojen osuuden kasvattaminen
- Mediatoimialan rakennemurros painaa perinteisten liiketoimintojen orgaanista kasvua
- Mahdollisuus kohentaa pääoman tuottoja viisaalla pääoman allokoinnilla

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 laskuna sekä digitaalisen median 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 mainosmyynnin tuottoihin.

Lisäksi mediatyhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediatyhtiöiden 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. Tällaisia ajureita ovat EU:n tietosuoja-asetukset (GDPR ja e-Privacy), jotka tasoittavat pelikenttää paikallisten mediatyhtiöiden 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 kokonaisuutena 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 teknologioiden käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaisuudesta (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2022.

Suuret globaalit toimijat kuten Facebook ja Google ovat ottaneet suuren osuuden digimainonnan arvosta, ja ne kilpailevat tällä markkinalla kansallisten toimijoiden kanssa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina isossa kuvassa ennallaan. Tämä tarkoittaa, että odotamme printtimainonnan selvän laskun jatkuvan ja digitaalisen mainonnan suhteellisen osuuden kasvavan. Siten kokonaismarkkinan arvon kehityksen odotamme olevan suhteellisen vakaata tai lievästi positiivista Suomessa.

Mediatoimialan ajurit ja trendit

Digitalisaatio



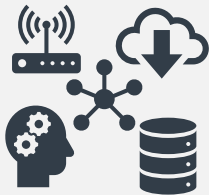
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

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 vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa ja vuonna 2022 kasvu ylsi 10 %:iin. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arviomme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. 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 kasvattamaan digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Alma Media on onnistunut kasvattamaan viime vuosina Talentin kuluttaja- ja yrittäjäasiakkaiden kuukausitilauksia lukumäärää merkittävästi.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus ja tottumus maksaa digitaalisesta sisällöstä, valeutisiin liittynyt

keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

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 historiallisesti ollut tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa.

Arviomme mukaan viime aikoina nähty voimakas kustannusinflaatio asettaa painetun median kannattavuuden entistä suurempaan paineeseen

samalla, kun niiden volyymit ovat laskeneet merkittävästi viime vuosina. Tämä tekee painetussa mediassa kohtuullisen kannattavuuden saavuttamisesta entistäkin hankalampaa, sillä pidämme hintojen korotuksien toteuttamista haastavana kilpailutilanteen myötä. Viime vuosien kannattavuuspaineet voivatkin arviomme mukaan vauhdittaa rakennemuutoksia ja -järjestelyjä painetun median saralla.

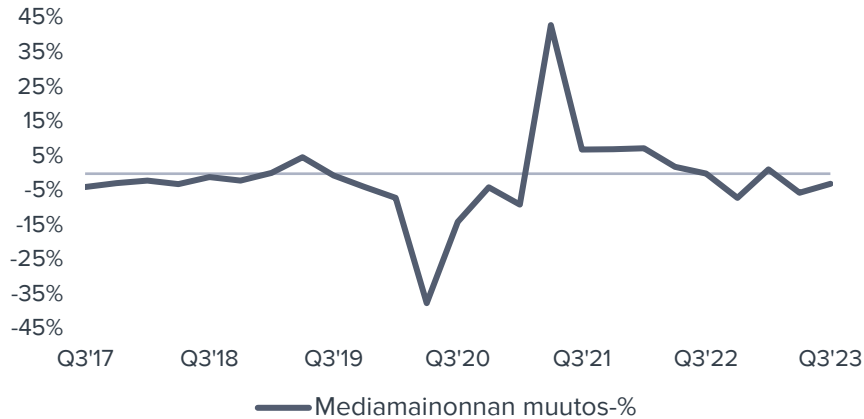
Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu ennemmin 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).

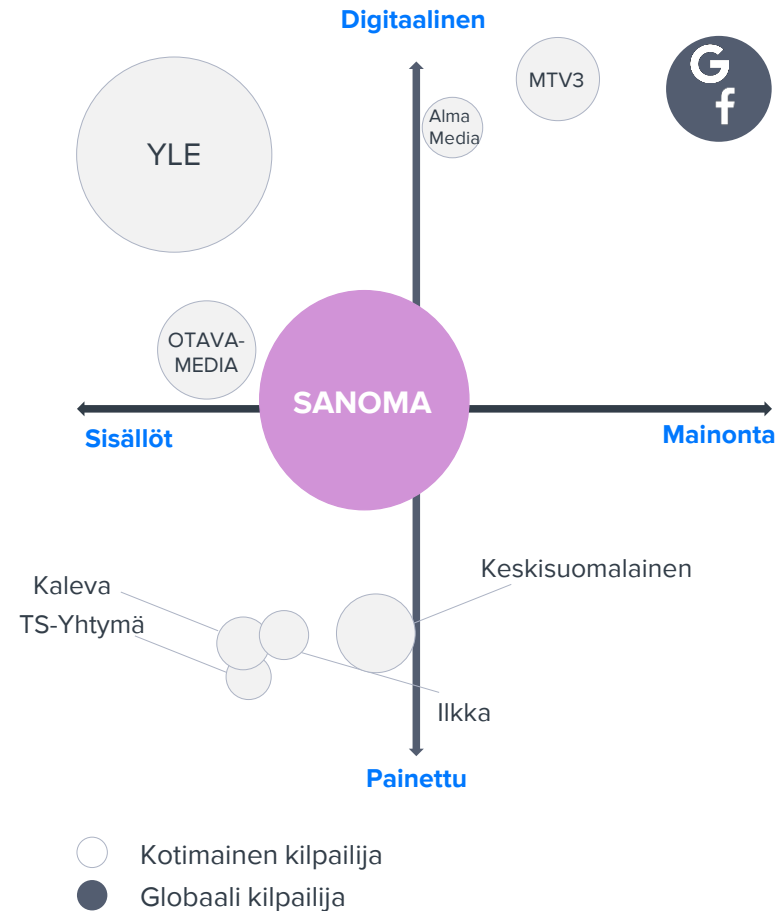
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyksen, pitkät ja vahvat lukijasuhteet painetussa mediassa sekä vahvat brändit. Tämä tukee myös paikallisesti toimivia medioita, joskin niiden pienemmän kokoluokan myötä rakenteellisesti supistuvan painetun median lasku heikentää mittakaava hyötyjä, joka taas on nakertanut niiden kannattavuutta.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

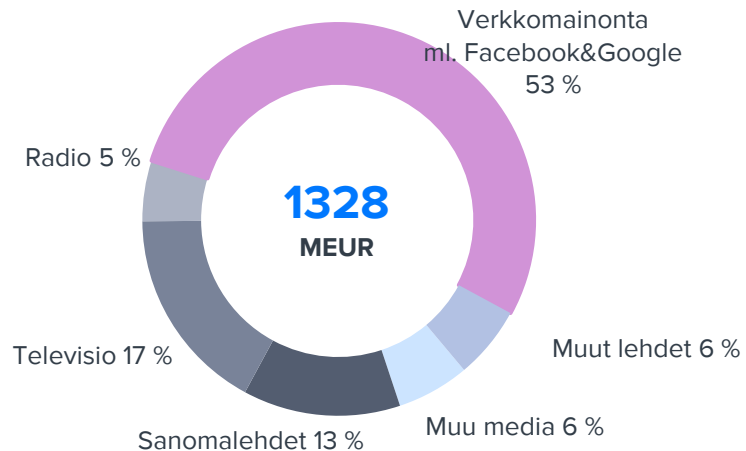
Suomen mediamainonnan kehitys *



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä *



Suomen mediamainonnan jakauma, 2022



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

* Havainnollistava kuvio perustuen Inderesin arvioihin niiltä osin, kun tietoja ei ole saatavilla

Toimialakatsaus - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut

Voimakkaasti kasvava markkina

Markkinointitekniikan markkina on VALOR Partnersin (2020) Liana Technologies -yrityskaupan yhteydessä tekemän markkinakatsauksen mukaan voimakkaasti kasvava seuraavina vuosina. Suomen markkinointitekniikan markkinan (sis. Digipalvelut ja ostetut sisällöt) on ennustettu kasvavan vuoden 2020 700 MEUR:n tasosta 1200 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaisi 10 %:n vuotuista kasvua. Globaalin markkinan koon arvioitiin olevan noin 60 miljardia dollaria vuonna 2020. Markkinan kasvua vetää etenkin datan ja tekniikan merkityksen korostuminen markkinoinnissa, jolla voidaan parantaa markkinoinnin tehokkuutta (mm. kohdennettu viestintä, data-analytiikka, automaatio). Tuoreita tilastoja markkinasta ei ole saatavilla, mutta markkinan keskipitkän aikavälin kasvukuva on mielestämme aiemman kaltainen. Huomion arvoista on mielestämme myös, että markkina on valtava suhteessa Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut-segmentin kokoon, eikä markkinan koko tai kasvu mielestämme rajoita sen kasvupotentiaalia yli ajan tarkasteltaessa.

