

Alma Media

Laaja raportti

27.05.2021 19:50



Petri Gostowski
+358 40 8215982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Laaja kattaus digitaalisia palveluita

Toistamme Alma Median lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 11,0 euroa). Alma Media on toteuttanut huomattavan murroksen liiketoiminnan painopisteen siirryttyä korkean kannattavuuden digitaalisiin liiketoimintoihin, jotka muodostavat yli 2/3 yhtiön liikevaihdosta. Digitaalisten liiketoimintojen kasvun ja viimeaikaisten yritysostojen myötä yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät tulokasvunäkymät lähivuosille. Tulokasvusta ja osingosta muodostuva tuotto-odotus nousee hyvälle tasolle lyhyen tähtäimen arvostuskertoimien laskuvarasta huolimatta.

Digitaaliset liiketoiminnot vetovastuussa

Alma Median liikevaihdosta noin 70 % ja tätä suurempi osa tuloksesta muodostuu kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista. Näiden liiketoimintojen ytimen muodostavat digitaaliset rekrytointipalvelut ja markkinapaikat, joissa yhtiöllä on vahva markkina-asema päämarkkinoillaan. Pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median liikevaihto jatkaa arviomme mukaan selvää laskua median murroksen vetämänä, mutta toimintojen kannattavuus ja kassavirrat ovat tästä huolimatta hyvät. Digitaalisten liiketoimintojen ripeä kasvu (CAGR 2011-2020 + 14 %) on syntynyt historiallisesti merkittävältä osin rekrytointiliiketoiminnan ilmoitustuotoista ja digimainonnasta, mikä on kasvattanut yhtiön suhdanneherkkien tuottojen osuutta. Viimeaikaiset yritysostot sekä digitaalisten palveluiden ja sisältötuottojen kasvu on tehnyt tuotoista aiempaa vakaammat, mikä on samalla laskenut liikevaihdon suhdanneherkkyyttä suhteessa aiempaan.

Odotamme liikevaihdon kasvun myötä ripeää tulokasvua

Korona hidastaa edelleen voimakkaimmin rekrytointipalveluita, mutta kokonaisuutena yhtiön kasvunäkymä kuluvalle vuodelle on digitaalisten liiketoimintojen ansiosta hyvä. Keskipitkällä aikavälillä odotamme digitaalisten liiketoimintojen markkinatrendien ja rakenteellisen kasvun tukevan konsernin liikevaihdon kasvua. Arvioimme painetun median rakennemuutoksen hidastavan tätä kasvua, mutta sen maltilliseksi laskeneen suhteellisen osuuden myötä vaikutus jää pieneksi konsernitasolla. Tätä kokonaiskuvaavaa ja toteutettuja yritysostoja peilaten ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lähivuosina keskimäärin reilun 7 %:n vauhtia (2021-2023e). Digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuuden ansiosta odotamme tulokasvun yltävän kuitenkin korkeammalle ja lähes 18 %:n tasolle samalla ajanjaksolla. Yritysostojen ansiosta Alma Median velkaantuneisuus on koholla, mutta ennustetun tulokasvun ja erinomaisen kassavirran ansiosta taso laskee ripeästi. Siten arvioimme yhtiön säilyvän keskipitkällä aikavälillä aktiivisena yritysostorintamalla, kun edellisiä hankintoja on sulateltu hetken aikaa.

Tulokasvusta ja osingosta muodostuva tuotto-odotus on hyvä

Osakkeen tulospohjainen arvostustaso on näkemyksemme mukaan lyhyen tähtäimen tulostasoon nähden koholla etenkin kun huomioidaan noussut velkataso (2021e P/E 19x ja EV/EBIT 18x). Ennustamme liikevaihdon elpymisen ja epäorgaanisen kasvun tuoman tulokasvun myötä arvostus kuitenkin painuu kohtuulliselle tasolle vuoden 2022 kertomilla, kun vuoden 2022e oik. P/E-kerroin on 15x ja vastaava EV/EBIT-kerroin on 14x. Myös pitkän aikavälin arvonluontikykyä peilaava kassavirtamallimme ja osien summa -laskelmamme tukevat näkemystämme osakkeen nousuvarasta (10,9-11,4 euroa/osake). Tulokasvu yhdessä noin 3-4 %:n osinkotuoton kanssa tarjoavat mielestämme hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille huolimatta lyhyen tähtäimen arvostuskertoimien laskuvarasta.

Suositus

Lisää

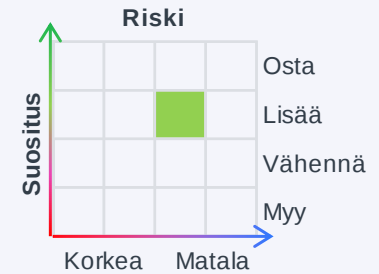
(aik. Lisää)

10,50 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

9,80



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	230	253	274	285
kasvu-%	-8 %	10 %	8 %	4 %
EBIT oik.	45,5	56,6	68,5	73,8
EBIT-% oik.	19,7 %	22,4 %	25,0 %	25,9 %
Nettotulos	27,6	38,6	48,9	53,5
EPS (oik.)	0,36	0,53	0,64	0,69

P/E (oik.)	24,6	18,7	15,2	14,2
P/B	4,0	4,1	3,7	3,3
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,3 %	3,6 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	16,6	17,9	14,4	12,9
EV/EBITDA	12,8	14,9	12,3	11,2
EV/Liikevaihto	3,3	4,0	3,6	3,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

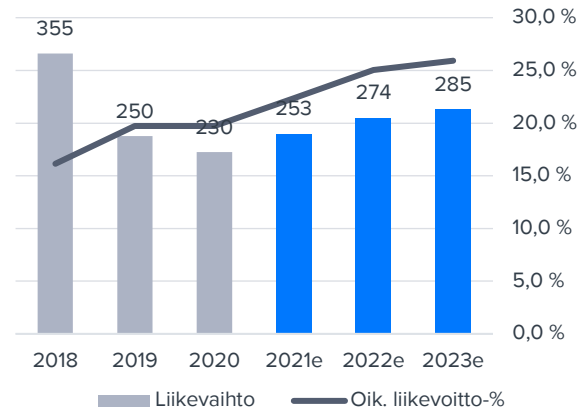
Alma Media arvioi jatkuvien toimintojen vuoden 2021 liikevaihdon (2020: 230 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2020: 45,4 MEUR) kasvavan vuodesta 2020.

Osakekurssi



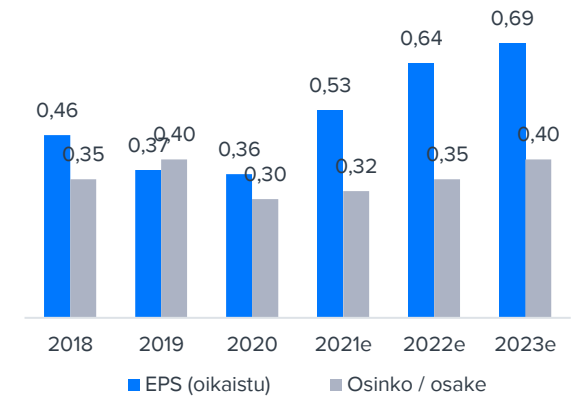
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

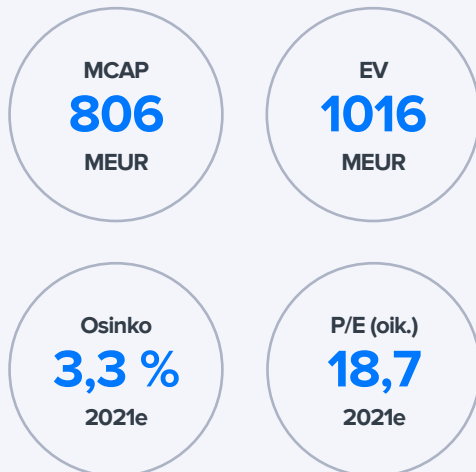


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen vahva ja kannattava kasvu
- Markkinapaikkaliiketoimintojen positiiviset pitkän aikavälin markkinatrendit
- Media liiketoimintojen vakaa kannattavuuskehitys ja vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio, joka on historiallisten näyttöjen valossa positiivinen



Riskitekijät

- Korkea suhdanneherkkyys
- Media-alan murroksen kiihtyminen ja painetun median jyrkkä lasku
- Uudet teknologiat
- Kilpailuaseman ja -dynamiikan muutokset
- Koronapandemian aiheuttamat lyhyen tähtäimen epävarmuustekijät



Arvostus

- Vahva operatiivinen kassavirta ja rahoitusasema mahdollistavat kasvavan osingon
- Korkeat lyhyen tähtäimen arvostuskertoimet painuvat maltillisiksi ennustamallamme ripeällä lähivuosien tuloskasvulla
- Osien summa ja DCF tukevat nykyistä korkeampaa arvostustasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - rekrytointi ja markkinapaikat	13-14
Toimialakatsaus - media	15-18
Alma Career	19-21
Alma Talent	22-24
Alma Consumer	25-27
Taloudellinen tilanne	28-29
Ennusteet	30-31
Sijoitusprofiili	32-33
Arvonmääritys	34-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Alma Media lyhyesti

Alma Media on Suomessa ja itäisessä Keski-Euroopassa toimiva digitaalisiin rekrytointi- ja markkinapaikkapalveluihin ja talous- ja ammattilehtien julkaisutoimintaan keskittynyt mediakonserni.

253 MEUR (230 MEUR)

Pro forma -liikevaihto 2020*, (raportoitu liikevaihto)

21,9 % (19,7 %)

Pro forma -oik. liikevoitto-%*, 2020 (jatkuvien toimintojen oik. EBIT-%)

+14 % (2011-2020)

Digitaalisen liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

71 %

Digitaalisen liiketoiminnan osuus liikevaihdesta, 2020 pro forma*

2013-2015

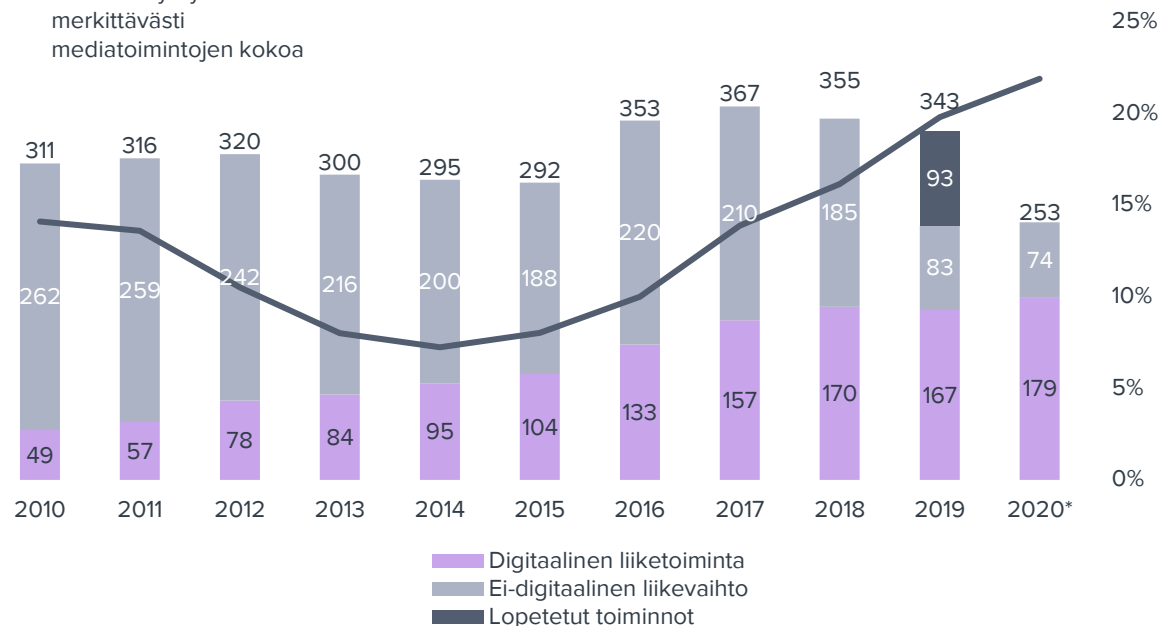
- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutoskulut painavat Alma Median mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- Itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaalien liiketoimintaa laajennetaan yritystoin uusille markkina-alueille ja Tšekissä. Samalla yhtiö myi kansainvälisen ajoneuvojen markkinapaikka-liiketoiminnan
- Talentum-yritysosto nostaa merkittävästi mediatoimintojen kokoa

2016-2019

- Talentum yritystoston integroiminen ja heikosti kannattavien, ei-kasvavien liiketoimintojen divestoinnit
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kannattavuus kääntyy vahvaan nousuun tehokkuuden kasvun, ja digiliiketoiminnan vahvan ja kannattavan kasvun myötä
- Kassavirta vahvistuu ja velkaisuus laskee merkittävästi

2020-

- Alueellisten medioiden myynti Sanomalle
- Digitaalisen liiketoiminnan osuus jatkuvien toimintojen liikevaihdesta nousee 71 %:iin
- Koronapandemia painaa liikevaihdon kehitystä
- Korkea aktiivisuus yritysjärjestelyissä (mm. Alma Mediapartnersin ja Alma Careerin vähemmistöosuuksien hankinnat sekä Nettix)



Alma Median liiketoimintamalli 1/3

Markkinapaikkoja ja digitaalisia palveluita

Alma Media on markkinapaikka- ja medialiiketoiminnoista muodostuva palveluyhtiö, jonka tunnettuja brändejä ovat mm. talouslehdet Kauppalehti ja Talouselämä, uutismedia Iltalehti, sekä digitaaliset palvelut Etuovi.com, Monster.fi, Prace.cz, Jobs.cz ja Profesia.sk sekä viimeaikaisen Nettix-yrityskaupan johdosta mm. NettiAuto ja NettiMoto. Yhteensä yhtiöllä on portfolioissaan useita kymmeniä tunnettuja median ja digitaalisten palveluiden brändiä.

Konsernin jatkuvien toimintojen raportoitu liikevaihto vuonna 2020 oli 230 MEUR ja vastaava operatiivinen liikevoitto oli 45 MEUR eli 19,7 % liikevaihdosta. Konsernin jatkuvien toimintojen ja maaliskuussa 2021 tiedotetun Nettix-yrityskaupan huomioiva pro forma -liikevaihto oli puolestaan 253 MEUR ja pro forma -operatiivinen liikevoitto oli 55 MEUR eli 21,9 % liikevaihdosta. Tarkastelemme raportissa yhtiötä Inderesin laskemien pro forma -lukujen pohjalta, sillä ne kuvastavat paremmin nykyistä rakennetta.

Alma Medialla on johtava asema Suomen talous- ja ammattilaismediassa. Lisäksi yhtiö on Suomessa markkinajohtaja kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa. Kaikkiaan Alma Media toimii 11 Euroopan maassa, päämarkkinoinaan Suomen lisäksi Tšekki ja Slovakia.

Uusi segmenttirakenne

Alma Media julkisti uuden segmenttirakenteensa mukaiset luvut huhtikuussa 2021. Merkittävämpänä muutoksena vanhaan segmenttirakenteeseen on, että kuluttajille suunnatut markkinapaikkaliiketoiminnot siirtyivät vanhasta

Markets-segmentistä Consumerin alle.

Konsernin liikevaihdoltaan pienin segmentti on rekrytointiliiketoimintaan keskittyvä **Alma Career**. Sen päätulovirtoja ovat ilmoitustuotot, jotka syntyvät digitaalisista rekrytointipalveluista. Careerin osuus vuoden 2020 pro forma -liikevaihdosta oli noin 25 %, oikaistusta pro forma -liikevoitosta 33 % ja 35 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Liikevaihdolla mitattuna suurin ja liikevoitolla pienin segmentti **Alma Talent**. Alma Talentin johtava talousmedia on Kauppalehti. Muita talous- ja ammattimedioita ovat mm. Talouselämä, Tekniikka & Talous ja Arvopaperi. Alma Talent Palvelut tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille kattavasti sisältöjä liittyen yritys- ja kiinteistötietoon, juridiikkaan, taloushallintoon, osaamisen kehittämiseen, johtamiseen ja markkinointipalveluihin. Segmentillä on lisäksi pientä tapahtumaliiketoimintaa. Talent muodosti vuonna 2020 38 % konsernin pro forma -liikevaihdosta, 26 % operatiivisesta liikevoitosta ja 25 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Consumeriin kuuluvat kuluttajille suunnatut asumisen ja moottorialan markkinapaikka-liiketoiminnot (mm. Etuovi.com, Autotalli.com ja NettiAuto). Segmentti sisältää lisäksi valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestylesisällöt. Segmenttiin kuuluu myös verkkopalveluita kuten. Etua.fi, Telkku.com ja Ampparit.com. Päätulovirtoja ovat ilmoitus- ja mainostuotot auto-, ja kiinteistökaupan luokitellun ilmoittelun verkkopalveluista sekä Iltalehden mainosmyynnin tuotot. Consumer toi vuonna 2020 37 % konsernin pro forma -liikevaihdosta, 41 % operatiivisesta liikevoitosta ja noin 40 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Median liiketoimintarakenne, 2020

Alma Media -konserni (pro forma*)

* Liikevaihto 253 MEUR, EBIT (oik.)** 55 MEUR

Career

Lv.* 63 MEUR
EBIT** 21 MEUR
EBIT-%** 32,8 %

- Rekrytointi-portaalit
- Rekrytointiin liittyvät palvelut (mm. Seduo-verkkokoulutus palvelu)

Talent

Lv.* 95 MEUR
EBIT** 16 MEUR
EBIT-%** 17,1 %

- Digitaaliset, tilattavat sisältömediat
- Digitaaliset data-, sisältö- ja markkinapaikka-palvelut

Consumer

Lv.* 92 MEUR
EBIT** 25 MEUR
EBIT-%** 27,1 %

- Markkinapaikat kuluttajille (mm. Etuovi ja NettiAuto)
- Valtakunnallinen iltapäivälehti
- Verkkomediat ja digipalvelut

Liikevaihdon jakauma, 2020 pro forma**



Liikevoiton jakauma, 2020 pro forma**



Lähde: Alma Media, Inderes

*Jatkuvat toiminnot + Nettix

**Oikaistu/operatiivinen pro forma -liikevoitto

Alma Median liiketoimintamalli 2/3

Yli 2/3 tuotoista digitaalisia

Alma Median liiketoimintamalli voidaan jakaa tuottotyypeittäin kahteen pääkomponenttiin, digitaaliseen ja ei-digitaaliseen liikevaihtoon, jotka eroavat toisistaan tuottojen kasvunäkymän ja kannattavuuden osalta. Viime vuosien rakennemuutosten, yrityskauppojen ja voimakkaan orgaanisen kasvun kautta digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median pro forma -liikevaihdosta on kohonnut 71 %:iin (2020), kun taas painetun median osuus liikevaihdosta oli noin 21 % ja palveluiden noin 7 %.

