

PunaMusta Media

Laaja raportti

17.10.2021 20:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Muutosprosessin pohjatyöt hyvällä mallilla

PunaMusta Media päivitti strategiansa alkuvuonna 2021 vastauksena markkinoiden edelleen kiihtyneeseen murrokseen, joka nakertaa perinteisten paino- ja medialiiketoimintojen tulovirtoja. Arviomme mukaan liiketoiminnan strategisen muutoshankkeen pohjatyöt ovat hyvällä mallilla ja muutoksen mahdollistamaa tulospotentiaalia päästään ulosmittaamaan keskipitkällä aikavälillä, jolloin odotamme yhtiöltä tuntuvaa tulostason nousua. Tähän suhteutettuna osakkeen arvostus ei mielestämme ole edullinen, minkä ansiosta lähivuosien tuotto-odotus nojaa etenkin osinkotuottoon. Siten osakkeen riski/tuotto-suhde ei ole osakkeen nykyisellä arvostustasolla houkutteleva ja näin ollen toistamme 5,80 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme.

Muutosprosessin pohjatyöt hyvällä mallilla

PunaMusta Media on perinteikäs paino- ja mediatoimialaan keskittynyt yhtiö, jonka tulovirrat ovat olleet viime vuodet laskusuunnalla markkinoiden murroksen seurauksena. Yhtiö päivitti strategiaansa alkuvuodesta 2021 vastatakseen markkinan muutokseen. Nykyisessä strategiassaan yhtiö tavoittelee kumppanuutta asiakkaiden markkinointisidonnaisissa palveluissa ja kasvua etenkin näkyvyys- ja digitaalisten palveluiden avulla. Tulovirtojen muutosta on tukenut jo olemassa olleet palvelut ja kyvykkyydet, minkä lisäksi tarjoomaa on vahvistettu edelleen yritysostoilla kuluvan vuoden aikana. Näin ollen liiketoiminnan painopisteen muutoshankkeen pohjatyöt ovat mielestämme tässä vaiheessa hyvällä mallilla. Arviomme mukaan yhtiön kokonaistarjooma mahdollistaa siten muutoshankkeen seuraavan vaiheen tavoittelun eli tulovirtojen muutoksen kiihdyttämisen lähivuosina sekä uusasiakashankinnalla että nykyisiä kokonaisasiakkuuksia kasvattamalla. Lisäksi pidämme täydentäviä ja muutosta kiihdyttäviä yritysostoja todennäköisenä myös jatkossa.

Orgaaninen kasvu on tiukassa, mutta tuloskasvun edellytykset ovat paikallaan

PunaMusta Median tuotoista merkittävä osa muodostuu arviomme mukaan yhä laskusuunnalla olevista suurvolyyimisesta painamisesta ja painetusta mediasta. Näiden ennustamamme edelleen jatkuva lasku hidastaa lähivuosien ennusteissamme konsernitason liikevaihdon kasvua, mutta asteittain etenevä liikevaihdon jakauman muutos vahvistaa liiketoiminnan kannattavuutta. Tätä taustaa vasten ennusteissamme vuosien 2022-2024 liikevaihdon keskimääräinen kasvu kipuaa vain lievästi positiiviseksi, mutta odotamme yhtiön operatiivisen kannattavuuden nousevan tulovirtojen muutosta heijastellen. Operatiivisen tulosparannuksen lisäksi tuloskasvua tukee merkittävän kokoisen arvopaperisalkun (H1'21: 17,2 MEUR) osinkovirta.

Osinkoihin nojaava tuotto-odotus ei mielestämme riitä vastineeksi riskien kantamisesta

PunaMusta Median osake on näkemyksemme mukaan hinnoiteltu lyhyen tähtäimen tulostasoon suhteutettuna haastavalle tasolle (2022e P/E-kerroin 21x). Toteutuessaan ennustamamme tulosparannus laskee arvostusta tuntuvasti pidemmälle katsottaessa (2023e P/E-kerroin 17x), mutta tätä odotellessa sijoittajan vuotuinen tuotto-odotus jää matalaksi ja noin 2,5-4 %:n ennustetun osinkotuoton varaan. Tämä on mielestämme turhan matala korvaus kannattavuuskäanteeseen liittyvien riskien vastineeksi ja siten tuotto/riski-suhde jää mielestämme heikoksi. Pitkän aikavälin kassavirtamallimme antama arvo (5,85 euroa/osake) tukee näkemystämme osakkeen täyteen hinnoittelusta.

Suositus

Vähennä

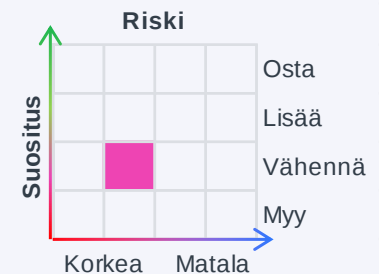
(aik. Vähennä)

5,80 EUR

(aik. 5,80 EUR)

Osakekurssi:

6,00



Avainluvut

Liikevaihto	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	102,8	105,1	110,6	109,6
kasvu-%	-4 %	2 %	5 %	-1 %
EBIT oik.	-1,5	-1,2	3,9	5,1
EBIT-% oik.	-1,5 %	-1,1 %	3,6 %	4,7 %
Nettotulos	-0,7	3,3	3,6	4,5
EPS (oik.)	0,02	0,27	0,29	0,36

P/E (oik.)	>100	22,6	20,8	16,7
P/B	1,6	1,6	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,5 %	3,3 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	21,1	15,0
EV/EBITDA	10,9	11,8	6,9	6,3
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7

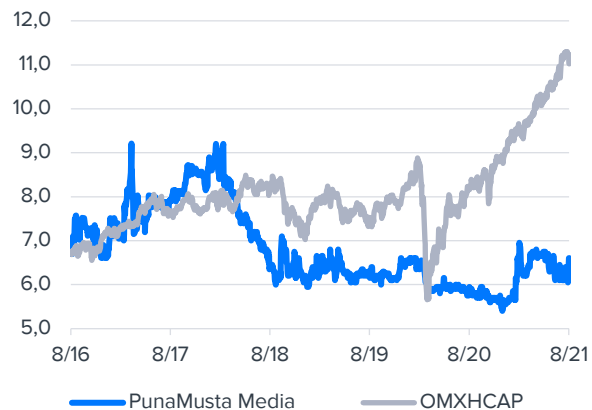
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

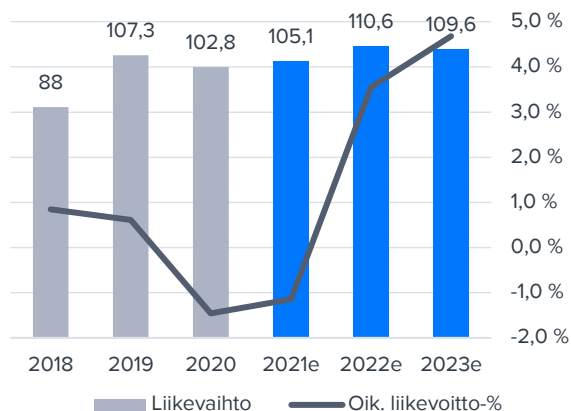
Konsernin liikevaihdon odotetaan pysyvän viime vuoden tasolla ja liiketuloksen arvioidaan paranevan vuoden 2020 tasosta. Vuonna 2020 liikevaihto oli 102,8 MEUR ja liiketulos oli -2,5 MEUR.

Osakekurssi



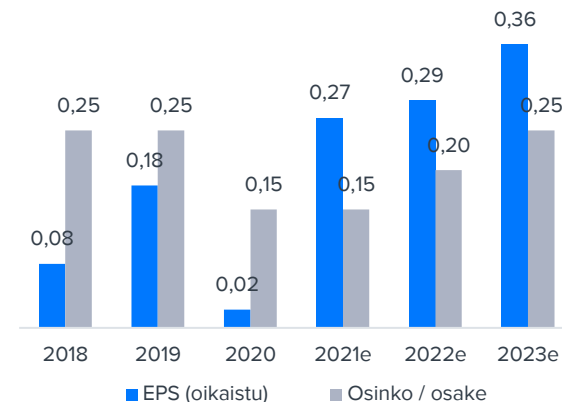
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Painetun median ja painotoimialan murroksen kiihtyminen
- Uuden strategian mukaisen muodonmuutoksen epäonnistuminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	75	75	75
Yritysarvo (EV)	89	83	77
P/E (oik.)	22,6	20,8	16,7
P/E	22,6	20,8	16,7
P/Kassavirta	57,2	9,4	8,8
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,8	6,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	21,1	15,0
Osinko/tulos (%)	56,4 %	69,5 %	69,6 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,3 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10-13
Toimialakatsaus - mediatoimiala	14-17
Toimialakatsaus - painotoimiala	18
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	19-20
Ennusteet	21-24
Sijoitusprofiili	25-26
Arvostus	27-28
Taulukot	29-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

PunaMusta Media lyhyesti

PunaMusta Media on Suomeen keskittynyt kolmesta liiketoimintaosasta, 1) näkyvyysratkaisusta, 2) Pohjois-Karjalan alueella toimivasta mediaaliiketoiminnasta, sekä 3) kotimaisiin pörssiosakkeisiin sijoituksia tekevistä arvopaperisalkusta koostuva konserni.

103 MEUR (2019: 107 MEUR)

Liikevaihto 2020

-2,5 MEUR (-2,4 %)

Liikevoitto 2020 (liikevoitto-%)

81 % / 19 %

Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan / mediaaliiketoimintojen osuus liikevaihdosta 2020

15,5 MEUR (2,2 MEUR)

Arvopaperisalkun koko, 2020
(arvopaperikaupan nettotulos, 2020)

2015-2016

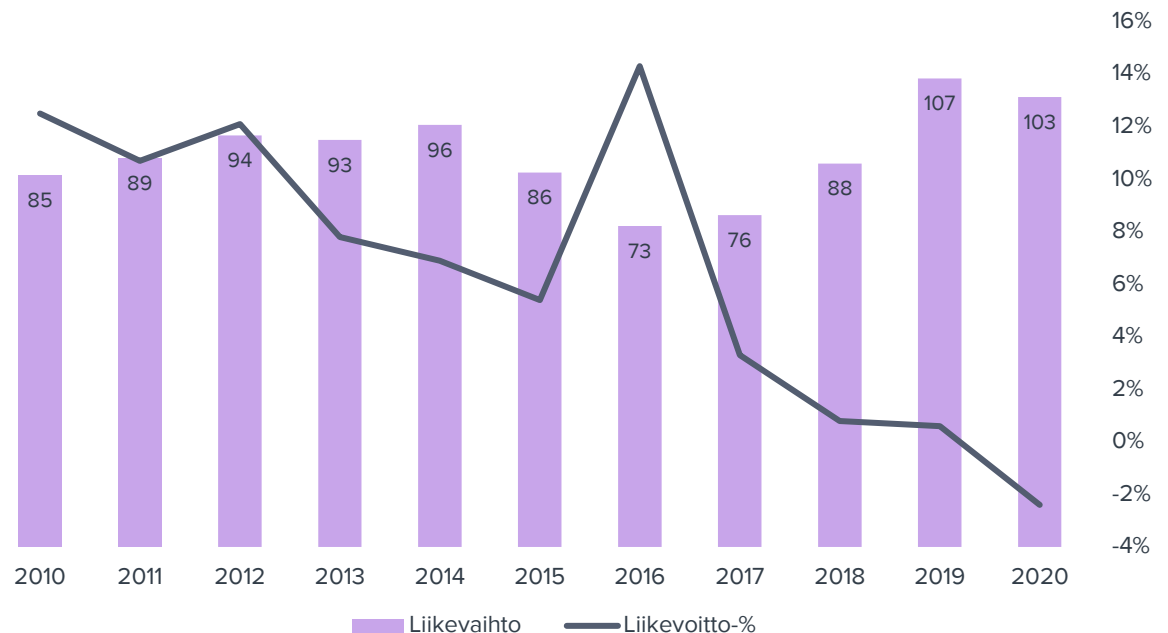
- Painoteollisuuden heikentyminen ja painetun median taantuminen kiihtyy
- Jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus heikkenee tehostustoimista huolimatta
- Tarrapainoliiketoiminnan divestointi (myyntivoitto 8,3 MEUR)
- Painokoneinvestoinnit otetaan käyttöön ja suurkuvatuotannon investointi

2017-2019

- Paino- ja mediatoimialan heikko kehitys jatkuu, mikä yhdessä tehostuskulujen kanssa painaa kannattavuutta
- Konserni toteuttaa useita yritysostoja painotoimialalla ja nousee yhdeksi Suomen suurimmista painotaloista
- Yhtiö toteuttaa mittavat tehostusohjelmat painotoimialalla

2020-2021

- Koronapandemia vaikuttaa merkittävästi liikevaihtoon sekä kannattavuuteen
- Säästö- ja sopeutustoimenpiteitä koronapandemian sekä pysyvästi muuttuneen markkinatilanteen johdosta
- Strategiapäivitys vuosille 2021-2023, jonka keskiössä asiakkaan menestymisen mahdollistaminen
- Yhtiö vahvistaa palvelutarjontaansa yrityskaupoilla



PunaMusta Media liiketoimintamalli 1/3

Kolmen liiketoimintaosan konserni

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

Konsernin liikevaihto laski koronapandemian myötä 4 % 103 MEUR:oon ja sen liikevoitto oli -2,5 MEUR. Liikevaihtoa tuki koronavuonna myös Pixmill Group -yrityskauppa (liikevaihto 2019: 8,3 MEUR). Arvopaperikaupan tuntuvat voitot (2,2 MEUR) kasvattivat rahoitustuottoja ja siten yhtiön tulos ennen veroja (-0,8 MEUR) oli selvästi operatiivista tulosta suurempi, vaikkakin se jäi tappiolle.