Markkinoinnin teknologiayhtiöiden kasvuvauhdit olivat yleisesti korkeita 2010-luvulla. Nopeinta kasvu viime vuosina on ollut kansainvälisillä teknologiayhtiöillä, jotka ovat kasvaneet voimakkaasti markkinoinnin automaation liiketoiminta-alueella. Paikallisilla toimijoilla (kuten Liana) kasvu on ollut usein maltillisempaa ja ne ovat jääneet toimialan suurimpien vauhdista. Tämän taustalla on etenkin se, että suurien teknologiayhtiöiden resurssit panostaa kasvuun ovat merkittävästi suuremmat ja ne ovat vauhdittaneet kasvua myös yritysostoin. Näkemyksemme mukaan

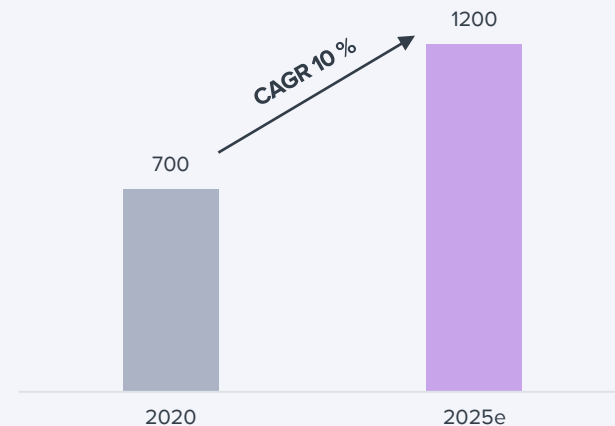
pienemmillä paikallisilla toimijoilla on kuitenkin markkinan koon ja sen kasvun ansiosta hyvät edellytykset kasvaa markkinan pienemmissä taskuissa. Erilaiset maantieteelliset, asiakkaiden kokoluokkaan ja palveluihin liittyvät valinnat pienentävät tällöin relevanttia markkinapotentiaalia jossain määrin.

Kilpailutilanne on moninainen

Lianan tekniikka kattaa useita viestinnän ja markkinoinnin teknologiapalveluita (markkinointiviestinnän automatisaatio, kanta-asiakasviestintä ja suoramarkkinointi). Markkinoilla toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Salesforce, Adobe, Meltwater ja Cision) ja satoja pieniä toimijoita, mutta näiden asemoituminen markkinassa vaihtelee. Yritykset tavanomaisesti kategorisoivat tarjoomansa joko pk-yrityksille (mm. Liana ja MailChimp) tai isoille yrityksille (mm. Salesforce ja IBM) ja niiden tarjonta ei tyypillisesti koostu useista eri palveluista.

Lianan merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Apsis ja Hubspot-kumppanit, jotka tarjoavat melko kattavia paketteja pk-yrityksille. Eri palvelualueiden välillä kilpailutilanne ja kilpailijat kuitenkin usein vaihtelevat. Siten myös Lianan kilpailijat vaihtelevat palvelualueittain yhtiön tarjonnan ollessa laaja. Kokonaismarkkinan kasvunäkymän takia markkinalla on tilaa useille sekä myös uusille toimijoille ja siten kilpailutilanne markkinoilla saattaa elää nopeastikin. Kaiken kaikkiaan pidämme kuitenkin laajan toimijajoukon ja suhteellisen matalien alalle tulon kynnyksen johdosta kilpailutilannetta tiukkana, eikä markkinoilla ole mielestämme vahvoja erottautumistekijöitä eli kilpailuedun lähteitä.

Suomen markkinointitekniikka* (MEUR)



Kilpailukentän toimijoita

APSYS

HubSpot

liana

Laaja tarjonta

Meltwater



salesforce

Keskittyneempi tarjonta

* Sisältää myös digipalvelut ja ostetut sisällöt
Lähde: Avas, Marketing Innovations, Grand View Research, VALOR Partners, Ilkka

Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Kustannusrakenne on muokkaantunut

Ilkan liiketoimintojen rakenne on muuttunut varsin merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana, minkä takia myös yhtiön kustannusrakenne on muuttunut ja tulee muuttumaan epäorgaanisen kasvustrategian myötä entisestään. Siksi historiallinen kustannusrakenne ei anna todenmukaista kuvaa nykyisestä tai arviomme mukaan tulevasta kustannusrakenteesta, kun liiketoimintojen painopiste on muuttunut perinteisestä mediasta- ja painopalveluista markkinoinnin, ja teknologian palveluihin viestinnän sekä digitaalisen median painottuviin liiketoimintoihin. Siten materiaalien ja palveluiden paino kustannusrakenteessa (2022: 25 %) on vähentynyt (osaltaan myös painamisen kysynnän vähentymisen ja ulkoistuksen takia) ja suurempi rooli kustannusrakenteesta on nykyään henkilöstökuluilla (2022: 52 %) ja liiketoiminnan muilla kuluilla (2022: 17 %). Kustannusrakenne ei siten ole lyhyellä tähtäimellä kovin joustava.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut ovat vaihdelleet noin 15-18 %:n välillä ja olleet edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin reilu 17 % liikevaihdosta.

Tase on vahvassa kunnossa

Ilkan tase oli H1'23:n lopussa 183 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä johtuu muun muassa yhtiön merkittävästä omistuksesta Alma Mediassa. Omistus Alma Mediassa raportoidaan

pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli H1'23:n lopussa noin 84 MEUR ja vastasi noin 46 % taseen loppusummasta. Muita pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa oli H1:n lopussa 16,9 MEUR:n aineettomat hyödykkeet (9 % taseen loppusummasta) sekä 22,4 MEUR:n liikearvo (12 % taseen loppusummasta).

Ilkalla on vahva rahoitusasema ja H1:n lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 7 MEUR:n kassavaroista sekä 33 MEUR:n muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista, jotka ovat käsityksemme mukaan valtaosin lyhyitä (3-6kk) korkopapereita. Nykyisten liiketoimintojen ansaintalogiikka mukailleen yhtiön käyttöpääoma on ollut negatiivinen viime vuosina, mikä johtuu median tilaustuottojen ja toisaalta SaaS-palveluiden etupainotteisesta (ennakkomaksut) laskutuksesta, jolloin myyntisaamisten osuus on pienempi suhteessa ostovelkoihin ja saatuihin ennakkoihin. Liiketoiminta ei myöskään sido pääomaa vaihto-omaisuuteen juurikaan. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että käyttöpääoman ollessa negatiivinen asiakkaat rahoittavat operatiivista liiketoimintaa.

Taseen vastattavaa osan kattaa valtaosin oma pääoma, sillä yhtiö ei juurikaan ole rahoittanut liiketoimintojansa vieraalla pääomalla. H1'23:n lopussa yhtiön nettovelkaantumistaso olikin -26 %.

Pidämme konsernin tase-eriä kurantteina, sillä Alma Median osakkeiden arvo konsernin taseessa on linjassa Inderesin arvioiman käyvän arvon kanssa ja taseen aineeton omaisuus on

näkemyksemme mukaan perusteltavissa.

Vahvan taseen pääomat eivät tuota

Ilkan pääoman tuotot ovat viime vuosina painuneet heikentyneen tuloskehityksen ja paisuneen taseen myötä matalalle tasolle. Vuonna 2020 Arena Partnersin saama myyntivoitto Alma Mediapartnersista nosti Ilkan pääoman tuottoa kertaluonteisesti (2020 ROI 12,7 %) osakkuusyhtiötuloksen kautta, mutta vuosina 2021-2022 ROI-% on ollut vaatimattomalla 0-4 %:n tasolla. Nykyisten omaisuususerien pääoman tuottokyvyn kohentaminen nojaa pitkälti digitaalisten liiketoimintojen tuloskasvuun ja taseen pääomien tuottavampaan allokointiin.

