

Sanoma

12.04.2026 19.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskasvu kiihtyy seuraavalla lukukaudella

Sanoman lähivuosien tuloskasvunäkymä on erittäin hyvä, kun vankan markkina-aseman Euroopan oppimateriaalimarkkinalla omaavan oppimisliiketoiminnan isoissa toimintamaissa tehdään opetussuunnitelmauudistuksia ja segmentin tehokkuus on noussut toiminnan tehostumisen kautta. Ennustamaamme tuloskasvuun suhteutettuna osake on varsin maltillisesti arvostettu, mikä yhdessä Sanoman maltillisen riskitason kanssa muodostaa erittäin houkuttelevan tuotto-riskisuhteen. Siten toistamme Sanoman Osta-suosituksen ja 11,5 euron tavoitehintamme.

Oppimisliiketoiminta on kuskin paikalla

Sanoma on vankan jalansijan Euroopassa omaavasta oppimisliiketoiminnasta ja kotimaisesta medialiiketoiminnasta muodostuva konserni. 2020-luvulla Sanoman painopiste on painottunut enemmän oppimisliiketoimintaan, kun yhtiö on toteuttanut aktiivista yritysostostrategiaa. Oppimisliiketoiminnan korkeamman kannattavuuden ja paremman ennustettavuuden ansiosta konsernin kannattavuuspotentiaali on noussut ja operatiivinen riskitaso on laskenut. Samaan aikaan medialiiketoiminnan rooli on supistunut ja etenkin taantuvan painetun median suhteellinen osuus on laskenut (2025: 18 %). Odotamme tämän kehityssuunnan jatkuvan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä oppimisliiketoiminnan orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun seurauksena.

Ennustamme lähivuosien tuloskasvuvauhdin olevan reipasta

Oppimisliiketoiminta on luonteeltaan defensiivistä ja ennustettavaa liiketoimintaa, kun sen toimintamaiden opetussuunnitelmauudistuksien ajoitukset ovat ennakoitavissa. Keskeisten toimintamaiden opetussuunnitelmauudistuksien ajoituksen ansiosta oppimisliiketoiminnan kuluvan vuosikymmenen lopun

orgaaninen kasvunäkymä on hyvä. Odotamme tämän kasvun valuvan tehokkaasti segmentin tulokseen, sillä viime vuosien mittavan tehostusohjelman myötä liiketoiminta hyötyy mittakaavaeduista tehokkaammalla kulupohjalla. Samaan aikaan digisiirtymän painaman medialiiketoiminnan tuloskasvunäkymää piristää rahapelimarkkinan vapautumisen heijastuminen mainosmarkkinaan ensi vuoden puolivälistä alkaen. Tätä taustaa vasten odotamme konsernin oikaistun liikevoiton kasvavan lähivuosina reilun 6 %:n vuositahtia, mikä on varovaisen puoleinen suhteessa yhtiön tuoreissa taloudellisissa tavoitteissaan tavoittelemaan korkeaan yksinnumeroiseen vuotuiseen tuloskasvuun suhteutettuna. Keskeisinä riskeinä ennusteillemme pidämme inflaation voimakasta kiihtymistä, mainosmarkkinan kehitystä sekä Solar-ohjelmasta realisoituvien tehokkuushyötyjen mittakaavaa.

Tuloskasvu ja osinko muodostavat houkuttelevan tuotto-odotuksen

Toteutuneella tuloksella osakkeen arvostus on mielestämme neutraali tai korkeintaan lievästi koholla (2025 oik. P/E 16x ja EV/EBITA 11x). Odottamamme tuloskasvu kuitenkin painaa vuosien 2026-2027 P/E-kertoimet noin 11x tasolle ja vastaavat EV/EBITA-kertoimet noin 10-9x tasolle. Siten odottamamme tuloskasvu toimii tuotto-odotuksen merkittävänä ajurina. Tuloskasvu yhdessä noin 5 %:n tasolle asettuvan lähivuosien osinkotuoton kanssa nostavat tuotto-odotuksen huomattavasti yli soveltamamme tuottovaateen. Pidämme Sanoman riskiprofiilia keskimääräistä maltillisempänä, mitä kautta osakkeen tuotto-riskisuhde on mielestämme erittäin houkutteleva. Myös kassavirtamallin ja osien summa -laskelman muodostama arvostuksen viitekehys (12,0 ja 11,4 euroa/osake) puoltaa näkemystämme osakkeen houkuttelevasta hinnoittelusta.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

11,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

9,08 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1303	1307	1348	1360
kasvu-%	-3 %	0 %	3 %	1 %
EBIT oik. ilman PPA	188	215	225	226
EBIT-% oik.	14,4 %	16,5 %	16,7 %	16,6 %
Nettotulos	19,9	122,4	131,0	135,5
EPS (oik.)	0,57	0,81	0,86	0,89
P/E (oik.)	16,4	11,2	10,6	10,2
P/B	2,6	2,3	2,1	2,0
Osinkotuotto-%	4,5 %	4,8 %	5,1 %	5,3 %
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,1	10,1	9,6
EV/EBITDA	6,5	5,8	5,5	5,2
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5	1,4

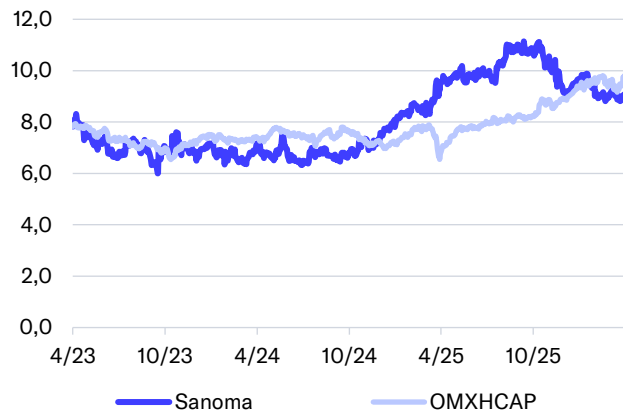
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

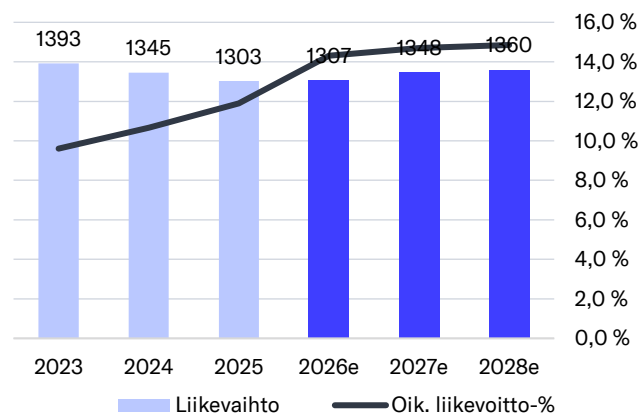
Vuonna 2026 Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,29–1,34 miljardia euroa (2025: 1,3) ja oikaistun liikevoiton odotetaan olevan 205-225 MEUR (2025: 188 MEUR).

Osakekurssi



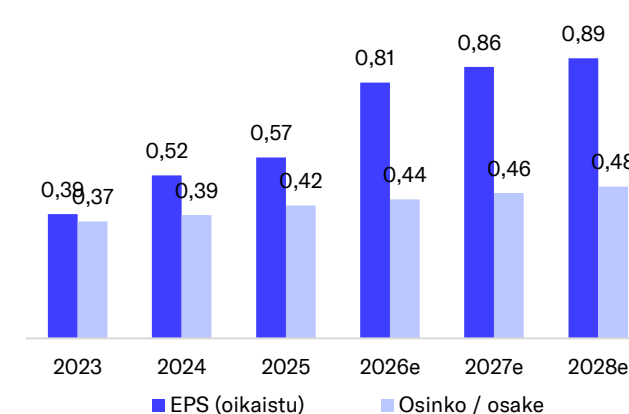
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Liikevaihdon rakenteen parantuminen Learningin suuremman suhteellisen osuuden myötä
- Learningin liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymä
- Medialiiketoiminnan digitaalisten tuottojen kasvu
- Medialiiketoiminnan tehostustoimien tuoma kannattavuuden parannuspotentiaali

Riskitekijät

- Painetun median trendinomaisen supistuminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Yritysstoihin liittyvät tavanomaiset riskit
- Yleiseen talouskehitykseen liittyvät riskit
- Teknologiariskit

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,08	9,08	9,08
Osakemäärä, milj. kpl	164	164	164
Markkina-arvo	1485	1485	1485
Yritysarvo (EV)	2067	2009	1945
P/E (oik.)	11,2	10,6	10,2
P/E	12,1	11,3	11,0
P/B	2,3	2,1	2,0
P/S	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	5,8	5,5	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,1	10,1	9,6
Osinko/tulos (%)	58,8 %	57,4 %	57,9 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10-12
Toimialakatsaus - Learning	13-14
Learning	15-17
Toimialakatsaus - Media Finland	18-21
Media Finland	22-24
Taloudellinen tilanne ja kehitys	25-27
Ennusteet konsernitasolla	28-30
Sijoitusprofiili	31-32
Arvonmääritys	33-34
Taulukot	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Sanoma lyhyesti

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liiketoiminnosta koostuva konserni, joka on yksi Euroopan johtavista oppimateriaalien ja -ratkaisujen tarjoajista sekä johtava mediayhtiö Suomessa

1 303 MEUR (1 345 MEUR)

Liikevaihto 2025 (2024)

14,4 % (13,4 %)

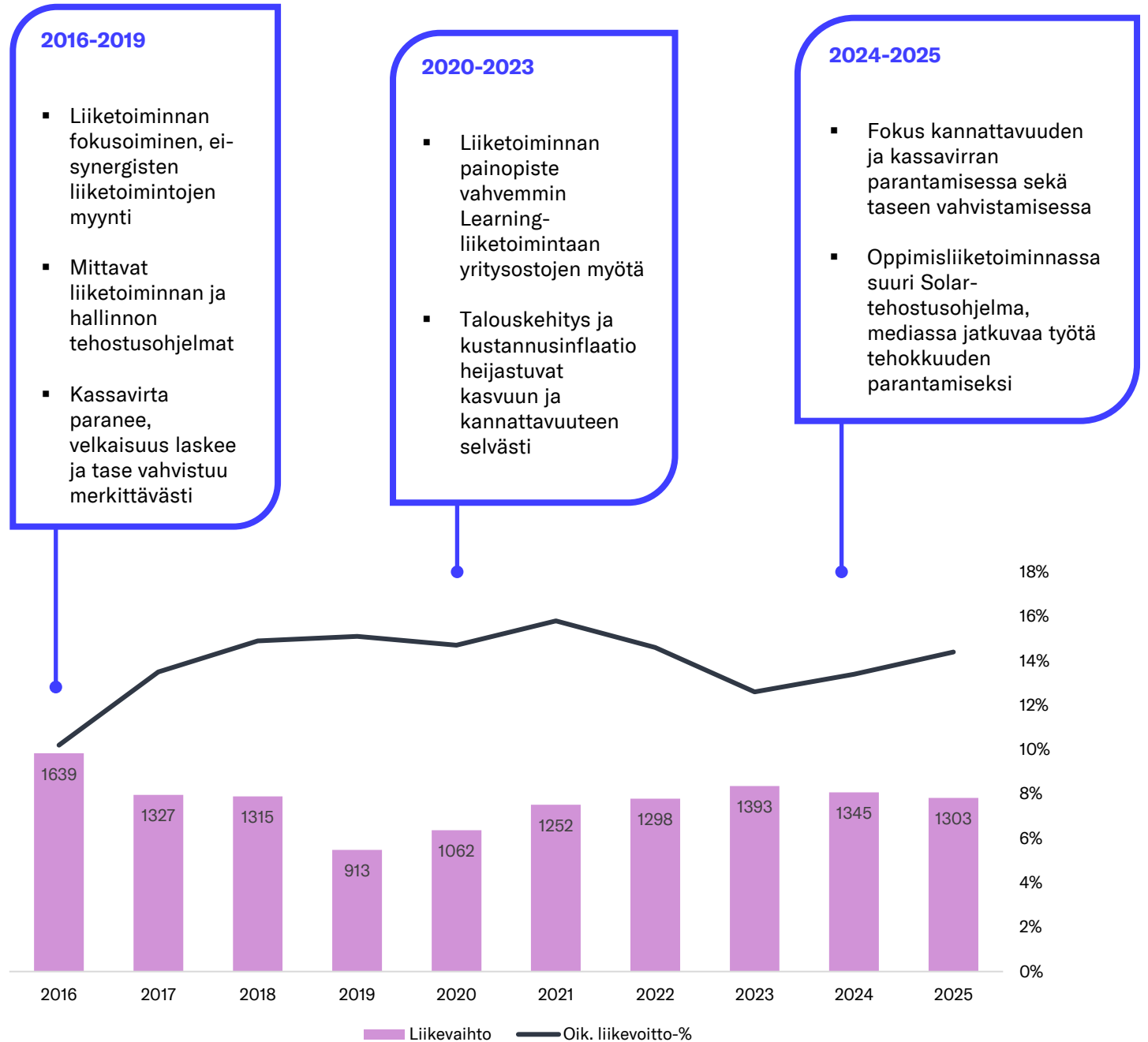
Oikaistu liikevoitto-%, 2025 (2024)

57 % / 81 %

Learningin osuus liikevaihdosta ja oikaistusta liikevoitosta, 2025

15 % / 18 %

Mainonnan/painetun median osuus liikevaihdosta, 2025



Liiketoimintamalli 1/3

Oppimiskokoukset ja medialiiketoimintaa

Sanoma on kahdesta itsenäisestä liiketoiminnasta, Learningista ja Media Finlandista, koostuva oppimis- ja media-alan konserni. Yhtiöllä on oppimisen liiketoimintoja 11 maassa, kun taas medialiiketoimintaa harjoitetaan vain Suomessa. Konsernin liikevaihto oli 1 303 MEUR vuonna 2025 (2024: 1 345 MEUR). Oikaistu liikevoitto oli 188 MEUR eli 14,4 % liikevaihdosta. Oikaistu liikevoitto kohosi edellisvuoden 180 MEUR:sta (13,4 %) molempien segmenttien kannattavuusparannuksen ansiosta.