Lisäksi liiketoimintatrendien, tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja syklisyyden näkökulmasta tuotot voidaan jakaa neljään osaan:

1. Median sisältötuotot (2020: n. 20 % liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja talouslehtien (esim. Ilta-Sanomat ja Kauppalehti) sekä niiden verkkopalveluiden (esim. KL.fi) tilaus- ja irtoluvutmyyntituotoista. Digitaalisten tuottojen osuus sisältötuotoista on noin 25 % ja vastaavasti painettujen tilaustuottojen noin 75 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus sisältötuotoista on noin 68 % ja Consumerin noin 32 %. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat Consumerilla kuluttaja-asiakkaat ja Talentilla yritykset, järjestöt ja kuluttajat. Sisältötuottojen syklisyys on arviomme mukaan matala ja ne koostuvat pääosin hyvin ennustettavista ja toistuvista tuotoista.

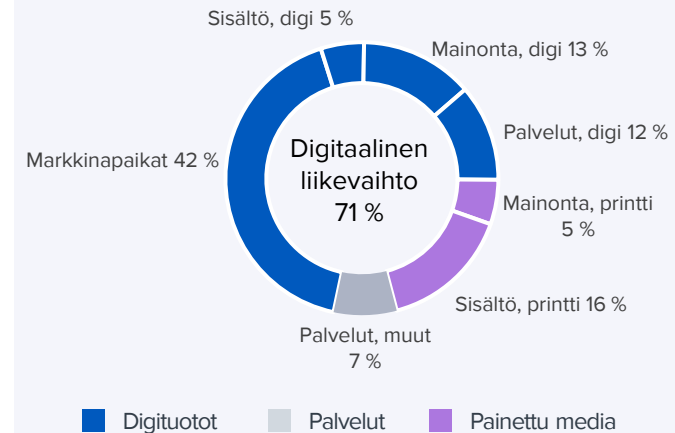
2. Median mainostuotot (2020: n. 19 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja talouslehdistä, sekä niihin liittyvistä verkkopalveluista syntyvistä mainos- ja

ilmoitustuotoista. Digitaalisen median osuus mainostuotoista oli vuonna 2020 72 % ja printin 28 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus median mainostuotoista on noin 41 % ja Consumerin noin 59 %. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

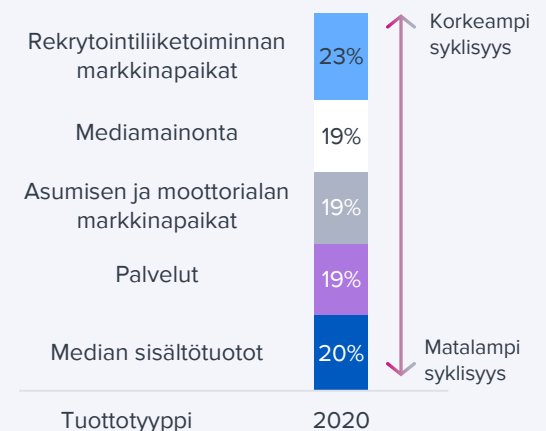
3. Markkinapaikkojen tuotot (2020: n. 42 % lv:sta) koostuvat rekrytointiportaalien ja digitaalisten asunto- ja moottorialan markkinapaikkojen tuotoista. Markkinapaikkojen tuotoista noin 56 % muodostui Career-segmentin rekrytointiportaaleista ja 39 % Consumerin kuluttajille suunnatuista markkinapaikoista. Loput 5 % muodostui Talentin toimitilamarkkinapaikoista. Markkinapaikkojen tuotot ovat luonteeltaan osin syklisiä, sillä ne ovat sidoksissa työllisten määrän muutoksiin ja kestokulutushyödykkeiden kuten asuntojen ja autojen kysyntään.

4. Palveluiden tuotot (2020: n. 19 % lv:sta), koostuvat pääosin Talentin tapahtuma-, koulutus- sekä tieto- ja markkinointipalveluista, Careerin rekryliiketoimintaan liittyvästä palveluliiketoiminnasta sekä Consumerin verkkopalveluiden tuotoista. Segmenteittäin Talentin osuus palveluiden tuotoista on noin 74 %, Consumerin noin 16 % ja Careerin 10 %. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset. Näkemyksemme mukaan palvelutuotot ovat luonteeltaan hieman syklisiä.

Alma Median liikevaihdon jakauma tyypeittäin, 2020*



Alma Median liikevaihdon jakauma arvioidun syklisyyden mukaan, 2020 pro forma*



Alma Median liiketoimintamalli 3/3

Tuottoihin vaikuttavat erilaiset kasvutrendit

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

Keskeinen Alma Mediaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan, jossa panostukset ovat siirtymässä voimakkaasti digitaaliselle puolelle. Lisäksi painetun median sisältötuottojen laskua kiihdyttää osittain yhtiön omat toimet digitaalisen sisältömyynnin kasvattamiseksi. Arvioimme sekä painetun median sisältötuottojen että painetun mediamainonnan myynnin laskevan keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 %:n vuosivauhdilla.

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisten mediasisältöjen ja mainonnan sekä digitaalisten palveluiden kysynnän rakenteellinen kasvu. Alma Median digitaaliset tuotot ovat kasvaneet 2011-2020 (pro forma) noin 14 %:n vuosivauhtia, mistä osa on syntynyt yritysostoista. Arviomme mukaan median digitaalisten sisältötuottojen ja mainostuottojen kasvu on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä 5-10 %:n tasolla. Digitaalisten markkinapaikkojen tuottojen odotamme kasvavan noin 0-5 % vuodessa pitkällä aikavälillä. Arviomme Alman palvelutuottojen kasvavan kokonaisuutena keskipitkällä aikavälillä 0-5 %:n vauhtia.

Syklistä liiketoimintaa tasoittaa vahva markkina-asema, kassavirta sekä ennustettavuus

Olemme seuraavalla sivulla havainnollistaneet Alma

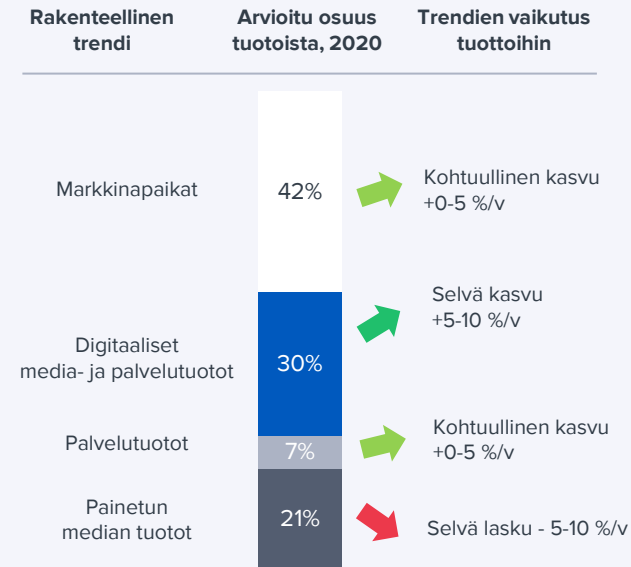
Median liiketoimintamallin riskiprofiilia. Yhtiön liiketoiminnan riskitasoa nostaa näkemyksemme mukaan erityisesti mediatoimialan voimakas muutosnopeus, merkittävä syklisten tuottojen osuus liikevaihdosta, sekä kansainvälisten teknologiajättien voimakas kasvu ja vahvistunut markkina-asema mainosmarkkinoilla.

Liiketoiminnan riskiprofiilia tasoittaa puolestaan näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa markkina-asema Suomen B2B-mediamarkkinalla, sisältötuotot, vahvistunut asema Suomen kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa sekä erittäin vahva markkina-asema itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaaleissa. Vaikka yhtiön medialiiiketoimintojen kudurakenne on melko kiinteä ja painetun median skaalautuvuus heikkenee, on yhtiö osoittanut kykenevänsä sopeuttamaan kudurakennettaan nopeasti vastaamaan kysynnän vaihteluita (esim. koronapandemian yhteydessä) ja kasvavien digitaalisten liiketoimintojen suhteellinen kannattavuus ja skaalautuvuus ovat vahvoja.

Yhtiön taseasema on muuttunut huomattavasti viimeaikaisen yritysjärjestelyiden sarjan myötä. Arviomme mukaan yhtiön velkaantuneisuus kuitenkin laskee nopeasti mukavuusalueen sisälle korkean kannattavuuden ja vahvan kassavirran tuottokyvyn myötä.

Alma Median liiketoimintamalli ja kasvu ei sido merkittävästi pääomia, sillä sen käyttöpääoma on negatiivinen ja investointitarpeet ovat matalat. Tämän johdosta yhtiö pystyy tarjoamaan kasvavaa osinkovirtaa sekä investoimaan täydentäviin yritysostoihin.

Liiketoimintatrendien arvioitu vaikutus Alma Median tuottoihin



Alma Median digiliiketoiminnan liikevaihto ja kasvu-%



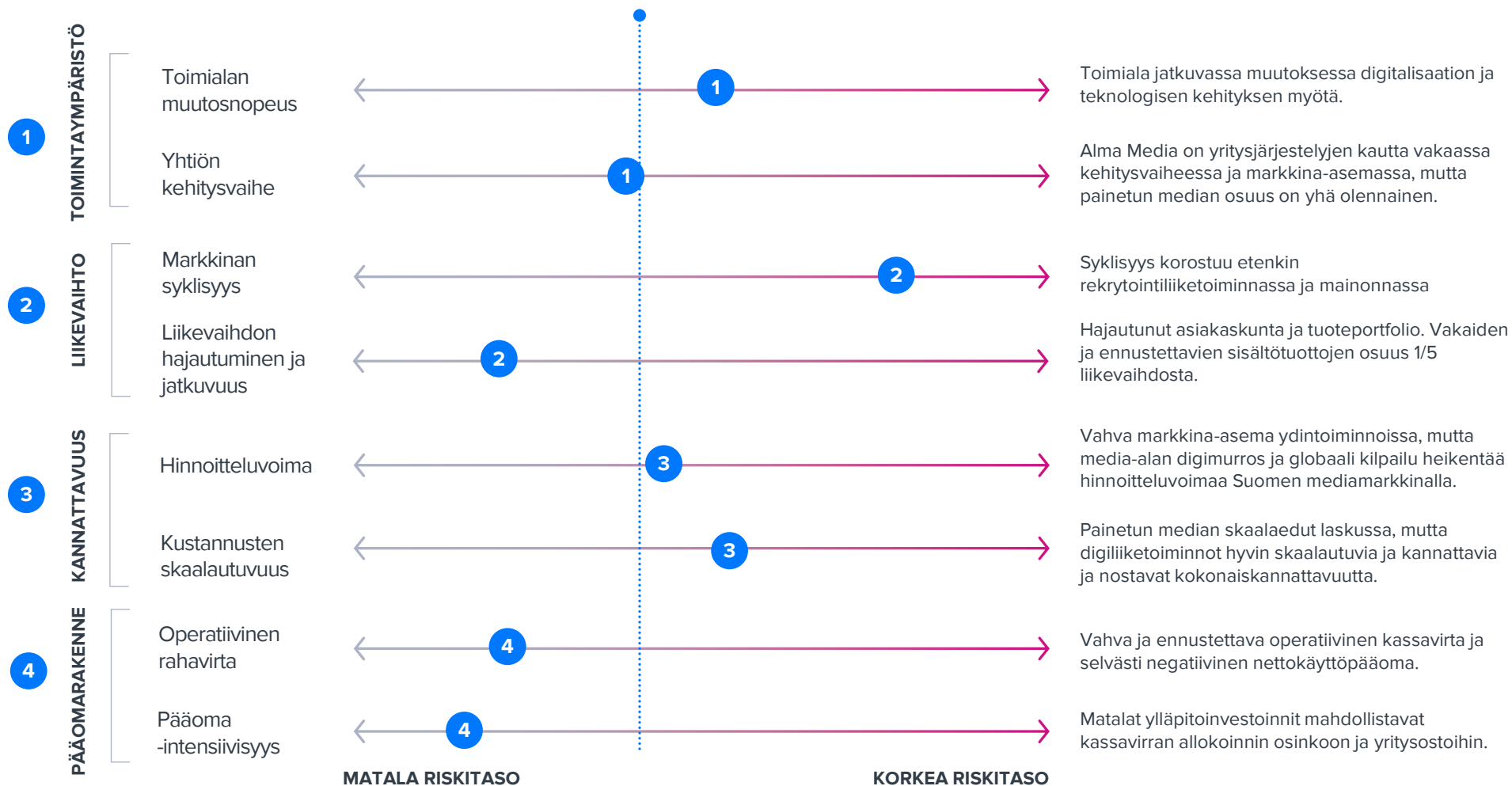
Lähde: Alma Media, Inderes

* Jatkuvat liiketoiminnot

** Jatkuvat liiketoiminnot + Nettix

Alma Median liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Alma Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Alma Median strategia

Strategia vuosille 2021-2023

Alma Median strategian tavoitteena on kasvattaa omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden parantumisen kautta. Tähän yhtiö pyrkii kehittämällä ja laajentamalla nykyisiä liiketoimintoja, etsimällä kasvumahdollisuuksia uusilta liiketoiminta- ja markkina-alueilta, jatkamalla kansainvälistymistä, sekä yritysostojen avulla. Yhtiö arvioi kilpailutilanteen kiristyvän toimintaympäristössään kansainvälisten alustajattien vahvistaessaan asemiaan mm. mainonnassa ja markkinapaikkaliiketoiminnoissa.

Keskeistä yhtiön strategiassa on jatkaa laajentumista median ja markkinapaikkojen sisällöntuotannosta ja mainonnasta uusiin asiakkaiden tarpeita täydentäviin ja koko arvoketjun kattaviin digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin.

Vuosien 2021-2023 strategijaksolle Alma Media on tunnistanut neljä erityisesti digitaalisen liiketoiminnan kasvattamiseen ja kehittämiseen tähtäävää liiketoimintoja yhdistävää strategista aloitetta. Strategiset painopistealueet ovat: 1) yleisöjen kasvattaminen, sitouttaminen ja kaupallistaminen, 2) markkinointiratkaisut, 3) tiivistyvä yhtiön sisäinen yhteistyö skaalaetujen saavuttamiseksi sekä 4) datan kaupallistaminen. Myös yritysjärjestelyt ovat olennainen osa Alma Median strategiaa ja käymme niiden roolia tarkemmin läpi seuraavalla sivulla.

Taloudelliset tavoitteet

Alma Median taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka ovat:

Kasvu: Digitaalisen liiketoiminnan kasvu >12 %/vuosi.

Kannattavuus: Sijoitetun pääoman tuotto (ROI), yli 17 % vuositasolla.

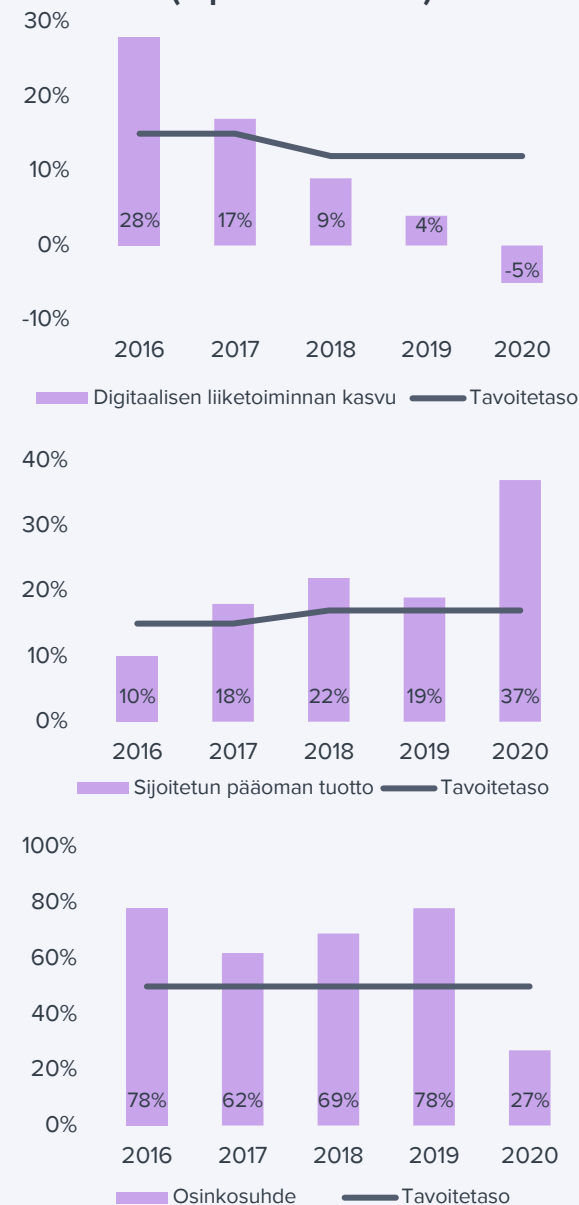
Voitonjako: Osinko yli 50 % tuloksesta.

Viime vuonna yhtiö ylitti tavoitteensa sijoitetun pääoman tuoton osalta aluemedioiden myynnin tukemana (ROI-% 37 %) mutta myös ilman kertaluonteista tuotto (17,4 %). Raportoitu jatkuvien toimintojen digitaalinen liiketoiminta puolestaan laski viime vuonna 5 % koronapandemian seurauksena. Yhtiön osingonjakosuhte oli vastaavasti lukuisten yritysostojen myötä selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella (2020: 27 % vs. tavoite 50 %).