PunaMusta konserni on noussut viime vuosina tehtyjen lukuisten yritysjärjestelyjen myötä liikevaihdolla mitattuna yhdeksi Suomen suurimmista painotaloista. Medialiiketoiminnassa konsernilla on johtava asema Pohjois-Karjalan alueen lehtimediemarkkinalla ja liikevaihdolla/levikillä mitattuna konserni on Suomen kymmenen suurimman kaupallisen media-yhtiön joukossa.

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta konsernin suurin segmentti

Yhtiön liikevaihdoltaan suurin liiketoiminto on painamisen palveluihin ja näkyvyyden ratkaisuihin keskittynyt **Näkyvyys- ja painoliiketoiminta** (PunaMusta Oy). Segmentti muodosti vuonna 2020 81 % (2019: 80 %) konsernin liikevaihdosta ja sen

vaikutus liiketulokseen oli -4,1 MEUR.

Segmentin palveluportfolio on laajentunut viime vuosina toteutettujen yritysostojen myötä ja tällä hetkellä sen liiketoiminta koostuu markkinoinnin digiporataaleista, digitaalisista näyttöratkaisista, mainos- ja digipainamisesta, messumateriaaleista ja suurkuva, asiakas- sekä aikakauslehtien painamisesta. Segmentillä on toimipisteitä 8 eri kaupungissa ympäri Suomen sekä Tallinnassa, ja sen asiakaskunta koostuu kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä ja pieneltä osin konsernin oman medialiiketoiminnan painotuotteista.

Medialiiketoiminta on konsernin perinteinen ydin

Medialiiketoiminta koostuu Pohjois-Karjalan alueella julkaistavan alueellisen sanomalehden, Karjalaisen ja kuuden paikallislehden, kaupunkilehden sekä paikallisen radioaseman muodostamasta medialiiketoiminnasta. Toimiala muodosti vuonna 2020 19 % (2019: 20 %) konsernin liikevaihdosta ja sen liiketulos oli 1,8 MEUR vastaten 9,3 %:n liikevoittomarginaalia. Segmentin tuotoista noin 58 % muodostui suhteellisen vakaista sanomalehtien ja niiden verkkopalveluiden sisältötuotoista ja loput noin 42 % syklisemmistä ilmoitustuotoista.

Segmentin asiakkuudet muodostuvat sisältötuottojen osalta pääosin Pohjois-Karjalan alueella asuvista kuluttajista ja mainostuottojen osalta pääasiassa Pohjois-Karjalassa liiketoimintaa harjoittavista, kuluttajille suunnatuista palveluista ja tuotteista myyvistä yrityksistä. Medialiiketoimintaa voi kuvailla konsernin perinteikkääksi ydinliiketoiminnaksi, jolla on Pohjois-Karjalan alueella tärkeä yhteiskunnallinen rooli.

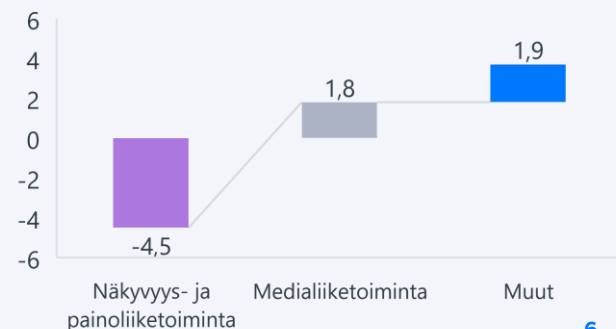
Liiketoimintarakenne, 2020

PunaMusta Media Oyj -konserni Liikevaihto 103 MEUR, EBIT -2,5 MEUR		
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	Media-liiketoiminta	Muut toiminnot
Lv. 85,8 MEUR EBIT -4,1 MEUR EBIT-% -4,9 %	Lv. 19,3 MEUR EBIT 1,8 MEUR EBIT-% 9,3 %	Lv. 0 MEUR EBIT -0,2 MEUR Arvopaperituotot 2,2 MEUR
- Lehtipainot - Digi- ja arkipainaminen - Näkyvyyspalvelut - Digitaaliset palvelut - Sisältö- ja suunnittelupalvelut	- Sanomalehdet - Verkkomedia - Radio	- Konsernipalvelut - Merkittävän kokoinen arvopaperisalkku - Muut omistukset

Liikevaihdon jakauma, 2020



Tulos ennen veroja jakauma, 2020



Lähde: Inderes

PunaMusta Media liiketoimintamalli 2/3

Konsernilla on merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu liiketoiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konsernitoiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta kohtuullisen merkittävän osan konsernin tuloksesta viime vuosina ja etenkin viime vuonna (vuonna 2020 2,2 MEUR).

Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli vuoden 2020 lopussa noin 15,5 MEUR (H1'21: 17,2 MEUR) ja se koostuu pääosin (vajaa 11 MEUR) 10,3 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkka-Yhtymässä. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat kotimaisista listayhtiöistä, jotka profiloituvat valtaosin osinkoyhtiöiksi. Lisäksi emoyhtiö omistaa vajaa 9 % Arena Partners Oy:stä, mutta tällä omistuksella on arviomme mukaan ollut viime vuodet varsin pieni vaikutus muiden liiketoimintojen liikevoittoon.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin - tuotot pääosin toistuvia

PunaMusta Median liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen, painetun median mainontaan ja painotuotteiden kysyntään. PunaMusta Median liiketoiminta nojaa merkittävältä osin painettuun mediaan ja digitaalisen median ja

palveluiden osuus konsernin tuotoista on toistaiseksi ollut hyvin matala.

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

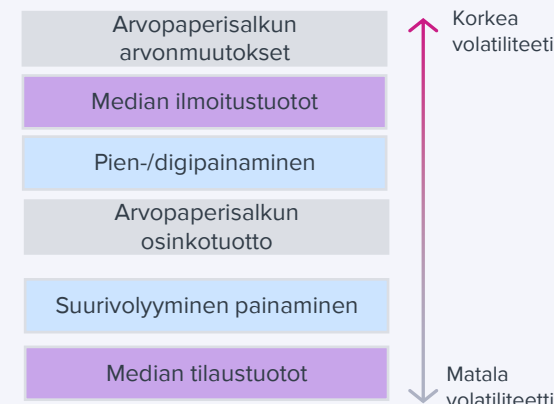
PunaMusta Median liikevaihdon riskiprofiili on tuottojen toistuvuuden osalta maltillinen, sillä luonteeltaan syklisimpien ilmoitustuottojen osuus konsernin liikevaihdosta on alle 10 %. Lisäksi mainostuotot syntyvät pääosin paikallisten ja alueellisten palvelu- ja vähittäiskaupan yhtiöiden mainonnasta,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

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

Painaminen on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

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

Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus konsernin tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2020	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media ja palvelut	Pieni (~ 5 %)	Hyvä kasvu +5-10 %/v
Digipainaminen	Kohtalainen (noin 15 %)	Lievä kasvu +2-5 %/v
Sisältö- ja suunnittelupalvelut	Pieni (alle 5 %)	Vakaa +/- 2 %/v
Suurivolyymisen-painaminen	Korkea (noin 60 %)	Laskee -4-8 %/v
Painettu media	Merkittävä (noin 20 %)	Laskee 2-5 %/v

PunaMusta Media liiketoimintamalli 3/3

PunaMusta Median liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

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

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

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

Kassavirrat kohtuullisen vakaita ja ennustettavia

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

Kulutuskysynnän ja taloussykliä mukana elävien

mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdesta oli vuonna 2020 vain noin 8 %. Toistuvien tilausmyyntiin perustuvien sisältötuottojen osuus liikevaihdesta oli puolestaan noin 11 %.

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

Painoalan ylikapasiteetti ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

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

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

jossain määrin koholla.

Painamisen skaalaedut nousussa, mutta mediatoinnin skaalaedut pienet

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

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

Yhtiön liiketoiminta sitoo paljon pääomia, mutta investointitarve pienenee tulevaisuudessa

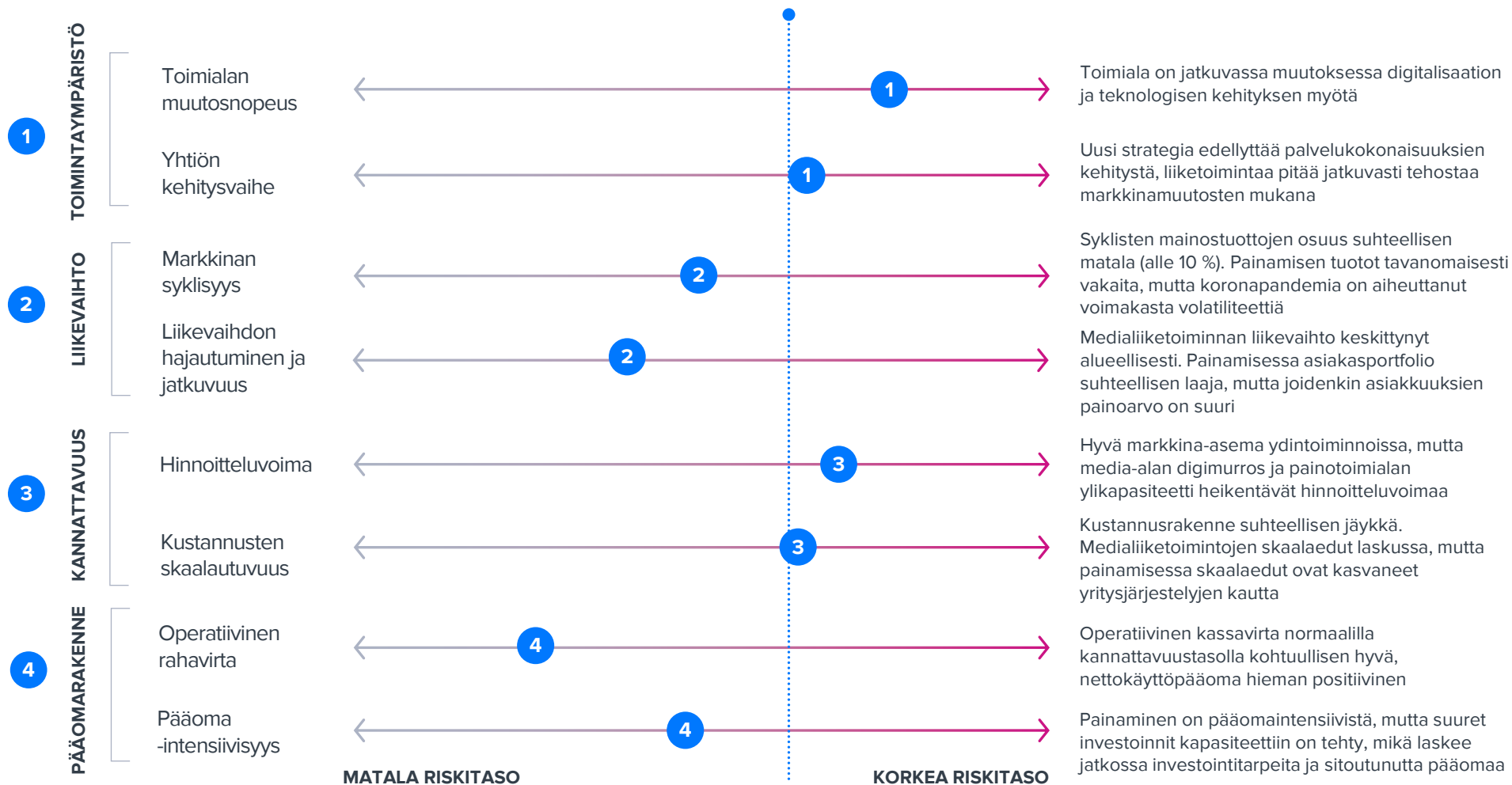
PunaMusta Median liiketoiminnot sitovat kohtuullisen paljon pääomaa, sillä yhtiön suurimman liiketoiminnan, Näkyvyys- ja painoliiketoiminta on pääomaintensiivistä.