Sanomalla on merkittävä markkina-asema Hollannin, Espanjan, Italian, Puolan, Suomen, Ruotsin ja Belgian oppimateriaalien ja oppimiskokousten markkinalla sekä Suomen mediapalveluilla. Yhtiön tunnettuja kotimaisia mediabrändejä ja tuotteita ovat mm. Helsingin Sanomat, Iltasanomat, Nelonen, Ruutu, Radio Suomipop ja Aku Ankka. Kaikkiaan Sanomalla on portfoliossaan useita kymmeniä alansa johtavia median, digitaalisten palveluiden ja oppimisen brändejä.

Kaksi itsenäistä liiketoimintaa

Learning-liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja -ratkaisujen myyntituotoista. Liiketoiminta muodosti 57 % konsernin liikevaihdosta ja 76 % oikaistusta liikevoitosta vuonna 2025.

Sanoman toinen liiketoiminto, Media Finland on Suomen johtava media-yhtiö. Segmentin tuotot syntyvät pääasiassa sanoma-, uutis- ja aikakauslehtimedioiden tilaus-, sisältö- ja mainostuotoista, TV:n, radion ja niihin liittyvien verkkopalveluiden mainos- ja tilaustuotoista. Lisäksi siihen lukeutuvat mm. festivaaleista, tapahtumista,

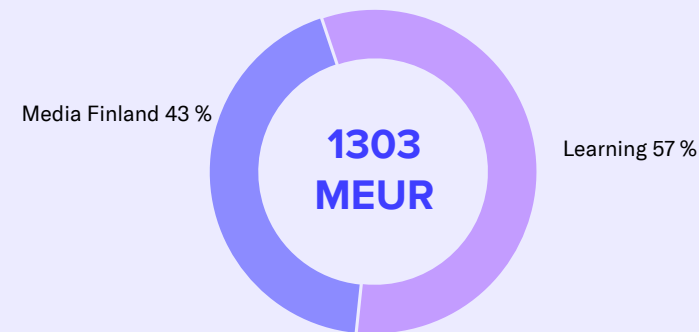
markkinointipalveluista, tapahtumamarkkinoinnista, yritysjulkaisuista, kirjoista ja painopalveluista koostuvat muiden palveluiden tuotot. Media Finlandin osuus konsernin vuoden 2025 liikevaihdosta oli 43 % ja 24 % oikaistusta liikevoitosta ilman Muiden toimintojen tulosta. Yhtiö raportoi Muut toiminnot segmentin alla konsernin muut, liiketoimintasegmenteille allokoimattomat kulut, jotka olivat vuonna 2025 -12,6 MEUR.

Neljä tuotokomponenttia

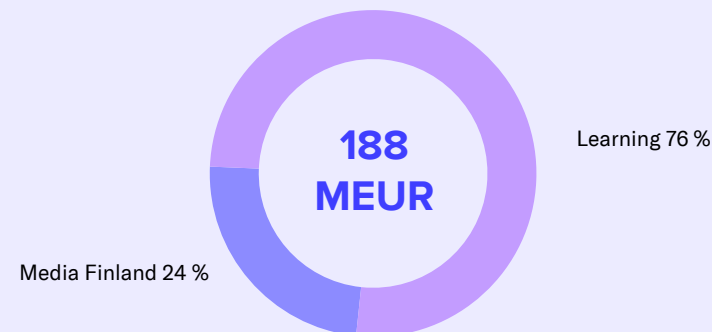
Sanoman liiketoiminta voidaan jakaa tuototyypeittäin neljään pääkomponenttiin, jotka eroavat toisistaan tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja sykliisyyden näkökulmasta.

Oppimisen tuotot (2025: 57 % liikevaihdosta) koostuvat kokonaan Learning-segmentin digitaalisten ja painettujen oppimateriaalien (sis. jakelun) sekä digitaalisten oppimis- ja opetuslustojen tuotoista. Oppimisen tuottojen asiakaskohderyhmänä on pääosin julkinen sektori, ja erityisesti peruskoulut, lukiot sekä ammattikoulut (K12). Oppimisen tuotot eivät ole lyhyellä tähtämellä sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, mutta niissä on lukukausiin ja opetussuunnitelmien muutoksiin liittyvää vaihtelua. Oppimisen tuotot painottuvat vuoden sisällä osin Q2:lle, mutta etenkin Q3:lle, mikä aiheuttaa myös Sanoman tuottoihin ja kassavirtaan voimakasta kausivaihtelua. Oppimisen tuotot voivat lisäksi vaihdella vuositasolla varsin voimakkaasti maakohtaisesti. Tämän taustalla on oppimateriaalien kysyntä, jota ohjaa tyypillisesti 3-8 vuoden välein yksittäisillä koulutusmarkkinoilla tapahtuvat opetussuunnitelmaudistukset. Learningin kasvun ja maantieteellisen laajentumisen ansiosta tuottojen vuosien välinen heilunta on koko liiketoiminnan tasolla maltillista,

Liikevaihdon jakauma 2025



Oikaistun liikevoiton jakauma 2025*



* Huom. segmenttikohtaiset suhteelliset osuudet eivät huomioi Muiden toimintojen tulosta
Lähde: Sanoma ja Inderes

Liiketoimintamalli 2/3

sillä maiden opetussuunnitelmien uudistukset eivät ajoitu samoille vuosille.

2) **Median sisältötuotot** (2025: 23 % Sanoman liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja aikakauslehtien (esim. HS ja Aku Ankka) sekä verkkopohjaisten uutis- ja viihdemedia-palveluiden (esim. HS.fi ja Ruutu+) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Sisältötuottojen liikevaihto muodostuu merkittävältä osin toistuvista tilaustuotoista, joiden osuus Sanoman liikevaihdosta oli viime vuonna noin 20 % (88 % kaikista sisältötuotoista) ja vastaavasti irtonumeromyynnin osuus on vajaa 3 %. Sisältötuottojen pääasiallinen asiakaskohderyhmä on kuluttaja-asiakkaat.

3) **Median mainostuotot** (2025: 15 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja aikakauslehtien, tv- ja radiokanavien ja niihin liittyvien verkkopalvelujen mainos- ja ilmoitustuotoista. Printtimainonnan suhteellinen osuus on laskenut historiallisesti merkittävästi ja se oli enää 18 % kaikista mainostuotoista vuonna 2025 (2024: 18 %), joten suuri osa tuotoista tulee digitaalisista kanavista, TV:stä ja radiosta. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan jokseenkin syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

4) **Muut tuotot** (2025: 5 % liikevaihdosta) koostuvat Suomen festivaaliliiketoiminnasta, markkinointipalveluista, yritysjulkaisuista, sekä kirjoista ja painopalveluista. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset, mutta tuntuvan osan (arviolta karkeasti 25-30 %) muista tuotoista muodostavan festivaaliliiketoiminnan tuotoista suuri osa tulee kuluttajilta.

Rakenteellisilla trendeillä vaikutus tulovirtoihin

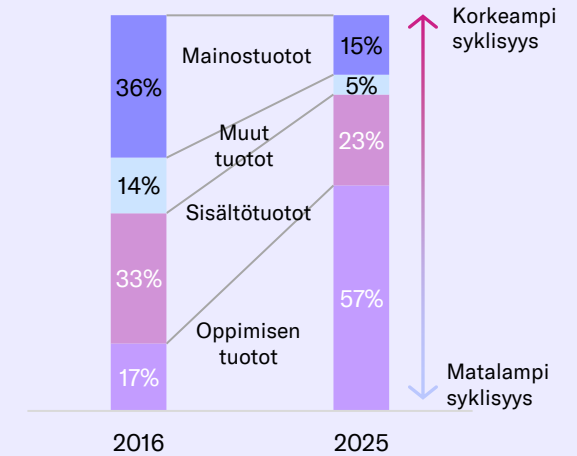
Sanoman tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain Sanomaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Painetun median tuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli 18 % vuonna 2025. Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisen median tuottojen rakenteellinen kasvu. Medialiiketoiminnan alle lukeutuvan muun kuin painetun median tuottojen osuus (sis. myös lineaarinen TV & radio) Sanoman liikevaihdosta oli 25 % vuonna 2025.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös oppimisen ja muiden tuottojen kasvuun, mutta niiden osalta vaikutukset ovat mediaa lievemmiä. Sanoma on viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana muokannut liiketoiminnan painopistettä yritysjärjestelyillä merkittävästi. Oppimisliiketoiminnan kasvun ansiosta taantuvien painetun median tuottolajien osuus on laskenut huomattavasti. Samalla liiketoiminnan tuottojen riippuvuus yleisestä talouskehityksestä on laskenut ja yhtiön tuotoista on tullut varsin defensiivisiä.

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on kokonaisuutena maltillinen

Sanoman liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee erityisesti maltillinen suhdanneriippuvuus, korkea toistuvien ja ennakoitavien tuottojen osuus, vahva

Sanoman liikevaihdon jakauma 2025



Trendien arvioitu vaikutus Sanoman tuottoihin

Tuottolaji	Trendien vaikutus tuottoihin
Oppimisen tuotot	Keskikorkea yksinumeroinen kasvu + 4-6 %/v
Sisältötuotot	Digitaalisen sisällön kasvu - 0-5 %/v Painetun sisällön lasku - 0-5 %/v
Mainostuotot	Digitaalisen mainonnan kasvu + 0-5 %/v Painetun mainonnan selvä lasku - 5-10 %/v
Muut tuotot	Vakaa +/- 2 %/v

Liiketoimintamalli 3/3

markkina-asema sekä yli ajan varsin hyvä ja ennustettava liiketoiminnan kassavirta. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa media-alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat voimakkaasti erityisesti painetun median kysyntää, heikentävät Sanoman hinnoitteluvoimaa ja painetun median liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja.

Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa oppimisliiketoiminnan sopimusrakenteet, jotka mahdollistavat hintojen kohottamisen jälkijättöisesti suhteessa kustannusinflaatioon nähden. Rajallinen hinnoitteluvoima vaikuttaa myös medialiiketoimintojen kuluttajavetoisiin sisältötuottoihin, mikä heijastelee sisältötuottojen laajaa kilpailukenttää ja kuluttajien suhteellisen matalaa sisältöjen vaihtamisen kynnystä. Arviomme mukaan myös mainonnan kilpailutilanne rajoittaa alan toimijoiden hinnoitteluvoimaa.

Ennustettavien tuottojen osuus korkea

Toistuvista tilausvirroista muodostuvien tulojen osuus Sanoman liikevaihdosta oli vuonna 2025 77 % ja ne muodostuvat luonteeltaan hyvin vakaista ja ennustettavista oppimisen tuotoista ja mediasisältöjen tilausmyynnistä. Vastaavasti kulutuskysynnän ja taloussyörien mukana elävien mainostuottojen osuus Sanoman liikevaihdosta (2025: 15 %) on laskenut merkittävästi viime vuosien oppimisliiketoiminnan erityisostojen myötä.