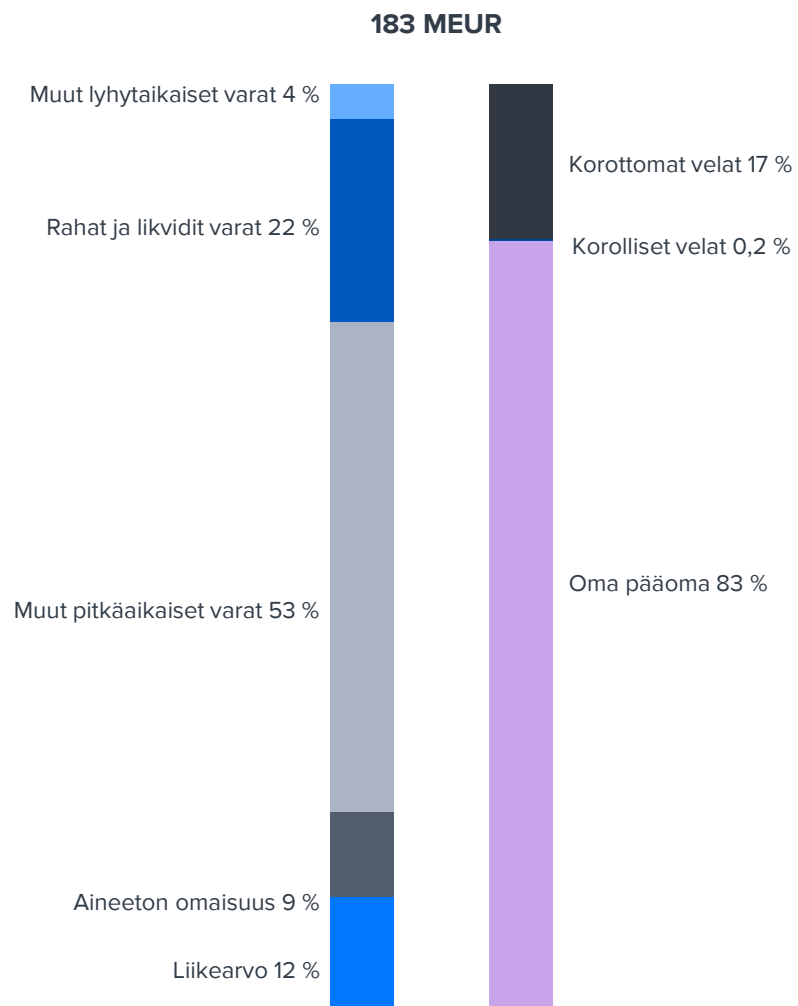
Operatiivisen toiminnan kassavirta kohtuullista

Liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana voimakkaasti operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana (5-34 % liikevaihdosta). Periodin huippulukema (vuosi 2021) johtuu Arena Partnersin maksamista osingoista, josta oikaistuna liiketoiminnan rahavirta oli noin 9 % liikevaihdosta. Vuonna 2022 liiketoiminnan rahavirta oli 12 % liikevaihdosta.

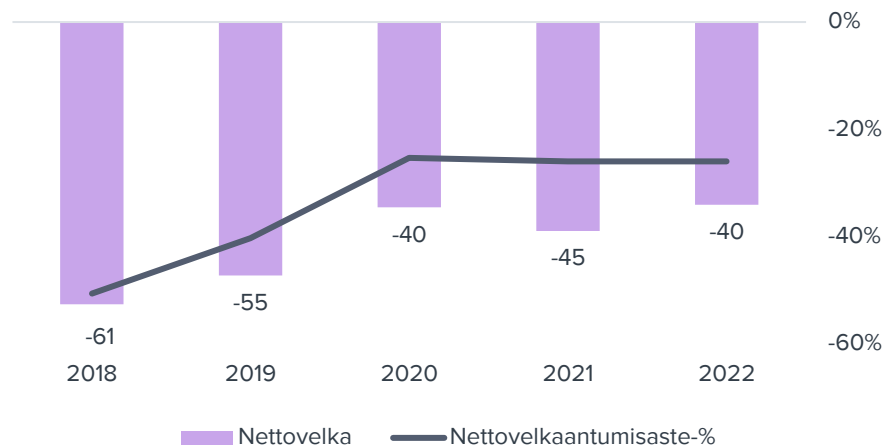
Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala ja arviomme mukaan vain noin 1,5-2,5 MEUR vuodessa. Siten yhtiö pystyy kattamaan investointitarpeet ja vuokravastuiden lyhennykset (2022: 0,6 MEUR) operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve siten edellytä kassan syöntiä. Tämä sekä yhtiön rahoitusasema huomioiden, on Ilkan edellytykset allokoida pääomia kasvuun ja osinkoihin erittäin hyvät.

Taloudellinen tilanne

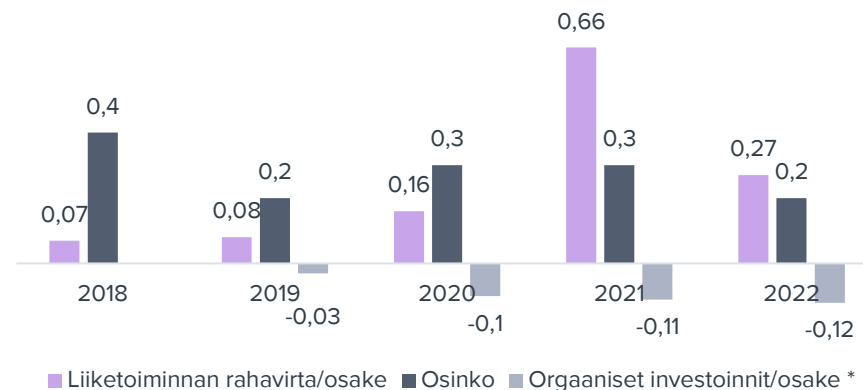
Taserakenne, H1'23



Nettovelat ja nettovelkaantumisaste-%



Operatiivinen rahavirta, investoinnit ja osinko per osake



Lähde: Inderes, Ilkka

* Orgaaniset investoinnit = investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin – vuokrasopimusvelkojen lyhennykset

Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkan 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.

Ennustamme, että Media- ja markkinointipalveluiden sisältö-/tilaustuotot laskevat keskipitkällä aikavälillä vuositasolla noin 1-2 %:n vauhtia ja mainonnan tuotot voimakkaammin eli noin 5 % vuositasolla.

Ennustamaamme medialiiiketoiminnan liikevaihdon laskua ajaa rakennemurroksesta johtuva painetun median taantuminen, jota digitaalisten tuottojen kasvu ei riitä arviomme mukaan kompensoimaan. Tähän vaikuttaa myös digitaalisen median matalampi hinnoittelu.

Painopalveluiden liikevaihdon ennustamme laskevan keskimäärin noin 3-5 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä, mikä heijastelee alan trendinomaista kehitystä ja markkinan yllärintonaa. Arviomme mukaan segmentti voi olla osallisena rakennejärjestelyissä lähivuosina, sillä sen nykyisessä kokoluokassa tyydyttävän kannattavuuden ja pääoman tuoton saavuttaminen on arviomme mukaan hyvin haastavaa. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon ennustamme kasvavan 5-8 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä segmenttien liikevoittomarginaalien sekä konsernikulujen (pääosa kohdistamattomat-erästä)

kautta.

Odotamme Media- ja markkinointipalveluiden kannattavuuden kehittyvän melko vakaasti ja olevan keskimäärin reilun 3 %:n tasolla lähivuosina, mitä tukee markkinointi- ja viestintäpalveluiden myynnin kasvu, mutta toisaalta heikentää painetun median supistuminen. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluilta odotamme nousujohteista kannattavuuskehitystä, mutta tämä on arviomme mukaan riippuvainen kasvuennusteidemme toteutumisesta, sillä sen kustannusrakenteessa ei arviomme mukaan ole laskuvaraa. Segmentin lähivuosien liikevoitto-%:n ennusteemme ovat 4-5 %:n tasolla.

Näkyvyys Ilkan liikevaihdon kehitykseen on kohtuullisen hyvä lyhyellä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaampiin medialiiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden jatkuvalaskutteiseen liikevaihtoon. Epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa ilmoitustuottojen syklisyys ja Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kysynnän jatkuva heikommassa talousympäristössä.

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

Suurimmat lyhyen tähtäimen epävarmuustekijät liittyvät etenkin lyhyellä tähtämellä

Keskeiset ennusteparametrit

- Segmenttien kasvuodotukset (2023-)
 - Media- ja markkinointipalvelut - 2-5 % p.a.
 - Painopalvelut - 3-5 % p.a.
 - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut + 5-8 % p.a.
- Toimialojen kannattavuus (EBIT-%)
 - Media- ja markkinointipalvelut 2-4 %
 - Painopalvelut ~ - 5 %
 - Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut 4-5 %
- Epävarmuustekijät
 - Painetun median laskuvauhti ja mainosmarkkinan kehitys
 - Digitaalisten palveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuvuus
 - Mahdolliset tulevat yritysjärjestelyt (eivät sisälly ennusteisiin)

Ennusteet 2/3

talouden laskusuhdanteen mittakaavaan ja kestoon. Keskipitkällä aikavälillä epävarmuutta taas liittyy mielestämme etenkin Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kannattavuuden vahvistumiseen.