Arviomme yhtiön kyvyn tuottaa kassavirtaa kuitenkin parantuvan asteittain jatkossa, kun koronapandemian väistyessä konsernin tulostaso paranee ja investointitarve pienenee. Uskomme yhtiön kuitenkin jatkavan hajanaisen alan konsolidaatiota myös tulevaisuudessa.

PunaMusta Media liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio PunaMusta Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia vuosille 2021-2023

PunaMusta Median julkisti maaliskuussa päivitetyn strategiansa vuosille 2021-2023. Päivitetyn strategian ytimessä on asiakkaan menestymisen mahdollistaminen, jossa vastuullisuus on osa toimintaa kaikilla sektoreilla.

Yhtiö on itse määritellyt seuraavat ratkaisevat voitot (must win battles), jotka mahdollistavat strategian onnistumisen: 1) Tiedolla johtaminen, 2) Ylivoimainen asiakaskokemus, 3) Teknologian hyödyntäminen ja edelläkävijyys, 4) Yhtenäinen yritys- ja johtamiskulttuuri sekä 5) Markkinaosuuden merkittävä kasvattaminen. Näiden kohtien takana on etenkin organisaatiokulttuuri, mikä perustuu tiedolla johtamiseen. Yhtiö pyrkii asiakaslähtöisesti lisäämään teknologian hyödyntämistä niin myynissä, markkinoinnissa, omissa tuotteissaan, kuin omissa prosesseissaankin. Tämä tarkoittaa mm. analytiikan lisäämistä osaksi konsernin kaikkia palveluita, hypoteesi- ja datapohjaisia ratkaisuehdotuksia asiakkaiden liiketoiminnan edistämiseksi sekä modernia tuotannonohjausta. Lisäksi yhtiö keskittyy asiakkuuksien kasvattamiseen vahvistamalla monikanavaista tarjontaansa (erityisesti näkyvyys- ja digitaalisia palveluita).

Uuden strategian kolme pääavoitetta ovat 1) digitaalisten ja näkyvyyspalveluiden liikevaihdon kasvu, 2) kannattavuuden parantaminen ja 3) uusien kokonaisasiakkuuksien kasvattaminen.

PunaMusta Media on tehnyt viime vuosina useita yrityskauppoja, jotka ovat vahvistaneet ja monipuolistaneet sen markkina-asemaa ja palvelutarjontaa näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa. Siten yhtiön tarjonta on arviomme mukaan

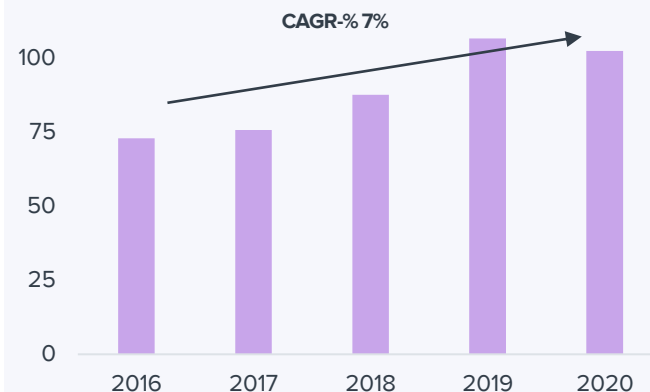
kilpailukykyinen myös tulevaisuudessa, jossa asiakkaiden kysyntä digitaalisia palveluja kohtaan kasvaa. Mikäli yhtiö onnistuu siirtymään monipuolisesta palvelutarjoajasta vahvemmin asiakkaan kokonaisvaltaiseksi mainonnan ja näkyvyyden kumppaniksi, tukee se arviomme mukaan yhtiön tavoitteiden saavuttamista. Tämä kuitenkin edellyttää arviomme mukaan sekä kyvykkyyksien parempaa valmiutta että kysynnän palautumista koronapandemian aiheuttamasta selvästä laskusta. Käsityksemme mukaan lyhyellä tähtäimellä yhtiön fokuksessa on ollut kyvykkyyksien rakentaminen ja organisaation toimintatavan muutos. Osana tätä muutosta, yhtiöltä voidaan arviomme mukaan odottaa edelleen pieniä täydentäviä yritysostoja. Pohjatöiden onnistuessa uuden toimintamallin hedelmiä päästään arviomme mukaan poimimaan osittain jo lähivuosina ja täysimääräisesti strategiakauden lopussa.

Taloudelliset tavoitteet

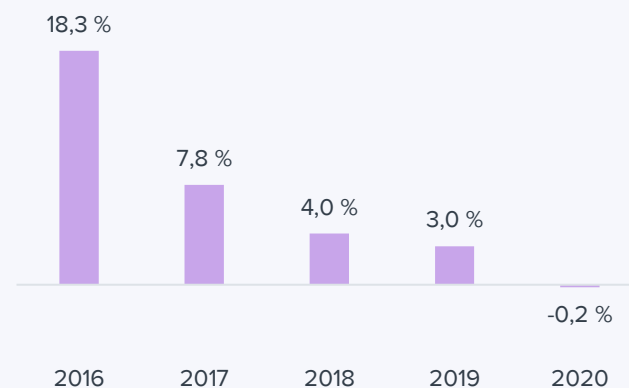
Liikevaihto - liiketoiminnan kasvattaminen vuosittain. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen kasvu on ollut noin 7 %, johon on vaikuttanut merkittävästi useat yritysostot. Arviomme mukaan liikevaihdon kasvu on viime vuosien tapaan vahvasti yritysostovetoista myös tulevaisuudessa, kun taas orgaanista kasvua hidastaa painetun median ja painoliiketoiminnan kysynnän lasku.

Suhteellinen kannattavuus - sijoitetun pääoman tuotto yli 8 %. Edellisen viiden vuoden keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto on ollut vajaa 7 %. Huomioitavaa on, että keskiarvoa nostaa selvästi liiketoiminnan myynti vuonna 2016 ja tämän jälkeen viimeisen neljän vuoden keskimääräinen taso on noin 3,7 %.

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu



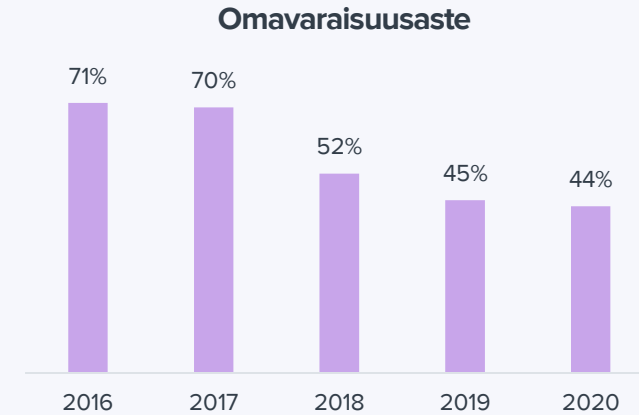
Sijoitetun pääoman tuotto



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Oman toiminnan ROI-% on jäänyt tavoitetason alle etenkin viime vuosien heikon tuloskehityksen takia. On kuitenkin huomioitava, että viime vuosien aktiivisen epäorgaanisen kasvun ansiosta yhtiön poistot ovat kohonneet tuntuvasti, mikä painaa tulosta ja siten myös sijoitetun pääoman tuottoa. Tavoitteen saavuttaminen nykyisellä taserakenteella ja arvopaperiomistuksilla edellyttää laskelmiemme mukaan noin 5 %:n tai tätä korkeampaa liikevoittomarginaalia.

Vakavaraisuus - Omavaraisuusaste > 40 % ja nettovelka/käyttökate strategiajakson lopussa alle 2,5x. Yhtiö on ylittänyt omavaraisuustavoitteen viimeisen viiden vuoden aikana selvästi ja myös H1'21:n lopussa (omavaraisuusaste 44,5 %) tavoite ylittyi melko selvällä marginaalilla. Nettovelan suhde käyttökatteeseen 2021e on ennusteillamme 1,9x. Siten yhtiö täyttää molemmat vakavaraisuustavoitteensa ennusteissamme, vaikka koronapandemia rokottaakin käyttökatetta kuluvana vuonna selvästi. Strategiakauden loppuun ajoittuvilla ennusteillamme, joissa emme mallinna yritysostoja, on yhtiö nettovelaton. Siten yhtiöllä on vakavaraisuustavoitteensa puitteissa tilaa jatkaa epäorgaanista kasvua.



PunaMusta Median strateginen kehitys



Liiketoiminnan kehittäminen investoinnein, kannattavuus heikkenee

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

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

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

Merkittäviä yritysjärjestelyjä ja investointeja, kannattavuus heikko

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

Lähitulevaisuus 1-2v

- Yhtiön tulostasoon ja kassavirtaan odotetaan selvää parannusta markkinoiden elpyessä koronapandemiasta
- Painamisen tehokkuutta parannetaan ja kasvua vahvistetaan kone- ja laitekannan käyttöä optimoimalla, laajentuneen toimipisteverkon ja asiakaskannan avulla
- Vuonna 2021 uudistetun strategian implementoin läpi organisaation
- Tarjooman uudistaminen kokonaisvaltaiseksi palveluksi ja kasvun kiihdyttäminen