Globaali kilpailu ja painetun median taantuminen heikentävät hinnoitteluvoimaa

Sanomalla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan ja erityisesti Suomen mediamarkkinalla. Tämä on tarjonnut yhtiölle perinteisesti

hyvän hinnoitteluvoiman. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen ja Metan (sis. Facebook ja Instagram) tuoma kilpailupaine ovat kuitenkin heikentäneet paikallisten mediatalojen mainonnan hinnoitteluvoimaa. Arviomme mukaan muutosvauhti on kuitenkin jossain määrin tasoittunut, kun suuremmat mediatalot ovat saaneet omat teknologiset ratkaisut paremmiksi ja voittaneet markkinaosuutta pieniltä kotimaisilta toimijoilta. Hinnoitteluvoimaa on kuitenkin viime vuosina testannut erityisellä tavalla kuluttajien säästeliäisyys, minkä myötä hintojen korotuksien toteuttaminen on ollut hidasta ja vaatinut uusia paketoitiratkaisuja tuote- ja palvelutasolla.

Painetun median skaalaedut laskussa, mutta digissä skaalaedut korkeat

Sanoman kustannusrakenne on sanoma-, aikakauslehti- ja oppimateriaalikustannusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittäviltä osin kiinteää. Painetun median taantumisesta johtuen Sanoman skaalaedut ovatkin painetun median osalta arviomme mukaan laskeneet, minkä vuoksi yhtiön on pitänyt karsia jatkuvasti kiinteitä kulujaan ja tehostaa toimintaansa. Tätä heijastellen yhtiö kertoi syksyllä 2025 keskittävänsä painotoimintaansa Sanomalan painoon ja sulkevansa Tampereen Sanoma Manun painolaitoksen. Kokonaisuutena yhtiö on mielestämme onnistunut hallitsemaan painetun median taantumista hyvin, sillä medialiiketoiminnan kannattavuus on pysynyt vähintäänkin kohtuullisella tasolla murroksen keskellä.

Kasvavien digitaalisten tuottojen puolella skaalaedut ovat selvästi korkeammat ja suhteellinen kannattavuus

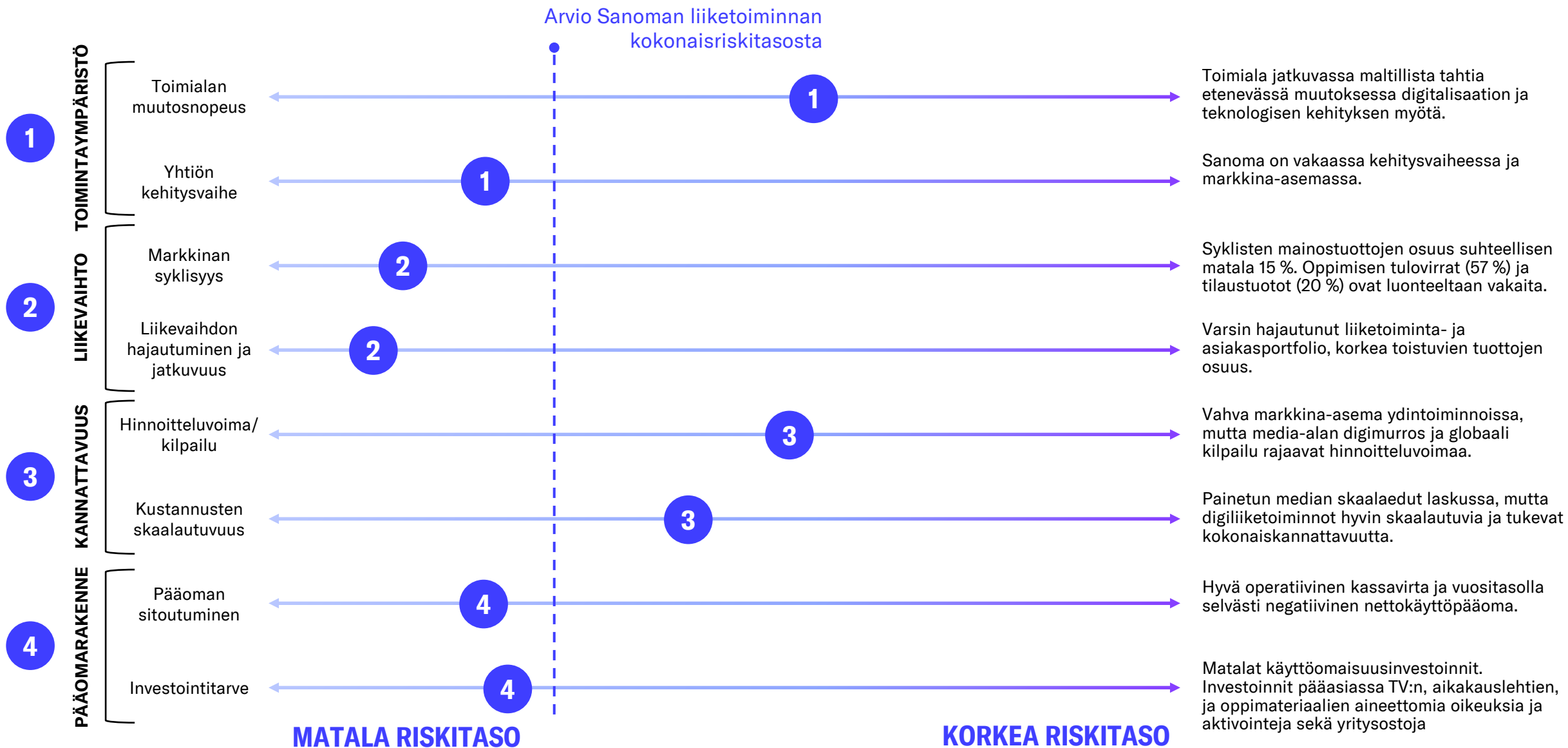
korkeampi, mikä kompensoi painetun median heikentyvää kannattavuuspotentiaalia, kunhan yhtiö onnistuu pitämään kiinni asiakkuuksista niiden siirtyessä printistä digiin.

Käyttöpääoma vahvistaa operatiivista rahavirtaa

Sanoman liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median sisältötuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositason selvästi negatiivinen (nettokäyttöpääoma/liikevaihto -16,9 % vuoden 2025 lopussa). Oppimisliiketoiminnan kausiluonteisuudesta johtuen myös sen kassavirrat heiluvat voimakkaasti vuoden sisällä. Oppimisliiketoiminta sitookin tuntuvasti käyttöpääomaa vuoden ensimmäisellä puoliskolla, kun taas jälkimmäisellä puoliskolla ja etenkin vuoden viimeisellä kvartaalilla käyttöpääomaa vapautuu.

Liiketoiminta ei edellytä merkittäviä investointeja aineelliseen omaisuuteen, joten aineellisen käyttöomaisuuden investoinnit ovatkin maltilliset. Vuoden 2025 käyttöomaisuusinvestoinnit olivat 39 (2024: 38 MEUR). Huomioitavaa on kuitenkin se, että yhtiö investoi tuntuvasti esitysoikeuksiin ja sisältöjen tuotantoon. Nämä investoinnit olivat vuonna 2025 noin 101 MEUR (2024: 103 MEUR).

Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Ei erillistä konsernitason strategiaa

Sanomalla ei ole julkilausuttua konsernitason strategiaa, ja strategia muodostuu itsenäisten liiketoimintojen strategioiden kautta. Konsernitason strategian puuttuminen on mielestämme luontevaa, sillä liiketoimintojen liiketoimintamallit, markkinat ja kilpailukenttä poikkeavat merkittävästi toisistaan ja niiden synergiat rajoittuvat konsernin hallinnollisiin osiin. Lyhyellä tähtämellä Sanoman operatiivinen fokus on arviomme mukaan ydinliiketoimintojen skaalautuvuutta hyödyntävässä orgaanisessa kasvussa, liiketoiminnan operatiivisen suorituskyvyn vahvistamisessa ja yritysostojen kartoittamisessa.

Yritysostot ovat olennainen osa strategiaa

Yrityskaupat ovat keskeinen osa Sanoman strategiaa, sillä yritysostoja tarvitaan liikevaihdon kasvattamiseksi ja mittakaavaetujen varmistamiseksi sekä painetun median hiipuvien tuottojen korvaamiseksi. Historiallisen kehityksen perusteella Sanoma on arvioinut saavansa Learningissa 10-20 %:n synergiahyödyt (liikevaihdosta mitattuna) nykyisillä markkinoilla ja 5-10 %:n synergiat uusilla markkinoilla tehtävissä yritysostoissa, mikä pohjautuu mittakaavaetuihin ja operatiiviseen tehokkuusparannukseen.

Yritysmyyneillä Sanoma on historiassa ohjannut pääomia tehokkaampaan käyttöön, mutta nykyisessä liiketoimintaportfolioissa ei arviomme mukaan ole enää olennaisia potentiaalisia kohteita yritysmyyneille.

Yritysostot painottuvat arviomme mukaan jatkossakin Learning-segmenttiin. Yhtiön nykyinen taseasema mahdollistaa jo suuretkin yritysostot, joten mahdollisuuksien auetessa yhtiöltä voidaan arviomme mukaan nähdä

lähivuosina merkittäviäkin liikkeitä yritysostorintamalla. Arviomme mukaan Media Finland voisi tehdä pääasiassa pieniä, arvoketjuasemaa ja skaalaetuja vahvistavia yrityskauppoja.

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Sanomalla on velkaantuneisuutta koskeva konsernitason taloudellinen tavoite, kun taas kasvua ja kannattavuutta koskevat tavoitteet ovat segmenttitasolla. Yhtiö laski velkaantuneisuustavoitetta vuoden 2025 pääomamarkkinapäivän yhteydessä, kun se päivitti myös segmenttikohtaisia tavoitteita. Nyt yhtiön tavoitteena on pitää sen nettovelka/oikaistu käyttökate –tunnusluku alle 2,5x (aik. < 3,0x). Viimeisten raportoitujen lukujen (2025) valossa velkaantuneisuus (nettovelka/oik. käyttökate 1,8x) on tavoitetasolla. Huomioitavaa on kuitenkin, että tähän lukuun heijastuu vielä yhtiön hybridilaina, jonka se kuitenkin lunasti takaisin maaliskuussa 2026. Tästä oikaistuna nettovelka/oikaistu käyttökate olisi vuoden 2025 lopun luvuilla 2,4x, mikä sekkin on tavoitetasolla.

Yhtiön osinkopolitiikka on kasvava osinko, joka vastaa 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta. Historiassaan Sanoma on painottanut sijoitustarinassaan etenkin osingon kasvua, mutta se on ollut sidottu vapaan kassavirran kehitykseen, mikä osaltaan määrittää osingon kasvutahtia. Vuodelta 2025 jaettava osakekohtainen osinko kasvaa edellisestä vuodesta 0,42 euroon (2024: 0,39 euroa/osake) ja vastaa 53 % vapaasta rahavirrasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on nyt edellytykset jatkaa kasvavan osinkopolitiikan mukaista voitonjakoa jatkossa lähivuosina rahavirran kasvun ja voitonjakosuhteen mahdollisen nostamisen turvin.