Maltillista kasvua ja tulospainetta vuonna 2023

Ilkka ohjeistaa sen vuoden 2023 liikevaihdon nousevan (2022: 57,8 MEUR) edellisvuodesta ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2022: 1,2 MEUR) laskevan edellisvuodesta. H1'23:n lopussa Ilkan liikevaihto oli kasvanut 8 % vertailukaudesta 30,4 MEUR:oon ja oikaistu oman toiminnan liiketulos oli -0,05 MEUR (H1'22: 0,15 MEUR) eli vertailukauden alapuolella. Ennusteemme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvuksi on 5 %, kun taas oikaistun oman toiminnan liikevoiton ennusteemme on 0,7 MEUR. Tämä vastaa 1,2 %:n kannattavuutta. Ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa.

Segmentteittäin odotamme liikevaihdon kasvavan 2 % vertailukauden tasolta Media- ja markkinointipalveluissa. Kasvua jarruttaa odottamamme sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku, mutta tätä kompensoi Markkinointi- ja viestintäpalveluiden kasvu. Painopalveluiden liikevaihdon odotamme kasvavan etenkin vahvaa alkuvuotta ja hintojen nousua heijastellen 7 %, mutta sen pienen kokoluokan vuoksi absoluuttinen liikevaihtotason kasvu on konsernitasolla varsin maltillinen. Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden odotamme kasvavan 9 %, minkä taustalla on jatkuvien palveluiden hyvä kasvuvauhti, mitä tukee myös Muiden palveluiden kasvu.

Loppuvuonna kustannusten nousupaine arviomme mukaan helpottaa asteittain, sillä etenkin paperin

hinnan laskun tulisi alkaa pikkuhiljaa näkyä eteenpäin mentäessä. Odotamme kuitenkin Media ja markkinointipalveluiden tuloksen laskevan kuluvana vuonna alkuvuoden takamatkan ansiosta. Painopalveluiden tehostustoimien ja hintojen nousun myötä odotamme sen liiketappion supistuvan selvästi edellisvuodesta. Vastaavasti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tuloksen odotamme paranevan lievästi vakaata kannattavuuskehitystä peilaten vuonna 2023.

Nettotulostasolla odotamme tuloksen yltävän selvästi operatiivista tulosta korkeammalle, mikä heijastelee Alma Median osinkotuottojen vaikutusta. Lisäksi kohonneiden korkojen myötä odotamme rahoitusomaisuuden tuottojen olevan positiivisia. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme koko vuodelta 0,17 euron raportoitua ja 0,23 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (2022: 0,03 euroa ja 0,11 euroa). Vahvaa rahoitusasemaa peilaten odotamme yhtiön maksavan edellisvuoden tasoisien 0,20 euron osingon vuodelta 2023.

Vuodet 2024-2026: odotamme lievää kannattavuusparannusta

Ennustamme konsernitasolla maltillisesti kasvavaa liikevaihdon kehitystä vuosille 2024-2026. Kasvua jarruttaa odottamamme sisältö- ja ilmoitustuottojen lasku, mikä painaa Media- ja markkinointipalvelut laskuun näiden suhteellista painoarvoa mukaillen. Segmentin alla markkinointi- ja viestintäpalveluiden odotamme kuitenkin kasvavan jaksolla lievästi. Painopalveluiden liikevaihdon odotamme niin ikään laskevan markkinan supistuvaa trendiä ja ylikapasiteettia mukaillen. Vastaavasti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden odotamme kasvavan keskimäärin 6 %:n kasvuvauhtia.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Keskimäärin ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan jaksolla noin 1 %:n vuodessa.

Kannattavuuden odotamme vahvistuvan hieman vuonna 2024, ja ennustamme konsernin oikaistun oman liiketoiminnan liikevoitto-%:n nousevan vuosina 2024-2026 keskimäärin 2,2 %:iin. Jakson kannattavuusparannus muodostuu ennusteissamme etenkin Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kannattavuuden noususta, joka pohjautuu odotukseemme liikevaihdon lievästä skaalautumisesta. Lisäksi odotamme Media- ja markkinointipalveluiden kannattavuuden vahvistuvan kustannusinflaation hellittäessä ja jakelukulujen laskiessa sunnuntai jakelun päättyessä (10/2023) Ilkka-Pohjalaisessa. Absoluuttisesti segmentin kannattavuustaso on kuitenkin ennusteissamme matala.

Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden lähivuosien tulosennusteidemme osalta huomioitavaa on, että kannattavuuden skaalautuminen edellyttää liikevaihdon kasvua. Siten tuloskasvuennusteiden toteutuminen on näkemysmme mukaan pitkälti kiinni Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvun kulmakertoimesta lähivuosina. Tähän liittyvä epävarmuus on lyhyellä tähtäimellä koholla talousnäkymien heikentymisen seurauksena.

Nettotuloksen odotamme saavan kasvavaa tukea Alma Medialle ennustamastamme osingon kasvusta sekä lyhyiden korkojen nousun myötä myös rahoitusomaisuudesta. Näitä tulovirtoja heijastellen odotamme lähivuosien rahavirran säilyvän operatiivista tulosta vahvempana. Tätä ja tavanomaisia matalia orgaanisia investointitarpeita heijastellen odotamme Ilkan maksavan jaksolla

lievästi nousevaa osinkoa ja ennusteissamme osingonjakosuhte säilyy yli 100 %:n lähivuosina.

Pitkän aikavälin ennusteet

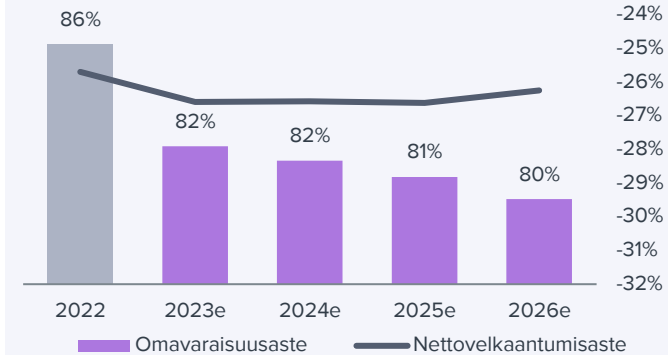
Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden skaalautuminen. Media- ja markkinointipalveluiden sekä Painopalveluiden pitkän aikavälin liikevaihdon odotamme laskevan lievästi rakenteellista murrosta peilaten.

Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa niin ikään 2 %. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernitason liikevoitto-%:n asettuvan noin 3,5 %:iin.

Epäorgaaninen kasvu ei sisälly ennusteisiin

Arviomme mukaan Ilkan voidaan odottaa tekevän etenkin keskipitkällä tähtäimellä yhä uusia 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 markkinaaan verrattuna. Siten pitkän aikavälin ennusteisiimme onnistuneilla yritysostoilla voi olla tuntuva vaikutus. Koska emme ole mallintaneet yritysostoja yhtiön tase säilyy erittäin vahvana keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteissamme. Arviomme mukaan myös Painopalvelut voivat olla osana rakennejärjestelyjä, mutta emme ole mallintaneet myöskään näitä ennusteissamme.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme lieviä tarkistuksia laajan raportin päivityksen yhteydessä
- Operatiivisten ennusteiden osalta ennustemuutokset jäivät marginaalisiksi ja koskivat vuosia 2024 ja 2025
- Suurin ennusteiden muutos heijastui vuoteen 2025, kun kohotimme odotuksiamme lyhytaikaisen rahoitusomaisuuden eli korkopapereiden korkotuotoista. Tämä heijastui nettorahoitustuottoihin positiivisesti ja siten nosti ennusteitamme operatiivisten ennusteiden alapuolella

Ennustemuutokset	2023ee	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	60,7	60,7	0 %	61,2	61,3	0 %	62,0	62,2	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,7	0 %	1,2	1,3	8 %	1,4	1,4	0 %
Tulos ennen veroja	4,7	4,7	0 %	4,3	4,0	-7 %	4,0	4,9	21 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,23	0 %	0,23	0,24	2 %	0,22	0,25	15 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet konsernitasonla