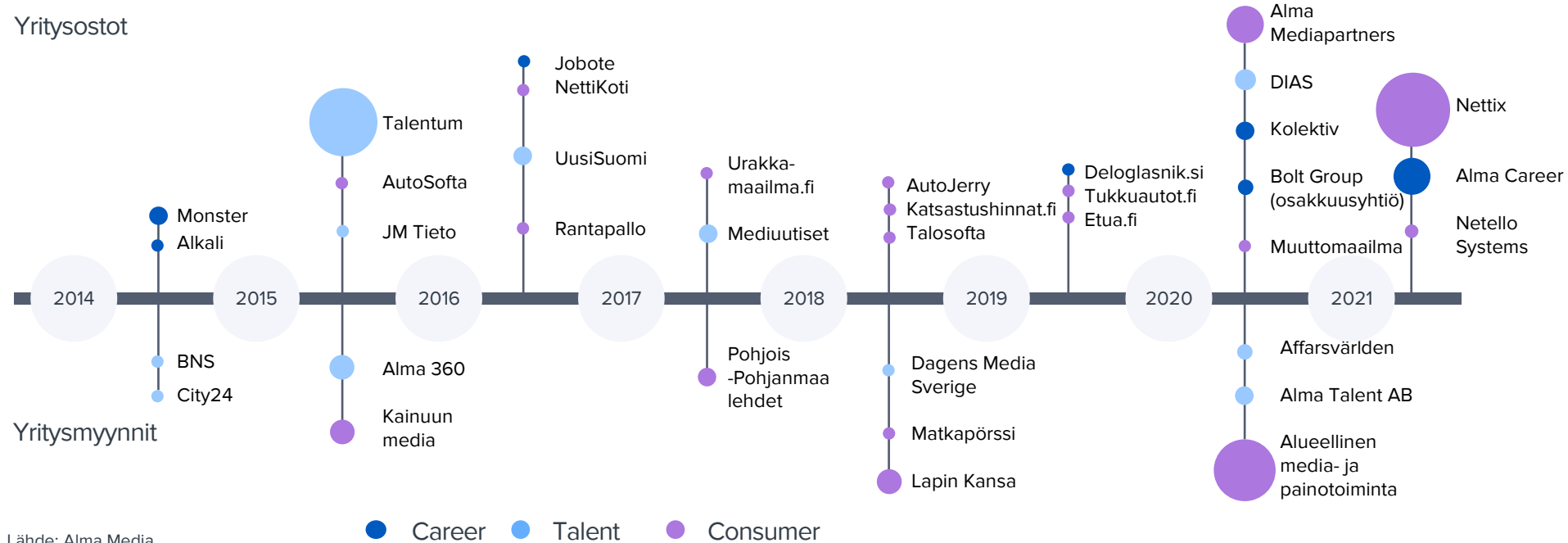
Pidämme Alma Median taloudellista tavoitetta kannattavuuden osalta sekä sopivan haastavana että samanaikaisesti realistisina. Ne sopivat näkemysksemme mukaan hyvin yhtiön liiketoiminnan profiiliin, jossa digitaalisten palveluiden kasvunäkymät ovat hyvät, liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa ja pääomaa sitoutuu pääasiassa yritysostojen myötä syntyvään aineettomaan omaisuuteen.

Uskomme yhtiön saavuttavan digitaalisen liiketoiminnan kasvutavoitteensa tänä vuonna yhtiön liikevaihdon kasvaessa voimakkaasti yleisen talouskehityksen elpymässä sekä Nettix-yrityskaupan tukemana. Peilattuna yhtiön viimeisten vuosien kehitykseen, kasvutavoite vaikuttaa orgaanisella kasvulla saavutettavaksi varsin kunnianhimoiselta ja tavoite edellyttääkin arviomme mukaan pidemmällä tähtäimellä strategian mukaisten yritysostojen jatkamista.

Taloudelliset tavoitteet ja toteuma (raportoidut luvut)



Alman yrityskaupat 2014-2021 ja segmenttien M&A-strategia



Lähde: Alma Media

Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Career

- M&A:n merkitys strateginen
- Yrityskauppojen fokus arvoketjujen vahvistamisessa, täydentämisessä ja laajentumisessa uusille markkinoille
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio arviomme mukaan mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy

Talent

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus portfolion kehittämisessä ja digitaalisten palveluiden kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa pieniä ”täsmä” yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin ja luovat kustannustehokkaasti kasvua, kuten b2b-palveluliiketoiminta

Consumer

- M&A:n merkitys strateginen
- Yrityssostojen kohdealueina erityisesti alueet, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin (kuluttajille suunnatut markkinapaikat) ja jotka täydentävät arvoketjua
- Markkinapaikoissa mahdollisen konsolidaation pelikenttä pääasiassa Pohjoismaissa

Alma Median strateginen kehitys



Liiketoimintaportfolion kehittäminen yritystostoin ja kannattavuuden parannus

- Medialiiketoiminnoissa fokus kannattavuuden ja kassavirran parantamisessa sekä keskittymisessä vahvoihin ydinliiketoimintoihin
- Careerissa (aik. Markets) merkittävien yritystostojen tulokasvun vahvistaminen ja toiminnan kehittäminen
- Mittavat kustannussäästöt Talentum yritystoston jälkeen Talent-segmentissä ja konsernin toiminnoissa
- Rahoitusaseman vahvistuminen

Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokusoituneempi ja kannattavampi, heikosti kasvavien ja kannattavien liiketoimintojen divestoinnit suurelta osin toteutettu
- Painetun median liikevaihto laski rakennejärjestelyjen ja markkinan myötä selvästi, mutta digiliiketoiminnan kasvu vakautti kokonaisliikevaihdon kehitystä
- Kannattavuus hyvällä tasolla kaikissa liiketoiminnoissa
- Nettovelkaantuneisuus koholla merkittävien yritystostojen jälkeen

Ydinliiketoimintojen tulokasvun vahvistaminen ja pienet yrityskaupat

- Fokus digitaalisten tuottojen kasvussa, kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Heikosti kasvavien ja kannattavien liiketoimintojen myynti
- Pieniä ”täsmä”yritystostoja etenkin kuluttajille suunnatuissa digitaalisissa palveluissa
- Liikevaihdon kokonaiskehitys negatiivista painetun median laskun myötä, mutta digituottojen kasvu ja suhteellisen kannattavuuden nousu paransi tulosta
- Alueellisten media- ja painotoimintojen myynti Sanoma Media Finlandille

Lähitulevaisuus 1-2v

- Uusien kasvujalkojen rakentaminen digimediassa ja palveluissa sekä median rakennemuutoksen hallinta
- Liikevaihdon ja tuloksen kasvun vahvistaminen markkinan palautuessa koronapandemiasta
- Taseen velkaantuneisuuden laskeminen
- Pienempiä kasvua vauhdittavia yritystostoja digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Vahvan kassavirran myötä osingonmaksukyky on hyvä ja mahdollistaa osingon kasvattamisen

Digitaaliseen liiketoiminnan kasvu keskiössä

- Kasvun edellytyksien vahvistaminen koronan väistyessä
- Median rakennemuutos jatkuu
- Uuden organisaatiomallin etujen ja organisaatio kyvykkyyksien hyödyntäminen konsernitasolla
- Tase laitettu töihin viimeaikaisten yritysjärjestelyiden myötä, joten lyhyellä aikavälillä keskiössä on velkaantuneisuuden laskeminen

Seuraavat 5 vuotta

- Median rakennemuutoksen ja digitaalisen transformaation hallinta
- Markkinapaikat, digitaaliset palvelut ja yritystostot kasvun moottoreina
- Digitaalisen liiketoiminnan suhteellisen osuuden kasvun myötä suhteellinen kannattavuus nousee
- Kilpailutilanteen kiristyminen riskinä, teknologinen kyvykkyys ja datan hallinta keskiössä

Toimialakatsaus - rekrytointi ja markkinapaikat 1/2

Globaalit jätit hallitsevat suuria markkinoita, paikalliset toimijat vahvoilla pienillä markkinoilla

Globaali rekrytointiportaali-markkina on ollut pitkään vahvassa kasvussa, kun työpaikkojen hakeminen, työpaikkailmoittelu ja rekrytointiprosessien hallinta on digitalisoitunut, portaalit ovat kehittyneet teknologisesti ja niiden ympärille on syntynyt uusia palveluita. Eri lähteiden (mm. Recruit ja Research and Markets) mukaan globaali digitaalinen työpaikkailmoittelu ja talent sourcing -markkina oli kooltaan noin 19-25 mrd. USD vuonna 2020 ja markkinan arvioidaan kasvavan voimakkaasti keskipitkällä aikavälillä (2020-2027e CAGR ~5 %).

Toimialan suurimmat toimijat ovat ottaneet globaalista markkinasta valtaosan, mutta paikallisilla ja erikoistuneilla yhtiöllä on usein vahvat markkina-asetat suurten markkinoiden (kuten USA, Kiina) ulkopuolella. Esimerkiksi Alma Careerin rekrytointiportaaleilla on kaikilla sen päämarkkinoilla vahva markkina-asetta. Suomessa digitaaliset rekrytointialustat ovat jakautuneet etenkin kolmen tahon (Oikotie, Monster sekä Duunitori) kesken. Vuonna 2019 Oikotieellä oli OC&C:n ja Schibstedin markkinatutkimuksien mukaan 29 %:n markkinaosuus Suomen markkinapaikkojen kokonaismarkkinasta. Oikotien noin 28 MEUR:n liikevaihdosta (2019) ja markkinaosuudesta ei kuitenkaan pysty suoraan päättämään rekrytointiliiketoiminnan markkinaosuutta, sillä alustalla toimii myös mm. asumisen markkinapaikka ja muita palveluita. Saman tutkimuksen mukaan Alma Median omistamalla Monsterilla ja Duunitorilla oli molemmilla vuonna 2019 9 %:n osuudet markkinapaikkojen kokonaismarkkinasta Suomessa.

Markkinan kasvuvauhdin hidastuessa, teknologisen kehityksen kiihtyessä ja kilpailun kasvaessa (Google,

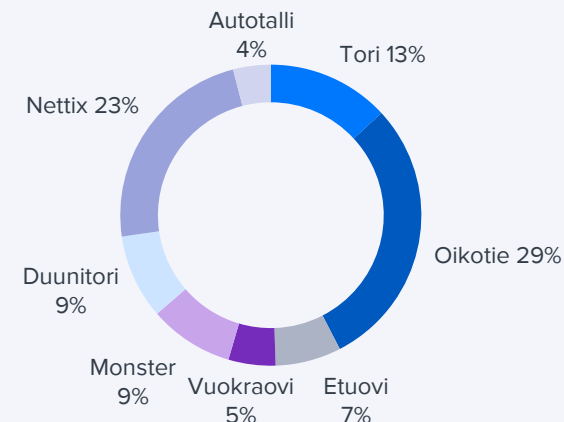
Facebook, LinkedIn) toimiala on alkanut konsolidoitumaan ja viime vuosina erityisesti alan suuret toimijat, kuten Recruit, SEEK ja Stepstone ovat olleet aktiivisia yritysostoissa. Toimialan konsolidaatiota kiihdyttää myös se, että alalle tulokynnys on kasvanut ns. verkostovaikutusten myötä korkealle, ja toimijat joilla on suurimmat CV-pankit, kävijäliikenne ja asiakaskunta saavat suurimman osan toimialan liikevaihdosta. Lisäksi toimialalla skaalaedut ovat merkittäviä ja uusien toimijoiden on siksi vaikea haastaa markkinajohtajia.

Odotettua konsolidaatiota Suomen markkinapaikoilla

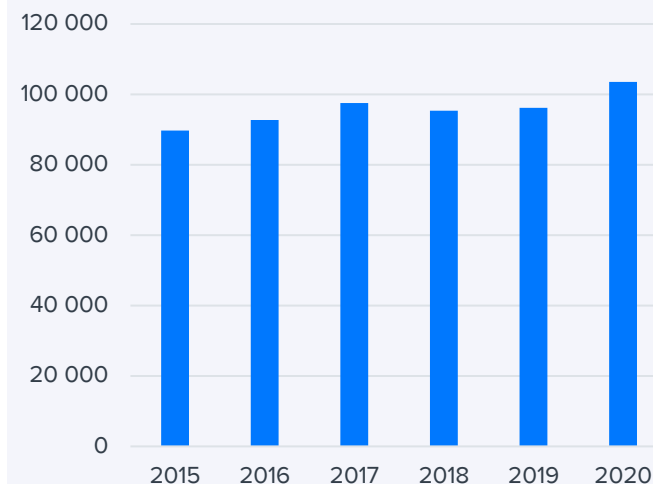
Suomessa online-markkinapaikkojen markkinatilanne säilyi pitkään melko vakaana, kunnes vuonna 2020 tapahtui kaksi merkittävää yritysjärjestelyä alan suurimpien toimijoiden kesken, kun Schibsted osti Oikotien Sanomalta ja Alma Media Nettixin Otavamedialta. Suurimpien toimijoiden kasvu on säilynyt viime vuosina vahvalla tasolla, kun ne ovat laajentaneet palveluitaan, talouskasvu on ollut hyvää ja kasvua on tuettu pienien yritysostojen avulla. Uskomme toimialan kehityksen palautuvan koronapandemian aiheuttaman välivuoden jälkeen takaisin kasvu-uralle.

Arviomme mukaan asumisen, autoilun ja majoituspalveluiden markkinapaikkojen kilpailu on säilynyt pitkälti paikallisena Suomessa, sillä kansainväliset teknologia-yhtiöt (kuten Facebook ja Google) eivät ole kehittäneet merkittäviä ja onnistuneesti markkinapaikkojen kanssa kilpailevia tuotteita ja niillä ei ole vastaavaa tuntemusta paikallisista markkinaolosuhteista ja asiakkuuksista.

Markkinaosuudet Suomessa vuonna 2019



Asuntokaupan volyymi Suomessa



Toimialakatsaus - rekrytointi ja markkinapaikat 2/2

Paikallisella tasolla korkea alalle tulokynnys (mm. bränditunnettuus) on puolestaan pitänyt kilpailuasemat pitkään ennallaan. Osittain uusien kilpailijoiden tuloa paikallisille markkinoille on myös arviomme mukaan rajoittanut alla olevien markkinoiden rajallinen kokoluokka ja kasvunäkymät.

Alma Median markkinapaikkojen kannalta olennaisimmista markkinoista asuntokaupan volyymikehitys oli vuosina 2015-2020 keskimäärin n. 3 % vuodessa, johon vaikutti erityisesti koronavuonna 2020 kiihtynyt asuntokaupan määrä (+8 %). Uskomme alkuvuoden kehityksen perusteella myös kuluvan vuoden olevan vahva asuntokaupan volyymikehityksen näkökulmasta. Pidemmällä aikavälillä uskomme kehityksen noudattelevan karkeasti keskipitkän aikavälin historiallista tasoa (2015-2019 CAGR 1,8 %).

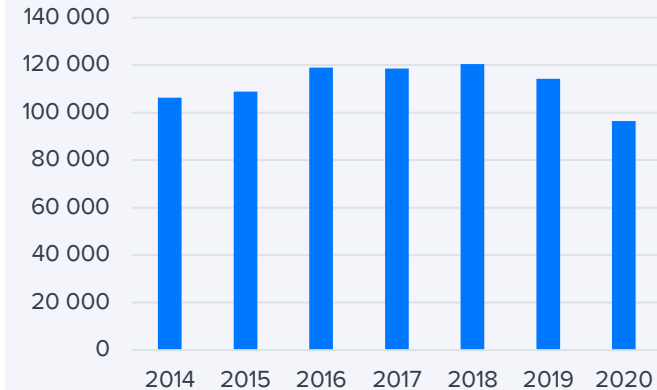
Autokaupan volyymikehitys on sen sijaan ollut viime vuosina maltillisempaa. Käytettyjen autojen kaupan volyymi on kasvanut keskimäärin reilun 1 %:n vuosina 2015-2020 ja uusien autojen rekisteröinnit kasvoivat puolestaan vajaan 2 %:n vuosivauhdilla 2015-2019, kunnes koronan myötä Suomessa uusien autojen rekisteröinti laski peräti 16 %:lla vuonna 2020. Uskomme käytettyjen autojen kaupan ja uusien autojen kaupan noudattelevan jatkossa myös keskipitkän aikavälin historiallista kehitystä.

Markkinapaikkojen näkymät

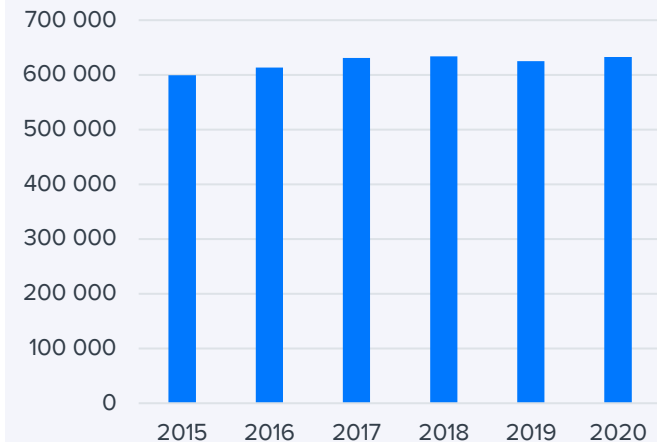
Näkemyksemme mukaan markkinapaikkojen markkinat ovat Suomessa kokonaisuutena kypsässä vaiheessa ja alan toimijoiden kasvu noudattelee tulevaisuudessa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä sykliset muutokset huomioiden suunnilleen auto ja asuntokaupan volyymien kokonaiskasvuvauhtia (noin

+0-5 %/v). Odotamme, että hidastuva kasvu, kiihtyvä teknologinen kehitys sekä kansainvälisen kilpailun uhka aiheuttavat online-markkinapaikkojen kasvun ja arvonaluonnin keskittymisen voimakkaasti alan suurimmille toimijoille Suomessa (Alma Media ja Schibsted).

Uusien autojen rekisteröinnit Suomessa



Käytettyjen autojen kauppa Suomessa



Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.
- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatilojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Tällaisia ajureita ovat EU:n tietosuojasetukset (GDPR ja e-Privacy), jotka tasoittavat pelikenttää paikallisten mediatyhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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

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

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

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

Mediatoimialan ajurit ja trendit



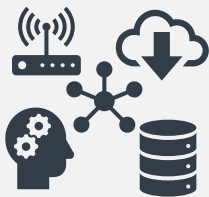
Digitalisaatio

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



Suhdannekehitys

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

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina keskimäärin noin 5-10 % vuodessa, mutta poikkeuksellisenä vuonna 2020 kasvu oli vain 2 %. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan aiemman ripeämmän kasvun mukaisena keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (0-3 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

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

määrästä ja yli kaksinkertaistunut vuodesta 2012.