Taloudelliset tavoitteet ja voitonjakopolitiikka



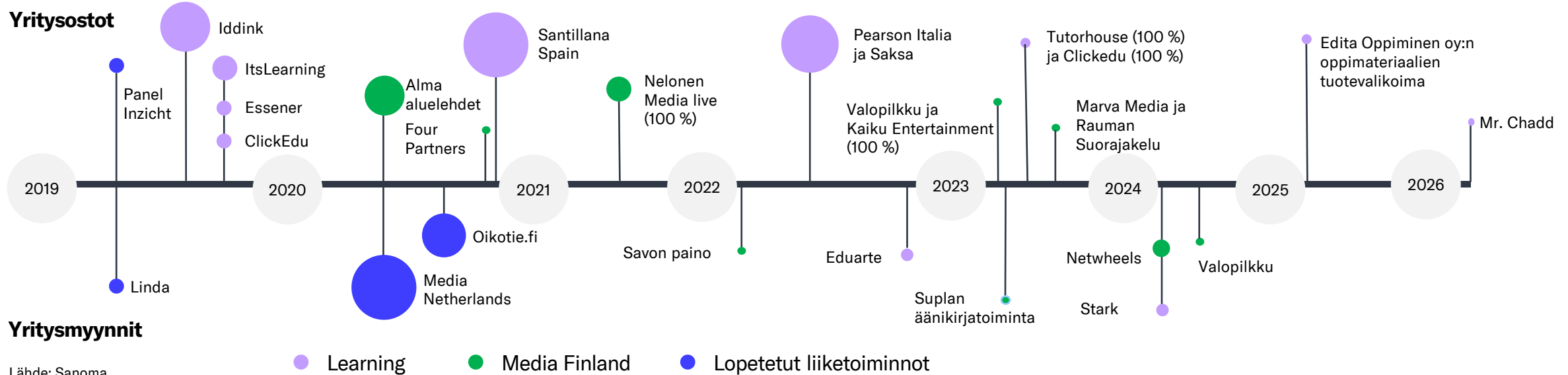
Velkaantuneisuus: Nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde alle 2,5x*



Osinkopolitiikka: Kasvava osinko, joka vastaa 40-60 % vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta

* Oikaistussa käyttökatteessa ohjelma- ja sisältöoikeudet on siirretty käyttökateen yläpuolelle

Sanoman yrityskaupat 2019-2026 ja segmenttien M&A strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Learning

- Yrityksostojen merkitys korkea
- Yrityksostojen kohdealueina peruskoulutuksen oppimiskäytännöt (K12) ja niihin liitännäiset markkinat
- Skaalaajien ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisten markkinoiden ydinliiketoiminnoissa
- Yrityksostoja voidaan tehdä nykyisillä markkinoilla markkinaosuuden kasvattamiseksi sekä laajentamalla uusille maantieteellisille markkinoille

Media Finland

- Yrityksjärjestelyjen merkitys täydentävä
- Mahdollisesti pieniä täydentäviä yrityksostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Portfolion kehittämiseksi voidaan tehdä pieniä yrityksmyyntejä

Sanoman strateginen ja operatiivinen kehitys

2017
-
2019

2020
-
2023

2024
-
2025

Ydinliiketoimintojen vakauttaminen ja yrityskaupoissa aktivoituminen

- Ydinliiketoimintaan kuulumattomien, ei-synergisten liiketoimintojen myynti
- Rahoituksen uudelleenjärjestely
- Fokus kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Iddink- ja muita täydentäviä yrityskauppoja oppimisliiketoiminnassa
- Learning toteutti tehokkuuden nostoon tähtäävän ”High Five” -ohjelman

Merkittäviä yritysjärjestelyjä molemmissa liiketoiminnoissa

- Ydinliiketoiminnot vakaassa kehitysvaiheessa pandemiasta huolimatta
- Sanoma Media Netherlandsin ja Oikotien divestointi
- Median rakennemurros jatkui, ja pandemia kiihdytti digitaalisen median kasvua samalla voimistaen printin laskua
- Santillana- ja Pearson-yritysostot oppimisliiketoiminnassa ja medialiiketoiminnoissa Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan osto
- Voimakas kustannusinflaatio ja mainonnan supistuminen alkoi painaa kannattavuutta

Tehostustoimia kannattavuuden ja taseen vahvistamiseksi

- Median rakennemurroksen myötä medialiiketoiminnan painopisteen siirtyminen kohti digitaalisia tuotteita ja palveluita jatkuu
- Learning Solar-tehostusohjelma vietiin läpi, medialiiketoiminnassa jatkuvan tehostamisen työstämistä
- Tehostusohjelmat ovat jo tukeneet vapaata rahavirtaa pienempien investointien kautta
- Rahoitusasema on vahvistunut

Strategiset ja operatiiviset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokuoituneempi ja kannattavampi, painopiste siirtynyt selkeästi Oppimisliiketoimintaan
- Kannattavuus hyvällä tasolla Learningissa, mutta Media Finlandin kannattavuutta on rokottanut eritoten painetun median taantuminen
- Yritysostojen myötä aiemmin koholla ollut velkaantuneisuus on laskenut kohtuulliselle tasolle

Lähitulevaisuus 0-3v

- Learningissa fokus orgaanisessa kasvussa (tavoite keskimorkea yksinumeroinen kasvu-%)) ja tätä vauhdikkaammassa tuloskasvussa toiminnan tehostumisen myötä (tavoite korkea yksinumeroinen kasvu-%)
- Media Finlandissa jatkuvaa tehokkuuden parantamista
- Media Finlandissa fokuksessa siirtyminen printistä digiin ja valmistautuminen vedonlyöntimarkkinan vapautumiseen
- Yritysjärjestelyt entistä ajankohtaisempia ja niiden todennäköisyys on korkea

Pitkä aikaväli

- Median rakennemuutoksen hallinta ja kannattavuuden asteittainen vahvistaminen kulutuksen siirtyessä edelleen printistä digiin
- Oppimisliiketoiminta, digitaaliset palvelut ja yritysostot kasvun moottoreina
- Sanoma tavoittelee orgaanisen kasvun ja yritysostojen yhdistelmällä selvästi nykyistä 17 % suurempaa markkinaosuutta Euroopan noin 4-5 miljardin euron oppimisen markkinoilla (K12)
- Laajentuminen Euroopan ulkopuolelle oppimisliiketoiminnassa on mahdollista

Toimialakatsaus – Learning 1/2

Rakenteellisia, opetussuunnitelmaudistuksiin ja tehokkuuden parantamiseen liittyviä kysyntäajureita

Oppimistoimialan näkyymiin ja kysyntään vaikuttaa näkemyksemme mukaan kolme ajuria: jatkuvat opetussuunnitelma- ja koulutusjärjestelmäudistukset, digitalisaation ajama kysynnän rakennemuutos, sekä tarve parantaa oppimistuloksia ja tehostaa opetustoimintaa.

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

Oppimisen markkinoiden kysynnän pääajuri on edelleen maakohtaiset opetussuunnitelmien ja oppimateriaalien uudistukset, jotka tapahtuvat tyypillisesti 3-8 vuoden sykleissä. Näiden muutokset vaikuttavat erityisesti lyhyellä aikavälillä merkittävästi kysyntään, mutta pitkän aikavälin trendikasvu toimialalla on maltillista.

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

kasvattaa tarvetta yksilöllisemmille oppimateriaaleille.

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan keskeiset oppimisen markkinoihin vaikuttavat trendit ovat:

- Painettuja ja digitaalisia oppimateriaaleja yhdistävien ja puhtaasti digitaalisten oppimateriaalien osuus markkinasta kasvaa.
- Yksilöllinen oppiminen ja oppimisen jatkuva arviointi yleistyvät, mikä muokkaa oppimateriaalien kysyntää ja kasvattaa kysyntää erityisesti digitaalisille palveluille.
- Opetusmenetelmien vaatimustaso kasvaa ja muutosvauhti nopeutuu, mikä opettajapulan kanssa lisäävät opetustyötä tukevien ratkaisujen tarvetta.
- Ammatillisen oppimisen ratkaisut digitalisoituvat ja niiden tehokkuusvaatimukset kasvavat.
- Kilpailijoiden määrä kasvaa uusien digitaalisten toimijoiden myötä ja perinteisten toimijoiden konsolidoituminen jatkuu
- Alalla otetaan käyttöön jatkuviin tilausmaksuihin pohjautuvia liiketoimintamalleja.

Arvioimme koronapandemian aiheuttaman siirtymän etäopetukseen kasvattaneen digitaalisten oppimateriaalien kysyntää, mikä myös osin vauhdittaa digitaalisuuden asteittaista nousua. Nousun vauhti vaihtelee kuitenkin olennaisesti Sanoman kohdemarkkinoilla ja markkinoiden lähtötilanne on myös erilainen.

Oppimateriaalimarkkinoiden näkymät

Oppimateriaalimarkkinoiden ja digitaalisten oppimisalustojen

Oppimisen markkinoiden keskeiset trendit



Toimialakatsaus – Learning 2/2

osuus opetuksen kokonaismenoista on Sanoman mukaan vain noin 3 % yhtiön markkina-alueilla. Tämän osan markkinoista arvioimme kasvavan pitkällä aikavälillä hitaasti (+0-2 %/vuosi), sillä painettujen oppimateriaalien käyttö vähenee ja ikäluokat pienenevät. Oppimateriaalien digitalisaation ja opetusmenetelmien uudistumisen myötä on tapahtumassa markkinaosuuksien uudelleen jakautumista sen pohjalta, mitkä toimijat kykenevät investoimaan digitaalisiin ratkaisuihin. Arvioimme mukaan Sanoma on tässä muutoksessa hyvissä asemissa, sillä yhtiöllä on laaja ja pitkälle kehitetty digitaalisten ratkaisujen tuoteportfolio ja kyky investoida tänne.

Oppimisolustojen näkymät

Oppimisolustojen sekä opetuksen hallinnollisten järjestelmien osuus Sanoman kaltaisten oppimisyhtiöiden liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni (noin 10-20 %). Näitä kustannuksia katetaan myös oppimateriaaleja huomattavasti suuremmasta hallintoon, järjestelmiin ja kehittämiseen suunnatusta opetustoimen budjetista. Tämän budjetin suuruusluokka on tavanomaisesti noin 15 % kokonaismenoista. Edellä mainituista markkinoiden trendeistä ja laajemmasta markkinapotentiaalista johtuen tämän osa-alueen kasvunäkymät ovat pitkällä aikavälillä arvioimme mukaan oppimateriaalimarkkinaa selvästi positiivisemmat (>5 %/vuosi).

Kilpailukenttä koostuu valtaosin paikallisista oppimisen yhtiöistä

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

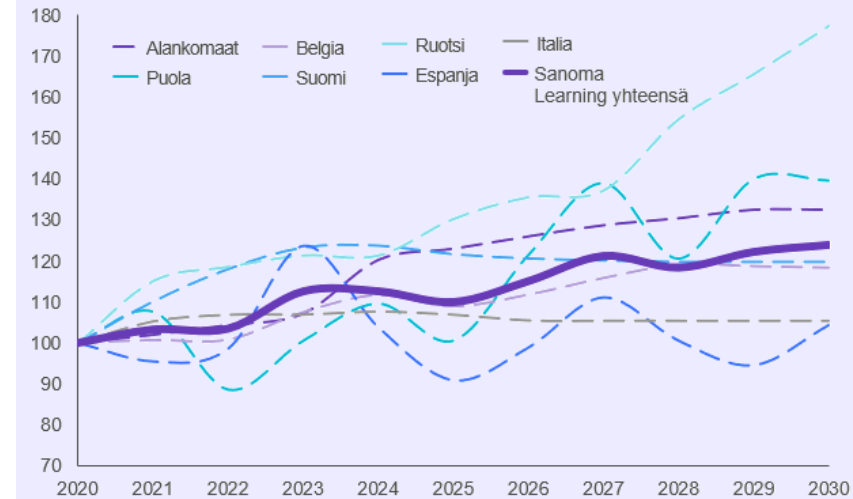
oppimateriaalimuoto ja -ratkaisu, mikä hajauttaa päätöksenteon laajalle joukolle. Tästä syystä markkinalle tulon kynnyks on erittäin korkea ja kilpailu käydään pitkälti paikallisten toimijoiden kesken. Lisäksi alan toimijoiden määrä on tyypillisesti melko pieni, sillä kannattava oppimateriaalien kustannustoiminta vaatii suurta mittakaavaa.

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

Sanoman pääkilpailijoita oppimateriaalien kustantamisessa ovat Suomessa Otava, Hollannissa Noordhoff ja ThiemeMeulenhoff, Belgiassa Plantyn ja Pelckmans, Puolassa WSiP, Ruotsissa Liber, Natur & Kultur ja Gleerups, Espanjassa Grupo Anaya ja Italiassa Mondadori ja Zanichelli. Noordhoff, Plantyn ja Liber ovat Infinitas Learningin omistamia, kun taas ThiemeMeulenhoffin omistaa saksalainen Klett.

Sanoman mukaan kaikki edellä mainitut yksittäiset maakohtaiset yhtiöt toimivat pääsääntöisesti ainoastaan kotimarkkinallaan, ja yhdelläkään ei ole merkittävää toimintaa useassa maassa, vaikka niillä olisikin sama omistaja. Käsityksemme mukaan yhdessäkään Learningin kohdemarkkinan maassa ei ole syntynyt kilpailukenttään suurta digitaalista K12-materiaalien kustantajaa.