Liiketoiminnan muokkaaminen uuden strategian mukaisesti

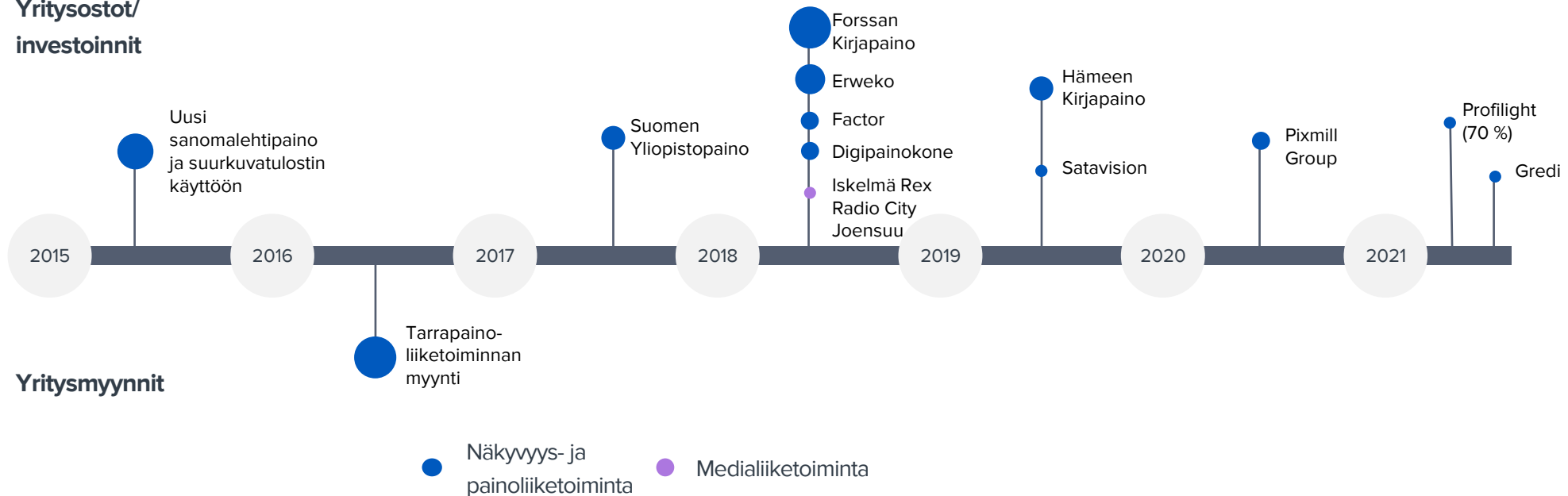
- Kyvykkyyksien rakentaminen ja organisaation toimintatavan muutos vuonna 2021 päivitetyn strategian mukaiseksi
- Markkinaosuuden ja palvelutarjooman vahvistaminen yritysostoilla (kuten Profilight 2021 keväällä)
- Kasvun perustan rakentaminen ja vahvistaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Uuden strategian potentiaalin ulosmittaaminen vuosina 2023-2025
- Aktiivinen osapuoli media- ja painotoimialojen konsolidaatiossa
- Toimialojen rakennemurros heikentää konsernitason orgaanista kasvua
- Kassavirtojen vahvistuminen parantaa rahoitusasemaa ja mahdollistaa kasvavan osinkovirran

PunaMusta Median yrityskaupat 2015-2021 ja merkittävät investoinnit

Yrityssostot/ investoinnit



Lähde: PunaMusta Media

Liiketoimintojen yrityskauppa- ja investointistrategia

Medialiiketoiminta

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

Näkyvyys- ja painoliiketoiminta

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

Lähde: Inderes

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti vahva korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mediatyhtiöiden 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 mediatilojen 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 tietosuojasetukset (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 kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) nousi jo lähes puoleen (~47 %) kaikesta mainonnasta vuonna 2020 koronapandemian vaikuttaessa perinteisiin mainonnan muotoihin.

IAB:n mukaan reilu 60 % verkkomainonnan arvosta on Facebook ja Google mainontaa ja loput 40 % kansallisten toimijoiden (kuten Sanoman ja Alma Median) myymää mainontaa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena negatiivista Suomessa. Odotamme koronapandemian vauhdittaneen siten, että rakenteellinen trendi jatkunee aiempaa matalammalta tasolta.

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 suhdanneherkkyttä.



Teknologinen kehitys

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



Säätely ja kulttuuri

Tieto- ja yksityisyydensuojan sääntely kiristyy, mikä kasvattaa kiinteän asiakassuhteen merkitystä. Ns. valeuutiset 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 keskimäärin noin 5-10 % vuodessa, mutta poikkeuksellisenä vuonna 2020 kasvu oli vain 2 %. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan aiemman ripeämmän kasvun mukaisena 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 Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (0-3 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut myös kääntämään viime vuosina Helsingin Sanomien kokonaistilaajamäärän kasvuun ja tällä hetkellä Helsingin Sanomien tilaajia on yli 400 tuhatta. Digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut 70 %:iin kokonaistilaajien

määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, valeutisiin liittynyt keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden parantuminen. Valtaosa digitaalisten palveluiden tilaajista on alle 50-vuotiaita. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, ja aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut vaisua.

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

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaan voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalsiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa.

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 mediatyhtiöiden 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).

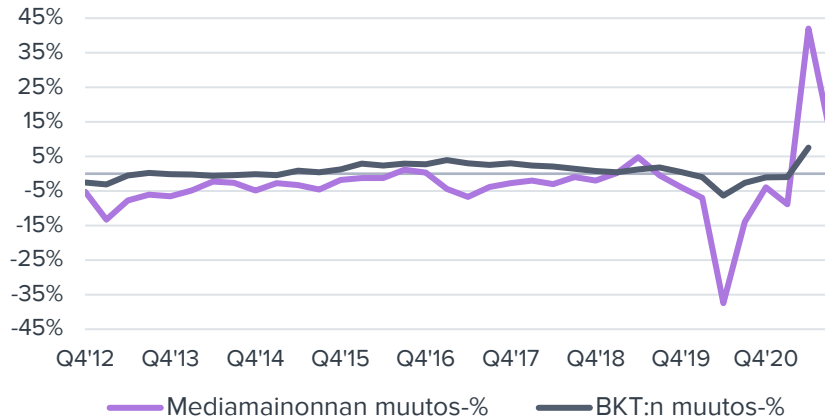
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyks, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa, sekä vahvat brändit. Sanoma saa myös selvää etua monikanavaisuudesta, jota muilla suomalaisilla tai kansainvälisillä alusta- tai mediatyhtiöillä ei ole.

Regulaatio voi jopa hyödyttää mediatyhtiöitä

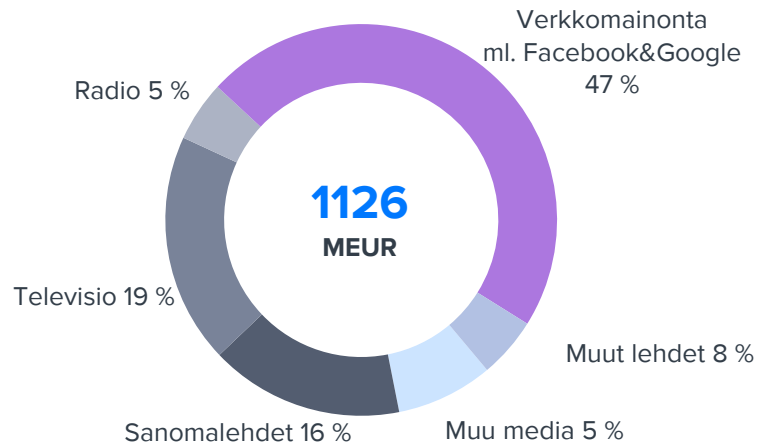
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja ja niitä joudutaan odottamaan vielä. Suhteessa nykytilaan voidaan sen kuitenkin arvioimme mukaan odottaa pääasiassa vain parantavan paikallisten toimijoiden asemaa.

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

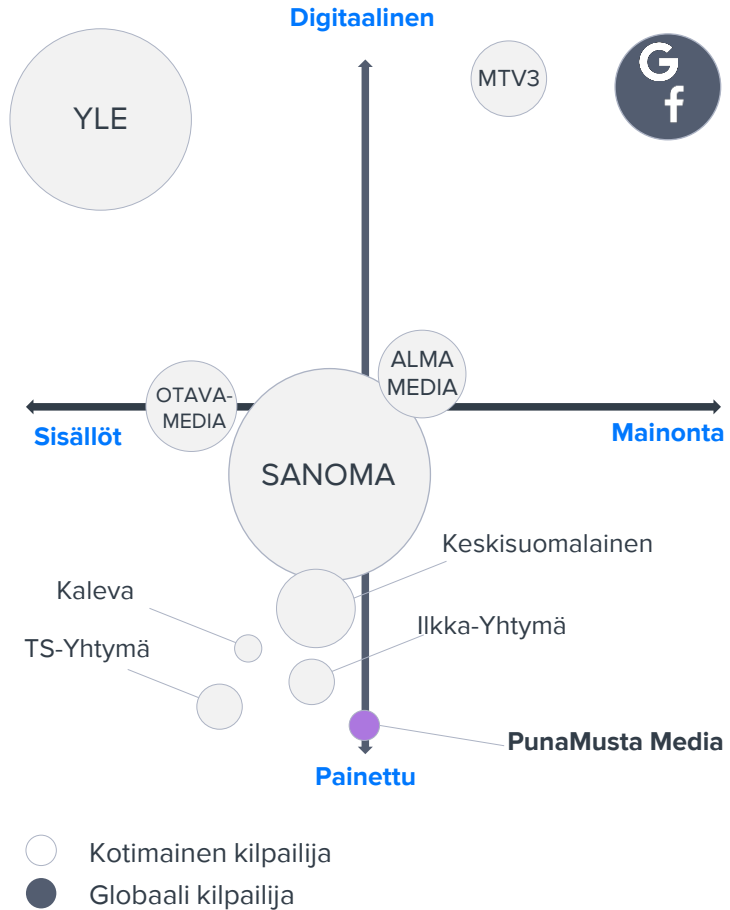
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q3'2021* saakka



Suomen mediamainonnan jakauma, 2020



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Toimialakatsaus - painotoimiala

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään, mitä heijastellen toimialan ”Painaminen ja siihen liittyvät palvelut” liikevaihto on laskenut Tilastokeskuksen mukaan vuosien 2010-2020 välisenä aikana peräti 35 %. Samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan, sillä murrosta ajaa digitalisaatio ja asiakaskäyttäytymisen muutos.

Perinteisille painomarkkinoille on syntynyt murroksen myötä merkittävää ylikapasiteettia, mikä on kiristänyt toimialan kilpailutilannetta ja heikentänyt alan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offsetpainaminen vähenee jatkuvasti ja Suomen painoteollisuuden kilpailukyky vientimarkkinoilla on heikentynyt. Samaan aikaan pienempiin tuotantoteoriin ja uudempaan painoteknologiaan perustuva ns. digitaalinen painaminen kuitenkin kasvaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähentyy kustannustehokkuudessa perinteistä offsetpainamista.

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta on yhä kesken

Suomessa painotoimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa erityisesti pääomasijoitusyhtiön omistamalla Granolla ja PunaMusta Medialla on ollut merkittävä rooli. Alan konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja toimijoiden määrän laskevan, sillä useat alan yhtiöt kärsivät kannattavuusongelmista. Johtavassa asemassa olevien painotoimialan yhtiöiden kannalta positiivista on se, että markkinoille tulon kynnyksellä on samalla noussut, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyyymisessä

painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää selvästi pienempi joukko suuria yhtiöitä.

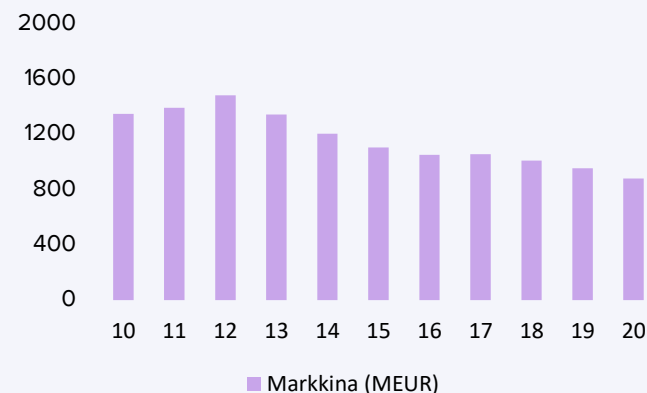
PunaMusta Media on toimialan toiseksi suurin

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja PunaMusta ovat kasvaneet yritysostojen kautta toimialan suurimmiksi pelaajaksi ja useat keskisuuret ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurin toimija liikevaihdolla mitattuna on Grano (2020: 110 MEUR), mutta epäorganisen kasvun myötä PunaMusta Media ei ole kaukana perässä (2020: 103 MEUR). Muita painopalveluita tarjoavia yhtiöitä ovat mm. keskisuuret HansaPrint, Lehtisepät, ja Edita Prima.

Vuonna 2020 Tilastokeskuksen tietojen mukaan toimialan ”Painaminen ja siihen liittyvät palvelut” kokoluokka oli noin 878 MEUR. Tähän suhteutettuna suurimmatkaan toimijat eivät muodosta merkittävää osaa koko toimialasta, mikä kuvastaa toimialan pirstaloituneisuutta. Tilastokeskuksen tietojen mukaan alalla toimikin 661 yritystä vuonna 2020.