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

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

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

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

Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

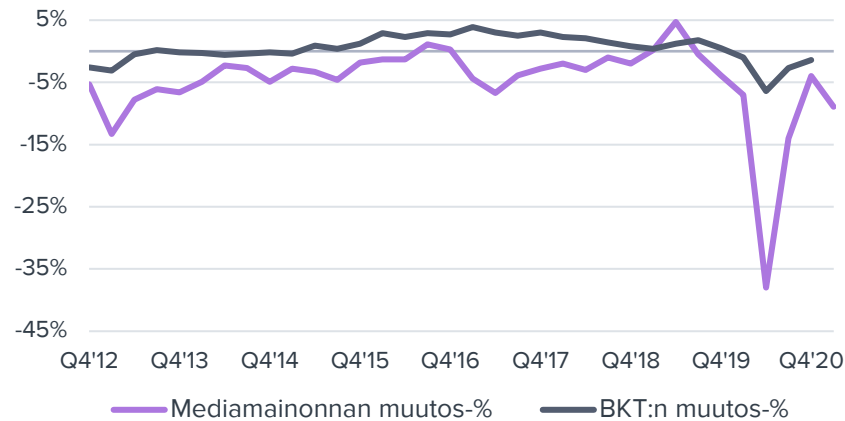
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Regulaatio voi jopa hyödyttää mediatyhtiöitä

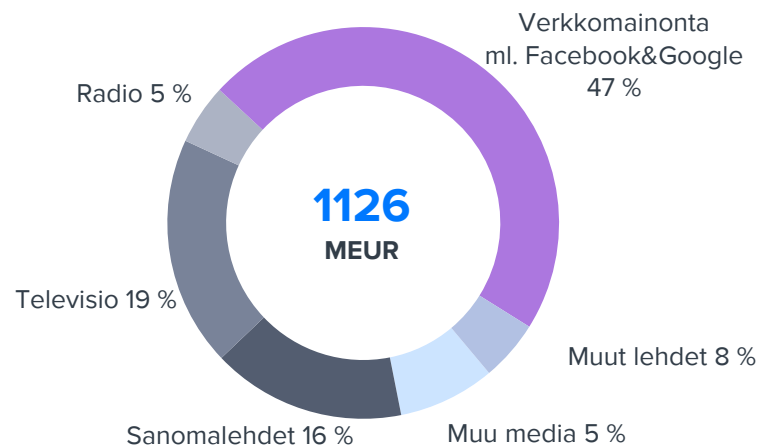
EU:ssa on käynnissä lainsäädännön muutoshanke, joka liittyy digitaalisia markkinoita koskevaan lainsäädäntöön ja tekijänoikeuksiin. Muuttuessaan se voi velvoittaa teknologiayhtiöitä jakamaan keräämäänsä dataa tai jopa tulovirtojaan. Käynnissä olevan hankkeen mahdollisia konkreettiset muutokset ovat epävarmoja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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

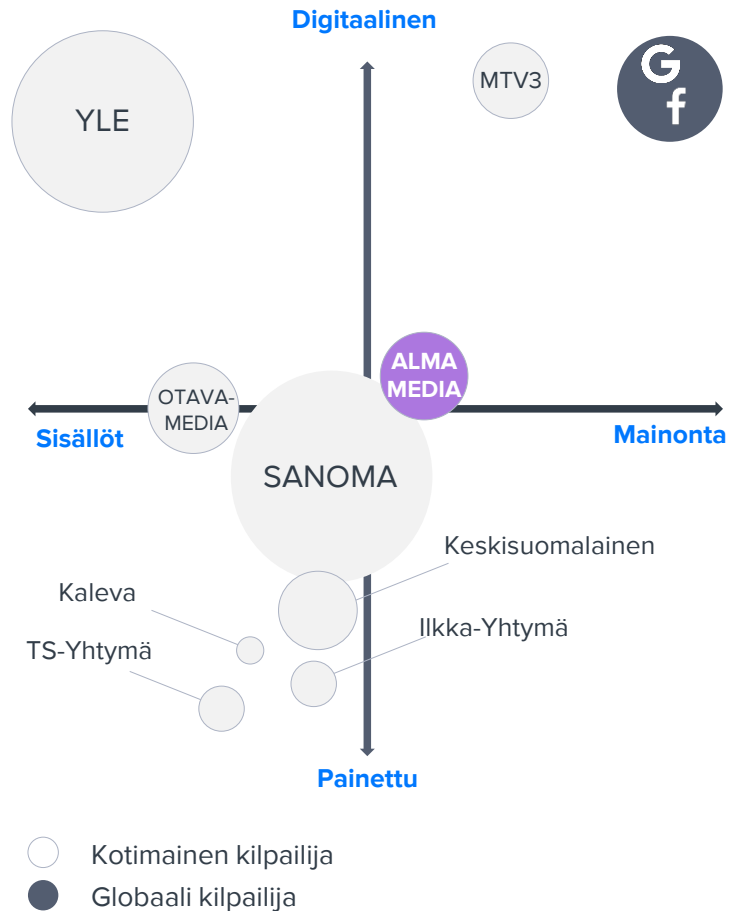
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q1'2021 saakka



Suomen mediamainonnan jakauma, 2020



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Alma Career 1/3

Itä-Euroopan rekrytointiportaalien markkinajohtaja

Career on liikevaihdolla mitattuna Alma Median pienin segmentti (2020: 63 MEUR / 25 % konsernin liikevaihdosta), mutta vahvan kannattavuuden ansiosta segmentti on oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin 2. suurin segmentti (2020: oik. EBIT-% 32,8 %, oik. EBIT 20,6 MEUR / 37 % konsernin oik. pro forma -liikevoitosta). Segmentin liiketoiminnan muodostavat rekrytointipalvelut mm. Monster.fi, Jobs.cz, Prace.cz, CV Online, Profesia.sk sekä Seduo-verkkokoulutuspalvelu.

Vuonna 2020 segmentin liikevaihdosta 59 % muodostui Tšekistä, 16 % Slovakiasta, 10 % Baltian maista, 7 % Kroatiasta, 5 % Suomesta ja 3 % muista maista. Alma Career toimii Euroopassa kaikkiaan 10 maassa. Career on liikevaihdolla mitattuna Tšekin, Baltian maiden, Kroatian ja Serbian suurin rekrytointiportaaliyhtiö. Erityisen vahva markkina-asema Careerilla on Tšেকেissä ja Slovakiassa (arviolta yli 80 %).

Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti korkean kannattavuuden. Myös laajasta maantieteellisestä peitosta on usein merkittävää hyötyä, koska se mahdollistaa palveluiden monistamisen, sekä osaamisen ja kehityskustannusten jakamisen suuremmalle massalle.

Alma Media hankki Alma Career Oy:n vähemmistöosuuden Monster Worldwideltä Q1'21:n lopussa ja omistaa itäisessä Keski-Euroopassa toimivat johtavat rekrytointipalvelut täysimääräisesti.

Monster-tuotemerkillä toimivat rekrytointipalvelut (Suomessa ja Tšekissä) jatkavat toimintaansa kuten aiemmin. Omistuksen kasvattaminen arviomme mukaan mahdollistaa Suomessa toimivan Monsterin rekrytointipalveluiden tehokkaan kehittämisen ja vahvemman nivomisen Careerin strategiaan.

Liiketoiminta syklistä, mutta hyvin skaalautuvaa

Alma Careerin liikevaihto muodostuu kokonaan (2020: 99 %) digitaalisesta liiketoiminnasta, josta valtaosa muodostuu ilmoitustuotoista, kun taas täydentävien palveluiden rooli on selvästi pienempi.

Careerin liiketoimintamalli on hyvin skaalautuvaa, sillä sen pääomarakenne on hyvin kevyt, kustannustaso joustava ja bruttokate-% korkea. Kasvu on digitaalisissa palveluissa siten tyypillisesti kypsässä kehitysvaiheessa erittäin kannattavaa. Nopeasta teknisestä kehityksestä ja kilpailusta johtuen digitaalisten palveluiden myynnin ja markkinoinnin kulut sekä tuotekehityskulut ovat kuitenkin etenkin liiketoiminnan alkuvaiheessa merkittäviä.

Careerin tuotot ovat luonteeltaan hyvin syklisiä, sillä liiketoiminta perustuu voimakkaasti yleisen talouskehityksen mukaan vaihteleviin työpaikkailmoituksiin. Erityisesti talouden käänneissä muutokset Careerin palveluiden kysynnässä voivat olla voimakkaita, kuten koronapandemian yhteydessä havaittiin (liikevaihdon lasku yli 25 % Q2'20 vs. Q1'20).

Career lyhyesti, 2020

63 MEUR

Liikevaihto 2020

32,8 %

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

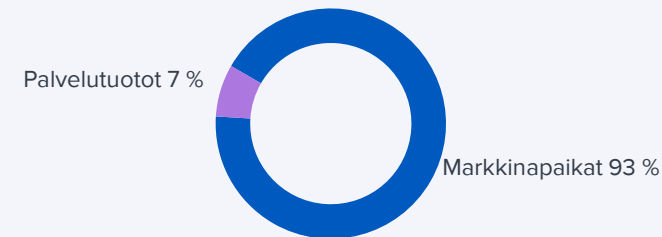
99 %

Digitaalisten tuottojen osuus

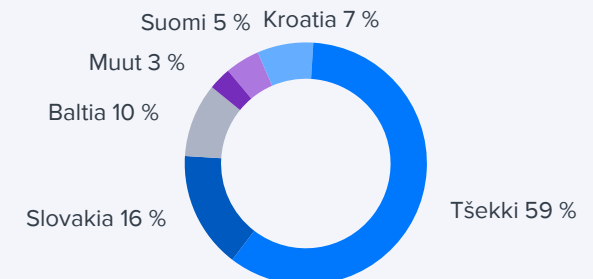
#1 markkina-asema

Rekrytointiportaalit Tšekki, Slovakia, Viro, Liettua, Latvia ja Kroatia

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2020



Liikevaihto maantieteellisesti, 2020



Alma Career 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Careerin kasvun jatkumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tukee nähdäksemme kaksi pääajuria: 1) Luokiteltujen ilmoitusten keskittyminen suurimpiin, tehokkaimpiin ja palveluiltaan kehittyneimpiin alustoihin, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen rekrytointipalveluiden arvoketjussa nykyisissä toimintamaissa sekä laajentuminen maantieteellisesti. Lyhyellä tähtäimellä odotamme liiketoiminnan elpyvän yleisen talouskehityksen mukana koronapandemian vaikutusten väistyessä ja rokotekattavuuden kasvaessa.

Arvioimme segmentin historialliseen kasvuun ja yhtiön johdon arvioihin perustuen, että Alma Careerin liikevaihdon kasvupotentiaali on hyvässä talouden 2-3 %:n kasvuvauhdin ympäristössä 5-10 % vuodessa ja nollakasvun ja hidastuvan kasvun ympäristössä noin 0-5 % vuodessa (koronapandemia oli poikkeuksellinen tapahtuma). Isot arviohaarukat kuvaavat sitä, että Careerin tuotot ovat voimakkaasti syklisiä.

Entisen Marketsin (sis. Rekrytointi- ja markkinapaikkaliiketoiminnat) kannattavuuskehitys oli segmentin nopeasta kasvusta huolimatta erinomaisella tasolla ja nousussa vuosina 2010-2019 ennen koronapandemiaa. Tämä heijastelee toiminnan skaalaetuja, onnistuneita yritysostoja ja vahvistunutta markkina-asemaa. Ripeiden säästötoimien ansiosta kannattavuus säilyi hyvällä tasolla myös vuonna 2020. Odotamme segmentin kannattavuuden elpyvän etenkin vuonna 2022 volyymien voimakkaan elpymisen ansiosta.

Ennusteet

Lähdemme Careerin ennusteissa oletuksesta, että itäisen Keski-Euroopan ja Suomen talouksien talouskasvu kääntyy nousuun vuonna 2021 koronapandemian väistyessä taka-alalle. Kuitenkin alkuvuoden mittavista rajoitustoimenpiteistä ja liikevaihdon kirjautumisperiaatteesta (laskutusasteiden nousu näkyy viiveellä liikevaihdon jaksotuksen takia) johtuen uskomme markkinapaikkojen kasvun olevan koko vuonna 2021 maltillisella tasolla noin 3 %:ssa. Sen sijaan palveluiden liikevaihdon odotamme kasvavan voimakkaasti lisäpalveluiden myynnin kasvaessa maltilliselta absoluuttiselta tasolta. Vuonna 2022 odotamme puolestaan markkinapaikkojen liikevaihdon kasvavan 12 % heijastellen liikevaihdon jälkijättöisesti kirjautuvaa liikevaihtoa suhteessa volyymiin ja toimintaympäristön normalisoitumista kaikissa toimintamaissa.

Tätä taustaa vasten ennustamme Careerin liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 hieman alle 5 % 66 MEUR:oon. Vuoden 2022 liikevaihdon ennustamme kasvavan puolestaan reilut 11 % 73 MEUR:oon. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme liikevaihdon kasvun hidastuvan noin 2-5 %:iin, kun talouskasvu palaa normaalille kasvu-uralle Careerin päämarkkinoilla.

Ennustamme Careerin vuoden 2021 oikaistun liikevoiton kasvavan reilut 2 % 21,1 MEUR:oon (2020: 20,6 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n laskevan hieman poistuneita kulusäästöjä ja vielä palautuvaa liikevaihtoa heijastellen 32,1 %:iin (2020: 32,9 %).

Career liikevaihto ja oik. EBIT-% (raportoitu)



Tuloslaskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	62,7	65,7	73,2	76,2	78,6
Käyttökate oik.	23,9	23,9	29,0	29,7	30,1
Liikevoitto oik.	20,6	21,1	26,2	27,3	27,0
Liikevoitto	21,4	21,1	26,2	27,3	27,0
Kertaluonteiset erät	0,8	-	-	-	-

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%		4,8 %	11,4 %	4,2 %	3,2 %
Liikevoitto oik. kasvu-%		2,5 %	24,0 %	2,7 %	1,7 %
Oik. käyttökate-%	38,1 %	36,4 %	39,6 %	38,9 %	38,3 %
Oik. liikevoitto-%	32,8 %	32,1 %	35,8 %	35,3 %	34,7 %
Liikevoitto-%	34,1 %	32,1 %	35,8 %	35,3 %	34,7 %

Lähde: Inderes

Alma Career 3/3

Vuodelle 2022 ennustamme liikevaihdon kasvun myötä kasvavaa liikevoittoa, mikä heijastuu myös paranevaan suhteellisen kannattavuuteen (oik. EBIT-% 35,8 %). Keskipitkällä aikavälillä ennustamme Careerin pystyvän ylläpitämään korkean kannattavuutensa (EBIT-% yli 33 %) skaalaetujen tukemana. Palveluiden kasvava suhteellinen osuus liikevaihdesta laskee arviomme mukaan kuitenkin hieman suhteellista kannattavuutta.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotettua paremman kustannustehokkuuden sekä mahdolliset yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo lyhyellä tähtämellä yhä koronapandemiaan liittyvä lievä epävarmuus ja pitkällä tähtämellä ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset.

Careerin arvonnäkökulma

Määritämme Careerin käypää arvoa laajan digitaalisista markkinapaikkayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta. Olemme identifioineet segmentille kaikkiaan 14 verrokkiyhtiötä. Arvioimme, että verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvuodotukset heijastelevat kokonaisuutena hyvin segmentin liiketoiminta- ja kasvuprofilia.

Käytämme arvonnäkökulmassa verrokkiryhmän vuosien 2021-2022 keskimääräisiä ja mediaani EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Careerin vuosien 2021-2022 oikaistulle liikevoitolle (EBIT).

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin yli 10x Careeria suurempia, sovellamme segmentin arvostustason laskelmassa 20 %:n alennusta

verrokkien kertoiimiin, joista tämän vuoden kertoimet ovat myös absoluuttisesti korkealla tasolla.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat 34x ja 25x ja vastaavat mediaanikertoimet 27x ja 22x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja Careerin oikaistulla liikevoittoennusteella laskettuna saamme sen yritysarvoksi (EV) noin 493-522 MEUR.

Yhtenä vertailukohtana Careerin arvostukseen voidaan käyttää myös Schibstedin Sanomalle maksamaa kauppahintaa Oikotie-yrityskaupan yhteydessä (EV/liikevaihto 6,7x ja EV/EBITDA 19,7x). Kertoimet on laskettu käyttämällä Oikotien vuoden 2019 lukuja, joita koronapandemia ei ollut vielä sotkemassa. Täten käyttämällä Careerille vuoden 2022 liikevaihto- ja käyttökate-ennusteitamme, joissa ei ole enää mukana pandemian vaikutuksia, saamme segmentin yritysarvoksi 490-570 MEUR. Laskelma antaa tukea verrokkien kautta määrittelemällemme arvolle.

Alma Career verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		21e	22e	21e	22e
Auto Trader Group PLC	6463	38,4	21,2	22,3	14,8
Carsales.Com Ltd	3629	27,2	23,3	13,3	12,0
Holidaycheck Group AG	1457	20,2	13,4	1,4	1,3
Moneysupermarket.Com Group PLC	1687	16,3	13,7	4,1	3,8
REA Group Ltd	13933	47,0	37,9	24,2	19,3
Rightmove PLC	5930	23,7	21,8	17,4	16,2
Schibsted ASA	9219	50,4	40,2	6,6	6,2
Scout24 AG	4752	26,5	22,5	12,6	11,3
Seek Ltd	7877	39,4	40,5	7,7	10,7
Just Eat Takeaway.com NV	11181			3,3	2,6
New Work SE	1315	24,5	21,1	4,6	4,2
Stroeer SE & Co KGaA	5450	26,8	20,9	3,5	3,2
Adevinta ASA	11825	45,7	23,3	9,9	6,8
Recruit Holdings Co Ltd	71493	60,3		4,2	3,9
Keskiarvo	11158	34,3	25,0	9,6	8,3
Mediaani	6197	27,2	22,1	7,2	6,5

Alma Talent 1/3

Talous- ja ammattilaismedia Talent

Talent on liikevaihdolla mitattuna Alma Median suurin segmentti (2020: 105 MEUR / 25 % Alma Median pro forma -liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin pienin segmentti (2020: oik. EBIT-% 17,1 %, oik. EBIT 16,2 MEUR / 29 % konsernin pro forma -oik. liikevoitosta).