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	49,7	13,6	14,6	13,9	15,6	57,8	15,1	15,3	14,3	16,0	60,7	61,3	62,2	63,0
Media- ja markkinointipalvelut	31,7	8,3	8,6	8,3	9,05	34,3	8,7	8,9	8,3	9,1	35,0	34,4	33,9	33,4
Painopalvelut	7,4	0,8	0,9	0,8	1,1	3,7	0,9	1,0	0,9	1,1	3,9	3,7	3,6	3,4
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	14,1	4,6	5,2	4,9	5,58	20,3	5,5	5,6	5,2	5,8	22,2	23,4	25,0	26,5
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-3,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Käyttökate	6,5	0,6	0,6	1,1	0,6	2,8	0,4	1,0	1,0	0,7	3,1	2,6	3,1	2,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8	-3,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-3,6	-3,3	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,4	0,3	-0,15	0,7	0,4	1,2	0,0	-0,1	0,5	0,3	0,7	1,3	1,4	1,5
Liikevoitto	2,7	-0,4	-0,4	0,1	-0,2	-0,9	-0,6	-0,1	0,0	-0,3	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1
Media- ja markkinointipalvelut	1,6	0,7	0,4	0,2	0,1	1,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,8	1,2	1,2
Painopalvelut	-0,8	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2
Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,5	0,8	1,1	1,3
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	1,9	-0,7	-0,3	-0,3	-0,5	-1,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,7	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4
Nettorahoituskulut	4,4	3,0	-1,1	-0,3	0,4	2,0	0,7	4,8	0,1	0,1	5,7	5,0	5,2	5,4
Tulos ennen veroja	7,0	2,7	-1,5	-0,2	0,2	1,1	0,1	4,7	0,1	-0,2	4,7	4,0	4,9	5,3
Verot	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-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	6,6	2,4	-1,5	-0,2	0,1	0,7	-0,1	4,5	0,1	-0,29	4,2	3,8	4,7	5,0
EPS (oikaistu)	0,21	0,12	-0,05	0,01	0,02	0,11	0,02	0,18	0,02	0,01	0,23	0,24	0,25	0,26
EPS (raportoitu)	0,26	0,09	-0,06	-0,01	0,00	0,03	0,00	0,18	0,00	-0,01	0,17	0,15	0,18	0,20

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	8,4 %	18,0 %	18,7 %	17,4 %	12,1 %	16,4 %	10,9 %	4,8 %	2,8 %	2,2 %	5,1 %	0,9 %	1,5 %	1,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-22,3 %	917,2 %	-220,0 %	-26,1 %	9,0 %	-15,6 %	-97,6 %	-59,3 %	-21,2 %	-24,4 %	-36,6 %	77,7 %	4,2 %	6,6 %
Käyttökate-%	13,1 %	4,2 %	3,9 %	7,6 %	3,6 %	4,8 %	2,8 %	6,3 %	6,8 %	4,4 %	5,0 %	4,3 %	4,9 %	4,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,8 %	2,2 %	-1,0 %	4,8 %	2,3 %	2,0 %	0,0 %	-0,4 %	3,7 %	1,7 %	1,2 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %
Nettotulos-%	13,2 %	17,6 %	-10,2 %	-1,7 %	0,4 %	1,3 %	-0,4 %	29,2 %	0,5 %	-1,8 %	6,9 %	6,2 %	7,5 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Huom. liikevoitto ilman kertaeriä = yhtiön raportoima oikaistu oman toiminnan liikevoitto

Sijoitusprofiili

Tähtäimessä kasvuyhtiön status

Ilkan profiloituu sijoittajille kypsällä toimialalla toimivana vakavaraisena yhtiönä, joka pyrkii hyödyntämään vahvan taseen tarjoaman liikkumavaran ja kääntämään liikevaihdon ja operatiivisen kannattavuuden nousuun. Osien summassa piilevän arvon ansiosta yhtiö profiloituu kuitenkin myös arvoyhtiöksi, jossa sijoittajien kannalta keskeistä on osissa piilevän arvon purkautuminen etenkin arvoa luovan pääoman allokoinnin avulla. Osakkeen riskiprofiili on mielestämme erittäin vahvan taseen, median rakennemurroksen sekä tuottojen syklisyyden summana kohtuullinen. Osakkeen likviditeetti on kuitenkin varsin vähäinen, mikä mielestämme nostaa tuottovaadetta.

Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

Ilkan operatiivisen tuloksen kehitys on ollut viime vuosina laskevaa, vaikkakin viime vuosien yritysostojen myötä liikevaihto on kasvanut epäorgaanisesti ja sen rakenne on muuttunut. Samaan aikaan 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 odotamme Ilkan media- ja painoliiketoimintojen orgaanisen kasvun trendin jatkuvan negatiivisena.

Hyvin markkinoiden murrokseen vastaavan Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden orgaanisen kasvun trendi on selvästi positiivinen, mutta suhteellisesti pienemmän kokoluokan vuoksi sen kasvu ei riitä muuttamaan

konsernitason kasvunäkymää merkittävästi.

Yritysostoilla vauhtia kasvuun

Yrityskaupat ovat arviomme mukaan tärkeä osa Ilkan strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi myös jatkossa. Sijoittajalle yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kasvun myötä ja tehokkaan pääoman allokoinnin myötä korkeampana sijoitetun pääoman tuottona. Toisaalta, mikäli yritysostot epäonnistuvat, ne näkyvät heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

Positiiviset arvo-ajurit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet ovat:

Uusien liiketoimintojen kasvu ja skaalautuvuus:

Digitaalisten tuotteiden ja palveluiden liikevaihdon kasvu on skaalautuvaa ja siten näiden liiketoimintojen kasvu tavanomaisesti heijastuu vivulla tulokseen. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on myös niiden paremman ennustettavuuden vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu tukee myös hyväksyttävää arvostusta.

Alma Media : Alma Media -osakkeet muodostavat merkittävän osan konsernin arvosta. Näin ollen Alma Median liiketoimintojen kehityksen merkitys Ilkan osakkeenomistajille on olennainen. Alma Medialla on näkemyksemme mukaan hyvät mahdollisuudet arvonluontiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ja myös sen voitonjakopolitiikan ansiosta odotamme Ilkan saavan merkittävää osinkovirtaa myös jatkossa.

Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön

tehostuminen: Ilkan on vankan taseen ansiosta edellytykset arvoa luovaan (RONIC > WACC) pääoman allokontiin yritysostojen muodossa.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Näkemyksemme mukaan Ilkan keskeisimmät mahdolliset negatiiviset arvoajurit ja riskit ovat:

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: Ilkan liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen korkea.

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

Pääoman heikko tuotto: Yhtiön pääoman tuotto on ollut viime vuosina vahvan taseen ja rajallisten investointikohteiden vuoksi heikko. Arviomme mukaan sijoittajan tuotto-odotuksen kannalta osinkojen lisäksi keskiössä on pääoman käytön tehostuminen ja sitä kautta vahvistuva pääoman tuotto.

Sijoitusprofiili

1.

Painetun median orgaanisen kasvun näkymät heikot rakennemurroksen takia

2.

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

3.

Osien summassa arvoa Alma Media -omistuksessa ja rahoitusvaroissa

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Digitaalisten tuotteiden ja palvelujen kasvun skaalautuminen

Potentiaali



- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Pääoman käytön tehostaminen
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Markkinoinnin ja viestinnän digitaalisten palveluiden kasvun skaalautuvuus

Riskit



- Painetun median ja painotoiminnan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Taloussuhdanteiden kehitykseen liittyvät riskit
- Osakkeen vähäinen vaihto ja siten keskimääräistä heikompi likviditeetti

Arvostus 1/4

Arvonmäärittäminen

Ilkan osaketta arvostettaessa annamme suurimman 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.

Perinteisiin tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin liittyy heikkouksia ja esimerkiksi EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkan tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti rahoitustuotot huomioivaa P/E-kerrointa taas vääristää huomattava nettokassa. Tästä johtuen tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät mielestämme sovellu Ilkan arvonmäärittämiseen erityisen hyvin sellaisenaan.

Osien summa -malli

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

Arviomme Ilkan liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 130 MEUR tai 5,11 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,9 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla (9,06 euroa osakkeelta) vastaa 81 MEUR eli 3,2 euroa osakkeelta. Käytämme laskelmassamme Alma Median osakkeen viimeisintä markkinahintaa, sillä

se kuvastaa mielestämme parhaiten sitä, millä hinnalla omaisuuserä olisi likvidoitavissa. Huomionarvoista tällä hetkellä on, että Alma Median osakekurssi on alle tavoitehintamme ja myös alle Otavan hiljattain tekemän pakollisen ostopöytäkirjan mukaisen 9,10 euron käteisvastikkeen.

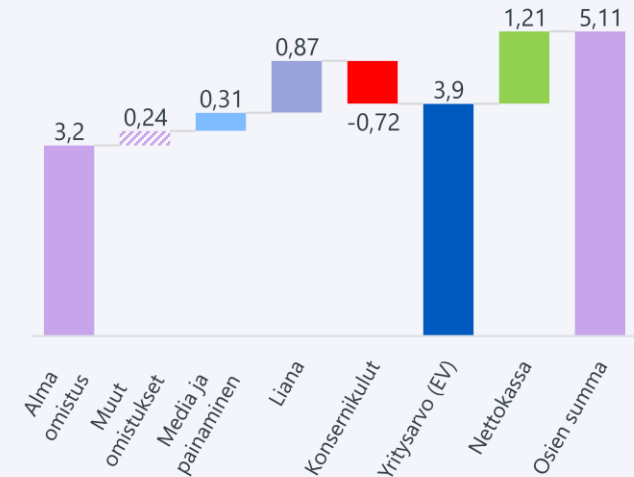
Laskelmassamme toiseksi arvokkain osa on yhtiön H1'23:n lopun nettokassa, joka oli 30,9 MEUR tai 1,21 euroa osakkeelta, kun huomioidaan mahdolliset kauppahinnat velkana. Edellä mainittujen omaisuuserien yhteenlaskettu arvo on konsernikulujen nykyarvon (18 MEUR) ja muiden pienien omistuksien vähentämisen jälkeen 100 MEUR.