Arviomme mukaan koronapandemia heijastui negatiivisesti alan toimijoiden liikevaihtoon ja tätä kautta myös jo ennestään matalaan kannattavuuteen. Tämän taustalla on etenkin kannattavan liiketoiminnan volyymikriittisyys. Siten arvioimme, että vuosi 2020 ja vuoden 2021 alku olivat poikkeuksellisen haastavia alan toimijoille. Koronapandemian vaikutukset arviomme mukaan myös todennäköisesti vauhdittavat pienempien toimijoiden pudotuspeliä ja kiihdyttävät markkinoiden konsolidaatiota. Tästä on viitteitä jo vuoden 2020 luvuissa, sillä Tilastokeskuksen mukaan toimijoiden lukumäärä on laskenut vuoden 2019 (719) tasosta merkittävästi.

Painotoimialan liikevaihdon kehitys 2010-2020



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne

Kustannusrakennetta dominoi kaksi erää

PunaMusta Median liiketoimintamallia heijastellen kustannusrakenne koostuu pääosin kahdesta keskeisestä erästä, jotka ovat materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaalit ja palvelut kustannuserästä huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista (esim. painopaperit ja värit) ja jakelukustannuksista. Tämä kustannuserä on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana noin 46-53 %:n välillä ja on ollut keskimäärin 49 % liikevaihdosta. Käänteisesti, yhtiön myyntikate-% on ollut vastaavalla ajanjaksolla keskimäärin noin 51 %. Vastaavasti henkilöstökulut ovat vaihdelleet noin 28-33 %:n välillä ja ovat olleet keskimäärin noin 30 %:n tasolla vuosina 2016-2020.

Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Suhteessa liikevaihtoon muut kulut ovat vaihdelleet noin 14-16 %:n välillä ja olleet edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin reilu 15 % liikevaihdosta.

Tase koostuu pitkälti painamiseen liittyvästä kiinteästä omaisuudesta ja likvideistä varoista

PunaMusta Median taseen loppusumma oli vuoden 2020 lopussa 103 MEUR. Tase on kasvanut viime vuosina voimakkaasti yritysjärjestelyjen ja painokoneinvestointien myötä.

PunaMusta Median tase ei sisällä yritysostoista huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta omaisuutta (9 MEUR, 9 % taseesta), sillä yhtiön yritysostokohteet ovat olleet heikosti kannattavia

ja niiden yritysarvot matalia. Lisäksi yhtiö alaskirjasi liikearvoa noin 1 MEUR vuoden 2020 lopussa. Aineellista omaisuutta (sis. käyttöoikeusomaisuuserät) konsernilla oli vuoden 2020 lopussa 54 MEUR, eli 52 % taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painamisen koneisiin ja laitteisiin sekä konsernitoimintojen alle sisältyviin konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa oli markkina-arvoltaan noin 15,5 MEUR:n (Q2'21: 17,2 MEUR) arvopaperisalkku ja 6 MEUR:n rahavarat, jotka muodostivat yhdessä reilut 20 % taseen loppusummassa vuoden 2020 lopussa.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen suhteellisen matalalla tasolla (2016-2020 keskimäärin 3 % liikevaihdosta), sillä osto- ja siirtovelat ovat tyypillisesti myyntisaamisten tasolla ja vaihto-omaisuus on ollut viimeisen viiden vuoden ajan keskimäärin noin 4 % liikevaihdosta. PunaMusta Median oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 44,3 MEUR, eli 3,53 euroa osakkeelta. Korollista velkaa yhtiöllä oli vastaavasti 40,6 MEUR (sis. leasingvelat), rahavaroja noin 6 MEUR ja siten nettovelkaa oli noin 19 MEUR, kun arvopaperit huomioidaan likvideinä rahoitusvaroina. Pidämme konsernin tase-eriä kokonaisuutena kurantteina, sillä yhtiön arvopaperiomistukset on arvotettu niiden markkina-arvoon, yritysostoista taseeseen on tullut lähinnä iältään käyttökelpoista kone- ja laitekantaa ja liiketoiminnan kassavirta on operatiivista tulosta vahvempi.

Velkaantuneisuus kohtuullisella tasolla, pääoman tuotto heikentynyt selvästi

PunaMusta Median nettovelkaantumisaste oli

vuoden 2020 lopussa 40 % ja omavaraisuusaste 44 %. Velkaisuutta on nostanut viime vuosina pääasiassa yritysostot ja investoinnit. Tästä huolimatta PunaMusta Median taseen velkaantuneisuus on säilynyt kohtuullisena.

PunaMusta Median sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat painuneet viime vuosina heikentyneitä tulostasoa ja taseen kasvua peilaten (2016-2020 ROI - 5,1-19,0 % ja ROE-% - 1,5-24,6 %). Vuonna 2016 pääoman tuottoa nosti Tarrapainoliiketoiminnan myynti (2016 ROI 19 % ja ROE 25 %) ja operatiivisesta tuloksesta laskettu pääoman tuotto olisi ollut matalampi.

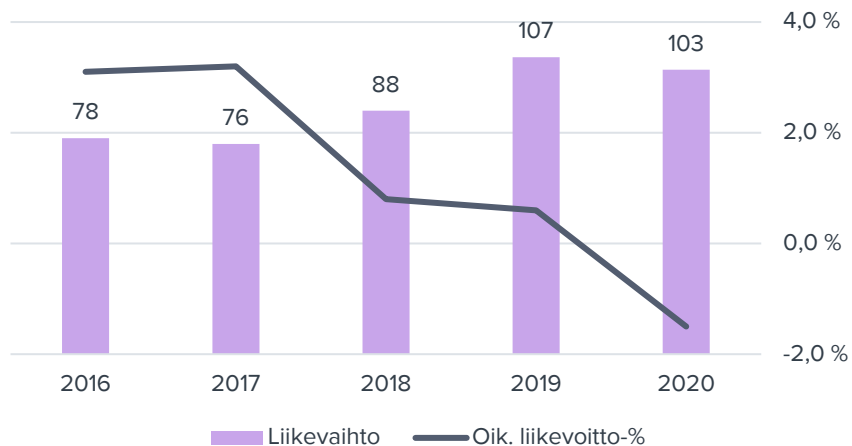
Kassavirta ja osinko ovat vaihdelleet viime vuosina voimakkaasti

PunaMusta Median vapaa rahavirta on vaihdellut 2016-2020 voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen, yritysjärjestelyjen ja investointien mukana, ja se on ollut noin -7 %:n ja +26 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (2020: 5 %). Yhtiön ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on arviomme mukaan matala ja vain noin 2 MEUR vuodessa.

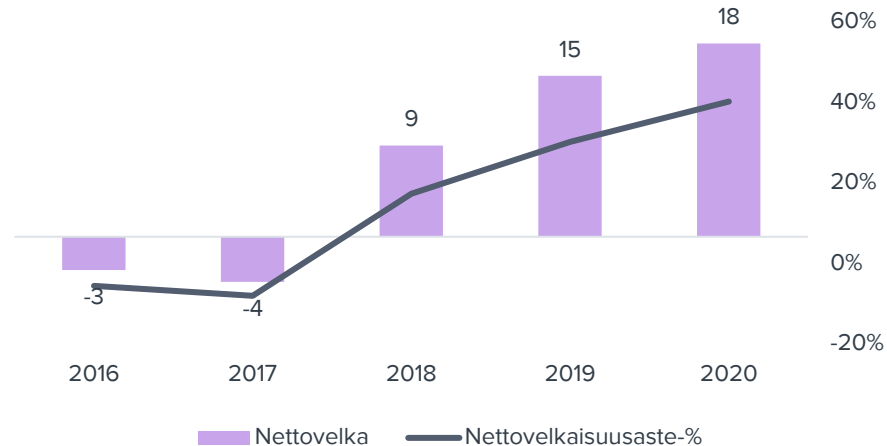
Yhtiöllä osinkopolitiikkana on ollut jakaa koko tulos osinkoina, mitä heijastellen vuosien 2016-2020 osingonjakosuhte on ollut keskimäärin noin 120 % (2020 tulos negatiivinen). Vuoden 2020 osinkoa laskettiin edellisvuodesta tappiollisesta tuloksesta johtuen 0,15 euroon osakkeelta (2019: 0,25 euroa/osake). Osinko laski selvästi alle liiketoiminnan tuottaman vapaan rahavirran (operatiivinen rahavirta-investointien rahavirta) eikä osinko edellyttänyt taseen käyttöä tappiollisesta tuloksesta huolimatta.

Taloudellinen tilanne

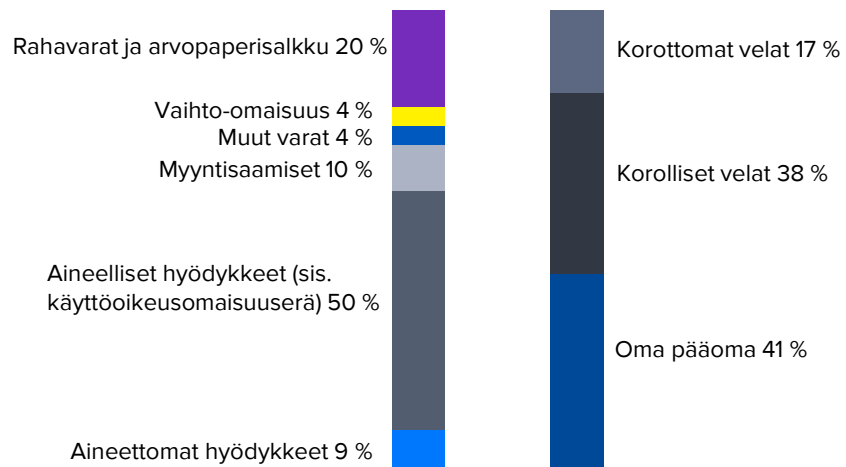
Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-%



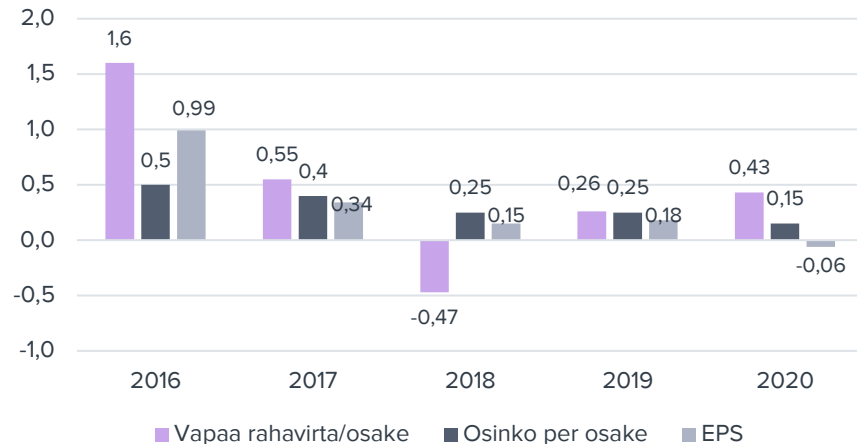
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2020 (103 MEUR)



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



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinnamme PunaMusta Median liikevaihdon kehitystä kahden segmentin kautta:

- Medialiiketoiminta
- Näkyvyys- ja painoliiketoiminta

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

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

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

Mallinnamme PunaMusta Median kannattavuuden kehitystä ensisijaisesti segmenttien liikevoittomarginaalien ja toissijaisesti konsernitason kuluennusteiden kautta. Mallissamme odotamme Medialiiketoiminnan kannattavuuden säilyvän keskipitkällä aikavälillä suhteellisen vakaana noin 9-10 %:n liikevoittomarginaalin tasolla, sillä yhtiö on osoittanut historiallisesti pystyvän kompensoimaan

liikevaihdon laskua tehostus- ja kehitystoimien kautta.

Odotamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan yltävän vakaassa kehitysvaiheessa, täysimääräisten kustannussynergioiden ja tehostustoimien sekä epäorgaanisen kasvun tuoman myynnin jakauman kanssa noin 5-6 %:n liikevoittomarginaaliin. Lyhyellä tähtäimellä kannattavuutta kuitenkin heikentää rajusti koronapandemian seurauksena laskenut toiminnan volyymi ja uusien palvelukokonaisuuksien kasvu vaatii aikaa.

Tavanomaisesti näkyvyys PunaMusta Median liikevaihdon kehityksen suhteen on kohtuullisen hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu suurelta osin vakaisiin Medialiiketoiminnan tilaustuottoihin sekä Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan vuosisopimuksiin perustuviin tuottoihin. Lyhyellä tähtäimellä tätä kokonaiskuvaa muuttaa koronapandemia ja sen aiheuttamasta kysyntäkuopasta elpyminen. Toimialan rakennemuutoksen eteneminen, painotoimialan kilpailutilanteen kehittyminen ja uuden strategian onnistuminen kuitenkin määrittävät pitkällä aikavälillä yhtiön liikevaihdon kehityksen.

Arvopaperisalkun tuotot muodostavat merkittävän osan PunaMusta Median tuloksesta. Emme ennusta mallissamme arvopaperisalkun arvonmuutoksia kvartaalia pidemmälle, mutta salkun osinkotuotot sisältyvät ennustemallimme.

Ennusteiden suurimmat epävarmuustekijät lyhyellä tähtäimellä liittyvät koronapandemian jälkeisen ajan kysynnän elpymisen kulmakertoimeen, ja pidemmällä tähtäimellä liiketoimintojen kestävään kannattavuustasoon. Lisäksi rakennemuutosten pitkän aikavälin vaikutusten arviointi on haastavaa.

Keskeiset ennusteparametrit

- Toimialojen kasvuodotus
 - Medialiiketoiminta - 2-4 % p.a.
 - Näkyvyys- ja painoliiketoiminta - 1-3 % p.a.
- Toimialojen kannattavuus
 - Medialiiketoiminta EBIT-% n. 9-10 %
 - Näkyvyys- ja painoliiketoiminta EBIT-% n. 5-6 %
- Arvopaperisalkun tuotto
 - Arvonmuutokset ei ennusteissa
 - Osinkovirta etenkin Ilkka-Yhtymältä
- Epävarmuustekijät
 - Koronapandemian aiheuttaman kysynnän laskun palautumisen kulmakerron
 - Kannattavuuskäänteen toteutuminen ja kestävä kannattavuustaso (erityisesti painoliiketoiminnassa)
 - Arvopaperisalkun kehitys
 - Investointien kassavirrat
 - Tulevat yritysjärjestelyt (ei ennusteissa)

Ennusteet 2/3

Vuosi 2021: korona hidastaa vauhtia edelleen

PunaMusta Media ohjeistaa sen vuoden 2021 liikevaihdon pysyvän viime vuoden tasolla (2020: 102,8 MEUR) ja liiketuloksensa se arvioi paranevan vuoden 2020 tasosta (2020: -2,5 MEUR) Vuoden 2021 H1:n jälkeen yhtiöllä oli kasassa 50,8 MEUR liikevaihtoa, joka ylittää noin 1 %:lla vertailukauden tason. Vastaavasti yhtiön H1-liiketulos oli -1,5 MEUR (2020 H1: -2,1 MEUR).

Koko vuodelta odotamme liikevaihdon osalta Medialiiketoiminnassa noin 3 %:n liikevaihdon kasvua, minkä ajurina toimii Q2:lla alkanut ja loppuvuonna ennusteissamme jatkuva mainostuottojen elpyminen, kun taas sisältötuotot kehittyvät arviomme mukaan selvästi vakaammin. Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan liikevaihdon odotamme senkin kasvavan maltilliset 3 %.

Liiketuloksen osalta odotamme Medialiiketoiminnan jatkavan tapansa mukaisesti suhteellisen vakaalla kannattavuusuralla myös loppuvuonna. Vastaavasti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuuden odotamme olevan yhä heikolla tasolla, minkä taustalla on yhä matalat volyymitasot. Liiketoiminnan käyttöastekriittisyydestä johtuen odotammekin Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan operatiivisen tuloksen jäävän myös H2:lla negatiiviseksi, mikä painaa konsernitason operatiivista tulosta.

Konsernitason ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 105,1 MEUR:oon (+ 2 % v/v) ja liiketuloksen olevan tappiolla -1,2 MEUR:ssa.

Tulosta ennen veroja odotamme tukevan tuntuvat

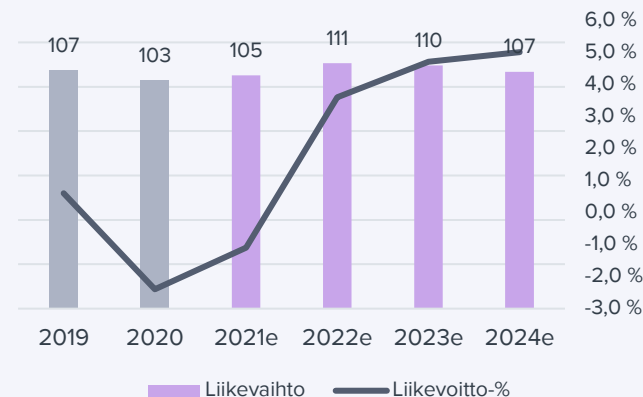
positiiviset nettorahoituskustannukset alkuvuoden arvopaperisalkun huomattavaa arvonmuutosta peilaten. Tätä kokonaiskuvaa peilaten osakekohtaisen tuloksen ennustamme yltävän 0,27 euroon (2020 raportoitu EPS 0,06 euroa). Ennustamme yhtiön säilyttävän osinkonsa 0,15 eurossa edellisvuoden tapaan. Pienten yritysostojen jälkeenkin odotamme yhtiön vapaan rahavirran yltävän lievästi positiiviseksi 2021. Siten yhtiön taseasema säilyy ennusteissamme hyvänä.

Vuodet 2022-2024: kannattavuus paranee

Ennustamme PunaMusta Medialle liikevaihdon reilun 5 %:n kasvua vuodelle 2022, minkä taustalla on sekä Media- että Näkyvyys ja painoliiketoimintojen yhä jatkuva palautuminen koronapandemian aiheuttamasta kysynnän laskusta sekä toteutetut yrityskaupat. Nämä heijastuvat mediamyynnin liikevaihdon kasvuna sekä Näkyvyys- ja painoliiketoiminnassa painamisen elpymisenä sekä palveluiden tuottojen kasvuna. Taustalla edelleen jatkuvaa toimialojen murrosta peilaten odotamme konsernin liikevaihdon kääntyvän lievään laskuun jälleen vuonna 2023 (- 1 %) ja trendin jatkuvan vuonna 2023 (- 2,5 %).

Palveluittain katsottuna odotamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan palvelutuottojen kasvavan vuosina 2022-2024, mutta niiden pienemmästä kokoluokasta johtuen kasvu hautautuu muiden palvelualueiden liikevaihdon laskun alle. Vuosien 2022-2024 ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja, sillä niiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Kannattavuuden osalta odotamme jaksolle sen sijaan selvästi nousuvoittoisempaa kehitystä, ja ennustamme liikevoitto-%:n nousevan jaksolla vuoden 2022 3,6 %:sta 5 %:iin vuonna 2024. Pääosa jakson liikevoiton parantumisesta muodostuu ennusteessamme Näkyvyys- ja painoliiketoiminnasta, jonka liikevoitto-%:n ennustamme nousevan jakson lopulla noin reiluun 4 %:iin parantuvan kustannus- ja pääoman tehokkuuden, myynnin jakauman suotuisan kehityksen ja parantuneen hinnoitteluvoiman myötä.

Medialiiketoiminnassa liikevoitto-% on ennusteessamme vakaalla noin 9-10 %:n tasolla. Nettotulokseen vaikuttaa lisäksi merkittävästi arvopaperisalkun tuotot, joiden oletamme olevan positiiviset etenkin valtaosan salkun arvosta muodostavan Ilkka-Yhtymän osinkoja mukaillen. Emme ennusta jaksolle arvopaperisalkun arvonmuutoksia, joilla ei myöskään ole kassavirtavaikutusta.

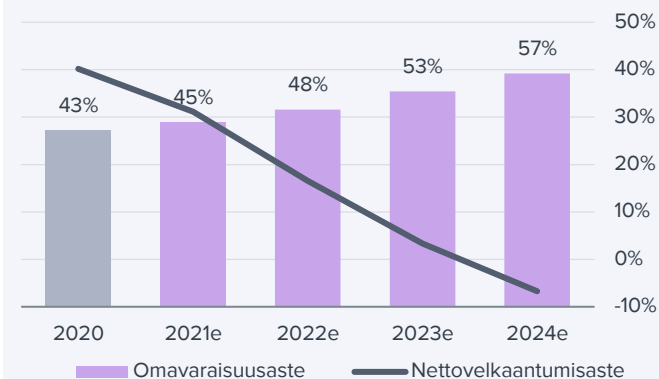
Odotamme PunaMusta Median osingon palaavan kasvu-uralle vuonna 2022 (0,20 euroa/osake) ja osingon kasvavan vuonna 2023 0,35 euroon ja vuonna 2024 0,27 euroon nousujohteista tuloskehitystä ja korkeaa voitonjakosuhdetta peilaten. Ennustejaksolla odotamme yhtiön tase- ja rahoitusaseman jatkavan vahvistumista ja yhtiön täyttävän kirkkaasti vakavaraisuustavoitteensa, mikä mahdollistaa epäorgaanisen kasvun jatkamisen keskipitkällä aikavälillä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen tuloskehityksen ajuri on erityisesti Näkyvyys- ja painoliiketoiminnan kannattavuustason kehitys, mihin vaikuttaa

olennaisesti myynnin jakauman kehitys. Medialiiketoiminnan odotamme kehittyvän suhteellisen vakaasti. Ennustamme konsernin liikevaihdon laskevan pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 2 % vuodessa, terminaalikasvun ollessa 1 % Pitkällä aikavälillä oletamme liikevoitto-%:n nousevan etenkin laskevien poistojen myötä 6-8 %:iin, mutta käyttökatetasolla mitattuna pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme eivät olennaisesti eroa keskipitkän aikavälin ennusteista. Siten uuden strategian mukaisen liikevaihdon painopisteen ja sen mahdollistaman kannattavuusparannuksen realisoituminen on keskeistä myös pitkän aikavälin ennusteiden näkökulmasta.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	107	27,3	22,8	24,1	28,6	103	24,3	26,5	25,2	29,1	105,1	110,6	110	107
Mediaaliiketoiminta	21,5	4,9	4,5	4,7	5,2	19,3	4,5	5,2	4,9	5,3	20,0	19,6	19,1	18,5
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	85,8	22,4	18,2	19,4	23,4	83,5	19,8	21,2	20,3	23,7	85,1	91,0	90,5	88,3
Käyttökate	9,9	1,6	1,2	2,5	2,7	8,0	1,1	1,8	2,1	2,6	7,6	12,1	12,3	12,0
Poistot ja arvonalennukset	-9,2	-2,2	-2,8	-2,3	-3,3	-10,5	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,8	-8,1	-7,2	-6,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	-0,5	-1,6	0,2	0,4	-1,5	-1,1	-0,4	-0,2	0,4	-1,2	3,9	5,1	5,4
Liikevoitto	0,7	-0,5	-1,6	0,2	-0,6	-2,5	-1,1	-0,4	-0,2	0,4	-1,2	3,9	5,1	5,4
Mediaaliiketoiminta	2,2	0,3	0,5	0,4	0,6	1,8	0,4	0,7	0,3	0,7	2,1	1,9	1,8	1,7
Näkyvyys- ja painoliiketoiminta	-0,8	-0,7	-2,0	-0,3	-1,1	-4,1	-1,2	-1,0	-0,4	-0,2	-2,8	2,2	3,4	3,8
Muut toiminnot	-0,7	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
Nettorahoituskulut	1,4	-2,3	1,3	-0,1	2,8	1,7	6,4	-0,5	-0,3	-0,1	5,6	0,4	0,4	0,4
Tulos ennen veroja	2,0	-2,8	-0,3	0,1	2,2	-0,8	5,3	-0,9	-0,4	0,3	4,4	4,3	5,5	5,8
Verot	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-1,0	-0,1	0,1	-0,1	-1,0	-0,6	-0,8	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Nettotulos	2,3	-2,9	-0,2	0,1	2,4	-0,7	4,3	-0,9	-0,3	0,3	3,3	3,6	4,5	4,6
EPS (oikaistu)	0,18	-0,24	-0,02	0,01	0,27	0,02	0,34	-0,07	-0,03	0,02	0,27	0,29	0,36	0,36
EPS (raportoitu)	0,18	-0,24	-0,02	0,01	0,19	-0,06	0,34	-0,07	-0,03	0,02	0,27	0,29	0,36	0,36

