

Sanoma

Yhtiöraportti

13/05/2019

Vakaata kehitystä rakennemurroksen keskellä

Toistamme Sanoman vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehinnan lievää ennustelaskua heijastellen 9,0 euroon (aik. 9,50). Sanoma on jatkuvan tehostamisen, digitaalisten tuottojen kasvun sekä yritysjärjestelyjen tuella onnistunut pitämään yhtiön kannattavuuskehityksen viime vuodet positiivisella uralla, siitä huolimatta että yhtiön liikevaihto nojaa edelleen vahvasti taantuvaan painettuun mediaan. Näkemyksemme mukaan hiipuva talouskasvu ja jatkuva median rakennemurros tulevat kuitenkin lähivuosina hydyttämään Sanoman orgaanisen tuloskasvun ja osakkeen tuotto-odotus nojaa tällä hetkellä liian voimakkaasti lievästi kasvavan osinkotuoton varaan.

Sanoman liiketoimintamalli on aiempaa tasapainoisempi, mutta rakennemuutos ravistelee yhä isoa osaa yhtiöstä

Sanoma on muokannut ja tehostanut 2010-luvun aikana voimakkaasti rakennettaan, mikä on laskenut merkittävästi yhtiön liikevaihtoa (2,8 mrd. -> 1,3 mrd. euroon), tehnyt yhtiön liiketoimintamallista tasapainoisemman, vähemmän suhdanneherkän (sykliset tuotot 36 % -> 25 %), sekä selvästi kannattavamman (oik. EBIT-% n. 5 % -> 15 %) ja vakavaraisemman (gearing 105 % -> 55 %). Sanoman liikevaihdosta syntyy edelleen hieman yli 50 % rakennemuutoksen myötä taantuvista painetun liiketoiminnan tuotoista, mikä heikentää yhtiön liikevaihdon kehitystä ja peittää edelleen alleen vahvasti kasvavien osien, kuten digitaalisten tilaustuottojen ja festivaalien kasvun. Rakennemurroksen aiheuttamaan paineeseen vastaamiseksi Sanoma on jatkanut toiminnan tehostamista sekä lisännyt aktiivisuutta vahvasti synergisten, ydintoimintojen arvoketjua täydentävien yritysostojen saralla.

Mediamarkkinat yhä rakennemuutosten ristiaallokossa - oppimisen markkinanäkymät ovat vakaan positiiviset

Sanoman näkymiin ei ole tullut näkemyksemme mukaan merkittäviä muutoksia, joskin näemme talouskasvun hidastumisen kiihdyttävän median rakennemurrosta ja heikentävän mainonnan kasvunäkymää. Ennustamme reilut 50 % medialiiketoimintojen liikevaihdosta muodostavien painetun median tuottojen jatkavan noin 3-5 %:n laskua mediakulutuksen muutosten, mainonnan digitalisoitumisen, sekä uusien teknologioiden ja palveluiden ajamana. Noin 20 % medialiiketoimintojen liikevaihdosta muodostavat digi- ja palvelutuotot puolestaan kasvavat 5-10 % ja tukevat Sanoman kannattavuutta. Oppimisen alueella digimurros on myös käynnissä, mutta muutokset ovat asteittaisia ja hallitumpia, ja Sanoman kasvunäkymät vakaan positiiviset.

Odotamme yhtiön kasvun ja tuloskehityksen jäävän vakaaksi ilman yritysostoja

Sanoman operatiivinen tuloskehitys oli vahvaa 2017-2018, mutta emme näe yhtiöllä toistaiseksi edellytyksiä vahvaan tuloskasvuun ja yritysostojenkin (mm. Iddink) tulosvaikutus jää arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä pieneksi. Arvioimme vuoden 2019 liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton laskevan yrityskauppojen myötä 5 % vertailukaudesta. Vuosina 2019-2021 odotamme liikevaihtoon ja liikevoittoon vakaata kehitystä. Yhtiö kuitenkin tarjoaa ennusteessamme parantuvan kassavirran myötä lievästi kasvavaa noin 5,6-6,0 %:n osinkotuottoa.

Hyvä osinkotuotto ja matalat kertoimet eivät riitä antamaan nostetta osakkeelle

Näkemyksemme mukaan Sanoman arvonluontipotentiaali nojaa lähivuodet lähes täysin osinkotuoton varaan. Osakkeen arvostustaso (2019e EV/EBIT 10x, P/E 11x, osinkotuotto 5,6 %) on verrokkiryhmään, osien summaan ja kassavirtalaskelmaan nähden hyvin maltillinen. Heikentyvässä kasvuympäristössä, voimakkaan rakennemurroksen jatkuessa ja vaisuun tuloskasvunäkymään peilaten emme kuitenkaan näe arvostuksessa nousupotentiaalia.

Analyytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi: 8,56 EUR

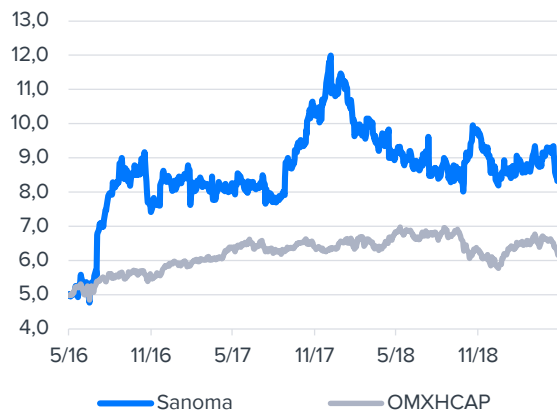
Potentiaali: 5,1 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	1315	1255	1260	1261
kasvu-%	-8 %	-5 %	0 %	0 %
EBIT oik.	197	186	185	184
EBIT-% oik.	14,9 %	14,9 %	14,7 %	14,6 %
Nettotulos	111,3	130,2	123,9	122,3
EPS (oik.)	0,83	0,81	0,80	0,79
P/E (oik.)	10,2	10,6	10,7	10,8
P/B	2,3	2,1	2,0	1,9
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,6 %	5,8 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	8,8	9,6	9,4	9,2
EV/EBITDA	5,8	5,4	5,3	5,2
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	1,4	1,3

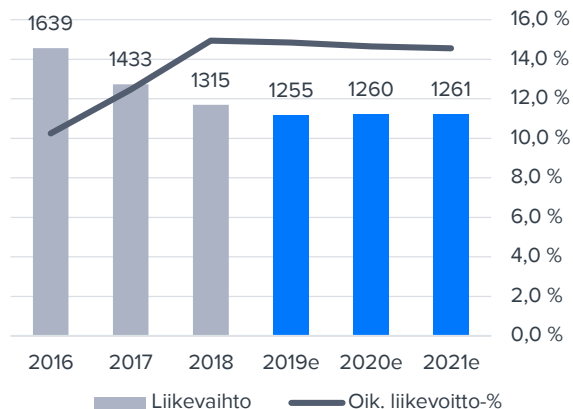
Lähde: Inderes

Osaakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osaakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema
- Yritysostot



Riskitekijät

- Painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit



Arvostus

- Tulokasvunäkymä vaisu, mikä painaa tulokertoimia ja heikentää tuotto-odotusta
- Vahva operatiivinen kassavirta mahdollistaa hyvän ja lievästi kasvavan osinkotuoton
- Arvostus matala verrokkeihin, osien summaan ja kassavirtalaskemaan nähden

MCAP
1391
MEUR

EV
1793
MEUR

Osinko-%
5,6
2019e

P/E (oik.)
10,6
2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Strategia	11-12
Toimialakatsaus - media	13-16
Media Finland	17-19
Media Netherlands	20-22
Toimialakatsaus – Learning	23-24
Learning	25-28
Taloudellinen tilanne	29-30
Ennusteet	31-32
Sijoitusprofiili	33-34
Arvonmääritys	35-37
Taulukot	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Sanoma lyhyesti

Sanoma on kolmesta itsenäisestä liiketoiminnosta koostuva konserni, joka on johtava mediayhtiö Suomessa ja Hollannissa, sekä yksi Euroopan johtavista oppimateriaalien ja -ratkaisujen tarjoajista. Yhtiö on vuosina 2015-2018 läpivietyjen mittavien rakenneuudistusten jäljiltä taloudellisesti vakaassa kehitysvaiheessa ja vähemmän suhdanneherkkä. Sanoma hakee painetun median murroksen keskellä kasvua yritysostoin sekä viihde- ja digitaalisista palveluista.

1315 MEUR (-1 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

-9 % 2010-2018

Raportoidun liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

14,9 % (15,7 %)

Oikaistu liikevoitto-% (Oikaistu liikevoitto-% ilman hankintamenojen poistoja), 2018

54 % / 46 %

Painetun liiketoiminnan / muiden kuin painettujen tuottojen osuus liikevaihdosta

25 %

Syklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta, 2018

2010-2012

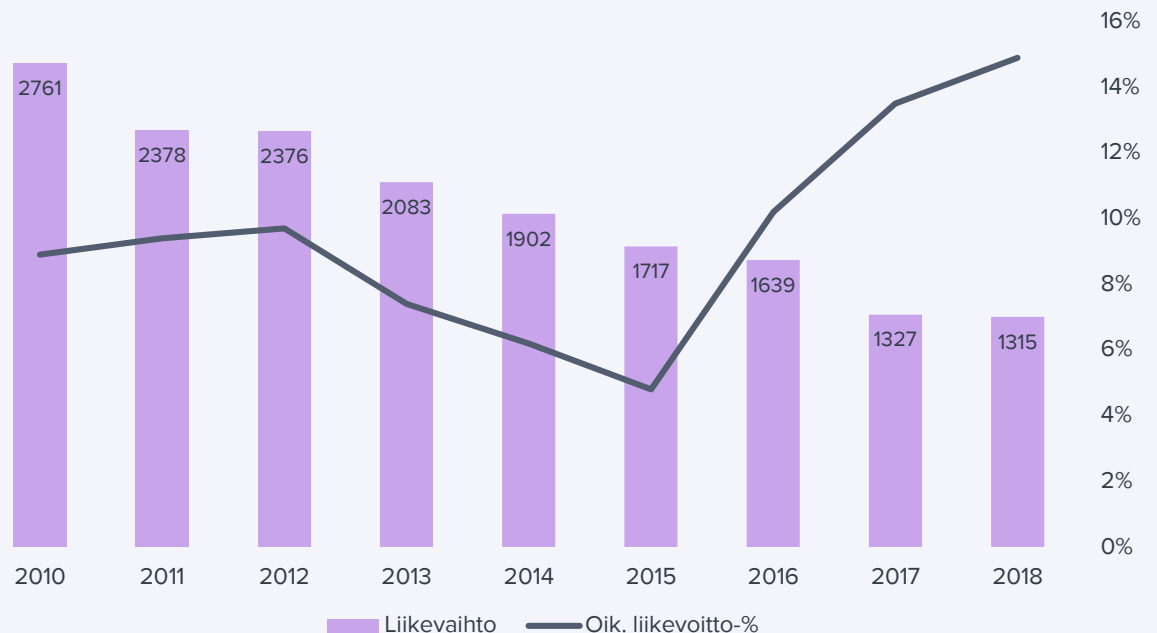
- Keskittyminen median ja oppimisen liiketoimintoihin alkaa
- Vetäytyminen Itä-Euroopasta ja Suomen vähittäiskaupasta ja elokuvateattereista
- Laajentuminen suurella yritysostolla Hollannin mainostelevisio-markkinaan (SBS)

2013-2015

- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutoskulut painavat Sanoman mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- SBS hankinnan ensimmäinen alaskirjaus
- Learning kehittyä vakaasti
- Yhtiön velkaisuus nousee korkeaksi

2016-2018

- Fokusoituminen kolmeen liiketoimintoon ja heikosti kannattavien, ei-synergisten liiketoimintojen divestoinnit
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kannattavuus kääntyy vahvaan nousuun
- Kassavirta paranee, velkaisuus laskee ja tase vahvistuu merkittävästi



Sanoman liiketoimintamalli 1/3

Mediaa ja oppimiskaisuja

Sanoma on kolmesta itsenäisestä liiketoiminnosta: 1) Media Finland, 2) Media Netherlands ja 3) Learning koostuva media- ja oppimisalan konserni. Yhtiöllä on nykyisin medialiiiketoimintoja lähinnä kahdessa maassa, Suomessa ja Hollannissa, sekä oppimisen liiketoimintoja viidessä maassa, Suomessa, Hollannissa, Belgiassa, Puolassa ja Ruotsissa.

Konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto oli vuonna 2018 1315 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 197 MEUR, 14,9 % liikevaihdesta (15,7 % ilman hankintamenojen poistojä).

Yhtiöllä on johtava markkina-asema Suomen mediamarkkinalla, Hollannin aikakauslehti- ja verkkouutismarkkinalla, sekä Hollannin, Puolan, Suomen, Belgian ja Ruotsin opetusmateriaalien ja -ratkaisujen markkinalla. Yhtiön tunnettuja brändejä ja tuotteita ovat mm. Helsingin Sanomat, Iltasanomat, Nelonen, Ruutu, Aku Ankka, Nu.nl, Libelle ja pelillistetty oppimislusta Bingel. Kaikkiaan Sanomalla on portfoliossaan useita kymmeniä alansa johtavia media, digitaalisten palveluiden ja oppimisen brändiä.

Kolme itsenäistä liiketoimintoa

Sanoman liikevaihdoltaan suurin liiketoiminto, **Media Finland** on Suomen johtava media-yhtiö. Segmentin tuotot syntyvät pääasiassa sanoma-, uutis- ja aikakauslehtimedioiden sisältö- ja mainostuotoista, TV:n, radion ja niihin liittyvien verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista, sekä mm. festivaaliliiketoiminoista koostuvista muiden palveluiden tuotoista. Media Finland muodosti vuonna 2018: 44 % konsernin liikevaihdesta ja 33 % operatiivisesta liikevoitosta.

Media Netherlands käsittää Sanoman Hollannin kuluttajamediatoiminnot (aikakauslehdet, tapahtumat, yritysjulkaisut, verkkopalvelut) sekä hollantilaisen Aldipress-lehtijakeluyhtiön. Liiketoiminto muodosti vuonna 2018 32 % konsernin liikevaihdesta ja 37 % operatiivisesta liikevoitosta.

Learning liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminto muodosti vuonna 2018 24 % konsernin liikevaihdesta ja 37 % operatiivisesta liikevoitosta.

Lisäksi yhtiö raportoi Muut yhtiöt ja eliminoinnit segmentin alla konsernin muut, liiketoiminta-segmenteille allokoimattomat kulut.

Neljä tuotokomponenttia

Sanoman liiketoimintamalli voidaan jakaa tuototyyteittäin neljään pääkomponenttiin, jotka eroavat toisistaan tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja syklisyyden näkökulmasta.

1. Median sisältötuotot (2018: n. 35 % Sanoman liikevaihdesta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Toistuvien tilausten osuus sisältötuotoista on noin 74 % ja vastaavasti irtonumeromyyntin noin 26 %. Liiketoiminnoittain Media Finlandin osuus sisältötuotoista on noin 54 % ja Media Netherlandsin noin 46 %. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat kuluttaja-asiakkaat.

Sanoman liiketoimintarakenne, 2018

Sanoma-konserni		
Liikevaihto 1315 MEUR, EBIT (oik.) 197 MEUR		
Media Finland	Media Netherlands	Learning
Lv. 579 MEUR EBIT* 69 MEUR EBIT-% 11,9 %	Lv. 424 MEUR EBIT* 77 MEUR EBIT-% 18,1 %	Lv. 313 MEUR EBIT* 61 MEUR EBIT-% 19,5 %
• Sanomalehdet • Verkkomedia • TV&Radio • Aikakauslehdet • Festivaalit • Muut palvelut	• Aikakauslehdet • Verkkomedia • Jakelu • Tapahtumat ja muut palvelut	• Oppimateriaalit • Digitaaliset oppimislustat

* Operatiivinen liikevoitto

Liikevaihdon jakauma, 2018



Liikevoiton jakauma, 2018



Sanoman liiketoimintamalli 2/3

2. Median mainostuotot (2018: n. 25 % liikevaihdosta)) koostuvat sanoma- ja aikakauslehdistä, tv- ja radiokanavista, niihin liittyvistä verkkopalveluista, ja online-markkinapaikoista (esim. oikotie.fi) syntyvistä mainos- ja ilmoitustuotoista. Painetun median osuus mainostuotoista on 28 % ja digin 72 %. Liiketoiminnoittain Media Finlandin osuus mainostuotoista on noin 76 % ja Media Netherlandsin noin 24 %. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

3. Oppimisen tuotot (2018: n. 24 % lv:sta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin oppimateriaalien ja -ratkaisujen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori.

Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtäimellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä voimakkaasti Q2-Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoma-konsernin liikevaihtoon voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti, sillä oppimISRatkaisujen kysyntää ohjaa vahvasti tyypillisesti 5-10 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetussuunnitelmauudistukset.

4. Muut tuotot (2018: n. 15 % lv:sta), koostuvat pääosin Hollannin lehtijakelutoimintojen tuotoista, Suomen festivaaliliiketoiminnasta,

markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Segmenteittäin Media Finlandin osuus muista tuotoista on noin 41 % ja Media Netherlandsin noin 59 %. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta noin 15 % muista tuotoista muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista pääosa tulee kuluttajilta.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus

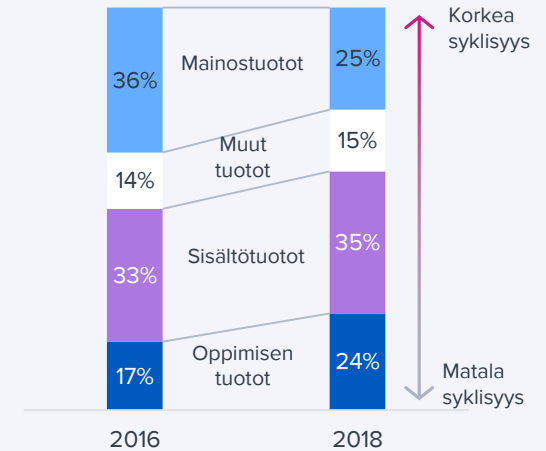
Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi useat, voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit.

Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 42 %. Tästä arvioimme mukaan sisältötuottojen osuus on noin 78 % ja printtimainonnan noin 17 % ja muiden tuottojen noin 5 %.

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Digitaalisen median tuottojen osuus (pois lukien lineaarinen TV&radio) Sanoman liikevaihdosta on arvioimme mukaan noin 15 %. Tästä arvioimme mukaan digimainonnan osuus on noin 62 % ja digisisältötuottojen noin 38 %.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen, TV&Radion sekä muiden tuottojen kasvuun, mutta painettua mediaa lievemmin. TV&Radion osuus Sanoman liikevaihdosta on noin 9 %, oppimisen 24 % ja muiden tuottojen (mm. festivaalit, markkinointipalvelut) noin 11 %.

Sanoman tuottojen jakauma, 2018



Rakenteellisten trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

Rakenteellinen trendi	Arvioitu osuus tuotoista, 2018	Trendien vaikutus tuottoihin
Digitaalinen media	15%	Selvä kasvu +5-10 %/v
Muut tuotot	11%	Lievä kasvu +2-3 %/v
Oppimisen tuotot	24%	Lievä kasvu +2 %/v
TV&Radio (lineaarinen)	9%	Vakaa +/- 2 %/v
Painettu media	42%	Laskee -3-5 %/v

Sanoman liiketoimintamalli 3/3

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen (kts. Graafi seuraavalla sivulla).

Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen syklisten tuottojen osuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva markkina-asema sekä vahva ja ennustettava operatiivinen kassavirta.

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa lähinnä media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

Hyvin ennustettavien tuottojen osuus korkea

Sanoman jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdesta arvioimme mukaan selvästi yli 50 % muodostuu luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja sisältöjen tilausmyynnistä.

Voimakkaasti kulutuskysynnän ja taloussykkien mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdesta on laskenut merkittävästi viime vuosien rakennejärjestelyjen myötä. Mainostuottojen osuus konsernin liikevaihdesta on nyt 25 %, kun se oli vielä vuonna 2016 36 % liikevaihdesta.

Samalla, kun mainostuottojen osuus on pienentynyt, on toistuvien tilausmyyntiin perustuvien sisältötuottojen osuus liikevaihdesta

kasvanut 25 %:iin (2016: 23 %) ja kysynnältään vakaiden ja ennustettavien oppimisen tuottojen osuus noussut 24 %:iin (2016: 17 %). Ei-toistuvien sisältötuottojen (irtonumerot) osuus on samalla säilynyt vakaana noin 9-10 %:ssa. Lisäksi yhtiö on laajentunut ydinliiketoimintojen kanssa rinnakkaisissa arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin, mikä on kääntänyt muiden tuottojen osuuden liikevaihdesta lievään kasvuun (2018: 15 %, 2016: 14 %).

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti hyvin vahvan hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Facebookin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arvioimme mukaan muutosvauhti on kuitenkin tasoittumassa, kun suuremmat mediatalat ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkea

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimismateriaali-kustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävältä osin kiinteää. Painetun median taantumisesta johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun

median osalta arvioimme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaa.

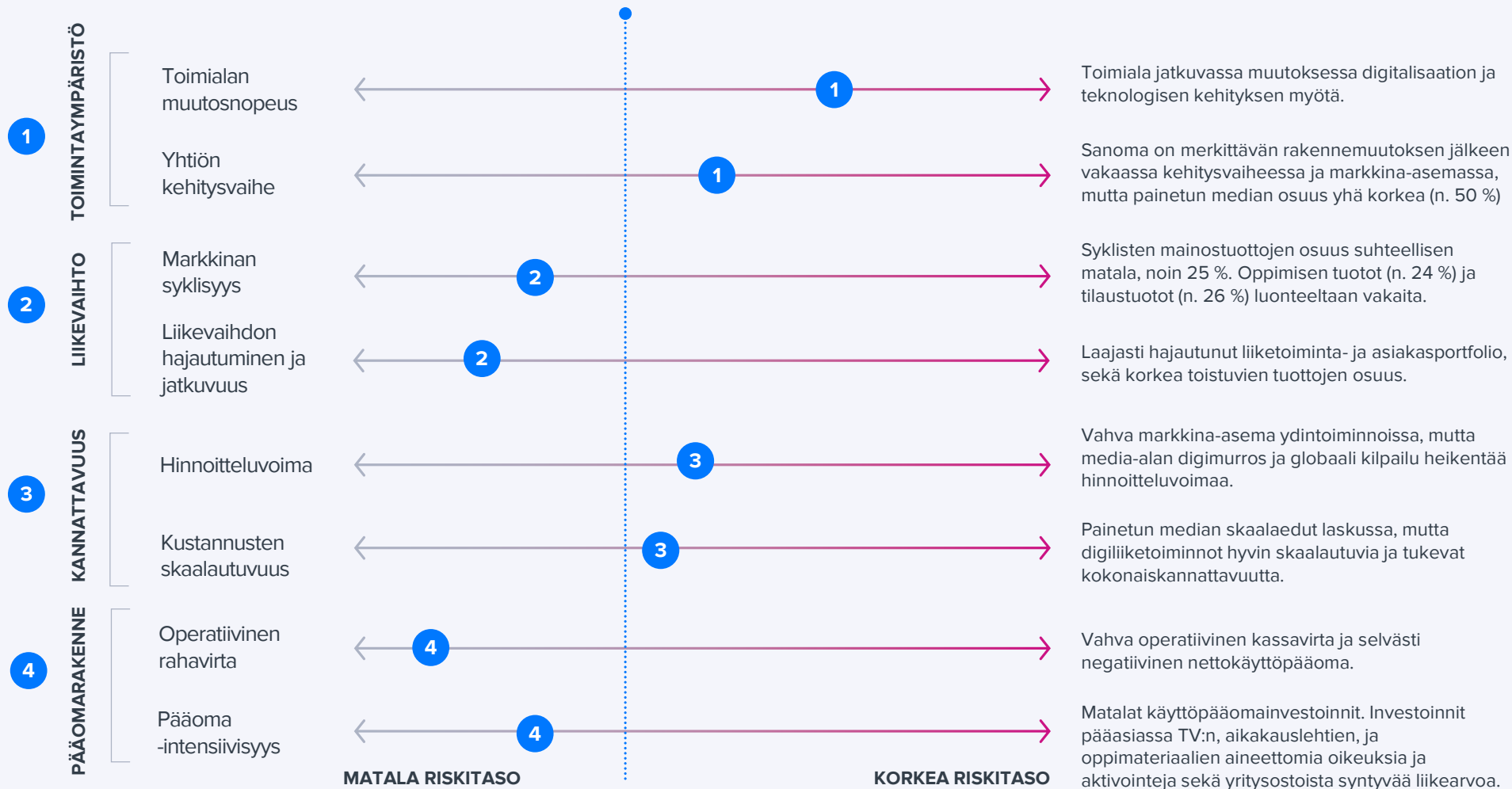
Voimakkaasti kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat kuitenkin selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus parempi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia.

Operatiivinen kassavirta vahva ja investointitarve maltillinen

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena erinomainen, sillä 1) sisältö- ja mainostuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, 2) konsernin nettokäyttöpääoma on negatiivinen, 3) liiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa, ja 4) investointitarpeet aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin ovat ohjelmaoikeuksia ja tuotekehityspanostuksia lukuun ottamatta matalat.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Sanoman liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sanoman strategia

Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja yhtiön strategia muodostuu itsenäisten liiketoimintojen strategioiden kautta. Konsernitason strategian puuttuminen on mielestämme luontevaa, sillä Sanoman liiketoimintojen liiketoimintamallit, markkinat ja kilpailukenttä poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden välillä ei ole juurikaan operatiivisia synergioita. Lisäksi nopeasti muuttuvassa mediakentässä pitkälle katsovat ja ”jäykät” konsernitason strategiat saattaisivat luoda jopa kilpailuhaittaa yhtiölle.

Konsernitason kehityssuunnat

Sanoma-konsernin kehitystä on ohjattu viime vuodet strategisiin tavoitteisiin verrattavissa olevien ”kehityssuuntien” kautta. Vuosien 2017-2018 aikana yhtiö sai päätökseen vuonna 2015 alkaneen merkittävän rakennemuutosvaiheen, jonka aikana Sanoma fokusoitui markkinoidensa johtavissa asemissa oleviin ydinliiketoimintoihin, yksinkertaisti liiketoimintarakennetta sekä toteutti mittavat kustannussäästö- ja tehostusohjelmat. Kehitysvaihetta voi pitää voimakkaasta liikevaihdon laskusta huolimatta onnistuneena, sillä se paransi merkittävästi yhtiön kannattavuutta ja kassavirtaa, ja sen lopussa yhtiö täytti taloudelliset tavoitteet osingon kasvun, velkaisuuden ja vakavaraisuuden suhteen.

Lähivuosina Sanoman strateginen fokus on näkemyksemme mukaan ydinliiketoimintojen skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, kustannusten hallinnassa ja kassavirran parantamisessa. Lisäksi odotamme yhtiön lisäävän fokusta erityisesti yritysostovetoiseen kasvuun.

”Täsmä”yritysostot tärkeä osa strategiaa

Yrityskaupat ovat tärkeässä osassa Sanoman tuloskehityksen kannalta. Yhtiö tarvitsee yritysostoja liikevaihdon kasvattamiseksi, jatkuvan tuloskasvun ja mittakaavaetujen varmistamiseksi sekä painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi. Yritysmyynteillä puolestaan ohjataan resursseja tehokkaampaan käyttöön.

Sanoman rahoitusasema ja kassavirta vahvistuivat merkittävästi vuosina 2016-2018, joten yhtiöllä on kapasiteettia tehdä tulorahoituksen ja vieraan pääoman rahoituksen turvin noin 300-400 MEUR:n arvosta yritysostoja.

Liiketoiminnoissa yritysostot painottuvat arvioimme mukaan erityisesti Learning-segmenttiin, jossa pyritään laajentumaan uusille markkinoille sekä vahvistamaan skaalaetuja ja markkina-asemaa. Media Finland ja Netherlands ovat arvioimme mukaan aktiivisia pääasiassa pienten, arvoketjua ja ydinosaamista täydentävien yrityskauppojen osalta.

Sanoman johto on korostanut, että yhtiö hakee yritysostojen kautta merkittäviä synergiaetuja, uutta markkinapotentiaalia ja/tai uusia skaalattavia palveluita. Laajamittainen markkinan konsolidaatioon osallistuminen on siten arvioimme mukaan epätodennäköistä lyhyellä tähtäimellä.

Konkreettinen esimerkki Sanoman yritysostostrategiasta on vuoden 2019 aikana todennäköisesti toteutuva (Q3'19), yritysarvoltaan noin 277 MEUR:n Iddink-yritysosto, jolla Sanoma hakee Learning-segmenttiin lisää mittakaavaetuja, laajentumista arvoketjussa sekä uutta osaamista. Olemme käsitelleet Iddink-yritysostoa tarkemmin

Learning-segmenttiä käsittelevässä kappaleessa.

Taloudelliset tavoitteet

Sanoman vuonna 2016 asetetut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

1. Kasvu ja kannattavuus: Kasvava osinko, joka on 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta.

2. Velkaisuus: Nettovelan ja oik. käyttökatteen suhdeluku alle 2,5x.

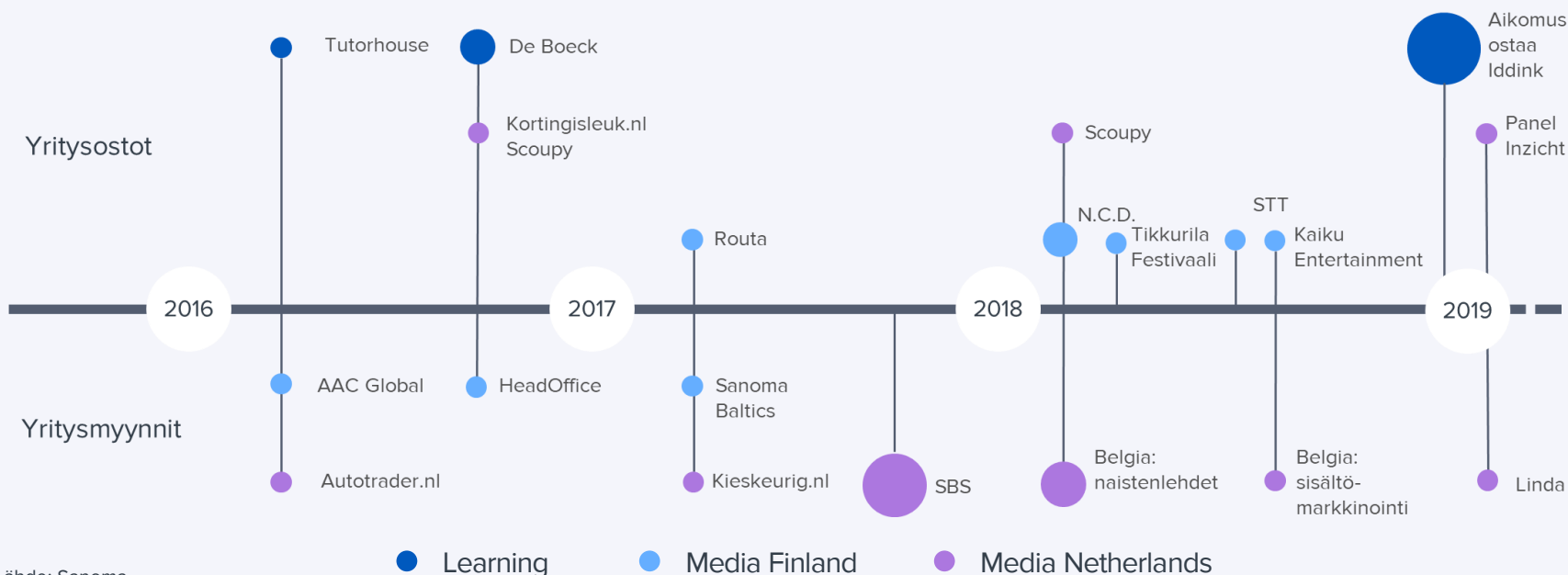
3. Vakavaraisuus: Omavaraisuusaste 35-45 %.

Vuosina 2017-2018 yhtiö täytti kaikki taloudelliset tavoitteensa. Osinko kasvoi vuoden 2016 0,20 eurosta 0,45 euroon osakkeelta vuonna 2018 ja osinko oli alle hieman alle 60 % vapaasta kassavirrasta. Sanoman nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde laski vuoden 2018 lopussa 1,4x tasolle, kun nettovelka laski vuosien 2017-2018 aikana 786 MEUR:sta 338 MEUR:oon. Sanoman omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa noin 45 % (2017: 38 %).

Kaiken kaikkiaan pidämme Sanoman taloudellisia tavoitteita melko maltillisina ja vakaata kehitystä painottavina, ja ne sopivat hyvin yhtiön nykyiseen liiketoimintaprofiliin, jossa taantuva perinteinen media tuottaa edelleen vahvaa kassavirtaa ja yritysostot, kasvavat digitaaliset tuotot sekä tehostustoimet tuovat tuloskasvua.

Jos ja kun digitaalisten ja muiden kasvavien liiketoimintojen painoarvo kasvaa vuosien varrella selvästi nykyistä korkeammaksi ja yritysostot kiihdyttävät yhtiön liikevaihdon kasvua, olisi Sanoman mielestämme perusteltua antaa tavoitteita myös segmenttitason liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden suhteen.