K12 oppimateriaalimarkkinan kasvuennusteet



Learning 1/3

Learning on Sanoman suurempi segmentti

Learning-segmentti on liikevaihdolla mitattuna Sanoman suurempi segmentti. Sanoma Learningin liikevaihto vuonna 2025 oli 746 MEUR eli 57 % Sanoman liikevaihdosta.

Learning on myös operatiivisella tuloksella mitattuna suurempi segmentti, sillä vuonna 2025 sen oikaistu liikevoitto oli 152 MEUR eli 20,4 % liikevaihdosta tuoden näin selvästi suurimman osan konsernin tuloksesta.

Learning-segmentin liiketoiminta koostuu painettujen, digitaalisten ja molempia yhdistävien oppimateriaalien ja oppimISRatkaisujen myyntituotoista. Yhtiön tuotteiden ja palveluiden pääasiallinen segmentti on niin sanottu K12-segmentti, joka kattaa peruskoulutuksen ja toisen asteen koulutuksen sekä ammatillisen koulutuksen.

Learningin tuotot pääosin vakaasti kehittyviltä peruskoulutusmarkkinoilta

Learningin tuotot syntyvät pääosin vakaasti kehittyviltä ja ennakoitavilta peruskoulutuksen oppimateriaali- ja oppimISRatkaisumarkkinoilta. Vuonna 2025 sen liikevaihdosta painettujen tuottojen osuus oli 53 % liikevaihdosta ja loput olivat muita kuin painettuja tuottoja.

Tuote- ja palvelutyypeittäin katsottuna Learningin vuoden 2025 liikevaihdosta 85 % muodostui oppimateriaaleista, mikä kattaa sekä painetut että digitaaliset materiaalit. Tämä on Learningin tuottolähteistä myös kannattavinta liiketoimintaa, sillä sen kannattavuus on Sanoman mukaan paikallisesta markkinasta riippuen 15-35 %:n tasolla. Vastaavasti arviomme mukaan vajaa 5 % liikevaihdosta tuli vuonna 2025 oppimateriaalien jakelusta, joka on matalalla 0-5 %:n kannattavuustasolla. Jakelutoiminnan heikon kannattavuuden vuoksi yhtiö on luopunut suuresta osasta

jakelusopimuksista, mikä on laskenut jakelutoiminnan osuutta. Loppuosa jakaantui opetusalustojen, hallinnon alustojen ja koe- ja analytiikkapalvelujen kesken, joissa marginaalit ovat tavanomaisesti 5-10 %:n tuntumassa.

Maantieteellisesti Learning-segmentin liiketoiminnasta yli 90 % tulee markkinoilta, joissa sillä on laaja palvelutarjonta ja joissa se on markkinan kolmen suurimman toimijan joukossa. Segmentin liiketoimintojen vahva markkina-asema perustuu paikallisten yhtiöiden hyvin pitkään historiaan oppimateriaalien kustantajana, kehittäjänä sekä jakelijana ja alalle tulon esteisiin. Sanoma Learningin yhtiöitä ovat mm. Sanoma Pro Suomessa, Nowa Era Puolassa, Van In Belgiassa, Malmberg Hollannissa, Sanoma Utbildning Ruotsissa, Santillana Espanjassa ja Sanoma Italia Italiassa.

Taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoman Learningille asettamat taloudelliset tavoitteet vuosille 2026-2030 ovat keskikorkea yksinumeroinen orgaaninen liikevaihdon kasvu ja korkea yksinumeroinen oikaistun liikevoiton kasvu. Kasvua mitataan vuosittain kolmen vuoden keskimääräisellä vuotuisella kasvuvauhdilla (CAGR-%).

Learningin kasvua tukevat suosiolliset opetussuunnitelmien uudistuksien ajoitukset, joiden yhtiö odottaa kiihdyttävän kasvua. Lisäksi yhtiö tähtää kasvun vauhdittamiseen muovaamalla perus- ja toisen asteen opetuksen kehitystä kohti yksilöllisempää oppimista. Näiden orgaanisten kasvuajureiden lisäksi yhtiö aikoo kasvaa epäorgaanisesti yritysostojen avulla. Yritysostoissa ensisijaisena kohdemarkkinana on arviomme mukaan K12-markkina Euroopassa, mutta laajentuminen Euroopan ulkopuoliselle K12-markkinalle on myös mahdollista pitkällä aikavälillä.

746 MEUR (2024: 764 MEUR)

Liikevaihto 2025

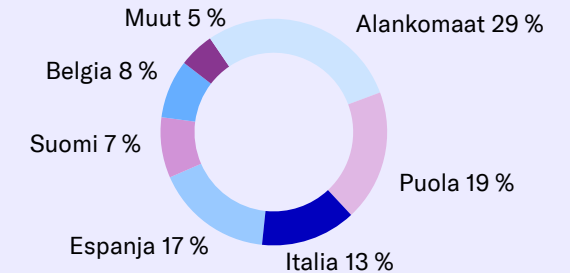
20,4 % (2024: 19,2 %)

Kannattavuus 2025, oikaistu liikevoitto-%

~ 17 %:n markkinaosuus

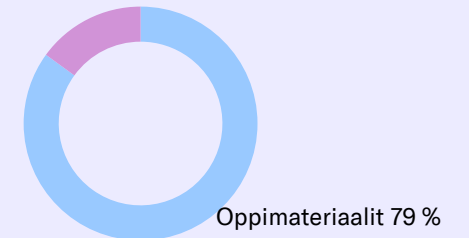
Euroopan 4-5 miljardin euron K12-markkinoilla

Liikevaihto maittain, 2025



Liikevaihto tuotelajeittain, 2025

Jakelu ja digitaaliset alustat 15 %



Learning 2/3

Arvioimme myös, että Learning pyrkii vahvistamaan otettaan etenkin eri markkinoiden digitaalisista oppimisalustoista myös jatkossa, sillä strategisesti tämä asema on houkutteleva tuottojen tasaisen luonteen takia. Lisäksi alustapuolella arvioimme ostojen olevan pitkäikäisiä, sillä alustan vaihtokynnys on käyttötottumusten takia korkea. Tätä laajentumista yhtiö voi tehdä tuomalla sen jo omistamia alustoja markkinoille, joissa digitaalisuusaste on kasvussa tai epäorganisesti ostamalla jo näillä markkinoilla vahvan aseman omaavia alustoja.

Lähipuosien kasvun ennusteet

Ennustamme Learning-segmentin liikevaihdon kehittyvän vakaasti vuonna 2026, minkä taustalla on kasvava oppimateriaalien kysyntä sen keskeisissä toimintamaissa eli Puolassa, Espanjassa ja Hollannissa opetussuunnitelmauudistuksien seurauksena. Lisäksi odotamme hyvin kehittyneen Puolan digialustojen myynnin tukevan kasvua entisestään. Tämän kasvun vaikutuksen hautaa kuitenkin alleen Hollannissa tehdyt päätökset heikosti kannattaneiden jakelusopimusten päättämisestä. Ilman tätä liikevaihtoa laskevaa elementtiä liikevaihto kasvaisi ennusteissamme 5 %. Tätä taustaa vasten ennusteemme vuoden 2026 liikevaihdoksi on 745 MEUR (2025: 746 MEUR).

Vuonna 2027 ennustamme liikevaihdon yltävän tuntuvaan 4 % kasvuun, kun ennusteemme odottaa 776 MEUR:n liikevaihtoa. Vuoden 2027 osalta kasvun ajurit säilyvät edellisvuoden kaltaisina, kun opetussuunnitelma uudistuksien myötä Puolan, Espanjan ja Hollannin markkinat pysyttelevät selvällä kasvu-uralla. Nämä ajurit kääntyvät vastakkaisen suuntaiseksi vuonna 2028, kun etenkin Puolan

ja Espanjan markkinan odotetaan kääntyvän laskuun. Tätä peilaten ennusteemme odottaa vuodelta 2028 liikevaihdon säilyvän vakaana 776 MEUR:ssa.

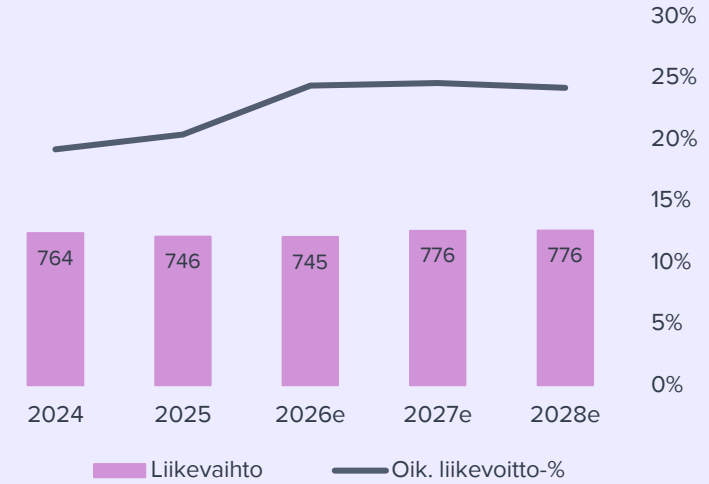
Lähipuosien tulosenusteet

Ennustamme Learningin vuoden 2026 oikaistun liikevoiton kasvavan merkittävästi, kun ennusteemme 181,3 MEUR:ssa (2024: 151,9 MEUR) ja vastaa 24,4 %:n marginaalia. Sanoma on kommentoinut, että se odottaa Learningin kannattavuuden kohoavan selvästi yli 23 %:n Solar-tehostusohjelman jälkeen ja ennusteemme on linjassa sen kanssa. Kannattavuutta vahvistaa edellä mainitun ohjelman tuoma oppimateriaalituotannon tehokkuuden nousu, supistuneet poistot sekä matalan katetason jakeluliiketoiminnan supistuminen.

Vuoden 2027 ennustamme oikaistun liikevoiton kohoavan noin 191 MEUR:oon, minkä ajurina toimii erityisesti hyvällä tasolla jatkuva liikevaihdon kasvu, mutta myös korkealla tasolla säilyvä tehokkuus oppimateriaalien tuotannossa. Tätä taustaa vasten ennusteemme odottaa yhä lievää kannattavuusparannusta vuodelta 2027 (2027e oikaistu liikevoittomarginaali 24,6 %). Vuodelle 2028 ennustamme vastaavasti hienoista tuloksen laskua, kun oikaistun liikevoiton ennusteemme on 189 MEUR:ssa. Tämän taustalla on ennusteissamme vakaasti kehittyvä liikevaihto ja tavanomainen eli maltillinen kustannusinflaatio. Näiden ansiosta ennustamme kannattavuuden laskevan niin ikään hienoisesti ja oikaistun liikevoitto-%:n asettuvan 24,3 %:iin.

Learningin pitkän aikavälin vakaan näkymän ansiosta siihen liittyvät ennusteriskit ovat mielestämme keskimääräistä liiketoimintaa maltillisemmat.

Learningin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	764,2	745,8	774,6	775,5	776,4
Oikaistu liikevoitto	146,9	151,9	181,3	190,5	188,5
Liikevoitto	59,1	60,8	151,3	161,5	162,5
Kertaluonteiset erät	-57,4	-62,9	-6	-6	-6

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,9%	-2,4%	-0,2%	4,2%	0,1%
Oik. liikevoiton kasvu-%	-1,0%	3,4%	19,4%	5,1%	-1,5%
Oik. liikevoitto-%	19,2%	20,4%	24,4%	24,6%	24,3%
Liikevoitto-%	7,7%	8,2%	20,3%	20,8%	20,8%

Learning 3/3

Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta kasvattaa riskit inflaation heilahtelusta, sillä arviomme mukaan inflaation huomioiminen hinnoittelussa tulee rakenteellisesti viiveellä. Siten kohoava inflaatio voisi aiheuttaa odotuksiamme enemmän painetta kannattavuuteen.

Keskeiset positiiviset riskit liittyvät mielestämme odotuksiamme voimakkaammin purevaan tehostusohjelmaan ja markkinaosuuden voittojen kautta ennusteitamme voimakkaammin kiihtyvään liikevaihdon kasvuun. Meidän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteemme peilaavat arvioitua Learningin markkinan kasvunäkymää, mitä heijastellen liikevaihdon keskimääräinen kasvu on ennusteillamme noin 2 % ja alle yhtiön tavoitteiden. Kannattavuusparannuksen ansiosta oikaistun liikevoiton kasvun ennusteemme on kuitenkin reilussa 7 %:ssa, mikä arviomme mukaan on linjassa tulokasvutavoitteen kanssa.