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	41,8 %	6,6 %	-12,7 %	-6,6 %	-4,0 %	-4,2 %	-11,0 %	16,2 %	4,6 %	1,6 %	2,2 %	5,3 %	-0,9 %	-2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,8 %	-209,0 %	-496,3 %	-463,6 %	-332,4 %	-327 %	102 %	-75 %	-175 %	4 %	-20 %	-427,0 %	30,5 %	5,2 %
Käyttökate-%	9,2 %	5,9 %	5,1 %	10,4 %	9,5 %	7,8 %	4,5 %	6,8 %	8,1 %	9,1 %	7,2 %	10,9 %	11,2 %	11,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,6 %	-2,0 %	-7,0 %	0,8 %	1,5 %	-1,5 %	-4,5 %	-1,5 %	-0,6 %	1,5 %	-1,1 %	3,6 %	4,7 %	5,0 %
Liikevoitto-%	0,6 %	-2,0 %	-7,0 %	0,8 %	-2,0 %	-2,4 %	-4,5 %	-1,5 %	-0,6 %	1,5 %	-1,1 %	3,6 %	4,7 %	5,0 %
Mediaaliiketoiminta liikevoitto-%	10,3 %	6,1 %	11,9 %	8,5 %	10,8 %	9,3 %	8,9 %	13,4 %	6,1 %	12,4 %	10,3 %	9,5 %	9,5 %	9,3 %
Näkyvyys ja painoliiketoiminta liikevoitto-%	-1,0 %	-3,3 %	-11,1 %	-1,3 %	-4,6 %	-4,9 %	-6,1 %	-4,7 %	-2,0 %	-0,7 %	-3,2 %	2,4 %	3,8 %	4,3 %
Nettotulos-%	2,1 %	-10,8 %	-1,1 %	0,5 %	8,3 %	-0,7 %	17,7 %	-3,5 %	-1,3 %	1,0 %	3,2 %	3,3 %	4,1 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Vakavarainen käänneyhtiö

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

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

Media- ja painotoimialan murros heikentää kasvumahdollisuuksia

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

Yritysjärjestelyt tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa PunaMusta Median strategiaa ja lisäksi yhtiön toimialojen kehitysvaiheet ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle

yksittäiset yrityskaupat näkyvät onnistuessaan liikevaihdon ja tuloksen kasvuna, ja epäonnistuessaan heikentyvänä vakavaraisuutena ja operatiivisena kehityksenä.

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

Positiiviset arvo-ajurit

Kustannustehokkuuden parantuminen:

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

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

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

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

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

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen:

Toimialojen rakenteellisen murroksen kiihtyminen voisi heikentää merkittävästi odotuksiamme enemmän yhtiön kannattavuutta ja kasvua.

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

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

Yrityskauppariskit: PunaMustalla ei ole historiassa selkeitä epäonnistuneita yrityskauppoja ja yhtiö on maksanut matalat kertoimet yritysostoistaan, mutta esimerkiksi yritysostojen haltuunotto ja toiminnan tehostaminen saattavat epäonnistua.

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Ydinliiketoimintojen orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot rakennemurroksen takia

2.

Toiminnan tehostaminen luo potentiaalia tuntuvalle kannattavuusparannukselle

3.

Operatiivinen riskitaso kohtuullinen: vakaa markkina-asema ja laajasti hajautuneet tuotot

4.

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa vahvasti osingon varaan

Potentiaali



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

Riskit



- Painetun median ja painotoimialan kysynnän laskun kiihtyminen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Uuden strategian mukaisen muutosprosessin epäonnistuminen
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostus 1/2

Arvonmäärittäminen

PunaMusta Median osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella (tuloskasvu+osingot+ odotettu arvostuskertoimien muutos) sekä kassavirtamallille (DCF).

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

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

PunaMusta Median osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina arvioimme mukaan voimakkaasti osinkotuoton varaan, sillä odotamme positiivisesta kannattavuuskäänteestä syntyvän korkean tuloskasvun tuoman tuotto-odotuksen neutralisoituvan erittäin korkealla tasolla olevien arvostuskertoimien normalisoitumisen kautta. Nykyisellä 6,0 euron kurssitasolla odotamme PunaMusta Median osakkeen kokonaistuoton jäävän matalaksi, minkä takia riski/tuotto-suhteet jäävät mielestämme heikoksi.

Tulostuotto-odotus korkea

Odotamme PunaMusta Median lähivuosien operatiivisen tuloksen kasvun olevan tehtyjen yritysjärjestelyjen ja tehokkuustoimien luoman kannattavuusparannuksen myötä voimakasta (CAGR 2020-2023 noin 15 %). Huomautamme

kuitenkin, että ennustamaamme tuloskäänteen toteutumiseen liittyy edelleen olennaista epävarmuutta, mikä liittyy etenkin uuden strategian toteutuksen onnistumiseen ja aikatauluun. Toinen ennustettavuutta heikentävä tekijä on Medialiiketoiminnan ja painamisen markkinan jatkuva murros, jotka ovat historiallisesti heikentäneet merkittävästi PunaMusta Median kannattavuutta. Lisäksi tulostuottoon vaikuttaa merkittävästi konsernin arvopaperisalkun arvomuutokset. Viime vuosina nämä arvomuutokset ovat olleet positiivisia.

Osinkotuotto kohtuullisella tasolla

PunaMusta Median tarjoama osinkotuotto liikkuu ennusteillamme ja nykykurssilla laskettuna kohtuullisen hyvällä 2,5-4,2 %:n tasolla lähivuosina.

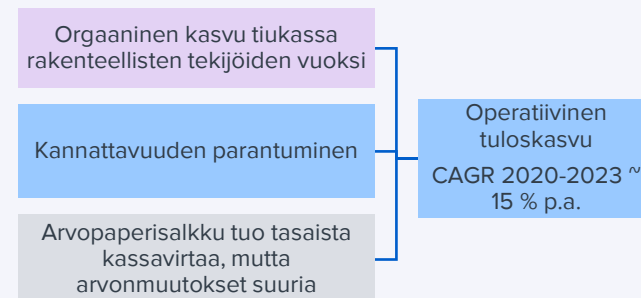
Arvioimme PunaMusta Median kykenevän maksamaan merkittävän osan tuloksestaan ulos osinkoina, sillä odotamme yhtiön operatiivisen rahavirran vahvistuvan tuloskäänteen myötä koronan yli katsottaessa ja yhtiöllä on potentiaalia madaltaa investointitasoa lähivuosina.

Myös yhtiön velkaisuus laskee ennustamallamme tuloskäänteellä maltilliselle tasolle (nettovelka/käyttökate 2021e 1,9x). Sijoittajien on hyvä huomata, että arvopaperisalkun merkittävä arvomuutoksilla voi olla tuloksen kautta vaikutusta myös yhtiön osinkoon, vaikka arvomuutokset ovatkin ei-kassavirtavaikutteisia eriä.

Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

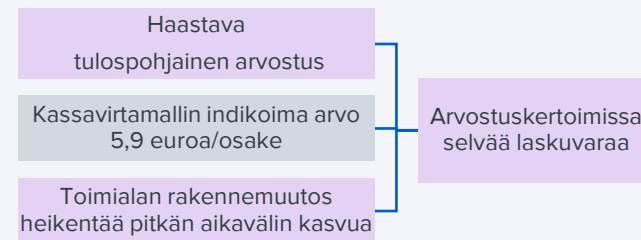
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Kokonaistuotto-odotus on osingon varassa

Arvostus 2/2

Arvostuskertoimet ovat korkealla tasolla

PunaMusta Median P/E-kertoimet kohoavat vuosien 2021 ja 2022 ennusteillamme 23x ja 21x tasolle. Nämä ovat näkemyksemme mukaan sekä absoluuttisesti että suhteellisesti erittäin haastavalla tasolla, mikä asettaa näkemyksemme mukaan osakkeen lähivuosien arvonkehitykselle suurimman negatiivisen ajurin ja riskin.

Näkemyksemme mukaan PunaMusta Median ennustettu tulostukäänne, vahvistuva kassavirta sekä kohtuullinen ja selvästi nouseva osinkotuotto antavat hyvät perusteet hyväksyä yhtiölle tavanomaista korkeammat arvostuskertoimet lyhyellä aikavälillä. Selvän tulospaannuksen myötä arvostuskertoimet painuvatkin matalammalle tasolle, kun ennusteillamme vuoden 2023 P/E-kerroin on 17x ja P/kassavirta-kerroin on 9x. Näkemyksemme mukaan myös keskipitkän aikavälin arvostuskertoimissa ei ole toisaalta nousuvaraa.

PunaMusta Medialle ei ole mielestämme löydettävissä selkeitä verrokkeja, minkä ansiosta emme anna suhteelliselle arvostukselle olennaista painoarvoa.

Kassavirtalaskelma (DCF)

PunaMusta median arvonmäärityksessä rahavirtamallin käyttöä tukee se, että yhtiön liiketoiminta-alueet ovat osin kypsässä kehitysvaiheessa ja sen investointien tarve pienenee. Samalla kuitenkin tulevaisuuden kassavirtojen kehitys riippuu osin uudistetun strategian toteutuksen onnistumisesta. Tämä taas kasvattaa kassavirtoihin liittyvää epävarmuutta ja heikentää mallin soveltuvuutta.

DCF-mallimme (kts. Sivu 30) mukainen osakkeen arvo on 5,85 euroa. Toimialojen rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä koko ennusteperiodin (2021-2030) ajan, mutta kustannustehokkuuden parantumisen ja poistojen sekä investointien pienentymisen myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomantuotto pysyvät hyvällä tasolla.

EBIT-marginaali nousee mallissamme vuoden 2022e 3,6 %:n tasolta noin 8 %:iin pitkällä aikavälillä, mutta EBITDA-%:n tasolla kannattavuuden nousu on selvästi matalampi (2022e EBITDA-% 10,9 % vs. 2030e 11,3 %). Ennustamme yhtiön investointien alittavan poistot koko ennustejakson ajan, mikä nostaa kassavirtoja.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on maltillisella noin 47 %:n tasolla, mikä kertoo yhtiön kypsästä kehitysvaiheesta. Vastaavasti vuosien 2021-2024e kassavirrat muodostava noin 24 % kassavirtojen arvosta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,9 % ja oman pääoman kustannus on 9,7 %.