Sanoman yrityskaupat 2016-2019 ja segmenttien M&A-strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Media Finland

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus arvoketjun täydentämisessä ja kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa pieniä "täsmä"yrityksistöja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Partneroituminen ja konsolidaatio mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Portfolion kehittämiseksi voidaan tehdä pieniä yritysmyyntejä

Media Netherlands

- M&A merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus portfolion kehittämisessä ja digitaalisten palveluiden kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa pieniä "täsmä"yrityksistöja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin ja luovat kustannustehokkaasti kasvua
- Portfolion kehittämiseksi tehdään myös aktiivisesti yritysmyyntejä
- Konsolidaatio arviomme mukaan epätodennäköistä

Learning

- M&A:n merkitys korkea
- Yrityssostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytäntö (K12) ja niihin liitännäiset markkinat
- Skaalaetujen ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoimintoissa
- Arvoketjussa laajentuminen nykyisillä markkina-alueilla
- Laajentuminen maantieteellisesti uusille markkinoille ydinliiketoimintoissa

Sanoman strateginen kehitys



Käännö- ja rakennemuutosvaihe

- Fokus kannattavuuden ja kassavirran parantamisessa sekä keskittymisessä ydinliiketoimintoihin
- Hollannin TV-liiketoiminnan divestointi
- Mittavat tehostusohjelmat Media Finland ja Media Netherlands segmenteissä ja konsernin toiminnoissa
- Rahoituksen uudelleenjärjestely

Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

- Fokus kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Viimeisten ydinliiketoimintaan kuulumattomien, ei-synergisten liiketoimintojen myynti (Belgian medialiiketoiminnot)
- Pieniä "täsmä"yrityksistöjä medialiiketoiminnoissa ja esisopimus merkittävästä Iddink-yrityskaupasta oppimisliiketoiminnassa
- Liikevaihdon kehitys vakaantui, mutta orgaaninen kasvu lievästi negatiivista
- Learning aloitti tehokkuuden nostoon tähtäävän "High Five"-ohjelman

Vakaa kannattavuus, vahvistuva kassavirta ja synergiset yritysostot

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa
- Median rakennemuutos jatkuu
- Vahvistuva kassavirta ja osinko
- Iddink –yritysosto
- Liiketoimintaportfolion kehittäminen yritysmyyntiin

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne kevyempi, fokuksituneempi ja kannattavampi
- Liikevaihto laski rakennejärjestelyjen myötä noin 30 %
- Kannattavuus nousi hyvälle tasolle kaikissa liiketoiminnoissa (2015: oik. EBIT-% noin 5 % -> 2018: oik EBIT-% noin 15 %)
- Yhtiön nettovelkaisuus laski merkittävästi
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko per osake nousi 0,10 eurosta 0,45 euroon

Lähitulevaisuus 1-2v

- Liikevaihdon orgaaninen kehitys median rakennemuutoksista johtuen lievästi negatiivista
- Yritysostot vakauttavat kokonaisliikevaihdon kehitystä
- Iddink-yrityskauppa nostaa merkittävästi Learning-segmentin roolia Sanoman arvomuodostuksessa
- Uusien kasvujalkojen rakentaminen digimediassa ja palveluissa sekä mahdolliset uudet yritysostot
- Kannattavuuden vakaa kehitys
- Kassavirran asteittainen parantaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Median rakennemuutoksen hallinta ja kannattavuuden asteittainen vahvistaminen
- Learning, digitaaliset palvelut, festivaalit ja yritysostot kasvun moottoreina
- Inderesin arvion mukaan Media Netherlands liiketoiminnot saatetaan myydä seuraavan 5 vuoden aikana, jos esimerkiksi Learning-liiketoiminnoissa tai Suomen mediamarkkinalla avautuu merkittäviä konsolidaatio- tai laajentumismahdollisuuksia

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.
- Median tarjonnan määrä kasvaa, 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. Yksi tällaisista ajureista on EU:n tietosuoja-asetus (GPR), joka tasoittaa pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen ja Hollannin mainosmarkkinan kehitystrendit ovat olleet viime vuosina kokonaisuutena samankaltaisia, eli painetun median mainonta on laskenut voimakkaasti ja digimainonnan määrä on kasvanut. Mainonnan

kokonaismarkkinan tasolla arvon kehitys on kuitenkin ollut Hollannissa Suomea positiivisempaa, sillä Hollannissa mainosmarkkina on kasvanut linjassa BKT:n kasvun kanssa, kun taas Suomen mainosmarkkinan kasvu on jäänyt selvästi jälkeen BKT:n kehityksestä. Suomen heikompaa kokonaiskehitystä selittää painetun median mainonnan Hollantia suurempi osuus. Toisaalta mainonnan kokonaisuutensa kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologien käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on supistunut eniten aikakaus- ja sanomalehdissä (yht. n. -49 % 2011-2017), mutta myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi (-15 % 2011-2017). Sen sijaan digimainonnan määrä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (+72 % 2011-2017) ja sen osuus mainonnan kokonaisuutensa (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 30 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 25 %) jälkeen.

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

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. 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

Odotamme mainosmarkkinan trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena lievästi negatiivista Suomessa ja lievästi positiivista Hollannissa.

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

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2018. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyyntin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen matala, on suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Sanoma on onnistunut kääntämään viime vuosina Helsingin Sanomien kokonaistilaajamäärän

kasvuun ensimmäistä kertaa pitkään aikaan), kun digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut yli 60 %: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.

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

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina nollatasolla, 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 digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnon liikevoitto-% liikkuu karkeasti 15-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-20 %:n haarukassa.

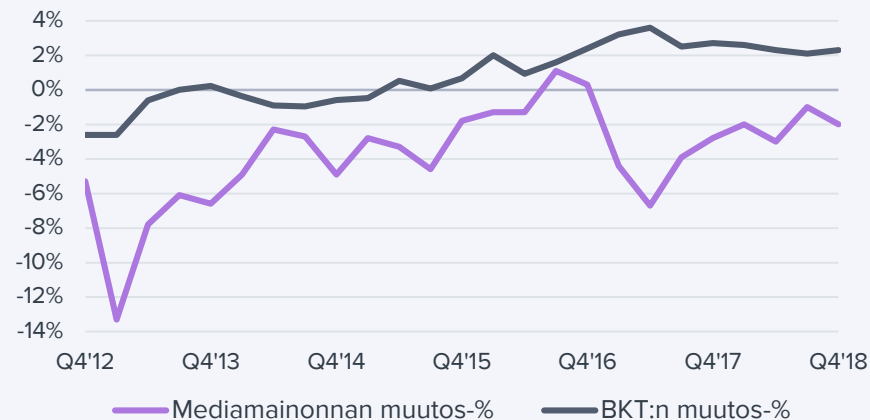
Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

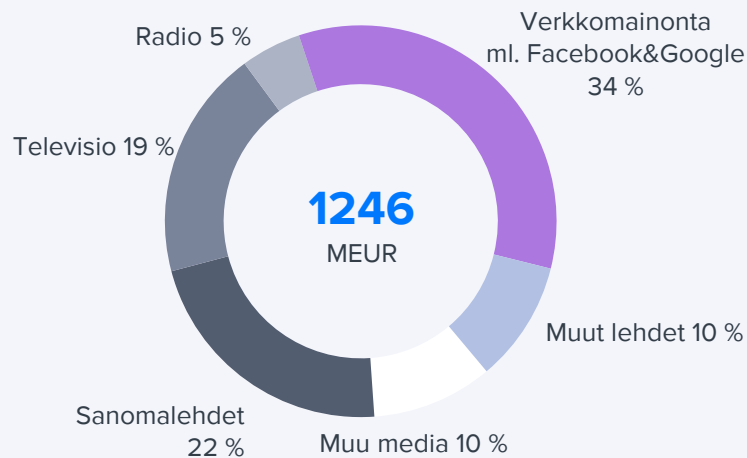
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT

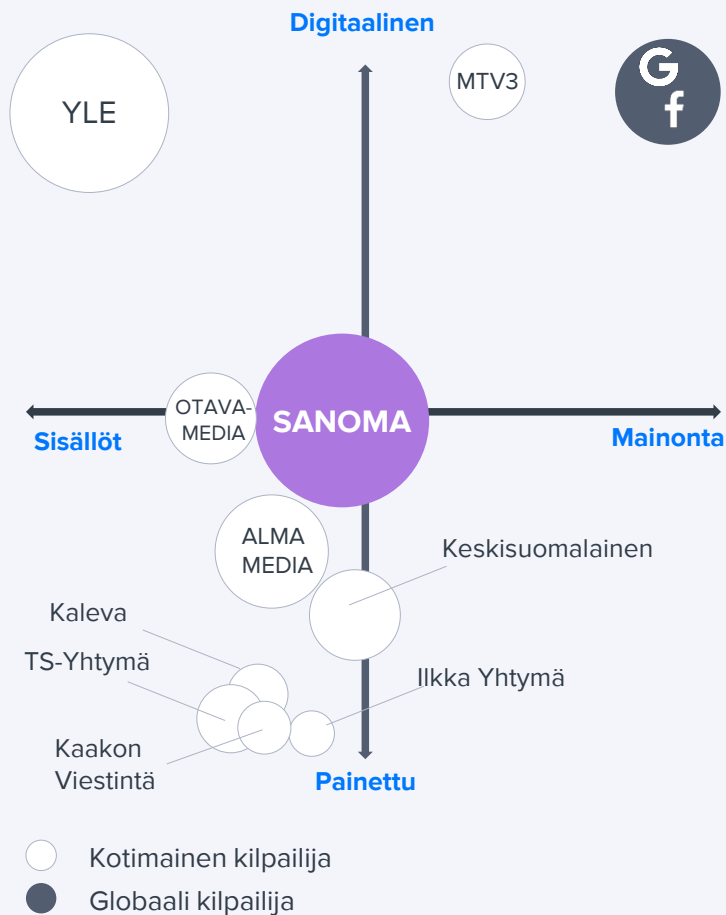


Suomen mediamainonnan jakauma, 2018



Lähde: Kantar TNS, IAB, Tilastokeskus, Inderes

Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Media Finland 1/3

Sanoman suurin segmentti

Media Finland on liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurin segmentti (2018: 579 MEUR / 44 % Sanoman liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin toiseksi suurin segmentti (2018: EBIT-% 11,9 %, oik. EBIT 69 MEUR / 33 % Sanoman oik. liikevoitosta).

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa konsernin mediayksiköt (uutismediat HS ja Iltasanomat, aikakauslehdistä pääasiassa koostuva Sanoma Lifestyle, TV- ja radioyhtiö Nelonen Media, sekä digitaaliset markkinapaikat, kuten Oikotie.fi ja Huuto.net). Nämä liiketoiminnot muodostavat yhteensä lähes 90 % Media Finlandin liikevaihdosta. Lisäksi segmentin liiketoimintaan kuuluu mm. festivaaleja, markkinointi- ja painopalveluliiketoimintoja, jotka muodostavat loput noin 10 % liikevaihdosta.

Media Finland on Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,25 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on noin 20 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,41 mrd.) noin 18 %.

Tuotot laajasti hajautuneet – painetun median painoarvo edelleen suuri

Media Finlandin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin koko Suomen mediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfolioista. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin

kehitykseen on edelleen merkittävä, sillä painetun median tuottojen osuus Media Finlandin liikevaihdosta oli noin 51 % vuonna 2018 (2017: 56 %) ja muun kuin painetun median noin 49 %.

Mainostuotot ovat Suomen mediamainonnan pitkään jatkuneesta laskutrendistä huolimatta edelleen niukasti Media Finlandin suurin tuottolaji, muodostaen vuonna 2018 noin 43 % segmentin liikevaihdosta (2017: 46 %). Arvioimme mukaan segmentin mainostuotoista noin 46 % koostuu vakaasti kehittyvästä TV- ja radiomainonnasta, noin 28 % kasvavasta verkkomainonnasta, ja loput noin 26 % voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta.

Sisältötuottojen (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 43 % (2017: 46 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä noin 82 % ja irtolumeromyyntiin noin 18 %. Arvioimme mukaan sisältötuotoista noin 77 % syntyy painettujen sanoma- ja aikakauslehtien sisältötuotoista ja noin 23 % uutismedioiden digitaalisten tilausten ja videopalveluiden (Ruutu.fi) tilaustuotoista.

Muut liiketoiminnan tuotot muodostivat vuonna 2018 segmentin liikevaihdosta noin 14 % (2017: 9 %). Arvioimme, että tästä noin 40 % oli festivaali- ja tapahtumaliiketoimintaa, noin 20 % markkinointipalveluita ja loput noin 20 % pääasiassa kirjojen julkaisu- ja painopalveluita.

Tuotealueittain jaettuna sanomalehtien osuus Media Finland segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 35 % (2017: 38 %), TV:n ja radion noin 20 % (2017: 22 %), verkkopalveluiden noin 22 % (2017: 22 %), aikakauslehtien noin 11 % (2017: 18 %) ja muun liikevaihdon noin 12 % (2017: 1 %).

Media Finland lyhyesti, 2018

579 MEUR (2017: 570 MEUR)

Liikevaihto 2018

11,9 % (2017: 11,5 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

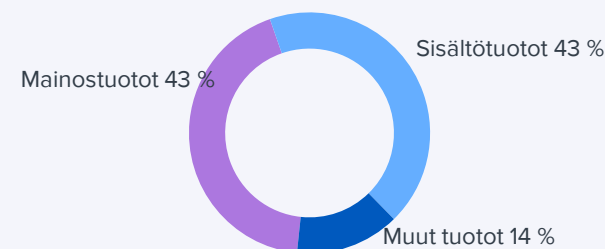
51 % / 49 %

Painetun liiketoiminnan / ei-painettujen tuottojen osuus

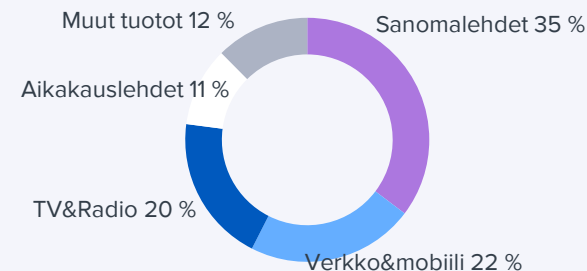
#1 tai #2 markkina-asema

Uutismedia, aikakauslehdet, TV&Radio, luokitellut ilmoitukset

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2018



Liikevaihto tuotealueittain, 2018



Lähde: Inderes, Sanoma

Media Finland 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Media Finlandin kasvunäkymät ovat lähivuosille vaisut ja kaksijakoiset. Noin 50 % segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan ja lisäksi noin 20 % tuotoista muodostavien mainosrahoitteisten TV&radio -liiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vaisut. Toisaalta noin 20 % segmentin tuotoista muodostavien digitaalisten palveluiden ja noin 5 % muodostavan festivaaliliiketoiminnan kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät, mikä kompensoi osittain painetun median laskua.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa tämän hetkisessä hidastuvan kasvun talousympäristössä, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Media Finlandin nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme muun kuin painetun median tuottojen kasvavan yhteensä noin 3-5 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu jää lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi negatiiviseksi (noin -1 %).

Myös kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä vakaata kehitystä lähivuosina. Kannattavuuteen vaikuttaa negatiivisesti painetun mediamainonnan lasku ja kustannusinflaatio, joita yhtiö ei pysty ennusteemme mukaan vielä täysin kompensoimaan paremmin kannattavilla (digitaalisilla) palveluilla. Odotamme yhtiö kuitenkin saavuttavan edelleen hyötyjä toiminnan tehostamisesta. Näiden vaikutus on kuitenkin selvästi aiempia vuosia pienempi.

Ennusteet

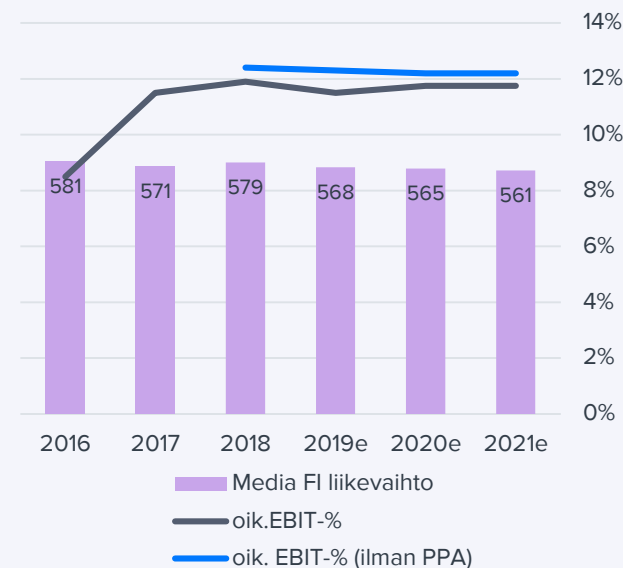
Lähdemme ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu hidastuu 2019-2020 noin 1-2 %:iin, mikä yhdessä median rakenteellisten muutosten kanssa heikentää markkinan tarjoamia kasvumahdollisuuksia. Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon säilyvän yritysostojen tuella (mm. STT) melko vakaana noin 568 MEUR:ssa vuonna 2019 (-2 % v/v). Vuosina 2020-2021 ennustamme liikevaihdon laskevan keskimäärin noin 1 %:n vuodessa. Pitkän aikavälin ennusteperiodilla (2022-2025) ennustamme noin 0-1 % laskua vuodessa.

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2019 oikaistun liikevoiton laskevan noin 5 % 66 MEUR:oon (2018: 69 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n 11,5 %:iin (2018: 11,9 %). Raportoitu liikevoitto laskee hieman vähemmän (2019e -4 %), sillä odotamme vuotta 2018 vähemmän kertaeriä vuoden 2019 tulokseen.

Vuosille 2020 ja 2021 ennustamme tällä hetkellä vakaata liikevoittoa ja suhteellista kannattavuutta. Pitkällä aikavälilläkin ennustamme liikevoittoon painetun median tuottojen laskun vuoksi vain keskimäärin noin 1 %:n kasvua, mutta oikaistun liikevoitto-%:n odotamme nousevan asteittain digituottojen kasvun kautta 13 %:iin.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman mediamainonnan kehityksen ja/tai tuloskasvua kiihdyttävät yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset digimainonnassa ja painetun median rakennemuutoksen kiihtyminen.

Liikevaihto, oik. EBIT-% ja oik. EBIT-% ilman PPA



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	571	580	568	565	561
Liikevoitto oik. Ilman PPA		72,0	70,3	70,6	69,9
Liikevoitto oik.	65,7	68,9	65,6	66,3	65,9
Liikevoitto	71,9	61,7	59,5	63,3	62,4
Kertaluonteiset erät	6,2	-7,2	-6,1	-3,0	-3,5
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	2 %	-2 %	-1 %	-1 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	33 %	5 %	-5 %	1 %	-1 %
Oik. Liikevoitto-% ilman PPA		12,4 %	12,4 %	12,5 %	12,5 %
Oik. Liikevoitto-%	11,5 %	11,9 %	11,5 %	11,8 %	11,8 %
Liikevoitto-%	12,6 %	10,6 %	10,5 %	11,2 %	11,1 %

Media Finland 3/3

Media Finland arvostus

Määritämme Media Finland segmentin arvoa laajan kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta.