Learningin arvostus

Olemme haarukoineet Learning -segmentille viisi listattua verrokkia, mutta tiettyjen toimijoiden erilaisen kehitysvaiheen takia niiden arvostus ei mielestämme toimi tällä hetkellä relevanttina mittatikkuna Learningille. Arviomme mukaan vertailuryhmän toimijoista Pearson, John Wiley & Sons Inc ja Wilmington soveltuvat arvostuksen vertailuun parhaiten ja olemmekin haarukoineet Learningin hyväksyttävän arvostuskertoimen näiden vuosien 2026 ja 2027 mediaani EV/EBIT-kertoimista, jotka ovat noin 11-9x. Learningin vuosien 2026 ja 2027 operatiivisen liikevoiton ennusteillamme ja verrokkien kertoimilla muodostuu Learningin arvoksi 1 768 MEUR. Pidämme verrokkiyhtiöiden lähivuosien absoluuttisia arvostuskertoimia melko matalana, kun huomioidaan Sanoman oppimisliiketoiminnan vakaa ja

ennustettava kysyntä sekä varsin hyvä kannattavuustaso. Näistä tekijöistä johtuen liiketoiminnalle voi mielestämme perustella korkeammatkin arvostuskertoimet.

Learningin arvostusta voi mielestämme myös peilata Santillana Spain ja Pearson -yritysostojen arvostuskertoimiin. Santilla-kaupan yritysarvo (EV) oli 465 MEUR ja ostetun kohteen keskimääräinen oikaistu liikevoitto vuosina 2018-2020 oli 34,6 MEUR. Näin ollen kaupan oikaistu EV/EBIT-kerroin oli reilu 13x. Ennustamme Learningin vuoden 2026 oikaistun liikevoiton olevan 181 MEUR, jolloin yrityskaupan arvostuskerroin indikoi Learningin yritysarvoksi noin 2 430 MEUR. Pearson-kaupan yritysarvo (EV) oli 190 MEUR ja vuosien 2020-2021 keskimääräinen oikaistu liikevoitto oli 17,5 MEUR, mikä tarkoittaa lähes 11 oikaistua EV/EBIT-kerrointa. Tämä antaisi Learningin arvoksi 1 969 MEUR. Learningin arvo on edellä esiteltyjen menetelmien keskiarvolla laskettuna 2 140 MEUR. Näin ollen Learningin arvostus on hieman noussut edellisestä laajasta päivityksestä (2025 arvio: 1 885 MEUR). Tämän taustalla on se, että ennusteemme odottavat Learningilta selvää tulostason nousua vuosina 2026-2027, mikä enemmän kuin kompensoi verrokkien arvostuksen laskun vuodentakaisesta tasosta.

Learningin verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		26e	27e	26e	27e
Bloomsbury Publishing PLC	557	11,2	10,0	1,5	1,4
Pearson PLC	8336	11,2	10,5	1,9	1,9
John Wiley & Sons Inc	2287	9,7	8,7	1,6	1,6
Wilmington PLC	326	10,5	8,5	2,3	1,9
Chegg Inc	60	n.a.	n.a.	0,3	0,3
Keskiarvo		10,7	9,4	1,5	1,4
Mediaani		10,9	9,3	1,6	1,6

Toimialakatsaus – media 1/4

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttavat 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 ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana laskutrendinä sekä digitaalisen median kasvuna. Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti selkeä korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mainosmyynnin tuottoihin. Lisäksi mediayhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediayhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

- Perinteisen median (sanoma- ja aikakauslehdet ja lineaarinen TV) käyttö ja kysyntä vähenee, mikä laskee asteittain näiden medioiden sisältö- ja mainostuottoja sekä heikentää niiden kannattavuutta.
- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten

yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.

- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä tukee digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Tällaisia ajureita ovat EU:n tietosuoja-asetukset (GDPR ja e-Privacy), jotka tasoittavat pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen ja investointikyvykyys korostuvat kilpailutekijöinä.

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 kokonaisuusmarkkinasta.



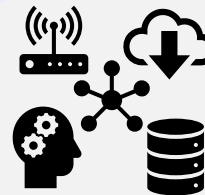
Digitalisaatio

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



Suhdannekehitys

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



Teknologinen kehitys

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



Sääntely ja kulttuuri

Tieto- ja yksityisyydensuojan sääntely kiristyy, mikä kasvattaa kiinteän asiakassuhteen merkitystä. Ns. valeutiset kasvattavat tunnettujen ja luotettujen sisällön tuottajien roolia.

Toimialakatsaus – media 2/4

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 pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakaus- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan verkkomainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja Fifty5Bluen mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä oli noin 58 % kaikesta mainonnasta vuonna 2025.

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

Koko mainosmarkkinan kasvu painui vuonna 2025 - 3 %:iin (2024: -3 %), minkä yhtenä suurena ajurina toimi

sanomalehtien painetun mainonnan peräti 9 %:n lasku. Koko mainosmarkkinan vaisun kehityksen myötä myös verkkomainonta on polkenut viime vuosina käytännössä paikallaan ja myös se laski vuonna 2025 1 %:n (2024: + 1 %). Arvioimme, että verkkomainonnan kehitys jatkuu yleistä markkinaa vahvempana myös tulevaisuudessa. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. 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. Tällä hetkellä yksinomaan digitaalisen lehden tilaajat ovatkin Helsingin Sanomien suurin asiakassegmentti. Sanoman uutismedioissa digitaalisista tilauksista maksavien käyttäjien määrä on kasvanut 98 %:iin kokonaistilaajien määrästä.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm.

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 yksityisyyden suojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus – media 3/4

Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus maksaa digitaalisesta sisällöstä, vauvutisiin liittynyt keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua. Arvioimme sisältötuottojen kokonaiskasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen vuoksi.

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 tyyppillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikatemarginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaa voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on historiallisesti ollut tyyppillisesti 5-10 %:n haarukassa. Painetussa mediassa korkeamman kannattavuuden saavuttaminen on entistäkin hankalampaa,

minkä taustalla on laskevat tehokkuushyödyt volyymin supistuessa. Tämä arviomme mukaan vauhdittaa rakennemuutoksia painetun median saralla.

Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

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

Rahapelimarkkinan vapautuminen kasvattanee markkinaa

Rahapelimarkkina on vapautumassa Suomessa kilpailulle vuoden 2027 heinäkuussa. Tällä hetkellä näyttää siltä, että tämä myös kasvattaa mainosmarkkinaa, sillä

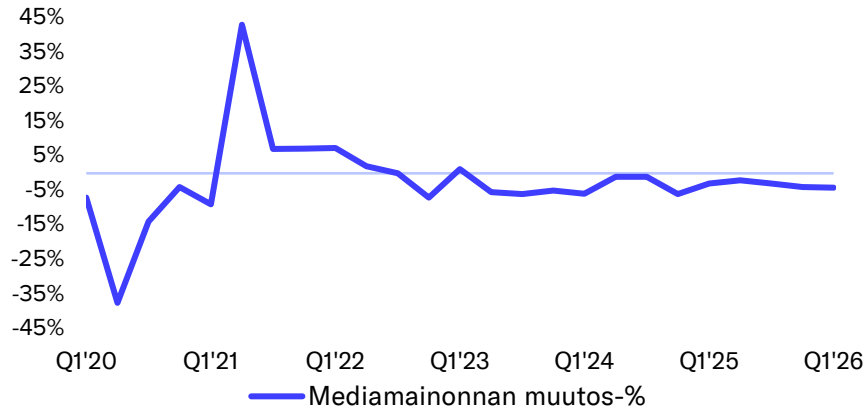
rahapeliyhtiöiden odotetaan panostavan niiden brändien tunnettuuteen sekä rahapelien markkinointiin.

Alalta kuulemiemme arvioiden perusteella mainosmarkkinan arvioidaan kasvavan rahapelien markkinoinnin vapautumisen seurauksena noin 100-200 MEUR vuositasolla, mikä tarkoittaisi keskikohdasta laskettuna noin 12 %:n kasvua suhteessa nykyiseen mainosmarkkinaan. On kuitenkin huomioitava, että rahapeliyhtiöiden voidaan olettaa käyttävän rahaa markkinointiin sekä sponsorointisopimusten muodossa että puhtain mainosinvestointien muodossa. Täten suorat vaikutukset mainosmarkkinaan jäävät kokonaisvaikutusta pienemmäksi, mutta tästä huolimatta uskomme rahapelien markkinoinnin vapautumisen tuovan selvää kasvua mainosmarkkinaan.

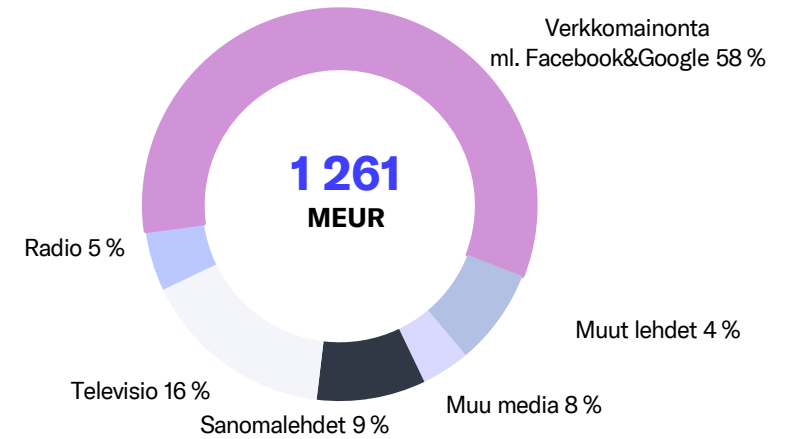
Tämän hetken tiedon perusteella arvioimme rahapelien markkinoinnin heijastuvan mainontaan etenkin vuoden 2027 lopun ja vuoden 2028 alun aikana brändinrakennuspanostusten myötä ja tästä eteenpäin ns. jatkuvana mainontana vuoden 2028 jälkeen. Arvioimme rahapeliyhtiöiden mainosinvestointien painottuvan pitkässä juoksussa digitaalisiin kanaviin, joissa mainosten konversioaste (ts. kuinka hyvin yksittäiset mainokset konvertoituvat rahapelaamiseen) tulee olemaan keskeinen kilpailutekijä.

Toimialakatsaus – media 4/4

Suomen mediamainonnan kehitys



Suomen mediamainonnan jakauma, 2025



Lähde: Fifty5Blue, IAB ja Inderes, Huom. Q1'26-luvut sis. vain tammi-helmikuun luvut

Media Finland 1/3

Suomen suurin kaupallinen mediayhtiö

Media Finlandin liikevaihto oli 557 MEUR vuonna 2025, mikä vastasi 43 % Sanoman liikevaihdosta. Oikaistulla liikevoitolla mitattuna Media Finland on kuitenkin selvästi pienempi segmentti (operatiivinen liikevoitto 49 MEUR eli 24 % Sanoman operatiivisesta liikevoitosta ilman Muita toimintoja).

Segmentin strategian fokuksessa on kolme yksikköä, jotka ovat journalismi (news & feature), viihde ja B2B-markkinointiratkaisut. Journalismin muodostaa uutismediat HS, aluemediat (mm. Aamulehti), Ilta-Sanomat ja joukko aikakauslehtiä. Lisäksi osa yksikköä on painettuihin aikakauslehtiin pääasiassa keskittyvä Sanoma Lifestyle (mm. Aku Ankka, ET ja Kodin Kuvalehti). Vastaavasti viihteen alle lukeutuvat mm. TV- ja radio, suoratoistopalvelu Ruutu, audiosisältöpalvelu Supla ja live-tapahtumat (Nelonen Media). B2B-markkinointiratkaisut kattavat mainonnan ja markkinointiratkaisujen myynnin eri kanavissa.

Media Finland on Suomen suurin kaupallisia mediayhtiötä sekä uutis- ja aikakauslehtien käyttäjä- että tilaajamäärillä mitattuna, painetun median ja verkkomedian mainonnassa, että TV- ja radiomainonnassa. Fifty5Bluen laskemaan Suomen mediamainonnan markkina (noin 1,3 mrd. euroa) suhteutettuna Media Finlandin markkinaosuus on 15 % koko markkinasta.

Tuotot laajasti hajautuneet - painetun median painoarvo edelleen melko suuri

Media Finlandin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin monikanavaisesta toimintamallista ja koko Suomen mediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfolioista.