Olemme arvioineet operatiivisten liiketoimintojen arvoksi noin 30 MEUR tai 1,18 per osake, mistä reilu 2/3 muodostuu Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluista (EV/S-kerroin 1x) ja loput Media- ja markkinointipalveluista sekä Painopalveluista (EV/S-kerroin 0,2x).

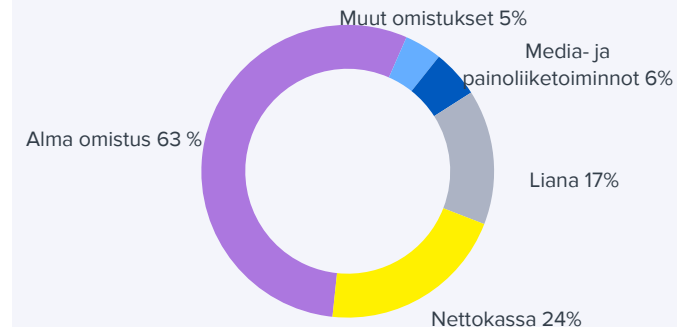
Arvon mahdollisia purkajia

Arviomme mukaan ajuri osien summa -laskelmamme mukaisen arvon purkautumiselle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä voisi olla yhtiön operatiivisen toiminnan kasvu- ja kannattavuustrendin kehitys, sillä näkemyksemme mukaan etenkin digitaalisten liiketoimintojen kääntäminen kannattavaan kasvuun vaikuttaisi osakemarkkinoiden operatiiviselle liiketoiminnalle antamaan arvoon. Nykyinen toimintaympäristö eli vaisu talouskehitys ei kuitenkaan anna tukea voimakkaalle orgaaniselle kasvulle lyhyellä tähtämällä, etenkin kun rakenteelliset trendit tuovat vastatuulta perinteisen median liiketoiminnassa.

Osien summa per osake



Arvon jakautuminen



Lähde: Inderes

Arvostus 2/4

Muita mahdollisia keinoja arvon purkamiselle on erittäin vahvan taseen purkaminen osinkoja jakamalla tai omia osakkeita ostamalla. Suhteessa jakokelpoisiin varoihin, on yhtiön voitonjakopolitiikka ollut konservatiivista viime vuosina, vaikkakin voitonjako on ollut ollut avokätistä suhteessa operatiivisten liiketoimintojen tulostasoon nähden.

Arvon purkautuminen vie arviomme mukaan useita vuosia

Arviomme mukaan osien summassa piilevän arvon realisoituminen täysimääräisesti 12 kuukauden aikajänteellä ei ole realistinen odotus, sillä emme odota yhtiön purkavan tasettaan aktiivisesti esimerkiksi jakamalla avokätisiä osinkoja tai Alma Median osakkeita sen omistajille. Myös odotuksemme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden kasvusta ja kannattavuuden kohoamisesta ovat maltilliset, eikä segmentin lyhyen tähtäimen ennusteidemme mukainen kehitys arviomme mukaan ajaisi osien summan arvon purkautumista seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

Mikäli osien summassa piilevä arvo pysyisi ennallaan, mutta arvo purkautuisi lähes täysimääräisesti kolmen vuoden ajanjaksolla, saisi sijoittaja nykykurssilla purkautumisen kautta noin 18 %:n vuosituoton, mikä ylittää soveltamamme tuottovaatimuksen tason. Vastaavasti mikäli arvon purkautuminen tapahtuisi viidessä vuodessa olisi vuotuinen tuotto-odotus noin 10 % eli hieman yli soveltamamme tuottovaatimuksen.

Osien summan purkautumisen aikajännettä on haastava haarukoida, ja se riippuu arviomme mukaan edellä esiteltyjen ajureiden toteutumisesta.

Siten vuotuinen tuotto-odotus on vain suuntaa antava hahmotelma, mikä mielestämme kuitenkin kuvaa osakkeen riski/tuotto-suhdetta kohtuullisen hyvin.

Arvostuskertoimet eivät sellaisenaan anna oikeaa kuvaa

Ilkan vuosien 2023 ja 2024 oikaistut EV/EBIT- ja P/E kertoimet ovat 51x ja 29x sekä 13x. Absoluuttisesti kertoimet ovat kokonaisuutena korkeat, mutta huomioitavaa on, että ennusteissamme huomattava osuus lähivuosien nettotuloksesta (ja rahavirrasta) muodostuu Alma Median osingoista ja rahoitusomaisuuden korkotuotoista, kun taas operatiivisen tuloksen rooli on selvästi pienempi. Tämä nostaa EV/EBIT-kerrointa ja vääristää arvostuksen kokonaiskuvaa. Vastaavasti P/E-kerrointa tarkastellessa huomioitavaa on, että normaalin liiketoiminnan tarpeisiin ylisuuresta kassasta oikaistuna arvostuskertoimet painuisivat selvästi matalammaksi.

Näkemyksemme mukaan 5 MEUR:n nettokassa olisi yhtiölle riittävä taso operatiivisen toiminnan pyörittämiseen. Siten jos oikaisemme vuoden 2023 P/E-lukuja ”ylimääräisellä” kassalla painuu kerroin noin 10x tasoille, mitä pidämme kohtuullisena arvostustasona operatiiviselle liiketoiminnalle nykyisessä markkinaympäristössä, jossa korkojen nousu on kohottanut tuottovaateita.

Ilkalla ei ole mielestämme löydettävissä puhtaita verrokkeja, minkä lisäksi edellä esiteltyt sudenkuopat arvostuskertoimissa tekee verrokkiarvostuksen soveltamisesta haastavan, emmekä siten soveltaa verrokkiarvonmääritystä Ilkan arvonmäärityksessä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,10	3,10	3,10
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	79	79	79
Yritysarvo (EV)	38	38	38
P/E (oik.)	13,3	13,0	12,5
P/E	18,8	20,6	16,9
P/B	0,5	0,5	0,5
P/S	1,3	1,3	1,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	12,4	14,5	12,6
EV/EBIT (oik.)	51,1	29,0	28,0
Osinko/tulos (%)	121,2 %	146,1 %	131,2 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	7,1 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/4

Tulostuotto-odotus on suhteellisesti korkea

Odotamme Ilkan lähivuosisien operatiivisen tuloskasvun olevan selkeästi kaksinumeroisella tasolla noin 17 %:ssa. On kuitenkin huomioitava, että absoluuttiset luvut ovat pieniä, mikä näkyy korkeana suhteellisena kasvuna. Lisäksi tuloskasvuun liittyvät riskit ovat koholla, sillä merkittävässä roolissa sen ajurina toimii Markkinointi ja viestinnän teknologiapalveluiden skaalautuva liikevaihdon kasvu. Tästä ei ole vielä toistaiseksi näyttöjä, mikä nostaa tuloskasvuun liittyvää epävarmuutta. Tulostuottoa vahvistaa operatiivisen tuloskasvun lisäksi merkittävästi positiiviset nettorahoitustuotot, minkä myötä osakekohtaisen tuloksen kasvu on voimakkaampaa.

Osinkotuotto on melko korkea

Ilkan tarjoama osinkotuotto liikkuu lähivuosisien ennusteillamme ja viimeisimmällä ~ 3,1 euron kurssitasolla laskettuna keskimäärin noin 7 %:n tasolla lähivuosisina. Arvioimme Ilkan jakavan lähivuosisina enemmän kuin tuloksensa verran osinkoa, mihin sillä on hyvin varaa taseen nettokassan ja rahoitustuottojen ansiosta.

Kokonaistuotto-odotus

Lähivuosisien tuotto-odotukseen vaikuttaa olennaisesti osien summassa piilevän arvon purkautuminen ja sen vauhti, minkä mahdollinen ajuri on näkemyksemme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden orgaaninen ja epäorgaaninen liikevaihdon kasvu sekä tuloskasvu.

Nykykurssilla arvioimme Ilkan osakkeen kokonaistuoton olevan vuositasolla pitkälti linjassa osinkotuoton kanssa, mikäli Markkinoinnin ja

viestinnän teknologiapalveluiden skaalautuva kasvu ei toteudu lähivuosisina tai osien summassa oleva arvo ei purkautu jollain muulla tavalla.