Uudelleenorganisoinnin myötä segmentin liiketoiminta muodostuu nykyään mediasta ja palveluista. Segmentin mediayksiköistä merkittävin on johtava talousmedia Kauppalehti. Muita talous- ja ammattimedioita ovat mm. Talouselämä, Tekniikka & Talous ja Arvopaperi. Nämä muodostavat yhteensä reilu puolet Talentin liikevaihdosta. Alma Talent Palvelut tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille kattavasti sisältöjä liittyen yritystietoon, kiinteistötietoon, juridiikkaan, taloushallintoon, osaamisen kehittämiseen, johtamiseen ja markkinointipalveluihin. Digitaalisten palveluiden alle kuuluu myös esimerkiksi loppuvuodesta 2020 hankittu digitaalisen asuntokaupan alusta DIAS.

Talent on liikevaihdolla sekä palvelujen käyttäjä- ja tilaajamäärillä mitattuna Suomen suurin talous- ja ammattilaisjulkaisumedia. Muissa liiketoiminnoissa yhtiö toimii lisäksi Ruotsissa ja Baltian maissa, mutta niissä sen markkina-asema on pieni. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,13 mrd. euroa) suhteutettuna Talentin markkinaosuus on vajaa 2 % sekä koko markkinasta että myös verkkomainonnasta (noin 0,53 mrd.).

Painetun median painoarvo kokonaistuotoista edelleen olennainen

Talentin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin

koko Suomen talous- ja ammattilaismediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfolioista sekä useista eri tyyppisistä palveluliiketoiminnoista. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on kuitenkin edelleen merkittävä, sillä digitaalisen median osuus Talentin liikevaihdosta oli vuonna 2020 47 %. Vastaavasti muun liikevaihdon osuus oli 53 %, mistä yli puolet muodostuu painetusta mediasta.

Sisältötuotteiden (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2020 noin 37 %, mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Käsityksemme mukaan sisältötuotteet muodostuvat nykyään lähes kokonaan toistuvista tilaustuotoista kun taas irtolomakemyyntien osuus on hyvin pieni. Sisältötuotoista noin 64 % syntyy painettujen lehtien ja kirjojen sisältötuotoista ja noin 36 % digitaalisten tilausten tuotoista.

Palvelutuotteet muodostivat vuonna 2020 segmentin liikevaihdosta noin 37 %. Arvioimme, että tästä noin 40 % syntyi suoramarkkinointipalveluista, noin 20 % tapahtuma- ja koulutuspalveluista, sekä loput noin 40 % digitaalisia palveluista, kuten Alma Talent Tietopalveluista. Myös digitaalisen asuntokaupan alustan DIASin liikevaihto sisältyy jatkossa Talentin palvelutuottoihin.

Mainostuotteiden osuus oli vuonna 2020 noin 20 % segmentin liikevaihdosta. Segmentin mainostuotoista noin puolet muodostuu voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta ja toinen puoli kasvavasta verkkomainonnasta.

Talent lyhyesti, 2020

95 MEUR

Liikevaihto 2020

17,1 %

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

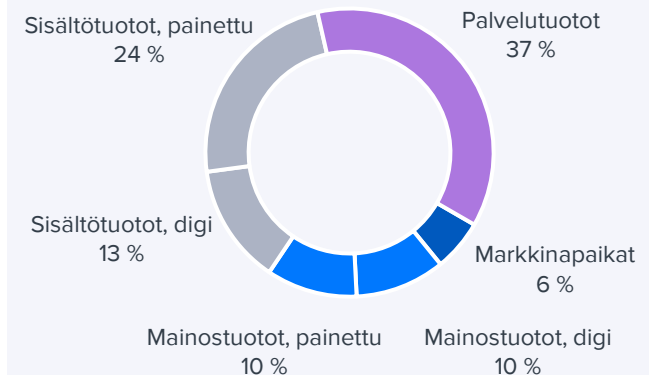
53 % / 47 %

Printin ja palvelutuotteiden osuus / digitaalisten tuotteiden osuus

#1 markkina-asema

Talous- ja ammattilaismedia Suomi

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2020



Alma Talent 2/3

Markkinapaikkojen osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2020 noin 6 %. Segmentin markkinapaikkoja ovat Ruotsissa ja Suomessa toimivat toimitilamarkkinapaikat objektvision.se sekä Kauppalehti toimitilat.

Segmentin kehitysnäkymät

Talent-liiketoiminnassa on käynnissä siirtymä sisältöliiketoiminnan osalta painetusta mediasta digiin, mikä vaimentaa heikosti kehittyvän painetun mediamainonnan kanssa segmentin kokonaisliikevaihdon kehitystä. Palveluissa ja markkinapaikoissa segmentin kasvunäkymä on arviomme mukaan hyvää.

Arvioimme segmentin painetun median liikevaihdon laskevan 5-10 %:n vuotuisella vauhdilla lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä heijastellen odottamaamme painetun median mainostuottojen ja tilaajien määrän laskua. Odotamme puolestaan digitaalisen liiketoiminnan tuottojen paikkaavan painetun median liikevaihdon laskua. Digitaalisen liiketoiminnan tuottojen odotamme kasvavan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä noin 5-10 %:n vauhtia ja palveluiden sekä markkinapaikkojen noin 0-5 % vuodessa. Siten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu nousee lähivuosina arvioimme mukaan selvästi positiiviseksi (+4-5 %) peilaten painetun median pienenevää suhteellista osuutta segmentin tuotoista.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä myynnin jakauman asteittaisen parantumisen (kannattavamman digin suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa) ja tehokkuuden parantumisen myötä lievää nousua keskipitkällä aikavälillä.

Ennusteet

Lähdemme Talentin ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu elpyy selvästi vuonna 2021, mutta odotamme median rakeenteellisen murroksen jatkuvan, mikä osittain heikentää Talentin kasvua. Ennustamme Talentin liikevaihdon kasvavan reilu 4 % 99 MEUR:oon vuonna 2021. Vuonna 2022 odotamme kasvavien digitaalisten liiketoimintojen tuottojen vetävän liikevaihdon lähes 5 %:n kasvuun. Keskipitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kehityksen jatkavan samalla trendillä heijastellen digitaalisten liiketoimintojen kasvua.

Ennustamme vuoden 2021 oikaistun liikevoiton kasvavan lähes 31 % 21,1 MEUR:oon (2020: 16,2 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 21,4 %:iin (2020: 17,0 %) kasvavaa digitaalisen liikevaihdon suhteellista osuutta peilaten. Vuodelle 2022 ennustamme suhteellisen kannattavuuden vahvistuvan edelleen heijastellen digitaalisten tuottojen suhteellisesti kasvavaa osuutta. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme digitaalisen liiketoiminnan kasvun ajavan kannattavuuteen maltillista vahvistumista. Oikaistun liikevoitto-%:n odotamme nousevan vuonna 2024 vajaan 25 %:iin.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman digitaalisen mainonnan, sisältömyynnin ja palveluiden (mm. DIAS) kehityksen. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset digimainonnassa sekä painetun median rakennemuutoksen selvästi ennakoitua voimakkaampi kiihtyminen.

Talent liikevaihto ja oik. EBIT-% (raportoitu)



Tuloslaskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	95,1	99,0	103,9	109,0	114,6
Käyttökate oik.	20,4	25,1	27,2	29,9	32,2
Liikevoitto oik.	16,2	21,1	23,2	25,9	28,2
Liikevoitto	13,1	20,8	22,7	25,4	27,7
Kertaluonteiset erät	-3,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%		4,1 %	4,9 %	5,0 %	5,1 %
Liikevoitto oik. kasvu-%		30,6 %	9,8 %	11,7 %	8,8 %
Oik. käyttökate-%	21,5 %	25,4 %	26,2 %	27,5 %	28,1 %
Oik. liikevoitto-%	17,0 %	21,4 %	22,4 %	23,8 %	24,6 %
Liikevoitto-%	13,8 %	21,1 %	21,9 %	23,3 %	24,2 %

Alma Talent 3/3

Talent arvostus

Määritämme Talent-segmentin arvoa laajan mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta.

Olemme identifioineet Talent -segmentille kaikkiaan 13 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Talentin kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit heijastelevat kohtuullisen hyvin Talentin liiketoimintamallia ja mediatoimialan yleisiä kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuosien 2021-2022 mediaani EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Talentin vuosien 2021-2022 oikaistulle liikevoitolle. Vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin huomattavasti Talentia suurempia ja listattuja yhtiöitä, joten sovellamme Talentin arvostustasoon laskelmassa 20 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2021 ja 2022 noin 18x ja 12x tasolla. Verrokkien mediaani arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme laskettuna saamme Talentin yritysarvoksi (EV) 227-297 MEUR.

Alma Talent verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	21e	22e	21e	22e
Agora SA	273		102,6	1,3	1,1
Future PLC	4229	22,8	18,8	6,3	5,4
Daily Mail and General Trust P L C	1825	16,6	13,4	1,4	1,3
Gannett Co Inc	1563		7,8	0,6	0,6
Lagardere SCA	6754		38,7	1,4	1,2
Meredith Corp	3191	7,6	10,2	1,3	1,3
Arnoldo Mondadori Editore SpA	580	48,3	9,8	0,8	0,7
New York Times Co	5392	26,5	22,6	3,3	3,1
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	585	97,6	6,7	0,7	0,7
Sanoma Oyj	2944	17,6	15,7	2,4	2,3
TX Group AG	875	9,0	7,8	1,0	1,0
Promotora de Informaciones SA	1351	31,2	11,0	1,4	1,3
Vocento SA	268	12,6	10,3	0,7	0,7
Keskiarvo	2295	29,0	21,2	1,7	1,6
Mediaani	1351	17,6	12,2	1,3	1,2

Alma Consumer 1/3

Kuluttajille suunnatut digitaaliset markkinapaikat

Consumerin liiketoimintamallin painopiste muuttui merkittävästi uuden segmenttijaon (kuluttajien markkinapaikkaliiketoiminnot siirtyivät Consumerin alle) ja Nettixin-yrityksoston myötä. Yrityskaupalla Consumerista tuli liikevaihdolla mitattuna konsernin toiseksi suurin segmentti (2020 pro forma -liikevaihto: 92 MEUR / 37 % Alma Median pro forma -liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna suurin segmentti (2020: pro forma -EBIT-% 27,1 %, pro forma -oik. EBIT 25,0 MEUR / 45 % konsernin pro forma -oik. liikevoitosta).

Liiketoiminnan keskiöön ovat nousseet kuluttajille suunnatut digitaaliset markkinapaikat (mm. asumiseen liittyvät Etuovi.com ja Vuokraovi.com, moottorialan palveluihin liittyvät Autotalli.com, NettiAuto ja NettiMoto). Lisäksi merkittävässä roolissa on mediayksikkö, joka koostuu valtakunnallisesta uutismedia Iltalehdestä. Lisäksi segmentissä raportoidaan verkkopalvelut (mm. Etua.fi, Golf Finland.fi, ampparit.com ja telkku.com). Alma Media omistaa nykyään markkinapaikkaliiketoimintonsa kokonaan, hankittuaan Alma Mediapartnersin vähemmistöosuuden vuoden 2020 lopussa.

Consumer on markkinajohtaja asumisen sekä moottorialan markkinapaikoissa.

Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti muita toimijoita selvästi paremman kannattavuuden. Lisäksi tunnetut brändit kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa vahvistavat yhtiön markkina-asemaa, sillä arviomme mukaan ne nostaa markkinoille tulon kynnyistä.

Puolestaan Kantar TNS:n laskemaan Suomen

mediamainonnan markkinaa (noin 1,13 mrd. euroa) suhteutettuna Consumerin markkinaosuus on noin vajaa 3 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,53 mrd.) noin 5 %.

Digitaalisten tuottojen osuus korkea

Consumerin digitaalisen liikevaihdon osuus vuoden 2020 pro forma -liikevaihdosta oli 78 % etenkin markkinapaikkojen vetämänä, joiden tuotot ovat kuitenkin alttiita muutoksille kulutus-käyttäytymisessä. Mediayksikön tuotot ovat puolestaan yhdistelmä perinteistä tilauspohjaista printtimediaa ja pitkälle digitaaliseen liiketoimintamalliin nojaavaa, pitkälti mainosrahoitteista verkkomediaa. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus Consumerille on vielä huomattava, sillä painetun median osuus Consumerin pro forma -liikevaihdosta on noin 22 %.

Markkinapaikkojen osuus Consumerin pro forma -liikevaihdosta oli noin 44 %, jotka syntyvät pääosin ilmoitustuotoista kuluttajien suosimilla markkinapaikoilla (mm. Etuovi.com ja NettiAuto).

Mainostuottojen osuus pro forma -liikevaihdosta vuonna 2020 oli noin 30 %. Segmentin pro forma mainostuotoista vuonna 2020 arviomme mukaan noin 87 % muodostui verkkomainonnasta ja noin 13 % painetun median mainonnasta.

Sisältötuottojen osuus segmentin pro forma -liikevaihdosta oli vuonna 2020 noin 18 %. Sisältötuotot muodostuvat kokonaan painetun Iltalehden irtolukemismyynnistä.

Palvelutuotot muodostivat vuonna 2020 arviomme mukaan segmentin pro forma -liikevaihdosta noin 8 %, mitkä koostuivat digitaalisista palveluista, kuten Kotikokki, Telkku, Ampparit ja e-Kontakti.

Consumer lyhyesti, 2020

92 MEUR

Pro forma -liikevaihto 2020

27,1 %

Kannattavuus, pro forma -oikaistu liikevoitto-%

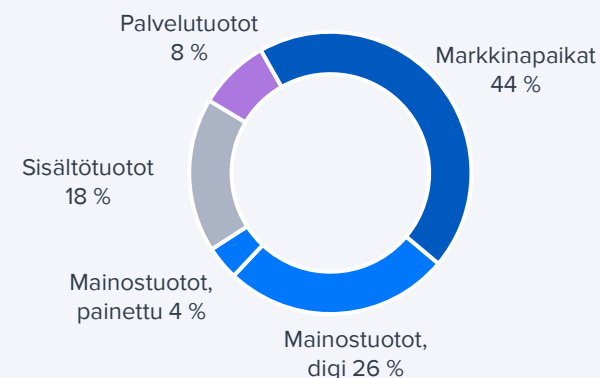
78 % / 22 %

Digitaalisten tuottojen / muun liiketoiminnan osuus

#1 markkina-asema

Asuntojen ja autokaupan markkinapaikoissa

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2020*



Lähde: Inderes, Alma Media

* Raportoitu + Nettix-yrityskauppa, Inderes arviot

Alma Consumer 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Arviomme mukaan Consumerin kasvunäkymät ovat keskipitkällä aikavälillä kaksijakoiset, mutta kokonaisuutena positiiviset. Markkinapaikkojen kasvun jatkumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tukee aiemmin esiteltyt pääajurit eli luokiteltujen ilmoitusten keskittyminen suurimpiin, tehokkaimpiin ja palveluiltaan kehittyneimpiin alustoihin ja uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen markkinapaikkojen ja digitaalisten palveluiden arvoketjussa. Digitaalisen mainonnan ja palveluiden kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät ja odotammekin digitaalisten liiketoimintojen tuottojen kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 % vuodessa.

Sen sijaan painetun median markkinan osalta odotamme rakenteellisten trendien jatkuvan voimakkaina. Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa keskipitkällä aikavälillä. Laskua on viimeisen vuoden aikana vauhdittanut koronapandemia, minkä aiheuttaman kysynnän laskun emme odota palautuvan oleellisesti. Näin ollen odotamme koronapandemian kiihdyttävän jo ennestään käsillä ollutta median rakennemurrosta. Kokonaisuutena uskomme segmentin liikevaihdon kasvavan kuitenkin keskimäärin noin 3 %:n vuosivauhdilla keskipitkällä aikavälillä.

Kannattavuuden odotamme kasvavan lyhyellä ja keskipitkällä nousevan liikevaihdon ja erittäin hyvin skaalautuvan digitaalisen liiketoiminnan yhdistelmän myötä. Kehitystä kuitenkin hidastaa odottamamme painetun median lasku.

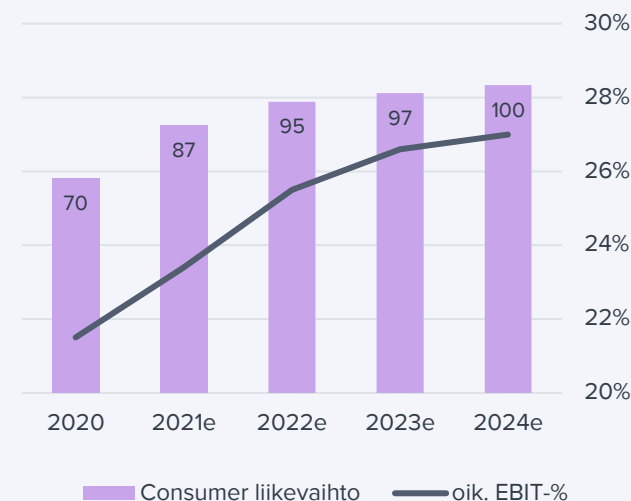
Ennusteet

Consumerin ennusteemme pohjautuvat samoihin Suomen talouden ennusteisiin kuin Talentin ennusteemme. Lisäksi odotamme markkinapaikkojen liikevaihdon kehityksen jatkuvan suotuisasti hyvällä tasolla olevan auto- ja asuntokaupan vetämänä. Ennustamme Consumerin raportoidun liikevaihdon kasvavan 25 % 87 MEUR:oon vuonna 2021 Nettix-yrityskaupan tukemana (mukana Q2'21 alkaen). Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon kasvavan vielä lähes 9 % heijastellen Nettixin tuomaa epäorgaanista kasvua sekä digitaalisen median liikevaihdon kasvua.