Olemme identifioineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 22 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvunäkymät heijastelevat kohtuullisen hyvin Media Finlandin liiketoimintamallia ja toimialan kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2019-2020 keskimääräisiä EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Media Finlandin vuosien 2019-2020 keskimääräiselle liikevoitolle ilman hankintamenojen poistoja (EBIT oik. ilman PPA).

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat noin 12x tasolla, mediaanin ollessa noin 11x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevoittoennusteella (kesk. 2019-2020e 70,5 MEUR) laskettuna saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 839 MEUR. Käyttäen verrokkiryhmän alimman ja korkeimman kvartiilin keskimääräisiä arvostuskertoimia arvostuksen haarukaksi saadaan noin 550-1269 MEUR. Ylimmässä kvartiilissa on digimurrosta hyvin hallitsevia yhtiöitä, kuten Schibsted ja New York Times, ja alimmassa heikommin digimurrokseen vastanneita sekä painetun median varassa vahvasti olevia ja heikosti kasvavia mediataloja,

kuten RCSM ja Tribune Publishing.

Verrokkien kautta Media Finlandille laskettu hyväksyttävä arvostustaso on laskenut merkittävästi edellisestä laajasta päivityksestä (2018 arvio: 1204 MEUR). Tähän on vaikuttanut erityisesti Media Finlandin silloisia arvioitamme huomattavasti alempi toteutunut kannattavuustaso (Q1'18 ennustimme 2019e oik. EBIT ilman PPA tasoksi 82 MEUR) sekä käyttämämme verrokkiryhmän arvostuskertoimien lasku.

Media Finland verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT 19e	EV/EBIT 20e	EV/S 19e	EV/S 20e
Agora	122	20,3	13,8	0,4	0,4
Alma Media	539	10,0	9,6	1,7	1,6
DMGT plc	1362	8,7	8,3	0,8	0,8
Gannett	1215	10,1	11,0	0,5	0,5
GEDI Gruppo Editoriale	294	11,0	11,2	0,5	0,5
IMPA	225	13,1	12,5	1,2	1,2
Lagardere	4615	11,4	11,0	0,6	0,6
News Corp	7618	13,9	13,1	0,8	0,8
New York Times	4630	26,2	23,8	2,8	2,6
RCSM	917	6,6	6,4	0,8	0,8
Schibsted	8252	17,1	13,8	2,8	2,6
Axel Springer	6874	14,4	13,0	2,2	2,1
Tamedia	1289	11,7	12,0	1,4	1,4
Promotora de Informaciones	2114	12,3	10,5	1,7	1,6
Tribune Publishing	335	7,3	6,0	0,3	0,3
ITV	7378	10,1	9,4	1,9	1,9
Prosiebensat 1 Media	5816	8,2	7,9	1,4	1,4
NEG AB	1511	10,1	9,6	1,0	1,0
Meredith Corp	2405	13,1	10,0	2,0	2,1
Future PLC	814	18,4	15,8	3,8	3,6
Arnoldo Mondadori	415	9,3	8,7	0,7	0,7
Keskiarvo		11,4	11,0	1,2	1,2
Mediaani		12,5	11,3	1,4	1,4

Media Finland arvonmäärittäminen

Muuttuja	Arvo
EBIT oik. ilman PPA 2019e	70,3
EBIT oik. ilman PPA 2020e	70,6
EBIT oik. ilman PPA keskiarvo	70,5
Verrokki EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	11,9
Yritysarvo (EV)	839

Media Netherlands 1/3

Sanoman tulokone

Media Netherlands oli vuonna 2018 liikevaihdolla mitattuna Sanoman toiseksi suurin segmentti (2018: 424 MEUR / 32 % Sanoman liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna suurin segmentti (2018: EBIT-% 18,1 %, oik. EBIT 77 MEUR / 37 % Sanoman oik. liikevoitosta).

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa Hollannin kuluttajamediayksiköt (online uutismedia NU.nl sekä aikakauslehtimedia verkkopalveluineen). Nämä liiketoiminnot muodostivat yhteensä lähes 76 % Media Netherlandsin liikevaihdosta. Lisäksi segmentin liiketoimintaan kuuluu mm. tapahtuma-, yritysjulkaisu- ja lehtijakeluliiketoimintoja, jotka muodostivat loput noin 24 % liikevaihdosta.

Media Netherlands on yksi Hollannin suurimmista media-yhtiöstä. Yhtiö on aikakauslehtien käyttäjä- ja tilaajamäärillä (>1,3 milj. tilaajaa) mitattuna markkinajohtaja Hollannissa ja lisäksi yhtiön verkkouutismedia Nu.nl on maan suosituin uutissivusto. PWC:n laskemaan Hollannin mediamainonnan markkina (noin 3,8 mrd. euroa) tai verkkomainosmarkkina (n. 1,8 mrd.) suhteutettuna Media Netherlandsin markkinaosuus on kuitenkin matala, vain muutamia prosentteja.

Aikakauslehtien sisältötuotot pääosassa

Media Netherlandsin liiketoiminnan rakenne on muuttunut viime vuosina tehtyjen yritysmyyntien myötä (SBS, Belgian naistenlehtiliiketoiminnot) merkittävästi, mikä on johtanut erityisesti mainostuottojen osuuden laskuun ja nostanut sisältötuottojen sekä painetun median tuottojen

painoarvoa segmentissä. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on edelleen merkittävä, sillä painetun median tuottojen osuus liikevaihdosta oli noin 60 % vuonna 2018 (2017: 60 %), muun kuin painetun median noin 29 % ja muun liikevaihdon noin 11 %.

Sisältötuotot (tilaustuotot) ovat selkeästi Media Netherlandsin suurin tuottolaji, ja niiden osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 51 % (2017: 50 %). Toistuvien tilaustuottojen osuus oli tästä noin 66 % ja irtolukemismyynnin noin 34 %. Sisältötuotot koostuvat käytännössä kokonaan aikakauslehtien mynnistä ja ovat luonteeltaan vakaita.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2018 noin 20 % segmentin liikevaihdosta. Mainostuotoista syntyi noin 66 % verkkomainonnasta ja loput noin 34 % painetun median mainonnasta.

Muut liiketoiminnan tuotot muodostivat vuonna 2018 Media Netherlandsin liikevaihdosta noin 29 %. Muista tuotoista noin 62 % syntyi markkinointipalveluista, tapahtumapalveluista, yritysjulkaisuista ja kirjoista, ja loput noin 38 % lehtijakeluliiketoiminnasta (Aldipress).

Tuotealueittain jaettuna aikakauslehtien osuus Media Netherlandsin segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 60 % (2017: 59 %), verkkopalveluiden noin 16 % (2017: 17 %), muiden palveluiden noin 13 % ja lehtijakelun 11 %.

Media Finland lyhyesti, 2018

424 MEUR (2017: 437 MEUR)

Liikevaihto 2018

18,1 % (2017: 15,5 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

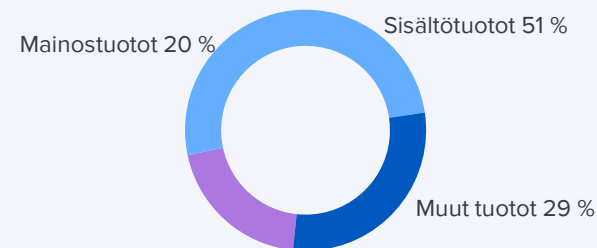
60 % / 40 %

Painetun liiketoiminnan / ei-painettujen tuottojen osuus

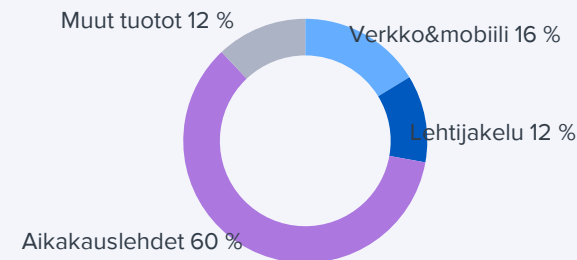
#1 markkina-asema

Aikakauslehdet, verkkouutismedia, aikakauslehtien jakelu

Liikevaihto tuottotyyppittäin, 2018



Liikevaihto tuotealueittain, 2018



Media Netherlands 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Media Netherlandsin kasvunäkymät ovat lähivuosille kokonaisuutena vaisut ja lisäksi segmentin liikevaihtoa laskee myös aikakauslehti LINDAn myynti (2018: noin 6 % segmentin liikevaihdosta), Head Officeen liiketoiminnan myynti ja Scoupy-palvelun portfolio muutokset. Lehtijakelu mukaan lukien noin 60 % segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä laskussa olevaan painetun median markkinaan ja lisäksi myös noin 10 % liikevaihdosta muodostavien lehtijakelu-liiketoimintojen kasvuodotukset ovat vaisut. Noin 16 % segmentin tuotoista muodostavien digitaalisten palveluiden kasvunäkymät ovat sen sijaan vahvat, mutta ne eivät nähdäksemme riitä kompensoimaan painetun median laskua.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee laskemaan noin 2-5 %, sillä painetun median mainostuotot laskevat ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti tilaajien keski-ikä ollessa korkea (>60 v). Media Netherlandsin nykyisellä liiketoimintarakenteella odotamme muun kuin painetun median tuottojen kasvavan yhteensä noin 3-5 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon orgaaninen kasvu jää lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysjärjestelyjä lievästi negatiiviseksi.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä suhteellisen vakaata kehitystä lähivuosille. Segmentin kannattavuus on viime vuosien tehostustoimien jäljiltä kuitenkin niin hyvällä tasolla, että on vaikea nähdä siinä enää merkittävää nousupotentiaalia. Päinvastoin ennustamme, että painetun median taantuminen ja kustannusinflaatio kääntävät kannattavuuden

asteittaiseen laskuun keskipitkällä aikavälillä.

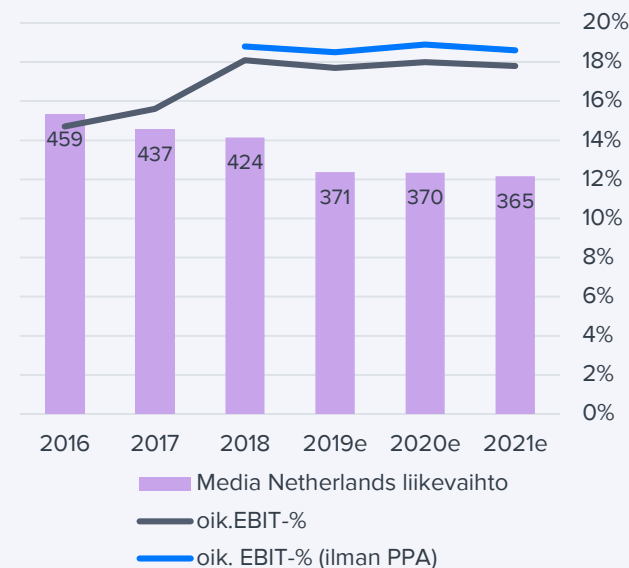
Ennusteet

Lähdemme segmentin tulosenusteissa perusoletuksesta, että Hollannin talouskasvu hidastuu vuosina 2019-2020 noin 1-2 %:iin ja samalla mediamarkkinoiden kokonaiskasvu hidastuu. Segmentin tuottoerien kehitysnäkymiin sekä yritysmyynteihin perustuen ennustamme Media Netherlandsin liikevaihdon laskevan vuonna 2019 noin 12 % 371 MEUR:oon. Vuosina 2020-2021 ennustamme liikevaihdon laskun loiventuvan muun kuin painetun median tuottojen kasvun myötä noin -1-2%:iin. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon laskevan keskimäärin noin 2,5 %.

Ennustamme Media Netherlandsin vuoden 2019 oikaistun liikevoiton laskevan noin 14 % 66 MEUR:oon (2018: 77 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n laskevan 17,7 %:iin (2018: 18,8 %). Vuoden 2019 heikentyvää liikevoittotasoa ajaa ennusteessamme hyvin kannattaneen LINDA-liiketoiminnan myynti ja alv-muutokset, jotka heikentävät kustannusinflaation paikkaamista hinnankorotuksiin. Vuosille 2020-2021 ennustamme vakaata liikevoiton ja kannattavuuden kehitystä (EBIT-% oik. n. 18 %). Pitkällä aikavälillä oletamme Media BeNen liikevoitto-% heikkenevän n. 17 %:n tasolle.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman digitaalisen mediamainonnan kehityksen ja/tai tulospuskua kiihdyttävät yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo erityisesti painetun median rakennemuutoksen kiihtyminen.

Liikevaihto, oik. EBIT-% ja oik. EBIT-% ilman PPA



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	437	424	371	370	365
Liikevoitto oik. Ilman PPA		79,6	68,8	69,8	67,9
Liikevoitto oik.	68,1	76,6	65,6	66,5	64,8
Liikevoitto	-366,0	58,4	72,5	65,0	63,3
Kertaluonteiset erät	-434,1	-18,3	6,9	-1,5	-1,5
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,9 %	-2,9 %	-12,4 %	-0,5 %	-1,1 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	1,2 %	12,5 %	-14,4 %	1,4 %	-2,5 %
Oik. Liikevoitto-% ilman PPA		18,8 %	18,5 %	18,9 %	18,6 %
Oik. Liikevoitto-%	15,6 %	18,1 %	17,7 %	18,0 %	17,8 %
Liikevoitto-%	-83,8 %	13,8 %	19,5 %	17,6 %	17,3 %

Media Netherlands 3/3

Media Netherlands arvostus

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme kolmea viitearvoa: 1) media-alan verrokkiyhtiöiden EV/EBIT-kertoimia (pois lukien TV-yhtiöt), 2) viime vuosina tehtyjen yrityskauppojen kertoimia sekä 3) Media Netherlandsin arvonalentumistestauksessa määritettyä käypää arvoa.

Käytämme Media Netherlands liiketoiminnalle pääasiassa uutismediaan ja aikakauslehtiin painottuneista mediayhtiöstä koostuvaa 17 yhtiön verrokkiryhmää. Verrokkiryhmän 2019-2020e keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet ovat 11,4x tasolla. Näillä kertoimilla ja Media Netherlandsin 2019-2020e keskimääräisillä EBIT-ennusteillamme (69,3 MEUR) segmentin yritysarvoksi (EV) tulee noin 790 MEUR.

Sanoma on myynyt viime vuosina useita aikakauslehtiliiketoimintoja, ja näiden kauppojen arvostuskertoimet antavat mielestämme hyvän mittatikun Sanoma Netherlandsin arvostustason alarajaksi. Viimeisin liiketoiminnan myynti toteutui maaliskuussa 2019, jolloin Sanoma myi noin 27 MEUR:n liikevaihtoa ja noin 20 % liikevoittomarginaalia tehneen LINDA aikakauslehtiliiketoiminnan. Kaupan EV/EBIT-kerroin oli noin 8x. Vuoden 2018 alussa Sanoma myi puolestaan Belgian aikakauslehtiliiketoiminnot, jonka liikevaihto oli 81 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 8 %. Tämän kaupan EV/EBIT-kerroin oli noin 10x (Lähde: CapitalIQ). Kauppojen keskimääräisillä EV/EBIT-kertoimilla (noin 7,7x) kertoimilla ja Media Netherlandsin 2019-2020e keskimääräisillä EBIT-

ennusteillamme (69,3 MEUR) segmentin yritysarvoksi (EV) tulee noin 530 MEUR.

Lisäksi käytämme viitearvona Media Netherlandsin arvonalentumistestauksessa määritettyä noin 660 MEUR:n käypää arvoa (Liikearvo 576 MEUR + kerrytettävissä olevan rahamäärän ylitys suhteessa kirjanpitoarvoon noin +15 %). Tämä indikoi Media Netherlandsin käyväksi EV/EBIT-kertoimeksi vuosien 2019-2020e EBIT-ennusteillamme noin 9,5x.

Media Netherlandsin kolmen viitearvon indikoima keskimääräinen yritysarvo on siten noin 660 MEUR. Media Netherlandsille laskettu hyväksyttävä arvostustaso on siten pysynyt suunnilleen ennallaan edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2018 arvio: 646 MEUR).

Media Netherlands verrokkiryhmä

Verrokit Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT 19e 20e	EV/S 19e 20e
Agora	122	20,3 13,8	0,4 0,4
Alma Media	539	10,0 9,6	1,7 1,6
DMGT plc	1362	8,7 8,3	0,8 0,8
Gannett	1215	10,1 11,0	0,5 0,5
GEDI Gruppo Editoriale	294	11,0 11,2	0,5 0,5
IMPA	225	13,1 12,5	1,2 1,2
Lagardere	4615	11,4 11,0	0,6 0,6
New York Times	4630	26,2 23,8	2,8 2,6
RCSM	917	6,6 6,4	0,8 0,8
Schibsted	8252	17,1 13,8	2,8 2,6
Axel Springer	6874	14,4 13,0	2,2 2,1
Tamedia	1289	11,7 12,0	1,4 1,4
Promotora de Informaciones	2114	12,3 10,5	1,7 1,6
Tribune Publishing	335	7,3 6,0	0,3 0,3
Meredith Corp	2405	13,1 10,0	2,0 2,1
Future PLC	814	18,4 15,8	3,8 3,6
Arnoldo Mondadori	415	9,3 8,7	0,7 0,7
Keskiarvo		13,0 11,6	1,4 1,4
Mediaani		11,7 11,0	1,2 1,2

Media Netherlands arvonmäärittäminen

Muuttuja	Arvo
EBIT ilman PPA 2019e	68,8
EBIT ilman PPA 2020e	69,8
EBIT ilman PPA keskiarvo	69,3
Viitearvojen indikoima EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	9,5x
Yritysarvo (EV), MEUR	658

Toimialakatsaus - Learning 1/2

Rakenteellisia, opetusuudistuksiin ja tehokkuuden kasvuun liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkymiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme merkittävää ajuria, digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, jatkuvat opetus- ja koulutusjärjestelmäuudistukset, sekä oppimistulosten ja resurssien tehostustarpeet.

Digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos on vaikuttanut jo melko pitkään myös oppimisen markkinoihin, mutta muutos on ollut opetussuunnitelmien ja -järjestelmien hitaan muutosvauhdin takia huomattavasti mediamarkkinaa hitaampaa, ennakoitavampaa ja hallitumpaa. Digitalisaatio heijastuu oppimisen markkinoille pääasiassa painettujen oppimismateriaalien kysynnän laskuna, saman aikaisena digitaalisten oppimismateriaalien kysynnän kasvuna, uusina liiketoiminta- ja hinnoittelumalleina, sekä uusien digitaalisten ratkaisuja puhtaasti tarjoavien kilpailijoiden kautta.

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja opetusjärjestelmien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 5-10 vuoden sykleissä. Näiden syklien muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkällä aikavälillä trendikasvu on hidasta.

Kolmas oppimisen markkinoiden kysyntää pitkällä aikavälillä ohjaava ja kasvattava kysyntäajuri on kasvava tarve parantaa oppimistuloksia ja erityisesti yksityisten koulutusmarkkinoiden tarve nostaa koulutusinvestointien tehokkuutta. Tämä luo oppimisyhtiöille uusia, sekä perusopetukseen että digitaalisiin oppimisalustoihin liitännäisiä liiketoiminnan laajennusmahdollisuuksia.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

- Painettuja ja digitaalisia oppimismateriaaleja yhdistävien ja puhtaasti digitaalisten oppimismateriaalien osuus markkinasta kasvaa.
- Yksilöllinen oppiminen ja oppimisen jatkuva arviointi yleistyy, mikä muokkaa oppimismateriaalien kysyntää ja kasvattaa kysyntää erityisesti digitaalisille palveluille.
- Opetusmenetelmien vaatimustaso kasvaa ja muutosvauhti nopeutuu, mikä lisää opetustyötä tukevien ratkaisujen tarvetta.
- Ammatillisen oppimisen ratkaisut digitalisoituvat ja niiden tehokkuusvaatimukset kasvavat.
- Kilpailijoiden määrä kasvaa uusien digitaalisten toimijoiden myötä ja perinteisten toimijoiden konsolidoituminen jatkuu.

Oppimismateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimismateriaalimarkkinoiden osuus opetuksen kokonaismenoista on vain noin 1-2 % Sanoman markkina-alueilla, mutta se muodostaa silti edelleen suurimman osan Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta.

Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä valmistus- ja jakelukustannuksiltaan korkeampien painettujen opetusmateriaalien käyttö opetuksessa vähenee ja ikäluokkien koko pienenee.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus - Learning 2/2

Opetusmateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista digitaalisissa ratkaisuissa kilpailukykyisimpien ja perinteisten, painettuihin materiaaleihin keskittyneiden toimijoiden välillä. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja johtava markkina-asema omilla fokusalueillaan.

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen näkymät

Oppimisjärjestelmien ja -alustojen osuus Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (arviolta noin 10-20 %), vaikka niiden kustannukset katetaan tyypillisesti oppimismateriaaleja huomattavasti suuremmasta hallintoon, järjestelmiin ja kehittämiseen suunnatusta opetustoimen budjetista, jonka suuruus on markkina-alueesta riippuen noin 13-35 % opetuksen kokonaismenoista.

Edellä mainituista oppimisen markkinoiden trendeistä ja laajemmasta markkinapotentiaalista johtuen tämän osa-alueen kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä arvioimme mukaan oppimismateriaalimarkkinaa selvästi positiivisemmat (+2-5 %/vuosi).

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

Oppimistoimiala on vahvaa maakohtaista asiantuntemusta, räätälöintiä ja osaamista, sekä laajaa paikallista myynti- ja jakeluverkostoa vaativaa liiketoimintaa. Esimerkiksi Suomessa opettajilla korkea autonomia ja vapaus valita oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, hajauttaa

päätöksen teon laajalle joukolle. Tästä syystä markkinalle tulon kynnyks on erittäin korkea ja kilpailu käydään pitkälti paikallisten toimijoiden kesken. Lisäksi alan toimijoiden määrä on tyypillisesti melko pieni, sillä kannattava oppimateriaalien kustannustoiminta vaatii suhteellisen suurta mittakaavaa.

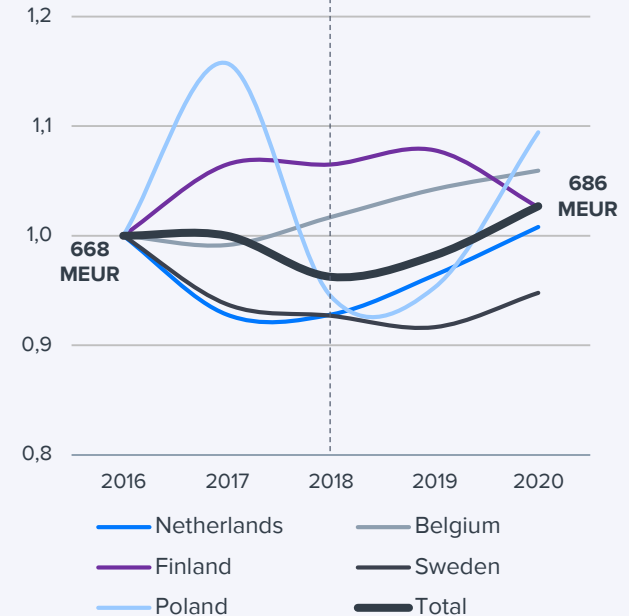
Digitaalisten alustojen ja sovellusten osalta kilpailukenttä on kuitenkin huomattavasti pirstaloituneempi ja kansainvälisempi, koska siellä kilpailu tapahtuu enemmän teknologioiden kuin sisältöjen ja menetelmien osalta, eikä ole näin ollen niin riippuvaista paikallistason tuntemuksesta. Alan toimijoiden mukaan infrastruktuuri on kuitenkin vielä aika puutteellista kouluissa, ja se hidastaa digitaalisten materiaalien käyttöönottoa.

Sanoman pääkilpailijoita oppimateriaalien kustantamisessa ovat Suomessa Otava, Hollannissa Noordhoff ja ThiemeMeulenhoff, Belgiassa Plantyn ja Pelckmans, Puolassa WSiP ja Ruotsissa Liber, Natur & Kultur ja Gleerups.

Noordhoff, Plantyn ja Liber ovat Infinitas Learningin omistamia. ThiemeMeulenhoffin omistaa saksalainen Klett. Sanoman mukaan kaikki edellä mainitut yksittäiset maakohtaiset yhtiöt toimivat pääsääntöisesti ainoastaan omalla kotimarkkinallaan, ja yhdelläkään ei olisi merkittävää toimintaa useassa maassa, vaikka niillä olisikin sama omistaja.

Sanoman mukaan yhdessäkään Sanoma Learningin maassa ei ole toistaiseksi syntynyt kilpailukenttään suurta digitaalista K12 materiaalien kustantajaa (esim. Suomessa Tabletkoulu 2018 liikevaihto 1,3 MEUR).

Oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



Sanoma Learning 1/4

Vakaasti kasvava tuloksentekijä

Sanoma Learning oli vuonna 2018 liikevaihdolla (2018: 313 MEUR / 24 % Sanoman liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna Sanoman pienin segmentti (2018: EBIT-% 19,5 %, oik. EBIT 61 MEUR / 29 % Sanoman oik. liikevoitosta).

Learning-segmentin liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimismateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Yhtiö tuotteita ja palveluita käytetään pääasiassa peruskoulutuksen ja vähemmissä määrin toisen asteen koulutuksen ja ammattikoulutuksen alueilla.

Learning on johtavassa markkina-asemassa kaikilla päämarkkinoillaan. Yhtiö on oman alansa markkinajohtaja Puolassa, Suomessa ja Belgiassa, sekä markkinakakkonen Hollannissa ja Ruotsissa. Sanoma Learningin yhtiöitä ovat Sanoma Pro Suomessa, Nowa Era Puolassa, Van In Belgiassa, Malmberg Hollannissa, Sanoma Utbildning Ruotsissa sekä Bolster Hollannissa. Lisäksi Learning on solminut sopimuksen Hollannin johtavan oppimismateriaalien toimittavan yhtiön, Iddinkin ostosta (kts. sivu 26), joka liitetään kaupan toteutuessa osaksi Learningin liiketoimintaa vuoden 2019 lopulla.

Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan opintomateriaalien kustantajana, kehittäjänä ja jakelijana. Esimerkiksi Learningin Suomen yksiköllä, Sanoma Pro:lla on yli 130 vuoden historia oppikirjojen kustantamisesta. Learning on lisäksi historiallisesti pystynyt aina nostamaan markkinaosuuttaan opetussuunnitelmamuutoksien yhteydessä.

Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin hyvin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen opintomateriaali- ja ratkaisumarkkinoilta.

Alemman peruskoulutusmarkkinan osuus segmentin liikevaihdosta on karkeasti noin 50 %, ylemmän peruskoulun noin 40 % sekä ammatillisen ja muun koulutuksen noin 10 %.

Tuote- ja palvelutyyppittäin katsottuna Learningin liikevaihdosta noin 54 % syntyy painetuista tuotteista, noin 23 % painettuja ja digitaalisia ratkaisuja yhdistävistä tuotteista, ja noin 23 % digitaalisista tuotteista sekä palveluista.

Painettujen tuottojen osuus segmentin liikevaihdosta on edelleen korkea (hieman yli 50 %) ja vastaavasti puhtaasti digitaalisten tuottojen matala (reilut 20 %). Kuitenkin suhteessa kokonaismarkkinaan Learningin digitaalisten tuottojen osuus on arviomme mukaan poikkeuksellisen korkea, sillä esimerkiksi Suomen Kustannusyhdistyksen antaman arvion mukaan digitaalisten materiaalien osuus Suomen oppimateriaalimyynnistä oli noin 4 % vuonna 2013.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminta on jakautunut viidelle markkina-alueelle: Puolaan (2018: 29 % lv:sta), Hollantiin (29 %), Suomeen (18 %), Belgiaan (17 %) ja Ruotsiin (7 %).

Learning lyhyesti, 2018

313 MEUR (2017: 320 MEUR)

Liikevaihto 2018

19,5 % (2017: 17,5 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

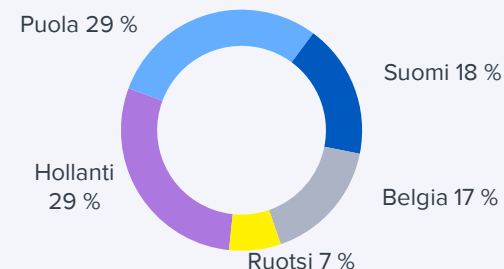
54 % / 46 %

Painetun liiketoiminnan / ei-painettujen tuottojen osuus

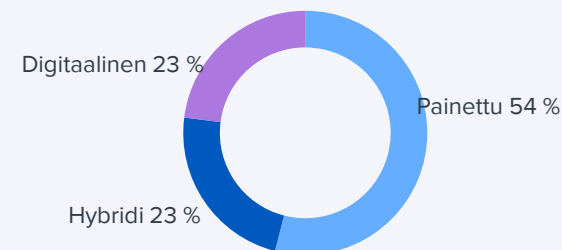
#1 / #2 markkina-asema

Puola, Suomi, Belgia / Hollanti, Ruotsi

Liikevaihto alueittain, 2018



Liikevaihto tuottolajeittain, 2018



Sanoma Learning 2/4

Segmentin kehitysnäkymät

Learningin keskeiset kasvu-ajurit ovat näkemyksemme mukaan: 1) Opetusmateriaalien asteittainen siirtymä painetusta digitaaliseen, 2) digitaalisten oppimisalustojen ja opetusjärjestelmien kysynnän kasvu sekä 3) opetussuunnitelmamuutosten maatasolle luoma syklinen kysynnän vaihtelu.

Arvioimme Learningin historialliseen kasvuun ja markkinan trendimuutoksiin perustuen, että segmentin liikevaihdon keskipitkän ja pitkän aikavälin trendikasvu on tällä hetkellä normaalissa liiketoimintaympäristössä +1-3 % vuodessa. Arvioimme pääosan tästä kasvusta muodostuvan laajentumisesta opetusmateriaalisegmentin ulkopuolisiin toimintoihin ja uusiin, rinnakkaisiin liiketoimintoihin.

Opetussyökljen vaihtelu vaikuttaa aika ajoin merkittävästi segmentin liikevaihdon kehitykseen. Vuonna 2019 kasvuun vaikuttaa todennäköisesti positiivisesti Hollannin matemaattisten aineiden uusi opetussuunnitelmajakso ja heikentävästi Suomen opetussuunnitelmauudistuksen muutosvaiheen päätyminen.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä parantuvaa kehitystä lähivuosille. Arvioimme mukaan segmentin kannattavuutta parantaa yhtiön viime vuonna aloittama tehokkuusohjelma ("High Five"), markkinaosuuden parantuminen sekä myyntimixin parantuminen.

Ennusteet

Lähdemme ennusteissamme oletuksesta, että Sanoma pystyy säilyttämään tai vahvistamaan markkinaosuuttaan kaikilla Learningin keskeisillä

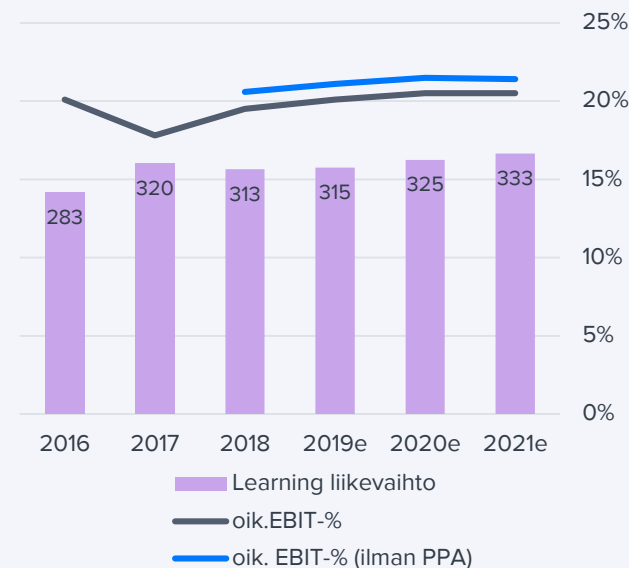
markkinoilla. Emme ole vielä sisällyttäneet Iddink-yrityssostoa Learningin ennusteisiin, mutta käsittelemme yrityskaupan potentiaalisia vaikutuksia ennusteisiin sivulla 26.

Ennustamme Learning -segmentin liikevaihdon pysyvän kokonaisuutena vakaana vuonna 2019 ja liikevaihdon kasvavan 1 % 316 MEUR:oon (2018: 313 MEUR). Vuosina 2020-2021 odotamme liikevaihdon kasvun jälleen kiihtyvän segmentin suurimman markkinan, Hollannin matemaattisten aineiden menetelmäuudistuksen ansiosta. Ennustamme vuoden 2020 liikevaihdon nousevan 3,4 % 327 MEUR:n ja vuoden 2020 liikevaihdon 2,6 % 335 MEUR:oon.

Ennustamme Learningin vuoden 2019 oikaistun liikevoiton kasvavan liikevaihdon loivan kasvun ja tehokkuusohjelman myötä 4 % 64 MEUR:oon (2018: 61 MEUR), ja oikaistun liikevoitto-%:n 20,1 %:iin (2018: 19,5 %). Raportoidun liikevoiton odotamme sen sijaan kasvavan noin 9 % vertailukaudesta, sillä emme odota kuluvalle vuodelle vastaavaa määrää vertailukauden raportoitua tulosta rasittaneita alaskirjauksia tai rakennejärjestelykuluja. Vuosina 2020-2021 ennustamme liikevoiton kasvuksi 3-5 % ja liikevoittomarginaaliksi 20,5 %. Vuoteen 2025 ulottuvalla pitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kasvuksi keskimäärin 2 % ilman yritysostoja ja liikevoittomarginaalin nousevan lievästi noin 21 %:iin liikevaihdesta.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme tulospuskua kiihdyttävät yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo lähinnä opetussuunnitelmasyökljen muutokset sekä tehostustoimien mittakaava sekä kertaerät.

Liikevaihto, oik. EBIT-% ja oik. EBIT-% ilman PPA



Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	320	313	315	325	333
Liikevoitto oik. Ilman PPA		64,6	66,7	70,1	71,7
Liikevoitto oik.	57,0	61,2	63,5	66,9	68,7
Liikevoitto	45,3	56,1	60,9	64,9	66,7
Kertaluonteiset erät	-11,7	-5,1	-2,6	-2,0	-2,0
Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	13,2 %	-2,1 %	0,9 %	3,4 %	2,6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	0,2 %	7,4 %	3,8 %	5,3 %	2,6 %
Oik. Liikevoitto-% ilman PPA		20,6 %	21,1 %	21,5 %	21,4 %
Oik. Liikevoitto-%	17,8 %	19,5 %	20,1 %	20,5 %	20,5 %
Liikevoitto-%	14,2 %	17,9 %	19,3 %	19,9 %	19,9 %

Sanoma Learning 3/4

Iddink-yritysosto kasvattaa Learningin painoarvoa Sanoma-konsernissa

Sanoma kertoi vuoden 2018 lopulla Learning-segmenttiin kohdistuvasta merkittävästä yrityskaupasta, jolla yhtiö kasvattaa oppimisen liiketoimintaa Hollannissa, Belgiassa ja Espanjassa, laajentuu Hollannin oppimisen arvoketjussa uusiin liiketoimintoihin, sekä hankkii uutta teknologiaa ja teknologista osaamista.