Osinkojen nettohyöty -malli

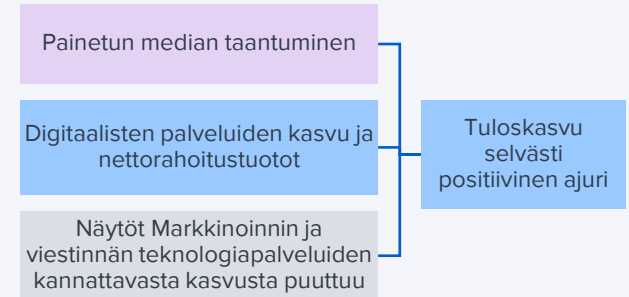
Olemme arvioineet Ilkan osakkeen käypää arvoa sen osingonjakopolitiikkaa peilaavan osinkojen nettohyöty -mallin (DDM) avulla. Korostamme, että sen yksinkertaisuuden takia malli on erittäin herkkä pienille muutoksille oletuksissa ja siten sen rooli kokonaisuuden kannalta on mielestämme vain auttaa arvostuksen viitekehysten hahmottamisessa, eikä se muodosta suoraan tavoitehintaamme. Malli kuitenkin mielestämme viitoittaa osakkeen arvoa skenaariossa, jossa osissa oleva arvo ei realisoitu ja sijoittajan tuotto rakentuu pitkässä juoksussa vain osinkojen tulovirrasta.

Olemme käyttäneet mallissa lähivuosisien osinkojen ennusteitamme vuosille 2023-2027, kun taas tästä eteenpäin osinkojen terminaalikasvuksi olemme olettaneet 2 %. Vastaavasti oman pääoman kustannuksena olemme käyttäneet 9,2 %. Malli antaa osakkeen arvoksi 3,5 euroa osakkeelta. Näkemyksemme mukaan tämä kuvaa osakkeen perusteltua arvoa, mikäli yhtiön operatiivisen liiketoiminnan liikevaihdon ja tuloksen käänne kestävään kasvuun epäonnistuu, eikä muiden omaisuusarvo purkautu. Toisaalta ennustamiemme osinkojen ja etenkin sen pitkän aikavälin terminaalikasvun realisoituminen edellyttää, että operatiivinen liiketoiminta tuottaa positiivista vapaata kassavirtaa pitkässä juoksussa ja että Alma Median jakamat osingot ovat yli ajan kasvavia, kuten ennustamme.

Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

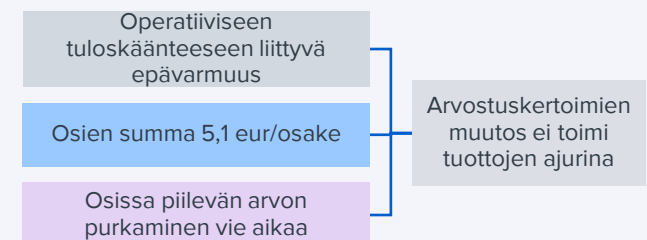
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuksen ajurit



Kokonaistuotto-odotus muodostuu osien summassa piilevän arvon purkautumisesta

Arvostus 4/4

Kassavirtalaskelma (DCF)

Emme anna Ilkan arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) olennaista 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 rakeenteelliset ajurit ovat toisen suuntaisia. Siten markkinoiden erilaiset kasvunäkymät ja pitkän aikavälin kassavirtojen jakaumaan liittyvä epävarmuus heikentävät kassavirtojen ennustettavuutta. Kassavirtamallin rooli onkin vain arvonmääritystä tukeva, ja osoittaa millaista operatiivisen liiketoiminnan kehitystä osakkeen nykyiseen arvostukseen on hinnoiteltu.

DCF-mallimme (s. 33) mukainen osakkeen arvo on 2,2 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 2027-2032 EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2022 1,6 %:n tasolta noin 3,0-3,5 %:iin. Ikuisuuskasvun oletuksemme on 2 % ja terminaalikannattavuus ennusteemme on 3,0 %. Siten pitkän tähtäimen ennusteet eivät ole erityisen vaativia ja heijastelevatkin vielä vähäisiä näyttöjä digitaalisten liiketoimintojen kannattavasta kasvusta.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 %.

Suositus ja tavoitehinta

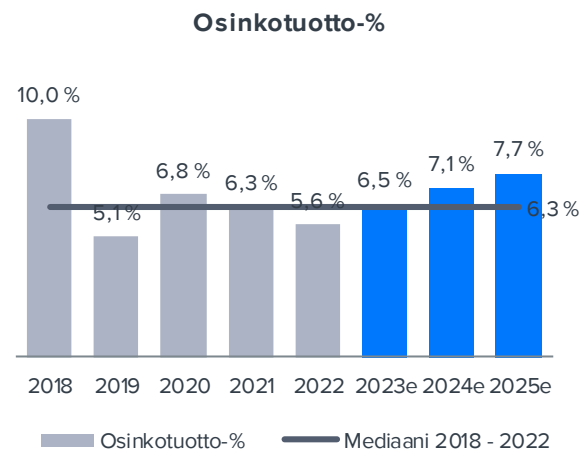
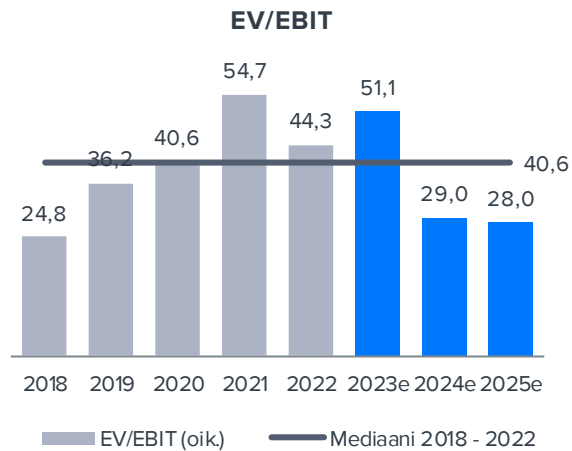
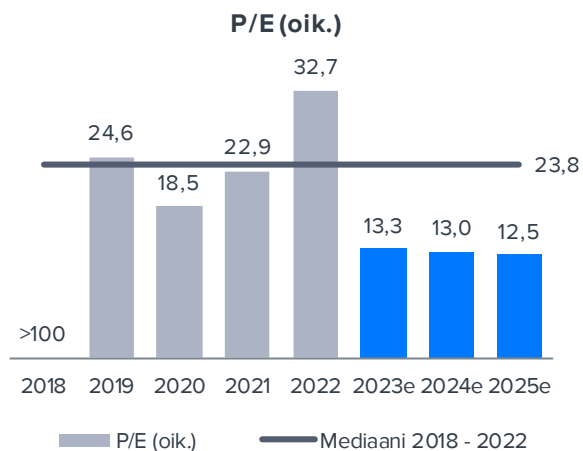
Näkemyksemme mukaan eri arvonmääritysmenetelmillä Ilkan osakkeelle on haarukoitavissa lavea arvohaarukka. Tämä johtuu siitä, että taseen osissa on merkittävästi arvoa, mutta sen purkautuminen ja purkautumisen edellyttämän ajan kesto on vaikeasti arvioitavissa. Mielestämme osinkojen nykyarvomalli kuvastaa skenaariota, jossa osissa piilevä arvo ei realisoidu lainkaan, kun taas osien summan mukainen arvo kuvastaa skenaariota, jossa arvo purkautuisi välittömästi. Siten mielestämme osinkojen nykyarvomalli muodostaa tiettyä lattiaa osakkeen arvolle, kun taas osien summan realisoituminen välittömästi olisi mielestämme turhan optimistinen odotus.

Osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle osinkojen nykyarvomallin, minkä perusteella pidämme nykyistä osakkeen riski/tuotto-suhdetta hyvänä. Selvästi parempi riski/tuotto-suhde edellyttäisi tehokasta osien summassa piilevän arvon realisoitumista (ts. 1-24kk aikajänteellä). Tämän realisoitumiseen emme ole valmiita nojaamaan, joten toistammekin osakkeen lisää-suosituksemme 3,50 euron tavoitehinnalla (aik. 3,7 euroa).