PunaMusta Media arvostuskertoimet

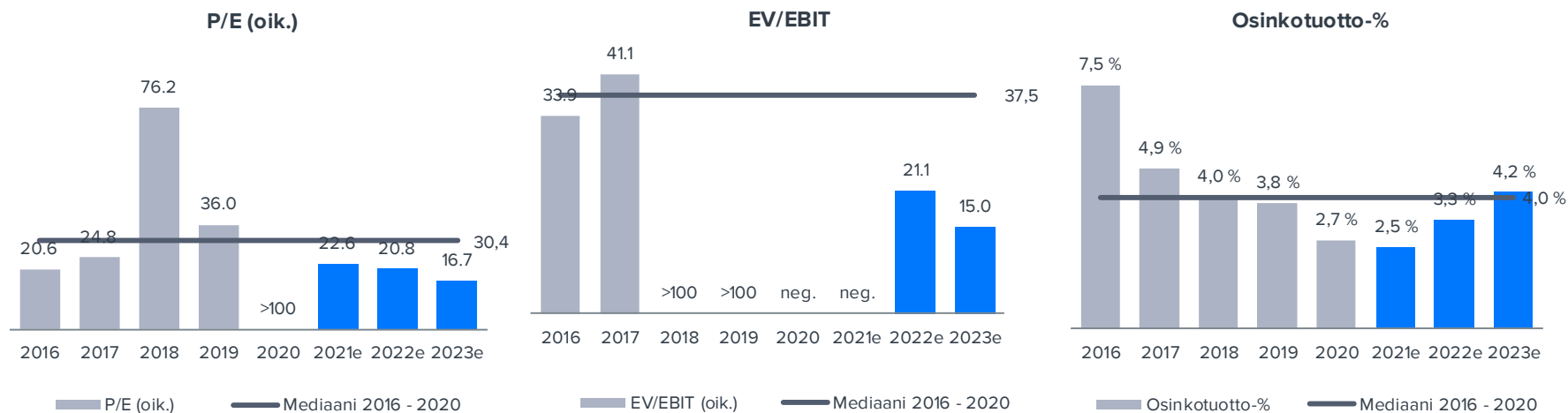
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	75	75	75
Yritysarvo (EV)	89	83	77
P/E (oik.)	22,6	20,8	16,7
P/E	22,6	20,8	16,7
P/Kassavirta	57,2	9,4	8,8
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,8	6,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	21,1	15,0
Osinko/tulos (%)	56,4 %	69,5 %	69,6 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,3 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,71	8,18	6,20	6,50	5,55	6,00	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	84	102	78	81	69	75	75	75	75
Yritysarvo (EV)	81	99	86	96	87	89	83	77	72
P/E (oik.)	20,6	24,8	76,2	36,0	>100	22,6	20,8	16,7	16,5
P/E	6,8	24,8	40,8	36,0	neg.	22,6	20,8	16,7	16,5
P/Kassavirta	4,6	19,8	neg.	50,7	neg.	57,2	9,4	8,8	9,3
P/B	1,5	1,9	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
P/S	1,1	1,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	4,8	11,8	14,7	9,7	10,9	11,8	6,9	6,3	6,0
EV/EBIT (oik.)	33,9	41,1	>100	>100	neg.	neg.	21,1	15,0	13,3
Osinko/tulos (%)	51 %	121 %	164 %	138 %	neg.	56 %	69 %	70 %	75 %
Osinkotuotto-%	7,5 %	4,9 %	4,0 %	3,8 %	2,7 %	2,5 %	3,3 %	4,2 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Kassavirtamalli

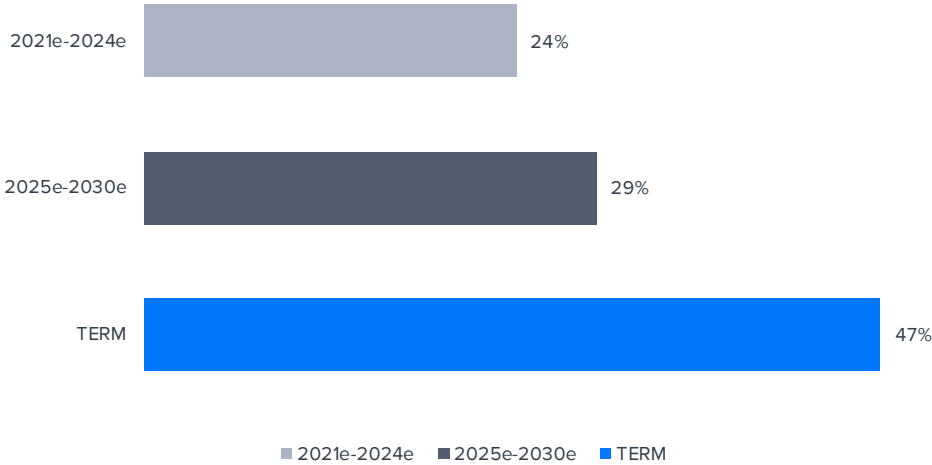
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-2,5	-1,2	3,9	5,1	5,4	6,7	6,7	6,7	7,8	7,3	7,4	
+ Kokonaispoistot	10,5	8,8	8,1	7,2	6,6	6,1	5,4	4,8	3,9	3,4	3,4	
- Maksetut verot	0,9	-1,0	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,5	
- verot rahoituskuluista	0,7	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
- Käyttöpääoman muutokset	2,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	11,4	8,3	11,4	11,5	11,0	11,6	10,9	10,3	10,3	9,5	9,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-12,5	-7,0	-3,5	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,2	1,3	8,0	8,6	8,1	8,7	7,9	7,3	7,3	6,5	6,0	
+/- Muut	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,6	1,3	8,0	8,6	8,1	8,7	7,9	7,3	7,3	6,5	6,0	88,0
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	7,3	7,2	6,3	6,3	5,3	4,6	4,2	3,5	3,0	43,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		92,9	91,6	84,3	77,0	70,7	64,4	59,1	54,5	50,3	46,8	43,8
Velaton arvo DCF		92,9										
- Korolliset velat		-39,3										
+ Rahavarat ja arvopaperisalkku		21,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,9										
Oman pääoman arvo DCF		73,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,85										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Alma Media	11,58	953	1178	25,6	21,1	19,9	16,1	5,1	4,4	24,6	23,0	2,9	3,1	4,2
Agora SA	8,46	86	248			14,4	15,4	1,4	1,3					0,5
Future PLC	3560	5090	5404	54,5	25,1	48,0	22,0	13,8	7,6	56,1	28,3	0,1	0,1	11,1
Daily Mail and General Trust P L C	1052	2628	2383	25,7	21,1	16,6	14,8	1,7	1,7	62,7	41,4	2,3	2,4	3,1
Gannett Co Inc	6,06	745	1750		10,4	5,6	4,3	0,6	0,6					1,2
Lagardere SCA	22,70	3202	7058		162,6	121,2	24,8	1,6	1,4				2,2	2,5
Meredith Corp	58,30	2047	4207	13,1	9,8	8,9	7,4	1,7	1,7	13,5	11,4		0,3	
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,95	510	658	16,4	11,9	7,6	6,7	0,9	0,8	27,1	15,1	2,9	3,0	2,7
New York Times Co	53,12	7687	7121	46,0	31,5	34,8	26,1	4,7	4,1	58,4	45,8	0,3	0,5	6,8
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup !	0,75	391	593	18,5	7,2	7,3	4,5	0,8	0,7	20,4	8,3	4,0	4,0	1,3
Sanoma Oyj	14,42	2357	3145	22,5	20,1	10,1	8,9	3,0	2,5	22,7	20,4	3,8	4,0	3,4
Ilkka-Yhtymä	4,74	124	70		70,0	35,0	17,5	1,6	1,4	36,5	29,6	4,2	4,6	
Tamedia AG	160,40	1587	1648	31,5	14,5	17,5	10,0	1,9	1,8		59,5	1,8	1,8	1,0
Promotora de Informaciones SA	0,58	412	1211	153,3	46,8	13,8	13,9	1,6	1,3					
Vocento SA	1,01	132	234	30,5	10,7	9,1	5,7	0,7	0,7		10,6	2,7	3,8	0,5
PunaMusta Media (Inderes)	6,00	75	89	-74,4	21,1	11,8	6,9	0,9	0,8	22,6	20,8	2,5	3,3	1,6
Keskiarvo				39,8	33,1	24,7	13,2	2,7	2,1	35,8	26,7	2,5	2,5	3,2
Mediaani				25,7	20,6	14,4	13,9	1,6	1,4	27,1	23,0	2,8	2,7	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-389 %	3 %	-18 %	-51 %	-47 %	-48 %	-17 %	-9 %	-10 %	25 %	-36 %

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

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	64	65	63	59	54
Liikearvo	6,0	6,3	6,3	6,3	6,3
Aineettomat hyödykkeet	1,8	3,0	4,8	3,3	2,3
Käyttöomaisuus	53	50	46	43	40
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	1,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Laskennalliset verosaamiset	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	40	38	39	41	40
Vaihto-omaisuus	4,5	4,2	4,3	4,5	4,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14	12	12	13	13
Likvidit varat	21	22	22	23	23
Taseen loppusumma	104	103	102	99	95

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	48	44	46	47	49
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	40	35	37	39	41
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	25	24	20	18	16
Laskennalliset verovelat	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21	20	16	14	12
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	30	35	36	34	29
Lainat rahoituslaitoksilta	16	20	20	17	13
Lyhytaikaiset korottomat velat	15	15	16	17	16
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	104	103	102	99	95

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	87,6	107,3	102,8	105,1	110,6	EPS (raportoitu)	0,15	0,18	-0,06	0,27	0,29
Käyttökate	5,9	9,9	8,0	7,6	12,1	EPS (oikaistu)	0,08	0,18	0,02	0,27	0,29
Liikevoitto	0,7	0,7	-2,5	-1,2	3,9	Operat. kassavirta / osake	0,40	0,88	0,91	0,66	0,91
Voitto ennen veroja	2,4	2,0	-0,8	4,4	4,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,64	0,13	-0,05	0,10	0,64
Nettovoitto	1,9	2,3	-0,7	3,3	3,6	Omapääoma / osake	3,94	3,86	3,53	3,65	3,78
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,25	0,25	0,15	0,15	0,20
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	96,0	103,8	103,4	101,9	99,2	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	23 %	-4 %	2 %	5 %
Oma pääoma	49,3	48,4	44,3	45,7	47,4	Käyttökateen kasvu-%	-30 %	68 %	-19 %	-5 %	59 %
Liikearvo	1,0	6,0	6,3	6,3	6,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-69 %	-11 %	-327 %	-20 %	-427 %
Nettovelat	8,5	14,6	17,8	14,2	7,9	EPS oik. kasvu-%	-75 %	122 %	-87 %	1048 %	8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	6,7 %	9,2 %	7,8 %	7,2 %	10,9 %
Käyttökate	5,9	9,9	8,0	7,6	12,1	Oik. Liikevoitto-%	0,8 %	0,6 %	-1,5 %	-1,1 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	0,6	2,1	0,4	0,0	Liikevoitto-%	0,8 %	0,6 %	-2,4 %	-1,1 %	3,6 %
Operatiivinen kassavirta	5,0	11,0	11,4	8,3	11,4	ROE-%	3,7 %	4,6 %	-1,5 %	7,4 %	7,7 %
Investoinnit	-13,0	-15,3	-12,5	-7,0	-3,5	ROI-%	4,0 %	2,9 %	-5,1 %	-1,5 %	4,9 %
Vapaa kassavirta	-8,0	1,6	-0,6	1,3	8,0	Omavaraisuusaste	52,3 %	47,3 %	43,5 %	45,5 %	48,5 %
						Nettovelkaantumisaste	17,3 %	30,2 %	40,2 %	31,2 %	16,6 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	14,7	9,7	10,9	11,8	6,9						
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	neg.	neg.	21,1						
P/E (oik.)	76,2	36,0	>100	22,6	20,8						
P/B	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6						
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,8 %	2,7 %	2,5 %	3,3 %						

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 arvion 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 %:in omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakuuksilla 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.

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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.6.2019	Myy	5,30 €	6,25 €
9.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
26.8.2019	Vähennä	5,90 €	6,20 €
29.10.2019	Vähennä	5,90 €	6,25 €
10.2.2020	Myy	5,60 €	6,35 €
2.3.2020	Myy	5,60 €	6,45 €
2.4.2020	Myy	5,40 €	5,85 €
28.4.2020	Myy	5,30 €	5,95 €
6.8.2020	Myy	5,30 €	5,90 €
24.8.2020	Myy	5,30 €	5,85 €
14.9.2020	Vähennä	5,30 €	5,80 €
26.10.2020	Vähennä	5,30 €	5,80 €
1.3.2021	Vähennä	5,30 €	6,30 €
26.4.2021	Vähennä	5,80 €	6,70 €
23.8.2021	Vähennä	5,80 €	6,60 €
18.10.2021	Vähennä	5,80 €	6,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**