Sanoma aikoo ostaa 140 MEUR:n liikevaihtoa ja noin 27 MEUR:n oik. käyttökatetta tekevän Iddink-konsernin 277 MEUR:n kauppahinnalla. Kauppa aiotaan saattaa päätökseen vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä ja se nostaa vuositasolla laskettuna Learningin osuuden Sanoman liikevaihdosta yli 30 %:iin ja osuuden operatiivisesta tuloksesta noin 40 %:iin. Learning-segmentin liikevaihtoa yrityskauppa nostaa vuositasolla arviolta noin 45 % ja käyttökatetta noin 40 %.

Iddink tuo vakautta, uudenlaista liiketoimintaa ja osaamista Sanomaan

Iddink on Sanoman ohella yksi johtavista oppimiskäytännöjen ja -palvelujen toimittajista Alankomaissa, mutta toimii pääosin eri osissa arvoketjua kuin Sanoman nykyiset liiketoiminnot. Iddinkin pääliiketoimintaa on vuokrausmallilla toimiva kaikkia oppimateriaalijulkaisijoita palveleva oppimismateriaalien välittäminen. Lisäksi Iddink kehittää ja markkinoi oppilaitosten yhteydenpitoon ja hallintoon käytettäviä teknologisia alustoja (vrt. Wilma Suomessa), sekä oppimiskäytännöjen toimivuutta, oppimistuloksia ja oppilaiden kehitystä mittaavia data- ja

analytiikkaratkaisuja. Iddinkin liikevaihdosta noin 75 % syntyy Hollannista, noin 15 % Belgiasta ja loput alle 10 % Espanjasta. Liiketoiminta on luonteeltaan hyvin ennakoitavaa ja perustuu pitkälti monivuotisiin sopimuksiin.

Iddink-kaupassa useita asteittain hyödynnettävissä olevia arvoajureita

Näemme Iddink-kaupassa useita asteittain hyödynnettävissä olevia arvoajureita. Kauppa voi onnistuessaan kiihdyttää Learningin kasvua, sillä sen myötä voimakkaassa kasvussa olevien digitaalisten oppimisteknologioiden rooli kasvaa ja yhtiö saa sovelluksilleen laajemmat markkinat. Lisäksi kauppa avaa Sanoman oppimateriaaliliiketoiminnoille uusia laajentumissuuntia maantieteellisesti. Vaikka Iddink jatkaa yrityskaupan jälkeen erillisenä yhtiönä, pyrkii Sanoma saavuttamaan yritysjärjestelystä synergia- ja skaalaetuja (3 vuodessa 6 MEUR). Riskeinä yrityskaupalle näemme sen, että kilpailuviranomaiset voivat vaatia muutoksia kaupan rakenteeseen ja Sanoman kilpailijat saattavat vähentää liiketoimintaa Iddinkin kautta kaupan jälkeen.

Arviomme mukaan Iddinkistä maksettava kauppahinta (operatiivisella käyttökatteella laskettuna 10,3x ja synergiat huomioiden 8,4x) on melko neutraali, mutta kauppa kasvattaa merkittävästi Sanoman aineettoman omaisuuden määrää. Sanoma pystyy rahoittamaan kaupan velalla ja taloudellisten tavoitteidensa puitteissa, joten transaktio ei vaikuta heikentävästi Sanoman maltilliseen rahoituksen riskiprofiiliin.

Iddink lyhyesti

Iddink on johtava toisen asteen koulutuksen oppimiskäytännöjen ja -palvelujen toimittaja Alankomaissa ja sen omistavat yksityinen pääomasijoittaja NPM Capital ja Iddinkin johto.

139 MEUR (+2 % vs. 2016)

Liikevaihto 2017 (ei-IFRS)

27 / 40 MEUR (19 % / 29% lv:sta)

Operatiivinen käyttökate / raportoitu käyttökate 2017

300

Henkilöstö

3

Toimintamaat

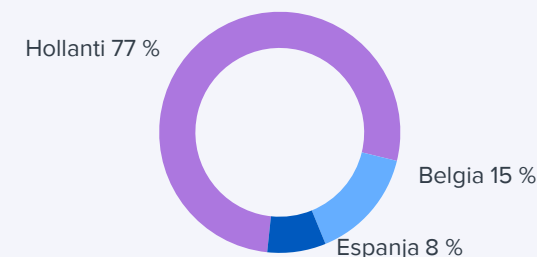
277 MEUR

Kauppahinta

10,3x / 8,4x (ilman synergioita / synergiat huomioiden)

Kaupan EV/EBITDA-arvostuskerroin

Iddinkin liikevaihto alueittain, 2017



Sanoma Learning 4/4

Learning arvostus

Segmentin arvoa määrittäessä käytämme kahden viitearvon yhdistelmää: 1) verrokkiyhtiöiden EV/EBIT-kertoimia ja 2) Sanoman Iddink-kaupan kertoimia

Segmentin arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on verrokkiryhmän arvostustaso. Määritämme Learningin liiketoiminnan arvoa EV/EBIT-kertoimien kautta, mikä antaa mielestämme parhaan arvostustason vertailukohdan käyttämiimme verrokkiyhtiöihin nähden.

Olemme identifioineet Learning –segmentille 7 listattua verrokkia. Verrokkiryhmän 2019-2020e mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat 13,3x tasolla. Näillä kertoimilla ja Learningin 2019-2020e keskimääräisillä EBIT-ennusteilla (68,4 MEUR) saadaan segmentin yritysarvoksi 910 MEUR.

Learningin arvostusta voi mielestämme peilata hyvin myös edellisellä sivulla tarkemmin esitellyn Iddink-yritysosaston arvostuskertoimiin. Sanoma maksaa Iddinkistä operatiivisella käyttökatteella mitattuna ja synergiat huomioiden 8,4x EV/EBITDA-kertoimen. Ennustamme Learningin keskimääräisen EBITDAn olevan vuosina 2019-2020 keskimäärin noin 105 MEUR. Yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi siten noin 882 MEUR.

Learningin hyväksyttävä arvostustaso on siten käyttämiemme menetelmien mukaan noin 896 MEUR. Siten Learningin arvostus on noussut merkittävästi edellisestä laajasta päivityksestä (2018 arvio: 665 MEUR). Tähän on vaikuttanut

erityisesti Learningin silloisia arvioitamme huomattavasti korkeampi toteutunut kannattavuustaso (Q1'18 ennustimme 2019e oik. EBIT ilman PPA tasoksi 58 MEUR) sekä käyttämämme verrokkiryhmän arvostuskertoimien nousu.

Learning verrokkiryhmä

Verrokki	EV	EV/EBIT		EV/S	
Yhtiö	MEUR	19e	20e	19e	20e
Bloomsbury Publishing PLC	189	11,7	10,3	1,0	0,9
Pearson PLC	7530	10,9	10,2	1,6	1,6
Scholastic Corp	975	15,4	12,7	0,7	0,6
K12 Inc	913	23,7	22,1	1,0	1,0
John Wiley & Sons Inc	2850	14,1	13,0	1,8	1,7
Promotora de Informaciones	2114	12,3	10,5	1,7	1,6
Wilmington PLC	258	10,2	9,5	1,8	1,7
Keskiarvo	2118	14,0	12,6	1,4	1,3
Mediaani	975	12,3	10,5	1,6	1,6

Learning arvonnäytys

Muuttuja	Arvo
EBIT ilman PPA 2019e	66,7
EBIT ilman PPA 2020e	70,1
EBIT ilman PPA keskiarvo	68,4
Verrokki EV/EBIT-kerroin 2019-2020e	13,3
Yritysarvo (EV)	910
EBITDA 2019-2020e	68,4
Iddink EV/EBITDA-kerroin	8,4
Yritysarvo (EV)	882
Keskimääräinen yritysarvo	896

Taloudellinen tilanne

Taloudellinen tilanne vahva ja vakaa

Sanoman taloudellinen tilanne on parantunut viimeisten vuosien aikana merkittävästi, ja on nyt kokonaisuutena vahva ja vakaa. Yhtiö on saanut käännettyä kannattavuuden hyvälle tasolle ja kompensoitua painetun median tuottojen laskua digitaalisten tuottojen, Learningin kasvun ja yritysostojen kautta. Sanoman tase on pienentynyt rakennemuutosten myötä merkittävästi, ja taseen riskit ja velkaisuus ovat laskeneet maltilliselle tasolle.

Yhtiön liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle vahvan kassavirran ja yhtiön orgaaninen kasvu ei sido käytännössä juurikaan pääomia. Yhtiön osingonmaksukyky on siksi hyvä ja odotammekin Sanoman jatkavan lähivuosina osinkojen kasvattamista. Taseen ja rahoitusaseman vahvistuminen mahdollistavat yhtiölle myös merkittävän kokoiset yritysostot (300-400 MEUR).

Taseessa pääasiassa aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli Q4'18 lopussa 1519 MEUR (Q4'17: 1590 MEUR). Tase on supistunut voimakkaasti vuodesta 2011 (2011: 4328 MEUR) yritysjärjestelyjen, alaskirjausten ja omaisuuserien myyntien myötä. Kokonaisuutena Sanoman varoista jakautuu noin 45 % Media Netherlandsille, noin 14 % Media Finlandille ja noin 41 % Learningille.

Tase sisältää edelleen merkittävästi liikearvoa (936 MEUR, 62 % taseesta) ja muuta aineetonta omaisuutta (250 MEUR, 16 % taseesta). Valtaosa aineettomasta omaisuudesta liittyy aikakauslehti- ja oppimisen liiketoimintojen liikearvoihin sekä esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivointeihin. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia

ja sijoituksia yhtiöllä on vain noin 47 MEUR, eli noin 3 % taseesta.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen selvästi negatiivinen (2018: -20 % liikevaihdosta), sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q4'18 lopussa käyttöpääoma oli n. 265 MEUR (2017: 255 MEUR) negatiivinen.

Sanoman oma pääoma oli Q4'18 lopussa 611 MEUR, eli 3,73 euroa osakkeelta. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli matala, noin 5 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli Q4'18 lopussa 357 MEUR, rahavaroja 19 MEUR ja nettovelkaa 338 MEUR (2017: 392 MEUR).

Pidämme Sanoman tase-eriä merkittävien rakennejärjestelyjen ja vahvan tulostähtäimen johdosta hyvin kuranttina. Kokonaisuutena myös liikearvon alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat lähitulevaisuudessa pienet, vaikka pitkällä aikavälillä emme voi täysin pois sulkea Media Netherlandsin liikearvon alaskirjauksen mahdollisuutta, jos segmentin liiketoiminnan kehitys alkaa heikentyä merkittävästi. Sanoman rahoitusasemaan suurellakaan alaskirjauksella ei olisi kuitenkaan kriittistä vaikutusta.

Velkaisuus taittunut selvään laskuun

Sanoma nettovelkaantumistaso oli Q4'18 lopussa 55 % (Q4'17: 72%). Vahvistunut operatiivinen kassavirta ja yritysjärjestelyt ovat kääntäneet velkaantumisen selvään laskuun. Sanoman nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhdeluku laski vuoden 2018 lopussa 1,4x tasolle, joka on hyvin maltillinen ja antaa tilaa merkittävillekin yritysostoille. Sanoman taloudellisena tavoitteena

on pitää nettovelan/käyttökatteen suhdeluku alle 2,5x. IFRS 16 muutokset heikentävät velkaantumisen tunnuslukuja vuodesta 2019 alkaen, mutta muutokset huomioidenkin Sanoman velkaisuus säilyy maltillisena.

Pääoman tuotto palannut hyvälle tasolle

Sanoman sijoitetun (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) painuivat vuonna 2017 selvästi negatiiviseksi (ROE -47 % ja ROI -17 %), kun yhtiö teki SBS:n myynnin seurauksena merkittävän myyntitappion. Operatiivisesta tuloksesta laskettu ROE ja ROI ovat kuitenkin palautuneet hyvällä tasolle viime vuosina (2017: operatiivinen ROE-% 18,8 %) ja vuonna oman pääoman tuotto ylsi jo hyvälle noin 22 %:n tasolle.

Kassavirta ja osinko vahvistuneet

Sanoman vapaa rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä, noin 8-10 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (2018: 109 MEUR), kun yhtiön operatiivinen rahavirta on parantunut merkittävästi kannattavuuden parantumisen myötä. Tavoitteena yhtiöllä on nostaa kassakonversiosuhde 60-70 %:iin käyttökatteesta operatiivisten investointien jälkeen (2018: n. 55 %). Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on matala, noin 30-35 MEUR vuodessa, mutta investoinnit esitysoikeuksiin ja sisältötuotantoon ovat vuositasolla noin 75-80 MEUR.

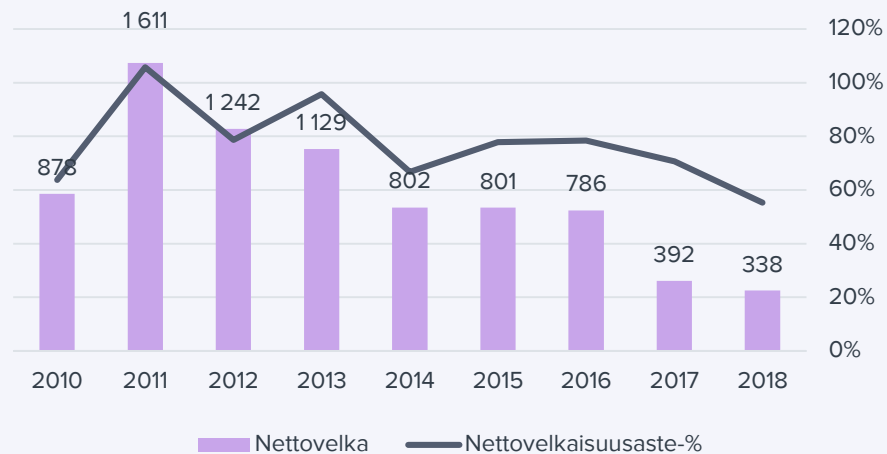
Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain 40-60 % vapaasta rahavirrasta osinkoina. Vuoden 2018 osinko oli 0,45 euroa (2017: 0,35 euroa osakkeelta ja noin 58 % osinkopolitiikan mukaisesta rahavirrasta).

Taloudellinen tilanne

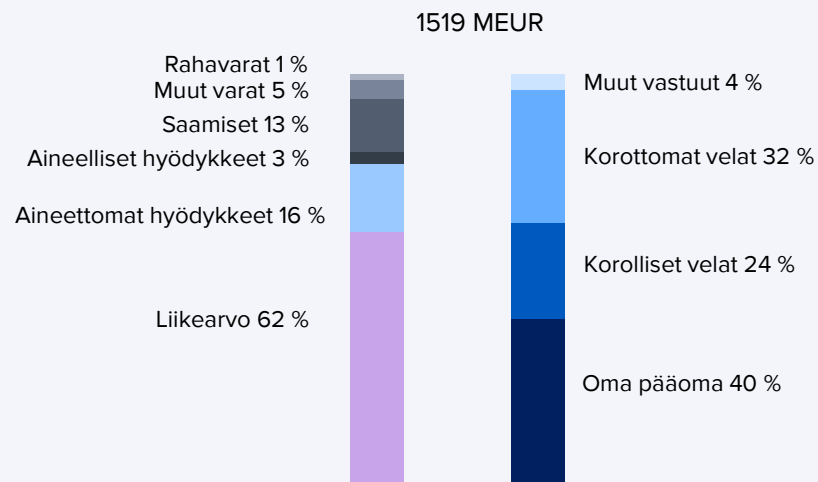
Liikevaihto, EPS ja operatiivinen EPS



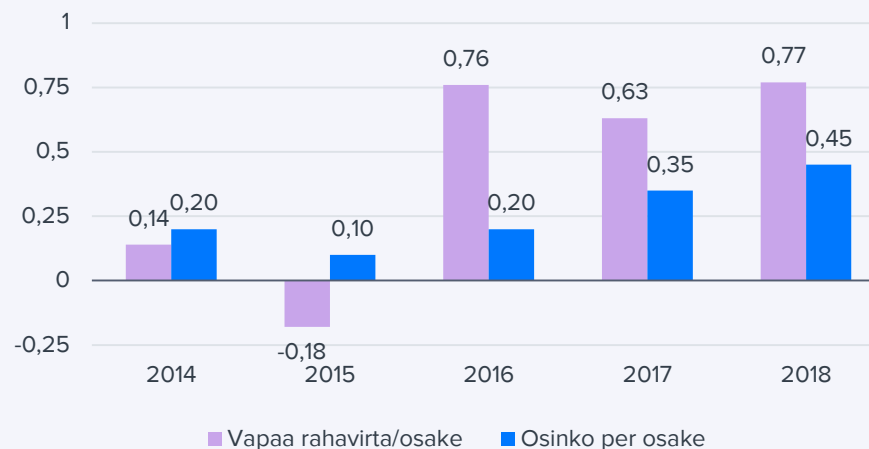
Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%



Taserakenne, 2018



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Lähde: Inderes, Sanoma

Ennusteet konsernitasolla

Vuosi 2019: vakaata orgaanista tuloskehitystä

Sanoma ohjeistaa vuodelle 2019 vakaata vertailukelpoista liikevaihtoa (2018e: 1273 MEUR ml. yritysmyynti) ja noin 15 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia ilman PPA-poistoja (2018: 15,7 %). Ohjeistus tai ennusteemme eivät sisällä Q3'19 aikana todennäköisesti toteutuvan lddink-yritystoston vaikutuksia.