Arvostus

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	4,00	3,94	4,40	4,76	3,60	3,10	3,10	3,10	3,10
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,5	25,5	25,4	25,4	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	102	100	112	121	92	79	79	79	79
Yritysarvo (EV)	40	45	72	76	52	38	38	38	39
P/E (oik.)	>100	24,6	18,5	22,9	32,7	13,3	13,0	12,5	12,0
P/E	51,0	26,6	5,9	18,4	>100	18,8	20,6	16,9	15,6
P/B	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	2,8	2,8	2,4	2,4	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3
EV/Liikevaihto	1,1	1,2	1,6	1,5	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,9	17,4	4,1	11,7	18,8	12,4	14,5	12,6	14,1
EV/EBIT (oik.)	24,8	36,2	40,6	54,7	44,3	51,1	29,0	28,0	26,8
Osinko/tulos (%)	510,0 %	134,9 %	40,5 %	116,3 %	704,4 %	121,2 %	146,1 %	131,2 %	120,9 %
Osinkotuotto-%	10,0 %	5,1 %	6,8 %	6,3 %	5,6 %	6,5 %	7,1 %	7,7 %	7,7 %

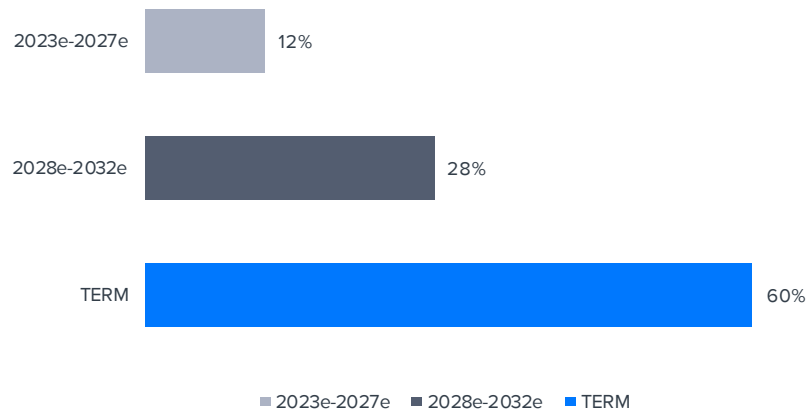
Lähde: Inderes



Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,4 %	5,1 %	0,9 %	1,5 %	1,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-1,6 %	-1,6 %	-1,5 %	-0,4 %	-0,1 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-0,9	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1	1,3	2,0	2,3	2,3	2,1	2,1	
+ Kokonaispoistot	3,7	4,1	3,6	3,3	2,9	2,6	2,7	2,7	2,9	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,4	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	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	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	3,5	3,8	2,8	3,3	3,0	4,0	4,8	5,2	5,3	5,3	5,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	6,1	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,8	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,9	1,1	0,1	0,5	0,1	1,2	2,0	2,3	2,4	2,5	2,0	
+/- 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	8,9	1,1	0,1	0,5	0,1	1,2	2,0	2,3	2,4	2,5	2,0	28,2
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	0,1	0,4	0,1	0,8	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	12,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		20,8	19,7	19,7	19,3	19,2	18,3	17,1	15,8	14,5	13,3	12,4
Velaton arvo DCF		20,8										
- Korolliset velat		-0,6										
+ Rahavarat		40,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,1										
Oman pääoman arvo DCF		55,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,2										

Rahavirranjakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	154	139	138	137	136
Liikearvo	19,9	22,2	22,2	22,2	22,2
Aineettomat hyödykkeet	15,8	17	16	14	13
Käyttöomaisuus	6,3	5	6	6	7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	12,6	8	8	8	8
Muut sijoitukset	98	86	86	86	86
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	52	47	50	50	51
Vaihto-omaisuus	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,3	6,6	7,0	7,0	7,2
Likvidit varat	47	40	43	43	44
Taseen loppusumma	206	186	188	187	187

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	175	155	154	153	152
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	79	72	71	70	69
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	90	77	77	77	77
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,5	11,6	11,5	11,5	11,5
Laskennalliset verovelat	2,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,5	8,8	8,8	8,8	8,8
Lyhytaikaiset velat	18,4	20	22	23	24
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,6	1,6	2,3	3,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	17	19	20	20	21
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	206	187	188	187	187

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Agora SA	1100	1616	5,5	5,5	5,0	4,9	1,8	1,7	5,7	5,6	0,4	0,5	1,2
Keskisuomalainen Oyj	2957	7193	14,4	13,3	9,8	8,6	0,9	0,9	10,9	9,7	6,2	6,2	2,4
Lagardere SA	6642	6253	24,9	19,6	17,2	15,8	2,8	2,6	29,6	27,6	1,0	1,0	4,3
New York Times Co	366	574	6,1	5,7	4,0	3,9	0,7	0,7	7,0	6,4	8,6	8,6	0,9
TX Group AG	378	1165	13,9	11,0	7,3	6,4	1,3	1,2		10,1			
Promotora de Informaciones SA	88	192	16,3	11,8	5,7	5,0	0,5	0,5	28,3	14,2	6,4	2,7	0,4
Vocento SA	48	63			9,0	7,9	0,4	0,5					1,4
Ilkka (Inderes)	79	38	51,1	29,0	12,4	14,5	0,6	0,6	13,3	13,0	6,5	7,1	0,5
Keskiarvo			13,8	11,1	8,2	7,3	1,2	1,2	15,7	11,8	4,7	3,7	1,6
Mediaani			14,4	11,0	7,3	6,1	1,1	1,0	11,7	9,7	6,0	2,9	1,2
Erotus-% vrt. mediaani			256 %	164 %	71 %	136 %	-42 %	-39 %	13 %	34 %	7 %	146 %	-58 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	45,8	49,7	57,8	60,7	61,3	EPS (raportoitu)	0,74	0,26	0,03	0,17	0,15
Käyttökate	17,5	6,5	2,8	3,1	2,6	EPS (oikaistu)	0,24	0,21	0,11	0,23	0,24
Liikevoitto	14,5	2,7	-0,9	-1,0	-0,9	Operat. kassavirta / osake	0,94	0,36	0,14	0,15	0,11
Voitto ennen veroja	18,6	7,0	1,1	4,7	4,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,26	-0,54	0,35	0,04	0,00
Nettovoitto	18,8	6,6	0,7	4,2	3,8	Omapääoma / osake	6,25	6,87	6,09	6,06	6,01
Kertaluontoiset erät	12,8	1,3	-2,1	-1,7	-2,2	Osinko / osake	0,30	0,30	0,20	0,20	0,22
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	186,3	205,8	186,5	187,5	187,1	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	8 %	16 %	5 %	1 %
Oma pääoma	159,1	174,9	154,9	154,0	152,7	Käyttökateen kasvu-%	574 %	-63 %	-57 %	11 %	-14 %
Liikearvo	15,8	19,9	22,2	22,2	22,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	42 %	-22 %	-16 %	-37 %	78 %
Nettovelat	-40,3	-45,4	-39,8	-40,9	-40,6	EPS oik. kasvu-%	49 %	-13 %	-47 %	112 %	2 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	38,2 %	13,1 %	4,8 %	5,0 %	4,3 %
Käyttökate	17,5	6,5	2,8	3,1	2,6	Oik. Liikevoitto-%	3,9 %	2,8 %	2,0 %	1,2 %	2,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,6	1,8	0,4	0,6	0,1	Liikevoitto-%	31,8 %	5,4 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,5 %
Operatiivinen kassavirta	23,8	9,1	3,5	3,8	2,8	ROE-%	12,7 %	3,9 %	0,4 %	2,7 %	2,5 %
Investoinnit	-37,2	-25,0	6,1	-2,7	-2,7	ROI-%	9,7 %	1,6 %	-0,5 %	-0,6 %	0,0 %
Vapaa kassavirta	-6,7	-13,8	8,9	1,1	0,1	Omavaraisuusaste	87,7 %	87,4 %	85,9 %	82,1 %	81,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,3 %	-26,0 %	-25,7 %	-26,6 %	-26,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	0,9	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	4,1	11,7	18,8	12,4	14,5						
EV/EBIT (oik.)	40,6	54,7	44,3	51,1	29,0						
P/E (oik.)	18,5	22,9	32,7	13,3	13,0						
P/B	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5						
Osinkotuotto-%	6,8 %	6,3 %	5,6 %	6,5 %	7,1 %						

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 paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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
7.9.2020	Osta	3,75 €	3,03 €
3.11.2020	Osta	4,00 €	3,55 €
8.1.2021	Lisää	5,00 €	4,39 €
26.2.2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
12.5.2021	Lisää	5,50 €	5,00 €
22.6.2021	Lisää	5,30 €	4,63 €
10.8.2021	Lisää	5,50 €	4,94 €
8.10.2021	Lisää	5,00 €	4,51 €
8.11.2021	Lisää	5,00 €	4,75 €
24.2.2022	Lisää	5,00 €	4,52 €
10.5.2022	Lisää	5,00 €	4,36 €
1.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,20 €
9.8.2022	Vähennä	4,00 €	4,09 €
13.9.2022	Vähennä	4,00 €	3,79 €
8.11.2022	Vähennä	3,70 €	3,55 €
24.2.2023	Vähennä	3,70 €	3,72 €
9.5.2023	Lisää	3,70 €	3,49 €
15.8.2023	Lisää	3,70 €	3,21 €
16.9.2023	Lisää	3,50 €	3,10 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**