Ennustamme vuoden 2021 oikaistun liikevoiton kasvavan lähes 36 % 20,3 MEUR:oon (2020: 15,0 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-% nousevan 23,4 %:iin peilaten markkinapaikkojen korkeaa kannattavuutta. Vuonna 2022 odotamme oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 25,5 %:iin heijastellen yrityskaupasta saatavia kulusynergioita sekä kasvavaa digitaalisten tuottojen suhteellista osuutta. Keskipitkällä aikavälillä odotamme oikaistun liikevoiton jatkavan kasvu-uralla, mikä heijastelee liikevaihdon rakenteen muutosta.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman digitaalisen mainonnan kehityksen ja levittäytymisen markkinapaikkojen arvoketjussa mahdollisesti täydentävien yritysostojen kautta. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo kiristyvän kilpailun riski etenkin markkinapaikoissa ja painetun median rakennemuutoksen nopeus.

Consumer liikevaihto ja oik. EBIT-% (raportoitu)



Tuloslaskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	69,8	87,0	94,6	97,4	100,0
Käyttökate oik.	17,0	22,1	26,2	28,0	29,2
Liikevoitto oik.	15,0	20,3	24,1	25,9	27,0
Liikevoitto	15,3	17,9	21,1	22,9	24,0
Kertaluonteiset erät	0,3	-2,4	-3,0	-3,0	-3,0

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%		24,7 %	8,6 %	3,0 %	2,7 %
Liikevoitto oik. kasvu-%		35,5 %	18,5 %	7,4 %	4,5 %
Oik. käyttökate-%	24,4 %	25,4 %	27,8 %	28,8 %	29,2 %
Oik. liikevoitto-%	21,5 %	23,4 %	25,5 %	26,6 %	27,0 %
Liikevoitto-%	21,9 %	20,6 %	22,3 %	23,5 %	24,0 %

Alma Consumer 3/3

Consumerin arvostus

Määritämme Consumer-segmentin arvoa laajan markkinapaikkaliiketoiminnoista sekä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän kautta. Consumerin markkinapaikkaliiketoiminnan verrokkiryhmä vastaa Careerin verrokkiryhmää, kun taas muun liiketoiminnan verrokkiryhmä vastaa Talentin verrokkiryhmää. Careerin nykyisellä rakenteella sen liiketoiminnot ovat erilaisia ja niillä on myös erilaiset ajurit, joten verrokkien kautta muodostettavan arvonmäärityksen soveltuvuus on mielestämme aiempaa heikompi.

Verrokkien arvostus

Käytämme arvonmäärityksessä yhtenä osana verrokkiryhmän vuosien 2021-2022 EV/EBIT-kertoimia sekä ennusteitamme Consumerin vuosien 2021-2022 liikevoitolle. Käyttämämme verrokkiryhmä on sama kuin Careerilla. Mielestämme tämä on perusteltua, sillä arviomme mukaan valtaosa segmentin tuloksesta muodostuu markkinapaikoista. Vertailuyhtiöt ovat kuitenkin kooltaan keksimäärin huomattavasti suurempia ja listattuja yhtiötä sekä digitaalisten liiketoimintojen osuus on vielä Consumeriakin korkeampi, sovellamme segmentin arvostustason laskelmassa 20 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat noin 27x ja 22x. Verrokkien vuosien 2021-2022 mediaanikertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme laskettuna saamme Consumerin yritysarvoksi (EV) noin 427-443 MEUR.

Viimeaikaisten yrityskauppojen arvostustasot

Consumerin arvonmäärittämisen haastavaksi tekee

toimintojen erilaiset kasvu- ja kannattavuusprofiilit. Segmentti sisältää korkean skaalautuvuuden ja kannattavuuden markkinapaikkaliiketoimintaa, joka arvostetaan korkeilla kertoimilla. Lisäksi segmentti sisältää kasvavaa digitaalista palveluliikevaihtoa ja digimainontaa sekä laskevaa printtimediaa. Vaikka lopulle digitaaliselle liikevaihdon voitaisiin mielestämme antaa itsenäisinä toimintoina korkeammat kertoimet, toistaiseksi printtisisällön tuottaminen on välttämätöntä digituottojen kehitykselle. Täten loppuosa liikevaihdosta tulee mielestämme arvostaa perinteisempien mediayhtiöiden kertoimilla.

Olemme haarukoineet segmentin arvoa myös viimeaikaisten yrityskauppojen kautta. Schibstedin Oikotie-yrityskaupan kertoimet olivat EV/S 6,7x ja EV/EBITDA 19,7x. Nettix-yrityskaupan EV/S-kerroin oli puolestaan 7,6x. Käyttämällä näiden keskimääräisiä EV/S-kertoimia markkinapaikkojen vuoden 2022 ennusteellemme ja lopulle mediayhtiöiden verrokkiryhmän vuoden 2022 mediaani EV/S-kerrointa saamme segmentin arvoksi n. 375 MEUR.

Olemme arvioineet segmentin arvoa myös Oikotie-kaupan kannattavuuskertoimen ja Nettixin suhteellisen kannattavuuden kautta. Alma Median hankkiessa Nettixin sen vuoden 2020 käyttökate-% oli n. 50 %. Käyttämällä tätä kannattavuustasoa vuoden 2022 markkinapaikkojen liikevaihdon ennusteellemme ja lisäämällä muiden toimintojen liikevaihtopohjaisen osuuden saamme segmentin arvoksi 491 MEUR. Eri menetelmien kautta saatava varsin leveä arvostushaarukka (375-491 MEUR) kuvastaa mielestämme varsin hyvin segmentin arvonmäärittämiseen haastavuutta.

Alma Consumer verrokkiryhmä

Verrokkit	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	21e	22e	21e	22e
Careerin verrokkit					
Keskiarvo	11158	34,3	25,0	9,6	8,3
Mediaani	6197	27,2	22,1	7,2	6,5
Talentin verrokkit					
Keskiarvo	2295	29,0	21,2	1,7	1,6
Mediaani	1351	17,6	12,2	1,3	1,2

Taloudellinen tilanne

Taserakenne

Tarkastelemme yhtiön taloudellista tilannetta Q1'21:n lopun luvuilla. Huomioitavaa on kuitenkin, että maaliskuussa 2021 julkistetun Nettix-yrityskaupan vaikutukset eivät heijastuneet vielä Q1-lukuihin ja näin ollen peilaammekin taloudellista asemaa myös osin vuoden 2021 lopun ennusteisiimme.

Alma Median taseen loppusumma oli Q1'21:n lopussa 345 MEUR. Nettix-kauppa kasvattaa taseen loppusummaa noin 175 MEUR:lla (145 MEUR liikearvoa, 30 MEUR aineettomia hyödykkeitä). Tase sisältää aikaisempien yrityskauppojen johdosta jo ennestään paljon liikearvoa (154 MEUR) sekä muuta aineetonta omaisuutta (58 MEUR). Tästä valtaosa on syntynyt vuonna 2012 tehtyjen rekrytointiportaalien ostojen ja vuoden 2015 lopussa toteutetun Talentumin hankinnan yhteydessä. Q1'21 lopussa aineellista omaisuutta yhtiön taseessa oli 38 MEUR ja rahavaroja 53 MEUR. Loput taseen varoista muodostui saamisista ja muista varoista.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy ennakkomaksuja ja ostovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisista korkeammat. Q1'21 lopussa käyttöpääoma oli noin 61 MEUR negatiivinen.

Alman oma pääoma oli Q1'21 lopussa 128 MEUR. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli enää noin 4 MEUR Alma Mediaparnters sekä Alma Career -vähemmistöosuuksien hankintojen jälkeen. Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautui Q1'21 lopussa noin 34 % Talentille, noin

24 % Careerille, noin 14 % Consumerille ja loput noin 28 % konsernille. Pidämme Alma Median tase-eriä valtaosin kuranntina, sillä yhtiö on joka vuosi tehnyt arvonalennustestausten perusteella alaskirjauksia heikompien omaisuuserien arvoihin. Kokonaisuutena alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat matalat ja Alma Median kokoluokassa vaikutukset omavaraisuusasteeseen ja tulokseen olisivat varsin rajallisia.

Tase on laitettu töihin

Alma Median viimeaikaisten jo toteutuneiden yritysjärjestelyiden sarjan (Q4'20: Alma Mediapartners ja DIAS, Q1'21: Alma Career) jälkeen yhtiön taseasema on muuttunut hieman vuodentakaiseen verrattuna. Yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q1'21:n lopussa 31 % (Q1'20: 1 %). Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 80 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa puolestaan 12 MEUR. Rahavarat huomioiden yhtiön nettovelat olivat Q1:n lopussa 39 MEUR. Näissä luvuissa ei ole kuitenkaan huomioitu Nettix-yrityskaupan vaikutuksia, jotka lisäävät nettovelan määrää noin 170 MEUR:lla Q2:n aikana.

Alma Median nettovelan ja käyttökatteen suhdeluku Q1'21 lopussa oli vielä noin -0,1x. Arviomme mukaan tase on viimeisten yrityskauppojen jälkeen venytetty tasolle, mitä yhtiö tulee sulattelemaan seuraavat pari vuotta, emmekä odota Alma Median tekevän kuin pieniä täydentäviä yritysostoja lähitulevaisuudessa. Yhtiön korkea kannattavuus ja liiketoiminnan vahva kassavirran tuottokyky kuitenkin syövätkin nettovelan suhteellisen nopeasti maltillisemmalle tasolle (2022e nettovelka/käyttökate 2,6x).

Järjestelyiden jälkeen odotamme yhtiön omavaraisuusasteen olevan edelleen hyvällä tasolla (2021e 40 %) ja nettovelkaantuneisuuden olevan lievästi koholla (2021e 103 %).

Pääoman tuotto vahvalla tasolla

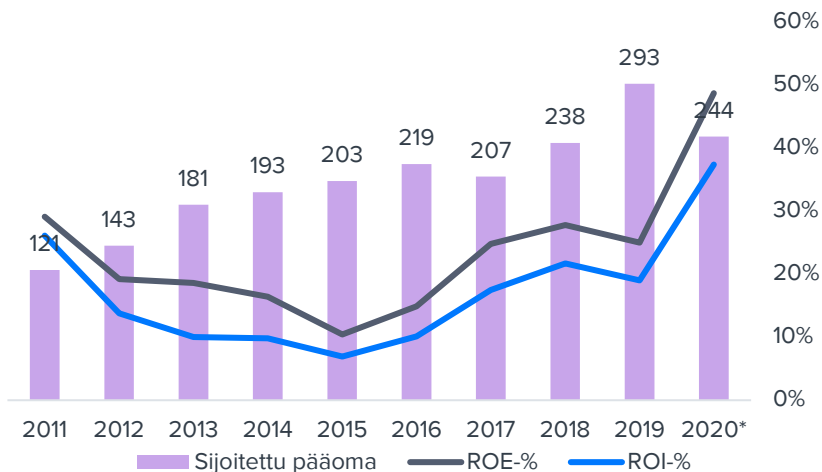
Alma Median sijoitetun pääoman (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat nousseet hyvälle taloudellisen tavoitteen tasolle viime vuosina kannattavuuden nousun vetämänä. Arvioimme kuitenkin, että selvästi kasvavan taseen takia yhtiö ei yllä taloudellisten tavoitteiden mukaiseen yli 17 %:n ROI-% tavoitteeseen tänä tai ensi vuonna. Kestävää haastetta emme kuitenkaan odota taseen kasvun aiheuttavan ja odotamme ROI-%:n palautuvan keskipitkällä aikavälillä tavoitetason tuntumaan. Oman pääoman tuoton odotamme sen sijaan olevan tästä vuodesta eteenpäin yli 20 % kasvanutta velkavipua peilaten. Vuosina 2016-2020 Alma Median ROI-% (ei sis. lopetettuja toimintoja) oli keskimäärin noin 19 % ja ROE-% noin 20 %.

Kassavirta ja osinko

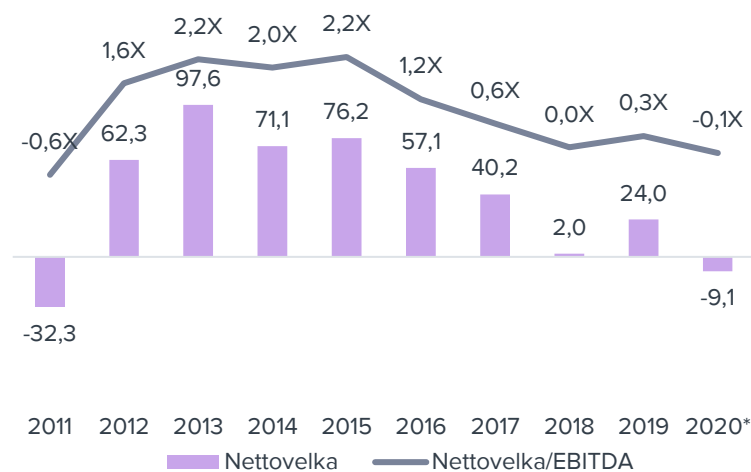
Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosina 2019-2020 vahvalla tasolla noin 22-24 % liikevaihdosta (vrt. oik. EBIT hieman alle 20 %). Huomioiden yhtiön matala ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen (n. 3-4 MEUR vuodessa) oletamme yhtiön taseaseman vahvistuvan melko nopeasti. Lisäksi korkea kannattavuus, vahva kassavirta ja matalan investointitarve mahdollistavat kasvavan osingonjaon mahdollisista täydentävistä yrityskaupoista huolimatta.

Taloudellinen tilanne

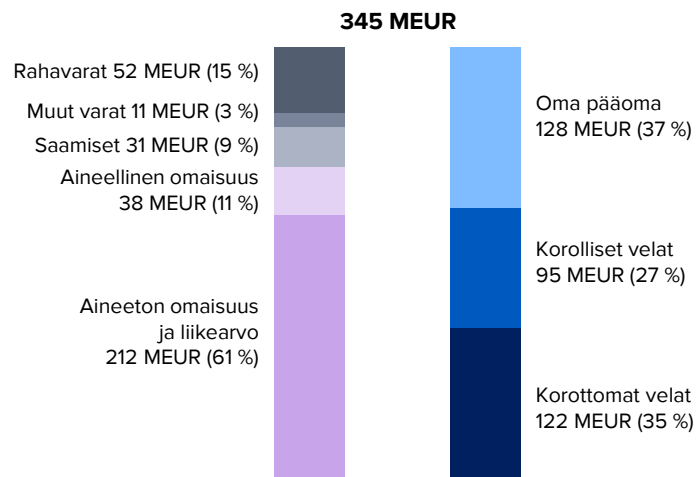
Sijoitettu pääoma, ROI % ja ROE-%



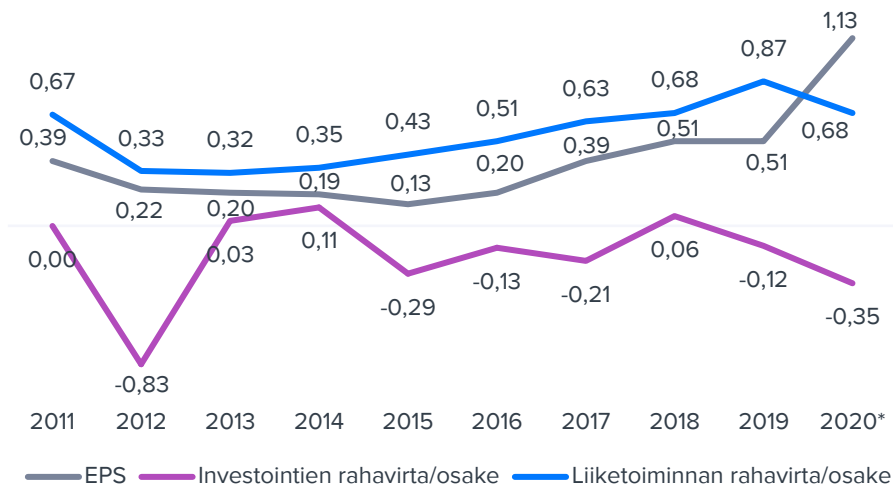
Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



Taserakenne, Q1'21



Liiketoiminnan ja investointien rahavirta ja EPS



*Sisältää lopetetut toiminnot
Lähde: Inderes, Alma Media

Ennusteet konsernitasolla

Vuosi 2021: epäorgaanista kasvua

Alma Media antoi Nettix-yrityskaupan jälkeen päivitetyn ohjeistuksen vuodelle 2021, jonka mukaan se arvioi jatkuvien toimintojen liikevaihdon (2020: 230 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2020: 45,4 MEUR) kasvavan vuodesta 2020. Ennustamme yhtiön vuoden 2021 raportoidun liikevaihdon kasvavan 10 % 253 MEUR:oon. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvavan kaikissa segmenteissä, mutta kasvun taustalla on etenkin epäorgaaninen kasvu.

Konsernitasolla odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton kasvavan lähes 25 % 57 MEUR:oon vastaten 22,4 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2020: 19,7 %). Suhteellisesti suurinta oikaistun liikevoiton kasvua odotamme Consumer-segmenttiin epäorgaanisen kasvun myötä.

Raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan operatiivisen tuloksen kasvua ja vähemmistöjen laskenutta tulososuutta heijastellen 0,47 euroon (2020: 0,34 euroa). Paranevaa tuloskehitystä ja viimeaikaisia yritysostoja heijastellen odotamme Alma Median palaavan pääoman allokoinnissa takaisin kasvavan osingonmaksun tielle ja ennustamme yhtiön nostavan osakekohtaisen osinkonsa 0,32 euroon.

Vuodet 2022-2023: odotamme tuloskasvun jatkuvan

Ennustamme Alma Median raportoidun liikevaihdon kasvavan lähes 8 % vuonna 2022, kun etenkin Careerin liikevaihto palautuu koronapandemian vaikutuksista ja Nettix-kauppa tuo lievää epäorgaanista kasvua Q1:lle. Konsernitasolla liikevaihdon kasvua ajaa etenkin kasvava digitaalisen

liikevaihdon suhteellinen osuus, mutta toisaalta jatkuva painetun median lasku hidastaa kehitystä osittain. Tätä kokonaiskuva heijastellen odotamme vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan 4 %.

Odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan liikevaihdon kasvua voimakkaammin vuonna 2022 (2022e oik. ebit-% 25,0 %) ja kannattavuuden vahvistuvan liikevaihdon jakauman muutosta ja saavutettuja synergioita heijastellen. Ennustamme oikaistun liikevoitto-%:n jatkavan vahvistumistaan vuonna 2023 25,9 %:iin digiliiketoiminnan tukemana. Vuosien 2021 ja 2022 oikaistujen osakekohtaisten tulosten odotamme kasvavan 0,59 euroon ja 0,65 euroon ja ennustamme vuosien 2021 ja 2022 osinkojen (0,35 euroa ja 0,40 euroa) jatkavan maltillisella nousukäyrällä.

Pitkän aikavälin tulosennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä Alma Median tuloskehityksen ajureita ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendi.

Ennustamme Alma Median digitaalisten liiketoimintojen kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin 5-8 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin viidenneksen tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan noin 5-10 % vuodessa, mikä painaa kokonaiskasvua maltillisemmaksi (CAGR 2022-2030 ~3,0 %). Liiketoiminnan painopisteen parantuminen nostaa kuitenkin ennusteissamme Alman liikevoitto-% (2030: 24,5 %), mikä puolestaan nostaa tuloskasvun kohtuulliselle tasolle (CAGR 2022-2030: + 3,5 %).

Liikevaihto ja kannattavuus (raportoidut luvut)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	355	250	61,8	52,5	53,9	62,0	230	58,1	63,6	62,1	69,4	253	274	285	295
Alma Career	96,4	100,0	18,4	13,5	15,5	15,3	62,7	16,2	16,4	16,4	16,7	65,7	73,2	76,2	78,6
Alma Talent	109	103	25,6	22,4	20,7	26,4	95,1	24,5	24,7	22,6	27	99,0	104	109	115
Alma Consumer	152	47,2	17,9	15,7	16,9	19,3	69,8	17,5	22,0	22,6	25,0	87,0	94,6	97,4	100
Kertaluonteiset erät	-2,3	0,0	-0,1	0,9	0,8	0,9	2,5	-0,1	0,5	0,5	0,5	1,4	2,0	2,0	2,0
Käyttökate	76,6	71,4	16,3	13,0	17,0	12,8	59,0	14,3	15,5	18,7	19,6	68,1	80,2	85,6	89,1
Poistot ja arvonalennukset	-15,6	-21,9	-4,1	-4,0	-3,9	-3,8	-15,8	-3,5	-4,2	-4,2	-4,2	-16,1	-15,7	-15,2	-14,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	57,3	49,4	11,2	11,8	13,2	9,4	45,5	11,1	13,4	15,6	16,5	56,6	68,5	73,8	77,3
Liikevoitto	61,0	49,5	12,2	9,0	13,1	9,0	43,2	10,8	11,3	14,5	15,4	52,0	64,5	70,4	74,3
Alma Career	34,4	37,7	6,6	4,8	5,5	4,5	21,4	5,1	5,1	5,8	5,2	21,2	26,2	26,9	27,3
Alma Talent	15,5	14,8	3,7	2,8	4,1	2,6	13,1	5,2	4,9	5,1	5,9	21,2	23,2	25,9	28,2
Alma Consumer	14,4	6,2	2,7	2,8	4,6	5,0	15,1	3,4	4,6	5,8	6,6	20,3	24,1	25,9	27,0
Muut ja eliminoinnit	0,0	0,0	-1,8	-0,4	-1,1	-3,1	-6,4	-2,7	-1,9	-1,9	-1,9	-8,4	-8,0	-7,8	-7,8
Kertaluonteiset erät	-7,0	-9,2	1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,4	-0,4	-0,4	-2,3	-1,0	-0,5	-0,5
Nettorahoituskulut	-0,3	-2,1	0,3	-0,6	0,0	-0,7	-1,0	-0,5	-0,8	-0,6	-0,6	-2,4	-2,7	-2,7	-2,6
Tulos ennen veroja	60,4	47,9	12,5	8,4	13,3	8,2	42,3	10,4	10,7	13,9	14,9	49,8	62,0	67,9	71,9
Verot	-12,5	-10,7	-2,3	-2,3	-1,9	-2,5	-9,0	-2,2	-2,2	-2,8	-3,0	-10,3	-12,7	-13,9	-14,7
Vähemmistöosuudet	-6,3	-6,4	-1,6	-1,3	-1,9	-1,0	-5,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5
Nettotulos	41,7	30,8	8,6	4,9	9,5	4,7	27,6	7,6	8,4	10,9	11,7	38,6	48,9	53,5	56,7
EPS (oikaistu)	0,46	0,37	0,09	0,09	0,12	0,06	0,36	0,10	0,13	0,15	0,16	0,53	0,64	0,69	0,73
EPS (raportoitu)	0,51	0,37	0,10	0,06	0,12	0,06	0,34	0,09	0,10	0,13	0,14	0,47	0,59	0,65	0,69

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	-29,5 %	-0,5 %	-18,1 %	-7,5 %	-5,6 %	-8,0 %	-6,1 %	21,1 %	15,3 %	11,9 %	10,0 %	8,1 %	4,0 %	3,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-13,8 %	-3,0 %	-1,2 %	-3,3 %	-24,3 %	-8,0 %	-0,6 %	14,1 %	18,4 %	76,1 %	24,6 %	21,0 %	7,8 %	4,7 %
Käyttökate-%	21,6 %	28,5 %	26,3 %	24,7 %	31,5 %	20,6 %	25,6 %	24,6 %	24,4 %	30,1 %	28,3 %	26,9 %	29,3 %	30,1 %	30,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,2 %	19,7 %	18,0 %	22,4 %	24,4 %	15,1 %	19,7 %	19,1 %	21,1 %	25,1 %	23,8 %	22,4 %	25,0 %	25,9 %	26,2 %
Nettotulos-%	11,8 %	12,3 %	13,8 %	9,3 %	17,7 %	7,6 %	12,0 %	13,2 %	13,1 %	17,5 %	16,9 %	15,3 %	17,9 %	18,8 %	19,2 %

Lähde: Inderes

Huom. Raportoidut luvut

Sijoitusprofiili

Kasvu- ja osinko-osakkeen yhdistelmä

Alma Media profiloituu sijoituskohteena markkinapaikkaliiketoimintojen merkittäväksi kasvaneen roolin ja kannattavan kasvun sekä aktiivisen yritysostostrategian puolelta kasvuyhtiöksi, ja painetun median hidastaman, kannattavan ja vahvaa kassavirtaa tuottavan mediaaliiketoiminnan puolelta osinko-osakkeeksi. Alma Median osingonmaksukyky on hyvä, sillä yhtiön kassavirta on vahva, minkä ansiosta velkaisuus laskee nopeasti. Lisäksi yhtiön investointitarpeet ovat matalat ja orgaaninen kasvu ei sido olennaisesti pääomia.

Syklisyys ja toimialan murros kasvattaa tuloksen vaihteluja

Mediayhtiöiden tulosesitys vaihtelee tyypillisesti vahvasti yleisen talousesityksen mukana, sillä merkittävä osa toimialan ja Alma Median tuotoista syntyy ilmoitustuotoista. Toimialan murroksen jatkuminen eli painettujen medioiden sisältötuottojen lasku yhdessä suhdanteille herkan rekrytointiliiketoiminnan kanssa kasvattavat Alma Median tuloksen vaihteluja. Vastapainona näille tekijöille toimii tavanomaisesti toistuvaluonteiset ja talouden vaihteluille vähän alttiit sisältötuotot sekä kasvavat digitaaliset palvelutuotot.

Yrityskauppojen tekijä ja potentiaalinen kohde

Yritysjärjestelyt ovat keskeinen osa Alma Median strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yritysjärjestelyt ovat näkyneen Alma Mediassa kolmea kautta: 1) Yhtiö pyrki itse aktiivisesti kiihdyttämään kasvua, luomaan synergiaetuja

ja/tai laajentumaan yritysostoin; 2) Yhtiö muokkasi tarvittaessa liiketoimintarakennettaan myymällä heikosti kannattavia sekä strategiaan sopimattomia osia; 3) Mediayhtiöiden ristiinomistusten ja Alma Median merkittävän digitaalisen liiketoiminnan markkina-aseman kautta Alma Media tai sen osat ovat itsessään potentiaalinen yritysjärjestelyjen kohde. Arvioimme kohdan 1 selvästi todennäköisemmäksi tekijäksi myös jatkossa, kun taas kohdan 2 osalta merkittävimmät toimet on toteutettu.

Positiiviset arvo-ajurit

Digitaalisen liiketoiminnan kasvu: Digitaalisten liiketoimintojen kasvunäkymät ovat edelleen vahvat ja kannattavuuspotentiaali korkea, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten liiketoimintojen osuus yhtiön liikevaihdosta on jo yli 2/3-osaa ja tuloksesta vielä suurempi osa.

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

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Alma Medialla on vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista, mutta yhtiön on velkaantuneisuus on suhteellisen korkea tällä hetkellä. Kassavirta kuitenkin pienentää taseen velkavipua nopeastikin ja arvioimme mukaan Alma Median voidaan odottaa säilyvän aktiivisena yritysostoissa keskipitkällä aikavälillä. Pidämme yrityskauppoja historiallisten näyttöjen pohjalta lähtökohtaisesti positiivisena optiona sijoittajien kannalta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Suhdanneherkkyys: Huomattava osa yhtiön tuotoista syntyy suhdanneherkistä mainos- ja ilmoitustuotoista. Siten yhtiön kasvu on riippuvainen talousesityksestä. Ripeiden sopeutustoimien ansiosta yhtiö kuitenkin onnistui puolustamaan tuloskuntoaan koronapandemian aikana.

Painetun median tuottojen lasku: Odotamme Alma Median painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kasvua ja heikentää kassavirtaa. Painetun median osuus Alma Median liikevaihdosta on noin viidesosa.

Kilpailuaseman muutokset: Mediatulojen kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnsy madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatulojen kilpailuasema muuttuu jatkuvasti.

Teknologia- ja sääntelyriskit: 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 vahva markkina-asema. Kuluttajadataa voimakkaasti hyödyntävien yhtiöiden osalta riskinä on sääntelyn kiristyminen (mm. GDPR), jonka osalta odotamme kuitenkin Alman olevan suhteellinen hyötyjä.

Sijoitusprofiili

1.

Digitaalisten liiketoimintojen kannattava kasvu

2.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat mediatoiminnot

3.

Suhdanneherkkyys nostaa osakkeen riskiprofiilia

4.

Vahvan kassavirran myötä velkaantuneisuus laskee ripeästi ja antaa liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Osakkeen tuotto-odotus nojaa kasvuun, osinkoon ja tulokasvua kiihdyttävien yritysostojen varaan

Potentiaali



- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Erinomainen kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio, joka on historiallisten näyttöjen valossa positiivinen

Riskit



- Korkeahko suhdanneherkkyys
- Painetun median tuottojen rakenteellinen lasku ja sen tuoma sopeutustarve
- Kilpailuaseman muutokset
- Teknologiamuutokset

Arvonmääritys 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tulokasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmääritystä osien summa -laskelmalla ja kassavirtamallilla (DCF), Suosimme arvonmäärityksessä EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomioi yhtiön nettokassan. Olennaisessa osassa on kuitenkin myös P/E-kerroin.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Alma Median osakkeen tuotto-odotuksessa osingon rooli on arviomme mukaan olennainen. Ennusteillamme ja nykyisellä 9,80 euron kurssitasolla osinkotuotto asettuu noin 3-4 %:iin lähivuosina. Arvioimme osingon olevan viime vuoden osingonleikkauksen ja yritysostojen sekä liikevaihdon elpymisen tuoman tulokasvun myötä vakaalla pohjalla.

Odotamme Alma Median lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun nousevan korkealle tasolle 20-25 %:iin, sillä odotamme yhtiön digitaalisten liiketoimintojen elpyvän ripeästi pandemian aiheuttamasta kysynnän laskusta ja kasvua tukee toteutetut yrityskaupat. Erinomaisen skaalautuvuuden ansiosta odotamme liikevaihdon kasvun valuvan tehokkaasti tulokseen.

Alma Median tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat nousseet absoluuttisesti korkeahkoille tasoille (2021e P/E oik.19x ja EV/EBIT oik. 18x). Arvostuskertoimet ovat selvästi yli historiallisesti yhtiöille hyväksytytjen tasojen, mutta tämän nousua

puoltaa digitaalisten tuottojen suhteellisen osuuden kasvu. Näkemyksemme mukaan absoluuttisissa arvostuskertoimissa on kuitenkin nykytasolta laskuvaraa. Tulokasvun myötä arvostuskertoimet laskevat lähivuosien ennusteillamme selvästi (2023e P/E 14x ja EV/EBIT 13x), mutta näkemyksemme mukaan kuluvan vuoden arvostuskertoimin laskuvara nakertaa tulokasvusta ja osingosta muodostuvaa tuotto-odotusta lähivuosina hieman.

Tulokasvusta, osingosta ja arvostuskertoimien laskuvarasta muodostuva tuotto-odotus on lähivuosille arviomme mukaan noin 10-15 % lähivuosille.

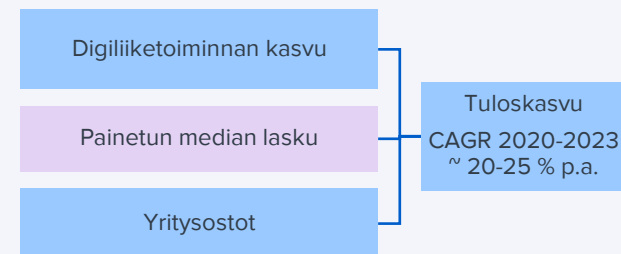
Suhteellinen arvostus

Alma Median laajan verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin vuosille 2021-2022e ovat noin 27-20x tasolla ja vastaavat P/E-kertoimet ovat 34-28x. Verrokkien arvostuskertoimet ovat todella korkeat ja niiden mediaaneja nostaa etenkin digitaalisten ja skaalautuvien markkinapaikkojen verrokkien poikkeuksellisen korkeat arvostuskertoimet. Mielestämme laajan verrokkiryhmän soveltuvuus konsernitason arvonmääritykseen on heikohko ja näin ollen käytämmekin verrokkiryhmä pohjaista arvonmääritystä pääasiassa osien summa -laskelmissamme.

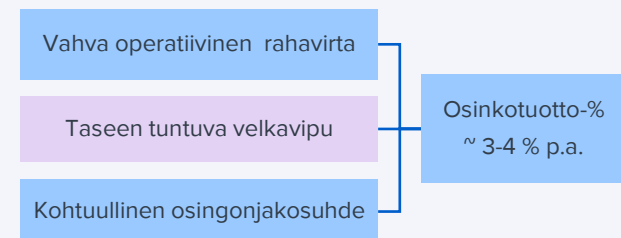
Osaketuoton ajurit 2021-2023e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

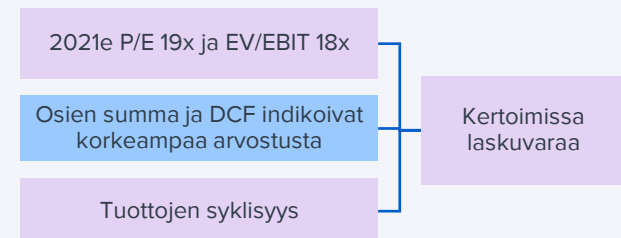
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys - osien summa -analyysi 2/2

Osien summa -laskelma

Alma Median tuotot muodostuvat erilaiset keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusnäkökulmista omaavista liiketoiminnoista ja näin ollen niitä on mielestämme perusteltua arvottaa erilaisilla arvostuskertoimilla. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet liiketoiminnot erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin, joka pohjaa segmenttikohtaisten arvojen keskiarvojen summaan.

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 1106 MEUR. Career on korkeimman digitaalisen liiketoiminnan osuuden ansiosta Alma Median arvokkain osa 508 MEUR:n yritysarvolla. Consumerin arvoa kasvattaa markkinapaikkojen korkea arvo, mutta mediaaliiketoiminnan painoarvon vuoksi sen arvo jää osien summa laskelmassamme Careeria pienemmäksi 432 MEUR:oon. Talentin arvo on laskelmassa segmenteistä pienin 262 MEUR.

Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen arvo (-96 MEUR) ja vähennetään nettovelat (2021e -209 MEUR) saadaan Alma Median osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 896 MEUR tai noin 10,9 euroa per osake.

Kassavirtalaskelma (DCF)

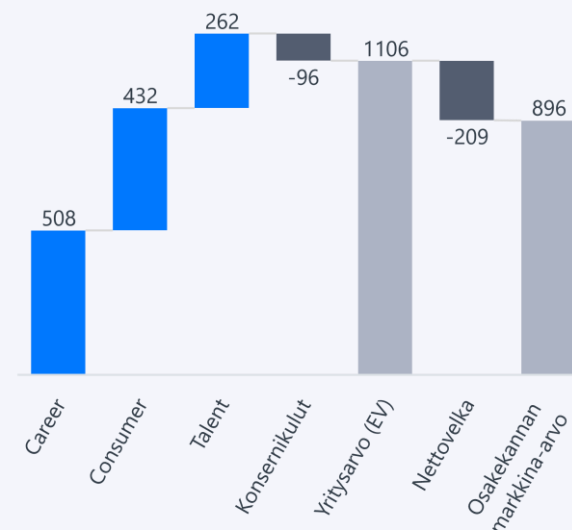
Alma Median arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) voi antaa mielestämme keskimääräistä suuremman painoarvon, koska yhtiön taloudellinen tilanne on vakiintunut, liiketoimintojen markkina-asema on vakaa ja yhtiö on osoittanut hallitsevan hyvin median rakennemuutosta.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 11,4 euroa. DCF-mallissamme liikevaihdon kasvua vetää keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä digitaalisten liiketoimintojen kasvu, mutta lievästi kasvua hidastaa painetun median lasku. Vuosien 2025-2031 liikevaihdon kasvun ennusteemme ovat 2-2,5 %:ssa. Digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomatuotto pysyvät kuitenkin melko vakaalla kehityskaarella. EBIT-marginaali nousee mallissamme kuluvan vuoden lähes 21 %:n tasolta noin 25 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkealla 72 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7 %, kun taas oman pääoman kustannus on korkeampi 7,7 %.