Ennustamme Sanoman vuoden 2019 liikevaihdoksi 1255 MEUR. Raportoiduilla luvuilla laskettuna ennakoimme siten noin 5 % liikevaihdon laskua ja vertailukelpoisin luvuin noin 1 %:n laskua, mikä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Segmentteittäin odotamme Media Finland (-2 %) ja Learning +1 %) segmentteihin melko vakaata liikevaihdon kehitystä. Media Netherlandsin liikevaihdon odotamme kuitenkin laskevan 12 % pääasiassa yritysmyyntien ajamana.

Kannattavuuden osalta olemme hieman Sanoman ohjeistusta positiivisempia, sillä vaikka odotamme oikaistun liikevoiton ilman PPA-poistoja laskevan noin 4 % 197 MEUR:oon (2018: 206 MEUR) ennustamme liikevoitto-%:n ilman PPA-poistoja säilyvän vakaana 15,7 %:ssa (2018: 15,7 %). Ennusteessamme suhteellista kannattavuutta tukee erityisesti Learningin tehokkuuden parantuminen, joka kompensoi medialiiketoimintojen kannattavuusheikennyksen.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme vuonna 2019 pysyvän suunnilleen vakaana 0,81 eurossa (2018: oik. 0,83 euroa) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan pienentyvien kertaerien myötä 16 % 0,80 euroon (2018: 0,68 euroa). Odotamme vahvistuvan raportoidun tuloskehityksen myötä jälleen parannusta

vapaaseen kassavirtaan ja 7 %:n korotusta osinkoon. Ennustamme osingon osakkeelta nousevan 0,03 eurolla 0,48 euroon (2018: 0,45).

Vuosien 2020-2022 ennusteet: Vakaata kehitystä ilman yritysjärjestelyjä

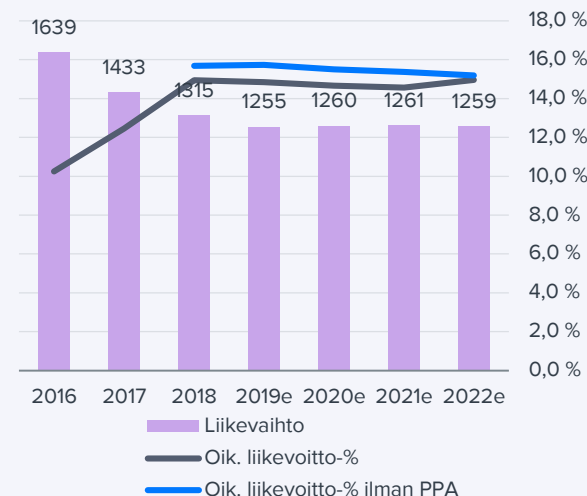
Ennustamme Sanoman orgaanisen liikevaihdon kehityksen ja operatiivisen tuloskasvun jäävän vuosina 2020-2022 vakaaksi ilman yritysjärjestelyjä. Segmentteittäin katsottuna odotamme medialiiketoimintojen liikevoittoon lievää laskua median rakennemuutoksen ja hiipuvan talouskasvun vuoksi, mutta Learningin liikevoiton odotamme kasvavan noin 4 %:n vuosivauhtia. Vaisusta tuloskasvusta huolimatta näemme yhtiöllä kuitenkin edellytyksiä jatkaa lievää osingon kasvattamista vapaan kassavirran ja osingonjakosuhteen maltillisen kasvun kautta.

Pitkän aikavälin tulosennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä Sanoman tuloskehitykseen vaikuttavia tekijöitä ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendin jyrkkyys.

Oletamme Sanoman muiden kuin painetun median liiketoimintojen kasvavan markkinakasvun mukaisesti keskimäärin noin 5 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin 50 % tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan yli 5 % vuodessa, mikä painaa Sanoman liikevaihdon kokonaiskasvun lievästi negatiiviseksi (CAGR 2022-2027e -0,3 %). Liiketoimintamixin ja tehokkuuden parantuminen nostaa kuitenkin ennusteessamme hieman Sanoman liikevoittomarginaalia (2027: 15 %) ja tuloskasvun lievästi positiiviseksi (CAGR 2022-2028: +0,3 %).

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2022-2027 = -0,3 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu = 1,0 %
Liikevoiton kasvu: CAGR 2022-2027 = +0,3 %
Liikevoitto-% 2027- = 15,0 %

Ennusteet konsernitasolla

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	1433	262	363	393	298	1315	248	349	377	281	1255	1260	1261	1259
Media Netherlands	543	96	108	106	114	424	85	97	89	99	371	370	365	359
Media Finland	571	137	146	151	145	579	132	146	148	143	568	565	561	557
Learning	320	29	108	136	40	313	31	106	139	40	316	326	335	342
Käyttökate ilman kertaeriä		44	113	118	52	326	44	113	123	54	335	333	331	330
Käyttökate	-48	45	103	116	35	299	49	112	121	51	333	327	325	324
Poistot ja arvonalennukset	-191	-36	-33	-27	-35	-131	-37	-38	-33	-40	-149	-148	-148	-142
Liikevoitto ilman kertaeriä ja PPA		10	82	94	20	206	10	78	93	17	197	195	194	191
Liikevoitto ilman kertaeriä	179	8	80	91	18	197	7	75	90	14	186	185	184	188
Liikevoitto	-239	8	70	89	0	168	12	74	87	11	184	178	177	182
Media Netherlands	66	13	21	19	24	77	13	17	16	20	66	65	63	61
Media Finland	66	15	17	21	16	69	13	18	20	14	66	63	62	66
Learning	57	-18	44	53	-18	61	-17	42	56	-18	64	65	67	70
Muut ja eliminoinnit	-10	-2	-2	-2	-4	-10	-1	-2	-2	-3	-8	-9	-9	-9
Nettorahoituskulut	-23	-3	-6	-5	-3	-17	-5	-4	-4	-4	-15	-18	-19	-19
Tulos ennen veroja	-261	5	65	84	-3	151	7	71	84	8	169	161	159	164
Verot	-39	-2	-18	-16	-2	-38	0	-16	-19	-3	-38	-37	-36	-37
Vähemmistöosuudet	-1	0	-1	-1	0	-1	0	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
Nettotulos	-302	3	46	67	-5	111	7	54	64	5	130	124	122	126
EPS (oikaistu)	0,72	0,02	0,34	0,42	0,06	0,83	0,01	0,34	0,41	0,05	0,81	0,80	0,79	0,81
EPS (raportoitu)	-1,85	0,02	0,28	0,41	-0,03	0,68	0,05	0,33	0,39	0,03	0,80	0,76	0,75	0,77

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-12,5 %	-19,4 %	-13,7 %	1,6 %	-1,2 %	-8,2 %	-5,1 %	-3,9 %	-4,2 %	-5,5 %	-4,6 %	0,4 %	0,0 %	-0,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	6,4 %	-26,0 %	2,2 %	3,6 %	969,6 %	10,1 %	-11,1 %	-5,7 %	-1,3 %	-20,4 %	-5,2 %	-0,9 %	-0,6 %	2,6 %
Oikaistu käyttökate-%		17,0 %	31,0 %	30,0 %	17,3 %	24,8 %	17,8 %	32,5 %	32,7 %	19,3 %	26,7 %	26,4 %	26,3 %	26,2 %
Käyttökate-%	-3,4 %	17,1 %	28,4 %	29,5 %	11,9 %	22,7 %	19,7 %	32,3 %	32,1 %	18,2 %	26,6 %	25,9 %	25,8 %	25,7 %
Oik. liikevoitto-% ilman PPA-poistot		3,9 %	22,7 %	23,8 %	6,8 %	15,7 %	4,0 %	22,4 %	24,6 %	6,0 %	15,7 %	15,5 %	15,4 %	15,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,5 %	3,1 %	22,0 %	23,2 %	5,9 %	14,9 %	2,9 %	21,6 %	23,9 %	5,0 %	14,9 %	14,7 %	14,6 %	15,0 %
Nettotulos-%	-21,0 %	1,2 %	12,6 %	17,1 %	-1,6 %	8,5 %	3,0 %	15,4 %	17,0 %	1,8 %	10,4 %	9,8 %	9,7 %	10,0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Syklisestä käänneyhtiöstä vakaaksi osinkoyhtiöksi

Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut merkittävästi vuonna 2018 päättyneen mittavan rakennemuutoksen myötä, ja yhtiö on muuttunut suhteellisen syklisestä käänneyhtiöstä vakaaksi osinkoyhtiöksi.

Osakkeen riskiprofiili on madaltunut, kun korkeasyklisten mainostuottojen osuus liikevaihdosta on laskenut selvästi, yhtiön liiketoimintarakenne on virtaviivaistunut ja madaltunut, ja tase- ja rahoitusriskit ovat pienentyneet merkittävästi. Yhtiön kassavirtaprofiilia ja osingonmaksukykyä on puolestaan parantanut kannattavuuden nousu, velan määrän ja rahoituskulujen merkittävä lasku ja investointien pienentyminen.

Mediatoimialan murros heikentää kasvua

Sanoman liikevaihto on laskenut viime vuosina voimakkaasti, mikä on johtunut pääasiassa yhtiön toteuttamista rakennejärjestelyistä. Emme odota rakennejärjestelyjen kautta enää lähivuosina merkittäviä muutoksia Sanoman liikevaihtoon, mutta mediatoimialan murroksesta johtuva painetun median tuottojen rakenteellinen lasku tulee jatkumaan, mikä heikentää painetun median tuottoihin edelleen vahvasti nojaavan Sanoman liikevaihdon orgaanista kokonaiskasvua. Sijoittajalle tämä näkyy matalina hyväksyttävänä tulospohjaisina arvostuskertoimina (P/E, EV/EBIT).

Yrityskaupat tärkeässä roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa Sanoman strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi.

Sijoittajalle yritysjärjestelyt tulevat näkymään Sanomassa arviomme mukaan kahta kautta: 1) Yhtiö pyrkii aktiivisesti kiihdyttämään kasvua yritysostoin, 2) yhtiö muokkaa liiketoimintarakennetta myymällä heikosti kannattavia sekä strategiaan sopimattomia osia. Sanoman yritysostojen kokoluokka vaihtelee merkittävästi, mutta on todennäköistä, että suuretkaan yrityskaupat eivät muuta Sanoman operatiivista riskiprofiilia merkittävästi. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme.

Positiiviset arvo-ajurit

Digitaalisen liiketoiminnan kasvu: Sanoman digitaalisten medialiiiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan vahvat ja kannattavuus hyvä, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten medialiiiketoimintojen osuus (pois lukien lineaarinen TV&radio) yhtiön liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 15 %.

Kannattavuuden loiva parantuminen: Näemme Sanomalla edelleen potentiaalia kannattavuuden parantamiseen toiminnan tehostamisen ja myynnin rakenteen parantumisen kautta.

Vahva kassavirta: Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa sekä kasvavan osingon, investoinnit, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös merkittäviä yritysostoja.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Sanomalla on suurin potentiaali tuloskasvun kiihdyttämiseen yritysostojen kautta. Tässä mm. Iddink-yrityskaupan rooli on suuri lähivuosina.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Painetun median tuottojen hiipuminen:

Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja heikentää kykyä tuottaa kasvavaa kassavirtaa.

Kilpailuaseman heikentyminen: Mediatalojen kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on heikentynyt.

Teknologiariskit: Digitaalisten liiketoimintojen alueella keskeiset riskit liittyvät teknologiamuutoksiin, jotka saattavat muuttaa nopeasti markkinoita ja liiketoiminta-malleja, sekä kasvattaa merkittävästi tuotekehitys- ja markkinointikuluja. Tällä hetkellä näitä riskejä ovat mm. mainonnan esto-ohjelmien yleistymisen ja sosiaalisen median teknologia-alustojen aseman voimistuminen.

Suhdanneriskit: Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyyden pienentynyt huomattavasti, mutta heikentyvä suhdanne laskisi edelleen tuloskasvuodotuksia ja toimialan hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Yrityskauppariskit: Sanomalla on historiassa useita epäonnistuneita yrityskauppoja, jotka ovat tuhonneet omistaja-arvoa. Yhtiö on kuitenkin oppinut virheistään ja näemme yrityskauppoihin liittyvät riskit aiempaa pienempinä.

Sijoitusprofiili



1.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat ydintoiminnot

2.

Orgaanisen kasvun mahdollisuudet heikot median rakennemuutoksen takia

3.

Operatiivinen riskitaso maltillinen: Vahva markkina-asema, laajasti hajautuneet tuotot, matala syklisten tuottojen osuus

4.

Kannattavuuden nousu ja taseen vahvistuminen luonut merkittävää liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa vahvasti osingon ja synergisten, tuloskasvua kiihdyttävien yritysostojen varaan

Potentiaali

- Digituottojen ja palveluiden kasvu
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Vahvistuva kassavirta ja rahoitusasema
- Yritysostot

Riskit



- Painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Suhdanneriskit

Arvostus 1/3

Arvonmäärittäminen

Sanoman osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalle osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tuloskasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmäärittystä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF), sekä pitkän aikavälin ja verrokkien arvostuskerroinanalyysin kautta. Suosimme arvonmäärittäksessä erityisesti EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomio mielestämme parhaiten erot Sanoman ja verrokkiyhtiöiden rahoitusrakenteissa.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Sanoman osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina arvioimme mukaan lähes täysin osinkotuoton varaan, joka on ennusteellamme ja nykyisellä noin 8,5 euron kurssitasolla laskettuna noin 6 %:n tasolla lähivuosina. Arvioimme Sanoman osingon olevan melko vakaalla pohjalla tällä hetkellä, sillä yhtiön operatiivinen rahavirta on vahva ja yhtiöllä on potentiaalia parantaa sitä edelleen lähivuosina. Yhtiön velkaisuus on myös laskenut maltilliselle tasolle (nettovelka/oik. käyttökate Q4'18 1,4x) ja suurten rakennejärjestelyjen jäätyä taakse myös kertakulujen pitäisi pienentyä. Lisäksi yhtiö on varmistanut rahoituksen yritysostoihin.

Odotamme Sanoman lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun jäävän ilman yritysostoja suunnilleen nollatasolle. Myöskään Iddink-yritysosto (ei vielä ennusteissa) ei tule tämän hetkisen arvioimme mukaan tuomaan toteutuessaan vielä lähivuosien tuloskasvuun

nettotuloksen tasolla merkittävää nostetta. Raportoidun tuloksen tasolla odotamme hieman positiivisempaa kehitystä (CAGR 2019-2021 +3 %), kun rakennejärjestelyihin ja tehostustoimiin liittyvät kulut pienentyvät.

Sanoman tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat painuneet sekä absoluuttisesti että suhteellisesti matalille tasoille (2019e P/E 11x ja EV/EBIT 10x). Huomioiden tuottojen osittainen syklisyys, toimialan rakennemurrokseen liittyvät riskit ja vaisu ennustettu tuloskasvu, näemme Sanoman arvostuskertoimien olevan kuitenkin neutraalilla tasolla. Pitkän aikavälin potentiaalia ja eri liiketoimintojen itsenäistä arvostusta kuvaavat kassavirtalaskelma (DCF) ja osien summa -analyysi indikoivat osakkeeseen selvää nousupotentiaalia nykytasolta (noin 11-12 euroa). Emme odota Sanoman osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä yhtiölle tullaan painetun median korkean osuuden ja median jatkuvan rakennemuroksen vuoksi todennäköisesti hyväksymään verrokkeja matalammat kertoimet ja näemme myös verrokkiryhmän arvostustasossa laskupainetta talouskasvun hidastuessa.

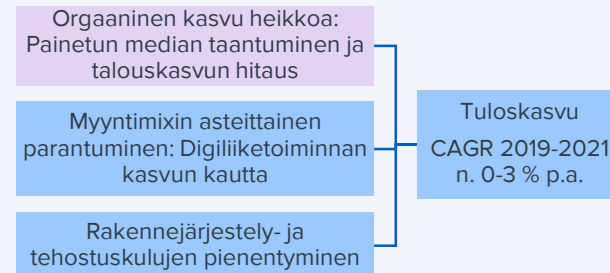
Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Sanoman vähennä-suosituksen ja tarkistamme lievien negatiivisten ennustemuutosten myötä tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 9,50). Näkemyksemme mukaan hiipuva talouskasvu ja jatkuva median rakennemurros tulevat lähivuosina hydyttämään Sanoman orgaanisen tuloskasvun ja osakkeen tuotto-odotus nojaa tällä hetkellä liian vahvasti lievästi kasvavan osinkotuoton varaan.

Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

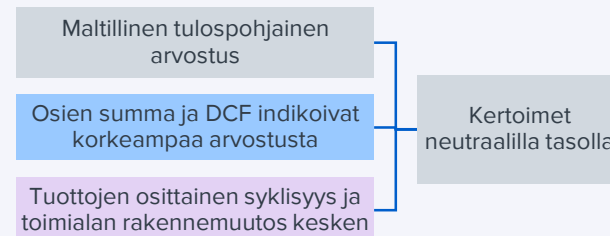
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus (n. 6-9 % p.a.)

Arvostus 2/3

Osien summa -laskelma

Sanoman kolme liiketoimintaa ovat hyvin itsenäisiä ja niiden välillä ei ole merkittäviä synergioita, joten näkemyksemme mukaan osien summa -laskelma antaa hyvän mittatikun Sanoman osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet liiketoiminnot erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 2291 MEUR. Learning on noussut merkittävästi parantuneen tuloksentekokyvyn näkökulmasta arviomme mukaan Sanoman arvokkaimmaksi osaksi ohi Media Finlandin ja arviomme sen yritysarvoksi on 896 MEUR. Media Finland on laskelmassamme nyt konsernin toiseksi arvokkain osa ja arviomme sen yritysarvoksi 839 MEUR. Media Netherlandsin yritysarvo on laskelmassamme 658 MEUR.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (-102 MEUR) ja nettovelat (-389 MEUR) saadaan Sanoman osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 1953 MEUR tai noin 12,0 euroa per osake (Q1'2018 arvio 12,5 euroa).