Sisältötuotot ovat nousseet Media Finlandin suurimmaksi tuottolajiksi. Segmentin liikevaihdosta sisältötuottojen osuus oli vuonna 2025 noin 54 % (2024: 50 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä 88 % ja irtonumeromyynnin vain noin 12 %. Arviomme mukaan tällä hetkellä sisältötuotoista merkittävä osa syntyy painettujen ja digitaalisten sanomalehtien sisältötuotoista (esim. HS), vaikka videopalveluiden (Ruutu.fi ja Supla) tilaustuotot ovat olleet myös pidemmällä tähtäimellä kasvussa.

Mainostuotot muodostivat vuonna 2025 34 % segmentin liikevaihdosta (2024: 37 %). Vuonna 2025 mainostuotoista 82 % tuli vakaammin kehittyvistä TV- ja radiomainonnasta ja kasvavasta verkkomainonnasta, kun taas taantuvasta painetusta mediasta muodostui enää 18 % tuotoista.

Muut tuotot muodostivat vuonna 2025 segmentin liikevaihdosta noin 12 % (2024: 13%). Muut tuotot muodostuvat muun muassa tapahtuma- ja festivaaliliiketoiminnasta, minkä lisäksi muita muiden tuottojen lähteitä ovat markkinointipalvelut ja kirjojen julkaisupalvelut. Arvioimme, että pidemmällä aikavälillä muista tuotoista painopalvelut ovat supistuva tuottolähde, kun taas muilta osin arvioimme niiden kehityksen olevan suhteellisen vakaata.

Segmentin taloudelliset tavoitteet ja strategia

Sanoma Media Finlandille asetetut taloudelliset tavoitteet vuosille 2026-2030 ovat vakaa liikevaihdon kehitys ja matala yksinumeroinen oikaistun liikevoiton kasvu. Kasvua mitataan vuosittain kolmen vuoden keskimääräisellä vuotuisella kasvuvauhdilla (CAGR-%) myös Media Finlandissa. Tavoitteet eivät sisällä yhtiön arvioimaa +20 MEUR:n liikevaihtovaikutusta vedonlyöntimarkkinan avautumisen

Media Finland lyhyesti, 2025

557 MEUR (2024: 581 MEUR)

Liikevaihto 2025

8,8 % (2024: 8,2 %)

Kannattavuus 2025, oikaistu liikevoitto-%

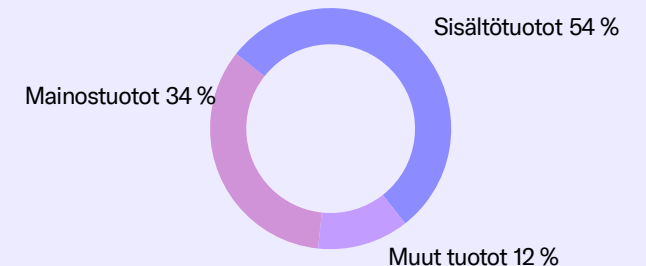
58 % / 42 %

Muun kuin painettujen median tuottojen osuus / painetun median tuottojen osuus, 2025

15 % (2024: 16 %)

Markkinaosuus Suomen mediamainonnan markkinasta

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2025



Media Finland 2/3

vaikutuksesta mainostuottojen liikevaihtoon, eivätkä tästä kasvusta tulevaa tulosvaikutusta.

Kasvutavoite heijastelee Media Finlandin liikevaihdon kaksijakoista kasvunäkymää, kun 42 % (2025) segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan. Tämän vastapainona toimii digitaalisten sisältötuottojen kysynnän kasvu, mikä takia segmentin strategia painottaa johtavaa asemaa news & feature segmentissä. Näin ollen strategia rakentuu johtavan aseman ylläpitämiseen murroksessa printistä digitaaliseen, mikä oli myös peruste Alma Median alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan ostolle vuonna 2020.

Digitaalisen median matalamman yksikköhinnan myötä siirtymällä printistä digitaaliseen on yhtiön liikevaihtoa laskeva vaikutus. Kustannusrakenteeltaan digitaalinen on kuitenkin huomattavasti skaalautuvampi ja näin ollen myös kannattavampi. Siirtymän nopeuttaminen ei kuitenkaan ole strategisesti houkuttelevaa, sillä printin jakelu ja painokustannusten nopea skaalaaminen alas ei olisi mahdollista. Lisäksi se heikentäisi mainostuloja nopeasti, eivätkä kaikki kuluttajat ole valmiita siirtymään täysin digitaaliseen kulutukseen. Siten Sanoma antaa mielestämme perustellusti kuluttajan ohjata muutosvauhtia, sen sijaan että se pyrkisi merkittävästi itse vauhdittamaan muutosta.

Media Finlandin kasvuennusteet

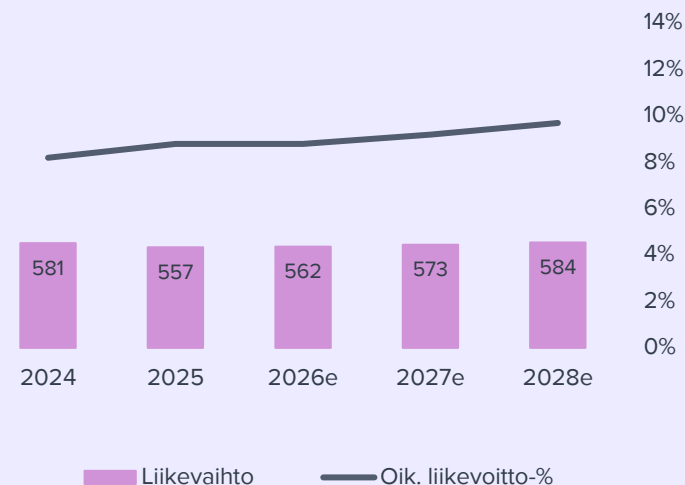
Ennustamme Media Finlandin liikevaihdon kasvavan 1 %:n ja yltävän 562 MEUR:oon vuonna 2026. Tämä heijastelee kasvavia tilaustuottoja, kun taas mainonnan ennustamme kehittyvän vakaasti ja muiden tuottojen laskevan hieman. Pienimmän tuottoerän eli irtonumeromyynnin ennustamme

pysyttelevän lasku-uralla. Ennusteissamme mainonta supistuu H1:llä ja kääntyy lievään kasvuun H2'26:lla, minkä ansiosta koko vuoden kehitys on vakaata. Vuonna 2027 odotamme segmentin liikevaihdon kasvun yltävän noin 2 %:iin, mikä heijastelee kiihtyvää mainonnan kasvua vedonlyöntimarkkinan vapautumisen heijastuessa mainosmarkkinaan H2'27:n alusta lähtien. Lisäksi ennustamme tilaustuottojen pysyvän kasvussa, vaikkakin hieman hidastuvalla tahdilla. Näin ollen ennustamme Media Finlandin liikevaihdon kohoavan 573 MEUR:oon vuonna 2027. Vuoden 2028 kasvuajurit ovat samankaltaiset, kun vedonlyöntimarkkinan toimijoiden panostukset tunnettuuden vahvistamiseen jatkuvat. Odotamme tämän ylläpitävän Media Finlandin mainostuottojen kasvua läpi vuoden, mikä lisäksi ennustamme sen tilaustuottojen jatkavan maltillista kasvua. Näiden ansiosta ennustamme segmentin liikevaihdon kasvavan 2 % myös vuonna 2028 ja yltävän 584 MEUR:oon.

Media Finlandin kannattavuusennusteet

Ennustamme Media Finlandin vuoden 2026 oikaistun liikevoiton kohoavan tilaustuottojen kasvun avittamana 49,7 MEUR:oon, mikä vastaa 8,8 %:n oikaistua liikevoittoa. Ennusteissamme tuloskasvu kiihtyy vuonna 2027, kun vedonlyöntimarkkinan avautuminen vahvistaa mainostuottojen kasvua ja tämä kasvu tulee läpi tulokseen korkealla katteella. Siten ennusteemme vuoden 2027 oikaistuksi liikevoitoksi on 52,7 MEUR, mikä vastaa 9,2 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulokasvunäkymä vahvistuu entisestään vuonna 2028, jolloin edellä mainittu mainostuottojen kasvu vahvistaa tuloskasvua koko vuoden. Tätä heijastellen vuoden 2028 oikaistun liikevoiton ennusteemme on 56,5 MEUR, mikä vastaa 9,7 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia ja tuntuu kannattavuusparannusta.

Media Finlandin ennusteet



Tuloslaskelma (MEUR)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	580,9	556,9	562,1	572,7	583,8
Oik. Liikevoitto	47,5	49	49,7	52,7	56,5
Liikevoitto	38,2	7,5	41,7	45,2	49,0
Kertaluonteiset erät	-3,0	-36,3	-4	-3,5	-3,5
Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,8 %	-4,1 %	0,9 %	1,9 %	1,9 %
Oik. liikevoiton kasvu-%	24,7 %	6,6 %	1,6 %	6,1 %	7,3 %
Oik. liikevoitto-%	8,2 %	8,8 %	8,8 %	9,2 %	9,7 %
Liikevoitto-%	6,6 %	1,3 %	7,4 %	7,9 %	8,4 %

Media Finland 3/3

Tulosennustemme odottavat noin 5 %:n oikaistun liikevoiton kasvua vuosilta 2025-2028. Tämä on yli yhtiön tavoitetason, joka ei kuitenkaan sisällä ennustamaamme mainonnan kasvua vedonlyöntimarkkinan vapautumisen seurauksena.

Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Keskeisenä ennusteisiimme liittyvänä positiivisena riskinä pidämme odotuksiamme ripeämpää mainos- ja tilaustuottojen kasvua sekä odotuksiamme voimakkaammin purevia tehostustoimia. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti odota Media Finlandissa olevan merkittävää potentiaalia huomattaville tehostustoimille, joten arvioimme toimien olevan jatkuvia ja pieniä tehokkuusparannuksia tuovia, jotka kompensoivat painetun median supistumisen tuomaa tehokkuushaittaa.

Negatiivisena riskinä pidämme Suomen talouskasvuun ja sitä kautta mainonnan kehitykseen liittyviä tekijöitä. Lisäksi keskeisenä negatiivisena ja myös positiivisena riskinä toimii rahapelimarkkinan vapautumisen vaikutukset mainontaan ja Sanoman markkinaosuuteen tässä uudessa markkinassa. Nykyiset ennustemme olettavat markkinan kooksi 150 MEUR vuositasolla ja Sanoman markkinaosuudeksi 15 %. Osan markkinaan kanavoituvista investoinneista uskomme valuvan sponsorointiin, mitä kautta vuoden 2028 ennustemme sisältää noin 16 MEUR mainostuottojen kasvua suhteessa vuoteen 2026. Tämä on lievästi alle Sanoman itse tavoitteleman +20 MEUR:n kasvun tästä uudesta markkinasta.

Media Finland arvostus

Olemme tarkastelleen Media Finland -segmentin arvoa laajan kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän

arvostuskertoimien kautta. Olemme haarukoineet Media Finland -segmentille kaikkiaan 12 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Sanoman kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä, sekä muutama TV-yhtiö. Median murrokseen vastatakseen monet aiemmin perinteiset mediayhtiöt ovat hankkineet median perinteisten tuottolähteiden rinnalle muita tuottolähteitä, aivan kuten Sanoma on tehnyt. Tämän myötä toimijoiden keskuudessa on eroa siinä esimerkiksi siinä, kuinka pitkälle niiden tuotot ovat digitalisoituneet ja missä määrin niillä on muita tuottolähteitä perinteisen median rinnalla. Lisäksi niiden markkina-asemissa on eroja. Siten suhtaudumme verrokkiryhmän kautta haarukoituun Media Finlandin arvoon vain suuntaa antavana.

Käytämme arvonmäärittämisessä verrokkiryhmän vuosien 2026-2027 mediaani EV/EBIT-kertoimia ja vuoden 2026 EV/S-kerrointa. Käyttämämme verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2026-2027 ovat noin 11x. Vastaavasti verrokkiryhmän mediaani EV/S-kerroin vuodelle 2026 on puolestaan 0,8x.

Näillä edellä mainituilla arvostuskertoimilla ja Media Finlandin liikevaihdon ja operatiivisen liikevoiton ennusteilla saamme Media Finlandin yritysarvoksi (EV) 472-562 MEUR keskiarvon ollessa 531 MEUR. Media Finlandin arvo ei siten ole muuttunut juurikaan edellisestä laajasta raportistamme (2025 arvio: 543 MEUR).