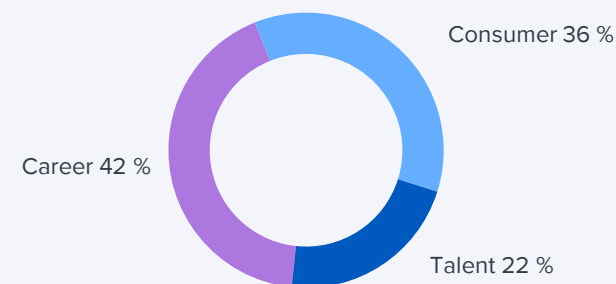
Suositus ja tavoitehintaa

Tarkistamme Alma Median tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 11,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan lähivuosien tuloskasvu ja osinko nostavat kokonaistuotto-odotuksen hyvälle tasolle arvostuskertoimien laskuvarasta huolimatta. Lisäksi arvostusta tukee 10,9-11,4 euron käypää arvoa indikoivat osien summa-laskelma ja kassavirtamalli. Riskeinä näkemyksellemme näemme odotettua hitaamman keskipitkän aikavälin tuloskasvun, joka linkittyy olennaiselta osalta yleiseen talouskehitykseen sekä kilpailutilanteen kehitykseen.

Arvio Alma Median osien summasta, 5/2021



Segmenttien arvon jakautuminen 05/2021

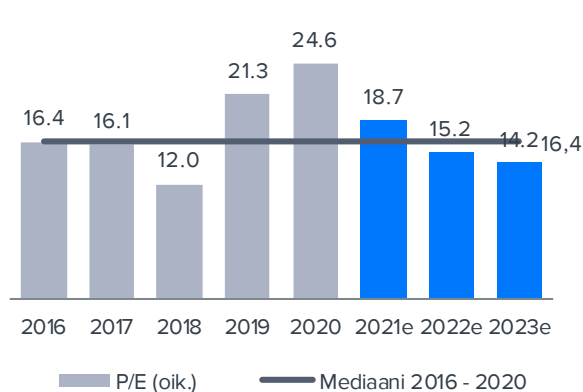


Arvostus

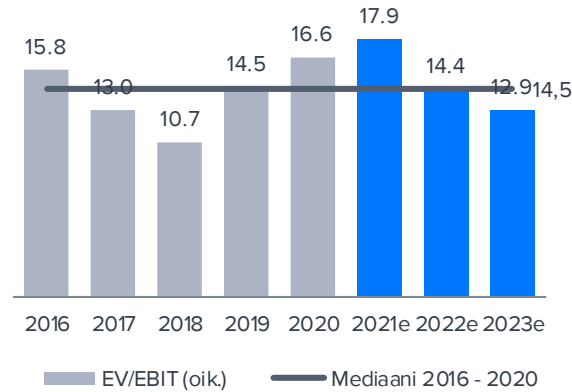
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,03	7,19	5,54	7,96	8,92	9,80	9,80	9,80	9,80
Osakemäärä, milj. kpl	82,4	82,4	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3
Markkina-arvo	414	592	456	655	734	806	806	806	806
Yritysarvo (EV)	557	662	616	718	756	1016	986	956	926
P/E (oik.)	16,4	16,1	12,0	21,3	24,6	18,7	15,2	14,2	13,5
P/E	24,5	18,4	10,9	21,3	26,6	20,9	16,5	15,1	14,2
P/Kassavirta	13,6	19,2	58,2	8,5	6,7	neg.	13,8	13,1	12,5
P/B	3,5	4,3	2,8	3,8	4,0	4,1	3,7	3,3	3,0
P/S	1,2	1,6	1,3	2,6	3,2	3,2	2,9	2,8	2,7
EV/Liikevaihto	1,6	1,8	1,7	2,9	3,3	4,0	3,6	3,4	3,1
EV/EBITDA (oik.)	11,6	9,9	8,0	10,1	12,8	14,9	12,3	11,2	10,4
EV/EBIT (oik.)	15,8	13,0	10,7	14,5	16,6	17,9	14,4	12,9	12,0
Osinko/tulos (%)	78,0 %	61,4 %	69,0 %	106,8 %	89,3 %	68,2 %	58,9 %	61,4 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,3 %	6,3 %	5,0 %	3,4 %	3,3 %	3,6 %	4,1 %	4,6 %

Lähde: Inderes

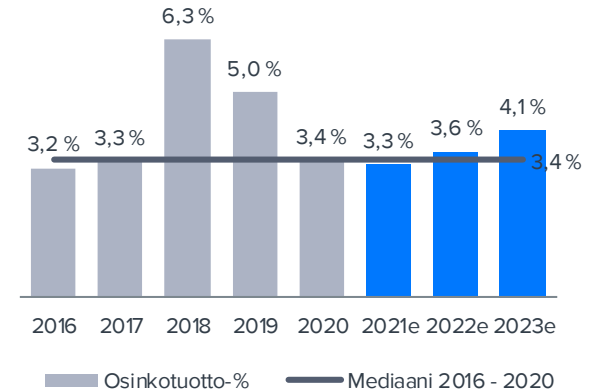
P/E(oik.)



EV/EBIT (oik.)



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Alma Media Oyj	9,9	820	861	16,0	13,5	12,3	10,7	3,4	3,2	19,6	16,7	3,4	3,6	4,3
Agora SA	10,6	104	273		102,6	12,3	8,2	1,3	1,1		33,2		2,2	0,6
Future PLC	2900,0	3932	4229	22,8	18,8	19,6	16,1	6,3	5,4	24,8	22,1	0,1	0,1	3,9
Daily Mail and General Trust P L C	867,0	2053	1825	16,6	13,4	11,9	10,3	1,4	1,3	34,7	26,3	2,9	3,0	1,6
Gannett Co Inc	5,0	580	1563		7,8	4,1	4,0	0,6	0,6					0,8
Lagardere SCA	20,5	2670	6754		38,7	24,0	12,1	1,4	1,2		33,4		3,1	2,9
Meredith Corp	33,9	1129	3191	7,6	10,2	5,9	7,3	1,3	1,3	6,6	7,4			
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,7	449	580	48,3	9,8	6,3	5,7	0,8	0,7	16,3	13,0	1,8	2,3	2,2
New York Times Co	42,6	5859	5392	26,5	22,6	21,6	19,1	3,3	3,1	39,3	34,4	0,5	0,7	4,9
Rizzoli Corriere della Sera Mediagrc	0,7	366	585	97,6	6,7	4,6	4,3	0,7	0,7	7,7	6,3	5,0	5,0	1,1
Sanoma Oyj	13,5	2222	2944	17,6	15,7	8,2	7,8	2,4	2,3	19,2	16,9	4,0	4,3	3,3
TX Group AG	82,0	773	875	9,0	7,8	6,2	5,6	1,0	1,0	56,9	32,6	2,5	2,6	0,5
Promotora de Informaciones SA	0,9	640	1351	31,2	11,0	11,6	6,6	1,4	1,3		89,9			
Vocento SA		135	268	12,6	10,3	6,5	5,8	0,7	0,7	16,2	12,5	1,9	3,7	0,7
Mediaverrokkit mediaani		773	1351	17,6	12,2	9,9	7,5	1,3	1,2	19,4	22,1	2,5	3,0	1,9
Auto Trader Group PLC	567,0	6389	6463	38,4	21,2	37,0	20,8	22,3	14,8	47,8	25,9	0,7	1,3	12,9
Carsales.Com Ltd	19,1	3368	3629	27,2	23,3	23,1	20,5	13,3	12,0	33,6	28,9	2,6	2,8	9,4
Holidaycheck Group AG	3,3	796	1457	20,2	13,4	11,6	7,8	1,4	1,3	19,6	24,0	2,5	2,9	2,2
Moneysupermarket.Com Group PLC	270,2	1680	1687	16,3	13,7	13,5	11,6	4,1	3,8	20,3	16,9	4,3	4,5	6,9
REA Group Ltd	165,7	13809	13933	47,0	37,9	39,9	32,7	24,2	19,3	65,7	52,1	0,8	1,1	20,8
Rightmove PLC	597,4	6042	5930	23,7	21,8	23,5	21,7	17,4	16,2	30,1	26,8	1,2	1,3	63,1
Schibsted ASA	391,1	8315	9219	50,4	40,2	35,2	31,9	6,6	6,2	54,4	40,7	0,6	0,6	8,1
Scout24 AG	66,6	6185	4752	26,5	22,5	21,6	18,9	12,6	11,3	45,2	38,0	1,1	1,3	2,8
Seek Ltd	30,8	6919	7877	39,4	40,5	26,8	28,2	7,7	10,7	79,4	62,1	1,2	1,1	6,9
Just Eat Takeaway.com NV	73,7	11190	11181				71,3	3,3	2,6					1,3
New Work SE		1356	1315	24,5	21,1	14,1	12,6	4,6	4,2	36,7	31,9	1,2	1,3	9,9
Stroeer SE & Co KGaA	66,9	3865	5450	26,8	20,9	10,6	9,4	3,5	3,2	23,9	18,4	3,1	3,7	7,2
Adevinta ASA		10421	11825	45,7	23,3	32,8	19,3	9,9	6,8	100,5	58,9	0,3	0,4	3,7
Recruit Holdings Co Ltd	5535,0	72339	71493	60,3		38,4	29,3	4,2	3,9	71,8	51,1	0,5	0,6	8,9
Markkinapaikkaverrokkit mediaani		6287	6197	27,2	22,1	23,5	20,7	7,2	6,5	45,2	31,9	1,2	1,3	7,7
Alma Media (Inderes)	9,80	806	1016	17,9	14,4	14,9	12,3	4,0	3,6	18,7	15,2	3,3	3,6	4,1
Keskiarvo			6449	31,3	22,6	17,9	16,4	5,8	5,0	37,8	31,6	1,9	2,2	7,4
Mediaani			3191	26,5	19,8	13,5	11,9	3,3	3,1	33,6	27,9	1,5	2,3	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				-32 %	-27 %	10 %	4 %	20 %	15 %	-45 %	-45 %	122 %	58 %	7 %

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

DCF-laskelma

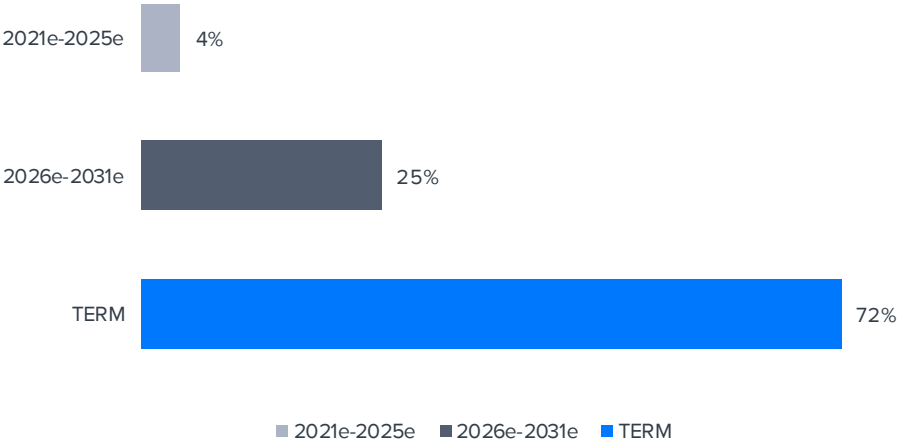
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	43,2	52,0	64,5	70,4	74,3	76,0	77,9	78,3	80,2	82,2	84,3	86,0	
+ Kokonaispoistot	15,8	16,1	15,7	15,2	14,8	14,4	14,1	13,8	13,6	13,3	10,5	10,4	
- Maksetut verot	-8,5	-10,3	-12,7	-13,9	-14,7	-15,0	-15,4	-15,5	-15,9	-16,3	-16,7	-17,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8,5	3,0	2,9	1,7	1,7	1,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	0,9	
Operatiivinen kassavirta	58,8	60,3	69,9	72,9	75,5	76,0	77,1	77,1	78,4	79,8	78,6	79,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	13,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-30,8	-233	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-10,0	-10,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	41,1	-171,2	58,6	61,6	64,2	64,7	65,8	65,8	67,1	68,5	68,6	69,2	
+/- Muut	68,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	109	-171	58,6	61,6	64,2	64,7	65,8	65,8	67,1	68,5	68,6	69,2	1406
Diskontattu vapaa kassavirta		-164	52,5	51,6	50,3	47,3	44,9	42,0	40,0	38,2	35,7	33,7	684
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		956	1120	1067	1016	965	918	873	831	791	753	717	684
Velaton arvo DCF		956											
- Korolliset velat		-42											
+ Rahavarat		48											
-Vähemmistöosuus		-4											
-Osinko/pääomapalautus		-24,7											
Oman pääoman arvo DCF		937											
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,4											

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	355	250	230	253	274
Käyttökate	76,6	71,4	59,0	68,1	80,2
Liikevoitto	61,0	49,5	43,2	52,0	64,5
Voitto ennen veroja	60,4	47,9	42,3	49,8	62,0
Nettovoitto	41,7	30,8	95,6	38,6	48,9
Kertaluontoiset erät	3,7	0,1	-2,3	-4,6	-4,0

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	398,8	400,9	333,9	515,6	514,3
Oma pääoma	186,8	202,5	204,5	201,4	224,0
Liikearvo	133,5	130,3	150,7	295,7	295,7
Nettovelat	55,0	-0,5	-6,3	209,3	179,4

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	76,6	71,4	59,0	68,1	80,2
Nettokäyttöpääoman muutos	5,3	-29,1	8,5	3,0	2,9
Operatiivinen kassavirta	68,4	31,1	58,8	60,3	69,9
Investoinnit	-61,2	46,5	-30,8	-232,5	-11,3
Vapaa kassavirta	7,8	77,3	109,1	-171,2	58,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Otava Oy	29,0 %
Mariatorp Oy	19,0 %
Ilkka-Yhtymä Oyj	10,9 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	6,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	3,4 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	2,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
EPS (raportoitu)	0,51	0,37	0,34	0,47	0,59
EPS (oikaistu)	0,46	0,37	0,36	0,53	0,64
Operat. kassavirta / osake	0,83	0,38	0,72	0,73	0,85
Vapaa kassavirta / osake	0,10	0,94	1,33	-2,08	0,71
Omapääoma / osake	1,95	2,09	2,23	2,40	2,67
Osinko / osake	0,35	0,40	0,30	0,32	0,35

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	-29 %	-8 %	10 %	8 %
Käyttökateen kasvu-%	15 %	-7 %	-17 %	16 %	18 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	12 %	-14 %	-8 %	25 %	21 %
EPS oik. kasvu-%	4 %	-19 %	-3 %	45 %	22 %
Käyttökate-%	21,6 %	28,5 %	25,6 %	26,9 %	29,3 %
Oik. Liikevoitto-%	16,2 %	19,7 %	19,7 %	22,4 %	25,0 %
Liikevoitto-%	17,2 %	19,8 %	18,8 %	20,6 %	23,6 %
ROE-%	28,1 %	18,5 %	15,5 %	20,3 %	23,4 %
ROI-%	23,1 %	18,5 %	17,4 %	15,7 %	15,5 %
Omavaraisuusaste	49,4 %	52,1 %	63,7 %	40,1 %	44,7 %
Nettovelkaantumisaste	29,4 %	-0,3 %	-3,1 %	103,9 %	80,1 %

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	1,7	2,9	3,3	4,0	3,6
EV/EBITDA (oik.)	8,0	10,1	12,8	14,9	12,3
EV/EBIT (oik.)	10,7	14,5	16,6	17,9	14,4
P/E (oik.)	12,0	21,3	24,6	18,7	15,2
P/B	2,8	3,8	4,0	4,1	3,7
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,0 %	3,4 %	3,3 %	3,6 %

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	239	257	444	439	435
Liikearvo	130	151	296	296	296
Aineettomat hyödykkeet	54	55	84	81	79
Käyttöomaisuus	47	41	53	51	50
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,2	6,6	6,6	6,6	6,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	162	76,7	42,0	45,1	56,3
Vaihto-omaisuus	0,7	0,6	1,5	1,4	1,1
Muut lyhytaikaiset varat	83,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	30	27	30	33	34
Likvidit varat	48	48	10	11	21
Taseen loppusumma	401	334	516	514	522

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	203	205	201	224	249
Osakepääoma	45	45	45	45	45
Kertyneet voittovarot	101	111	125	148	173
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	7,2	7,7	7,7	7,7	7,7
Muu oma pääoma	19	19	19	19	19
Vähemmistöosuus	30	21	4	4	4
Pitkäaikaiset velat	51	58	232	207	187
Laskennalliset verovelat	11	12	12	12	12
Varaukset	0,4	0,0	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	39	32	205	180	160
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,9	14,3	14,3	14,3	14,3
Lyhytaikaiset velat	147	72	83	83	86
Lainat rahoituslaitoksilta	9	10	15	10	10
Lyhytaikaiset korottomat velat	66	58	65	70	73
Muut lyhytaikaiset velat	72,5	3	3,4	3,4	3,4
Taseen loppusumma	401	334	516	514	522

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 laatineen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.9.2018	Lisää	7,20 €	6,44 €
26.10.2018	Lisää	7,00 €	6,24 €
5.12.2018	Lisää	7,00 €	6,42 €
15.2.2019	Lisää	7,00 €	6,22 €
23.4.2019	Lisää	7,00 €	6,12 €
26.4.2019	Lisää	7,00 €	6,18 €
20.5.2019	Lisää	6,70 €	5,82 €
18.7.2019	Lisää	7,00 €	6,50 €
24.10.2019	Lisää	7,30 €	6,96 €
20.11.2019	Lisää	8,20 €	7,80 €
17.12.2019	Lisää	8,30 €	7,90 €
16.2.2020	Vähennä	8,80 €	8,70 €
12.3.2020	Vähennä	6,80 €	6,54 €
26.3.2020	Vähennä	6,50 €	6,50 €
12.6.2020	Lisää	8,00 €	7,10 €
20.7.2020	Lisää	8,00 €	7,06 €
23.10.2020	Lisää	8,50 €	7,84 €
13.1.2021	Vähennä	9,50 €	9,54 €
18.2.2021	Vähennä	9,00 €	9,14 €
8.3.2021	Lisää	10,00 €	9,50 €
13.4.2021	Lisää	10,00 €	9,22 €
22.4.2021	Lisää	11,00 €	10,46 €
28.5.2021	Lisää	10,50 €	9,80 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**