Suurin arvonluontipotentiaali Media Finlandilla

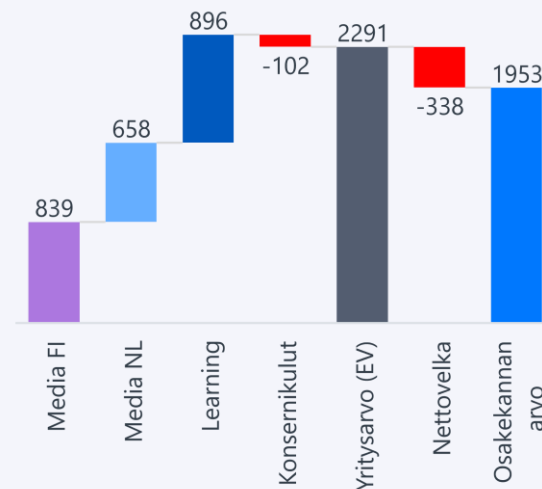
Sanoman osien arvoa tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Media Finlandiin. Segmentin arvostus voisi saada arviomme huomattavaa nostetta (20-30 %), jos erityisesti digitaalisten liiketoiminnot kääntäisivät segmentin liikevaihdon arviotamme nopeampaan kasvuun,

ja yhtiöitä alettaisiin arvottaa toimialan vahvimmin menestyvien yhtiöiden, kuten New York Timesin ja Schibstedin arvostuskertoimin. Toisaalta Media Finlandin arvostustaso on myös tuottorakenteessa ja verrokkiryhmänsä puolesta herkin syklisille muutoksille kasvuodotuksissa ja arvostuskertoimissa. Ennusteissamme odotamme Media Finlandiin lähivuosina melko vakaata liikevaihdon kehitystä ja kannattavuutta, joten emme odota eron alan parhaiden yhtiöiden kannattavuuteen kaventuvan lähivuosina.

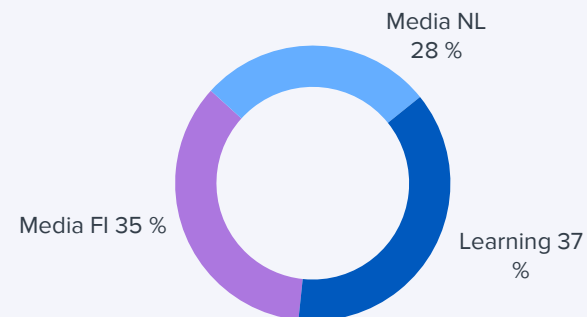
Learningin arvoa voivat nostaa merkittävästi korkeita synergioita tarjoavat yritysostot, sillä ne voisivat kiihdyttää selvästi yksikön tuloskasvua ja samalla luoda arvoa ostettavia kohteita korkeampien arvostuskertoimien kautta. Odotammekin Sanoman pysyvän aktiivisena yritysostoissa erityisesti Learningin osalta, mutta nykyiset ennusteemme perustuvat puhtaasti orgaaniseen kasvuun.

Sijoittajien kannalta myös Media Netherlandsin kannattavuuden kehityksen seuraaminen on tärkeää, sillä segmentti vastaa nyt noin 29 % Sanoman arvioidusta yritysarvosta, ja sillä on heikko kasvu, mutta korkea kannattavuus. Näemme segmentin kannattavuudessa riskejä alaspäin, mikä vaikuttaisi negatiivisesti segmentin yritysarvoon.

Arvio Sanoman osien summasta, 5/2019



Yritysarvon jakautuminen, 5/2019



Arvostus 3/3

Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonnäärityksessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska Sanoman taloudellinen tilanne on vakiintunut ja liiketoimintojen asema on vakaa. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,8 euroa. Painetun median laskusta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme melko vakaana koko ennusteperiodin (2019-2027) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomatuotto pysyvät vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme FY'19e noin 14,7 %:n tasolta noin 15 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella noin 50 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,4 % ja oman pääoman kustannus on 8,5 %.

Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Ennusteidemme mukaiset Sanoman tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä noin 30 % alle Sanoman 10 vuoden keskimääräisten arvostuskertoimien (EV/EBIT 13,3x) ja noin 15 % verrokkiryhmän pitkän aikavälin arvostustasoa alempana (EV/EBIT 11,3x). Pidämme selvää alennusta Sanoman historialliseen arvostustasoon perusteltuna, sillä historialliset kertoimet heijastavat osittain Sanoman rakennemuutokseen liittyntä merkittävää tulokasvuodotusta, jollaista ei ole odotettavissa lähivuosille.

Sanoman laajan verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2019 on noin 12,5x ja mediaani 11,3x tasolla, mikä indikoisi noin 10-11

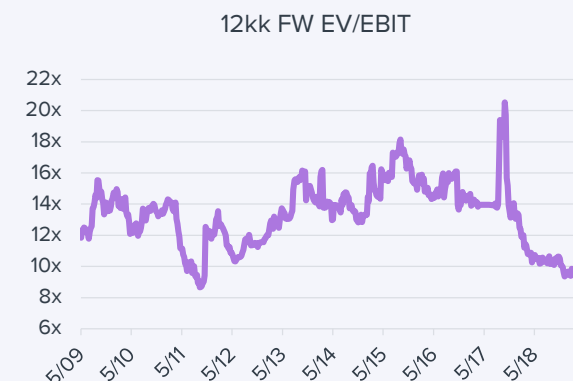
euron arvostustasoa Sanoman osakkeelle. Sanoman tulokasvuodotukset ovat kuitenkin verrokkiryhmän keskimääräisiä kasvuodotuksia maltillisemmat, joten emme näe myöskään tässä suhteessa selvää ajuria arvostuksen nousulle. Lisäksi arvioimme, että talouskasvun hidastuminen voi vaikuttaa negatiivisesti vertailuryhmän arvostuskertoimiin.

Sanoman arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	8,56	8,56	8,56
Osakemäärä, milj. kpl	162,5	162,5	162,5
Markkina-arvo	1391	1391	1391
Yritysarvo (EV)	1793	1735	1684
P/E (oik.)	10,6	10,7	10,8
P/E	10,7	11,2	11,4
P/Kassavirta	6,8	9,3	9,5
P/B	2,1	2,0	1,9
P/S	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	5,3	5,2
EV/EBIT (oik.)	9,6	9,4	9,2
Osinko/tulos (%)	59,9 %	65,6 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,8 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sanoman EV/EBIT-kertoimen kehitys



Lähde: Thomson Reuters

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Agora	12,4	134	125	20,4	13,9	4,4	4,6	0,4	0,4	42,2	20,6	4,0	4,0	0,6
Alma Media	5,9	484	576	9,8	9,4	7,5	7,3	1,7	1,6	11,7	11,4	5,9	6,7	2,8
DMGT plc	683	1661	1382	8,9	8,4	6,5	6,3	0,9	0,9	18,6	16,7	3,5	3,7	1,6
Gannett	8,9	906	1094	10,0	10,9	4,3	4,6	0,5	0,5	14,1	13,4	7,1	5,4	1,0
GEDI Gruppo Editoriale	0,3	167	292	10,9	11,1	6,3	6,4	0,5	0,5	13,1	10,9		2,0	0,3
IMPA	0,2	32	211	12,9	12,4	9,6	9,5	1,2	1,2	4,7	4,2			0,2
Lagardere	23,6	3090	4628	11,1	10,8	6,6	6,3	0,6	0,6	12,6	11,9	5,6	5,6	1,7
News Corp	11,9	6222	7317	14,5	13,9	6,5	6,4	0,8	0,8	30,0	27,5	1,8	1,7	0,7
New York Times	33,7	4983	4656	26,7	24,4	20,7	19,4	2,9	2,7	39,7	35,9	0,6	0,6	
RCSM	1	569	758	6,4	6,2	4,8	4,7	0,8	0,8	7,4	7,1	5,2	5,2	1,8
Schibsted	230,9	5347	5660	17,2	13,9	14,2	12,0	2,9	2,7	29,1	23,2	0,9	1,0	3,4
Axel Springer	47,8	5147	6859	14,1	12,8	9,3	8,5	2,1	2,1	17,8	15,9	4,6	4,8	2,0
Tamedia	105,2	981	1291	11,6	11,9	7,2	7,3	1,4	1,4	15,9	17,0	4,3	4,3	0,6
Promotora de Informaciones	1,6	1120	2100	12,1	10,3	7,7	6,9	1,6	1,6	14,7	12,5			41,8
Tribune Publishing	10,8	343	297	7,5	6,2	3,2	3,0	0,3	0,3	11,2	9,0			
ITV	119	5566	6701	9,6	9,2	8,0	7,7	1,8	1,7	9,2	8,8	6,6	6,9	5,1
ProSiebensat 1 Media	15,4	3595	5976	8,2	7,9	6,3	6,1	1,4	1,4	7,7	7,4	7,1	7,3	3,4
NENT AB	232,0	1442	1859	12,8	12,1	10,8	10,2	1,3	1,2	13,1	12,3	2,9	3,2	8,6
Meredith Corp	55,8	2261	5358	10,8	8,8	8,2	6,7	2,0	2,0	14,4	7,4	4,0	4,2	
Future PLC	839,0	801	821	18,3	15,8	17,0	14,7	3,8	3,6	24,5	21,2	0,1	0,1	4,7
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,5	403	577	9,2	8,6	6,5	6,3	0,7	0,7	10,8	10,0	1,9	4,0	2,1
Bloomsbury Publishing PLC	232,00	202	183	11,4	10,0	9,3	8,4	1,0	0,9	15,9	13,9	3,3	3,5	
Houghton Mifflin Harcourt Co	6,52	720	1130			5,3	5,2	0,9	0,9					1,2
Pearson PLC	802,40	7256	7442	10,8	10,1	8,7	8,2	1,6	1,6	13,8	12,9	2,5	2,8	1,3
Scholastic Corp	39,20	1229	938	14,8	12,2	6,6	6,1	0,6	0,6	26,7	22,1			
John Wiley & Sons Inc	46,64	2367	2813	13,9	12,8	8,0	7,9	1,8	1,7	15,5	14,6	2,8	2,9	2,1
Wilmington PLC	198,00	201	251	10,0	9,3	8,8	8,3	1,8	1,7	11,0	10,2	4,6	4,7	
Rosetta Stone Inc	26,32	558	533			72,4	28,5	3,1	2,7					
Sanoma (Inderes)	8,56	1391	1793	9,6	9,4	5,4	5,3	1,4	1,4	10,6	10,7	5,6	5,8	2,1
Keskiarvo				12,5	11,3	10,5	8,5	1,4	1,4	17,1	14,5	3,8	3,8	4,1
Mediaani				11,3	10,9	7,6	7,1	1,3	1,3	14,2	12,7	4,0	4,0	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	-14 %	-29 %	-25 %	7 %	5 %	-25 %	-16 %	41 %	46 %	14 %

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

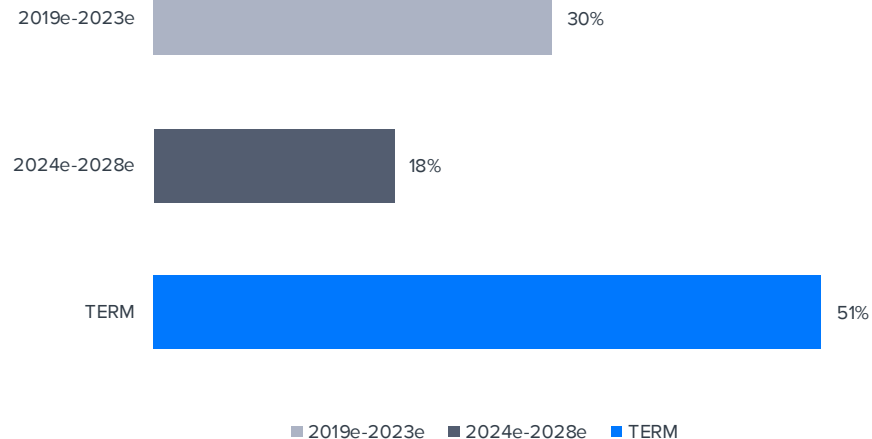
Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	168	184	178	177	182	190	190	188	184	183	185	
+ Kokonaispoistot	131	149	148	148	142	141	143	146	148	151	154	
- Maksetut verot	-36,6	-38,4	-36,9	-36,4	-37,4	-39,3	-39,2	-38,9	-37,9	-37,6	-38,0	
- verot rahoituskuluista	-4,4	-3,4	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,4	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-21,5	-14,9	0,2	1,3	0,9	1,5	1,0	-0,6	0,0	-1,2	2,3	
Operatiivinen kassavirta	237	277	286	286	283	289	290	290	290	291	300	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-111,6	-255,9	-136,2	-139,2	-142,4	-145,6	-148,9	-152,2	-155,7	-159,2	-159,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	120	20,6	150	146	140	143	141	138	135	132	140	
+/- Muut	15,9	184	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	136	205	150	146	140	143	141	138	135	132	140	2207
Diskontattu vapaa kassavirta		196	133	121	108	103	94,4	85,8	78,1	71,4	70,3	1110
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2171	1975	1842	1721	1612	1510	1415	1329	1251	1180	1110
Velaton arvo DCF		2171										
- Korolliset velat		-356,7										
+ Rahavarat		18,8										
-Vähemmistöosuus		-11,8										
-Osinko/pääomapalautus		-73,1										
Oman pääoman arvo DCF		1760										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,8										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	1639,1	1433,4	1315,4	1254,9	1260,2	EPS (raportoitu)	0,68	-1,85	0,68	0,80	0,76
Käyttökate	496,3	-48,1	299,2	333,3	326,6	EPS (oikaistu)	0,51	0,72	0,83	0,81	0,80
Liikevoitto	196,6	-239,0	168,4	184,5	178,2	Operat. kassavirta / osake	3,04	-0,85	1,46	1,70	1,76
Voitto ennen veroja	157,2	-260,9	150,9	169,2	161,4	Vapaa kassavirta / osake	1,08	2,87	0,84	1,26	0,92
Nettovoitto	110,7	-299,3	124,2	130,2	123,9	Omapääoma / osake	4,40	3,39	3,73	4,08	4,37
Kertaluontoiset erät	28,7	-417,6	-28,2	-1,9	-6,5	Osinko / osake	0,20	0,35	0,45	0,48	0,50
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	2605,6	1589,2	1519,0	1614,7	1602,2	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-13 %	-8 %	-5 %	0 %
Oma pääoma	1002,5	554,6	611,5	669,2	715,8	Käyttökateen kasvu-%	87 %	-110 %	-722 %	11 %	-2 %
Liikearvo	1663,0	934,6	935,7	897,7	897,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	102 %	6 %	10 %	-5 %	-1 %
Nettovelat	786,2	391,8	337,9	402,2	343,2	EPS oik. kasvu-%	284 %	42 %	15 %	-3 %	-1 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	30,3 %	-3,4 %	22,7 %	26,6 %	25,9 %
Käyttökate	496,3	-48,1	299,2	333,3	326,6	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	12,5 %	14,9 %	14,9 %	14,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	37,0	-45,7	-21,5	-14,9	0,2	Liikevoitto-%	12,0 %	-16,7 %	12,8 %	14,7 %	14,1 %
Operatiivinen kassavirta	492,0	-139,0	236,7	276,5	285,9	ROE-%	15,2 %	-47,6 %	19,2 %	20,5 %	18,0 %
Investoinnit	-234,7	749,9	-111,6	-255,9	-136,2	ROI-%	10,3 %	-17,1 %	17,2 %	17,7 %	16,4 %
Vapaa kassavirta	175,6	469,2	136,0	204,6	149,7	Omavaraisuusaste	41,0 %	38,5 %	44,5 %	45,5 %	49,1 %
						Nettovelkaantumisaste	78,4 %	70,6 %	55,3 %	60,1 %	48,0 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Jane ja Aatos Erkon Säätiö	24,4 %					EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,3	1,4	1,4
Herlin Antti	11,9 %					EV/EBITDA (oik.)	5,3	7,2	5,8	5,4	5,3
Langenskiöld Lars Robin Eljas	7,5 %					EV/EBIT (oik.)	15,8	12,0	8,8	9,6	9,4
Seppälä Rafaela Violet Maria	6,3 %					P/E (oik.)	16,2	15,0	10,2	10,6	10,7
Helsingin Sanomain Säätiö	3,5 %					P/B	1,9	3,2	2,3	2,1	2,0
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,2 %					Osinkotuotto-%	2,4 %	3,2 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.7.2017	Lisää	8,40 €	7,66 €
7.9.2017	Lisää	9,00 €	8,43 €
26.10.2017	Lisää	10,20 €	9,69 €
12.2.2018	Lisää	10,20 €	9,95 €
15.3.2018	Lisää	11,00 €	10,09 €
30.4.2018	Osta	10,80 €	9,00 €
25.7.2018	Lisää	10,70 €	9,62 €
17.9.2018	Lisää	10,00 €	8,71 €
12.10.2018	Lisää	9,50 €	8,26 €
24.10.2018	Lisää	9,50 €	9,05 €
13.12.2018	Lisää	9,50 €	8,94 €
7.2.2019	Vähennä	9,50 €	9,06 €
2.5.2019	Vähennä	9,00 €	9,09 €
12.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,56 €



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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**