Media Finlandin verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV	EV/EBIT		EV/S	
	MEUR	26e	27e	26e	27e
Alma Media	1230	13,9	12,6	3,6	3,5
Future PLC	685	3,6	3,6	0,8	0,8
USA Today Co	1612	17,8	14,9	0,8	0,9
ITV PLC	4030	7,3	7,5	1,0	1,0
Lagardere	7339	11,3	10,7	0,8	0,7
Arnoldo Mondadori Editore	706	7,6	7,5	0,7	0,7
News Corp	12628	13,6	12,2	1,7	1,6
New York Times	10308	21,9	18,9	4,0	3,7
Promotora de Informaciones	1125	8,6	9,2	1,1	1,1
Prosiebensat 1 Media	2519	11,0	10,3	0,7	0,7
Roularta Media Group	136	19,4	17,0	0,4	0,4
Keskiarvo		11,3	10,4	1,3	1,3
Mediaani		11,3	10,7	0,8	0,9

Taloudellinen tilanne ja kehitys 1/2

Taseessa merkittävästi aineetonta omaisuutta

Sanoman taseen loppusumma oli vuoden 2025 lopussa 1 729 MEUR. Taseen varat muodostuvat suurelta osin aineettomasta omaisuudesta. Nämä taas koostuvat 810 MEUR:n liikearvosta (47 % taseesta) ja 558 MEUR:n muusta aineettomasta omaisuudesta (32 % taseesta). Liikearvo ja aineeton omaisuus on seurausta suuremmalta osin yritysostoista, minkä lisäksi aineeton omaisuus sisältää esitysoikeuksien ja sisältötuotannon kulujen aktivoiteja. Liikearvosta 86 % (2024 luvuilla) kohdistuu Learning-liiketoimintaan, mikä heijastelee sen viime vuosien suuria yritysostoja.

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta liiketoiminta sitoo maltillisesti ja se muodostuu valtaosin rakennuksista eli toimitiloista. Aineellista omaisuutta taseessa oli vuoden 2025 lopussa 108 MEUR eli 6 % taseen loppusummasta (sis. käyttöoikeusomaisuuserät). Pidämme taseen omaisuuseriä kurantteina, emmekä odota mittavan aineettoman omaisuuden johtavan olennaisiin alaskirjauksiin. Tämän taustalla on se, että liikearvo kohdistuu valtaosin oppimisliiketoimintaan, joka on hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Myös yhtiön tekemät arvonalentumistestaukset, jotka ovat mielestämme tehty järkevillä parametreilla, tukevat tätä näkemystämme.

Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti selvästi negatiivinen, sillä yhtiölle kertyy huomattavia ennakkomaksuja ja korottomat velat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Vuoden 2025 lopussa nettokäyttöpääoma oli 220 MEUR negatiivinen eli lähes - 17 % liikevaihdosta (2024: - 16 %). Historiallisesti nettokäyttöpääoma on ollut jopa hieman enemmän

pakkasella. Arviomme mukaan muutos selittyy liiketoiminnan painopisteen muutoksella, kun oppimisliiketoiminnan suhteellinen osuus on kasvanut. Siten emme odota, että nykyrakenteella nettokäyttöpääoma laskee historialliselle ja vuosien 2020-2023 noin -20 %:n tasolle.

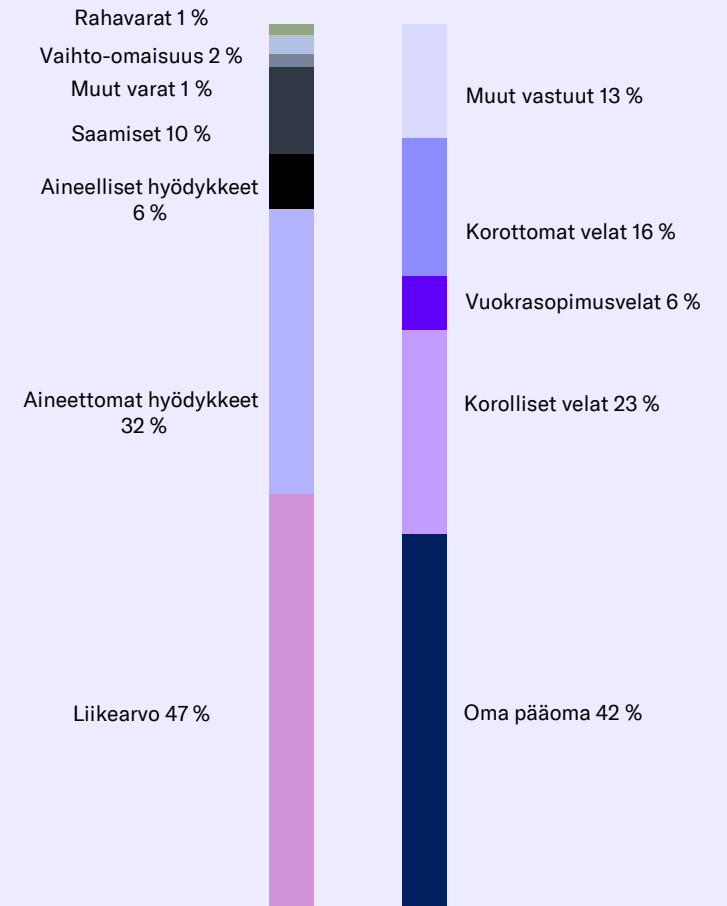
Velkataso on kohtuullinen

Korollista velkaa yhtiöllä oli 2025 vuoden lopussa 506 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat) ja rahavaroja 20 MEUR. Näin ollen korollista nettovelkaa oli 486 MEUR. Huomioitavaa kuitenkin on, että vuoden 2025 lopun taseessa oli 150 MEUR:n hybridilaina, joka luetaan kirjanpitokäytännön mukaisesti omaksi pääomaksi. Yhtiö lunasti tämän hybridilainan takaisin maaliskuussa 2026, mikä tapahtui osin velkarahalla. Siten korollisen nettovelan määrä on kasvanut vuoden 2025 lopun tasosta. Mikäli hybridilaina laskettaisiin korolliseksi velaksi, olisi vuoden 2025 lopun nettovelka/oik. käyttökate tunnusluku vastannut 2,4x tasoa, mikä on linjassa taloudellisen tavoitteen kanssa.

Yhtiön rahoituslainat koostuivat vuoden 2025 lopussa noin 360 MEUR:n pitkäaikaisista ja noin 40 MEUR:n lyhytaikaisista lainoista. Pitkäaikaiset lainat koostuvat 150 MEUR:n joukkovelkakirjalainasta (erääntyy syksyllä 2027), sekä pankkilainoista, joiden maturiteetit ovat vuonna 2027 (100 MEUR) ja vuonna 2029 (110 MEUR). Näin ollen yhtiön seuraavat merkittävät lainasalkun erääntymiset ajoittuvat ensi vuodelle. Yhtiön nykyinen velkaantuneisuus ja kassavirran tuottokyky huomioiden arvioimme Sanomalla olevan hyvät edellytykset näiden velkojen uudelleen rahoittamiseksi kilpailukykyisillä ehdoilla. Yhtiöllä on myös 300 MEUR:n kommitoitu rahoituslimiitti, joka oli täysin käyttämättä vuoden 2025 lopussa.

Taserakenne 2025 (% taseen loppusummasta)

1 729 MEUR



Taloudellinen tilanne ja kehitys 2/2

Vapaa rahavirta on hyvällä tasolla

Sanoman vuosien 2021-2025 liiketoiminnan rahavirta on ollut 148-199 MEUR:n tasolla ja vuonna 2025 se ylsi 199 MEUR:oon. Keskimäärin liiketoiminnan rahavirta on ollut 13,9 % suhteessa liikevaihtoon eli varsin hyvällä tasolla.

Käyttöomaisuusinvestoinnit sekä vuokravastuiden lyhennykset huomioiden vuosien 2021-2025 vapaa rahavirta on ollut keskimäärin 101 MEUR, ja se kohosi vuonna 2025 129 MEUR:oon (117 MEUR hybridilainan korkomenot huomioiden). Jakson keskimääräinen vapaa rahavirta on ollut 0,62 euroa per osake ja vuodelta 2025 vapaa rahavirta kohosi 0,79 euroon per osake.

Sanoman hallituksen ehdottama osinko vuodelta 2025 on 0,42 euroa osakkeelta. Tämän suuruisen osingon yhtiön rahoitusasema mahdollistaa, ja nykyinen velkaantuneisuus huomioiden odotettu vapaan rahavirran taso mahdollistaa myös osingon kasvattamisen jatkossa. Tämä on kuitenkin myös riippuvainen epäorgaanisen kasvun toteumasta ja sen sitomista varoista.

Learningin epäorgaaninen kasvu on sitonut pääomaa, joka kuitenkin tuottaa kohtuullisesti

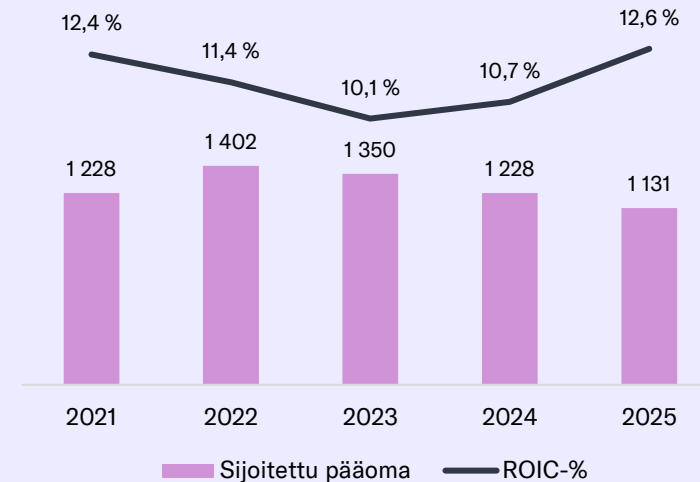
Vuosina 2016-2019 tehtyjen ydinliiketoimintaan kuulumattomien toimintojen karsimisen ja siitä seuranneen taseen pienentymisen jälkeen Sanoman tase ja sijoitettu pääoma ovat kasvaneet viime vuosina jälleen reippaasti, minkä taustalla on etenkin Learningissa toteutettu epäorgaaninen kasvu. Merkittävästi paisuneesta taseesta huolimatta yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on yltänyt hyvälle tasolle, sillä viimeisen viiden vuoden aikana se on ollut keskimäärin 11,4 %. Näin ollen liiketoiminta on luonut

arvoa, sillä saavutettu sijoitetun pääoman tuotto ylittää mielestämme yhtiölle perustellun pääoman tuottovaateen.

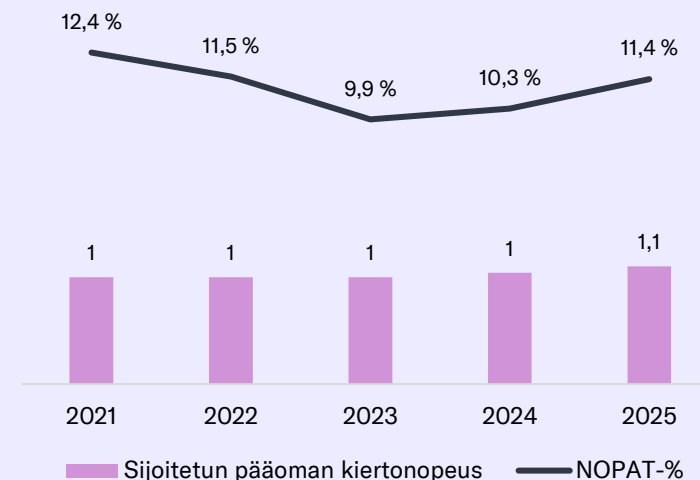
Sijoitetun pääoman tuottoa tarkasteltaessa on huomioitava, että viime vuosien operatiiviset tulokset eivät kaikkien vuosien osalta heijastele kesken tilikauden tehtyjen yritysostojen tulosta täysimääräisesti kokonaiselta vuodelta. Tämä heikentää sijoitetun pääoman tuottoa, sillä järjestelyihin käytetyt pääomat näkyvät täysimääräisesti taseessa sitoutuneena pääomana. Olemmekin käyttäneet sijoitetun pääoman tuoton laskennassa edellisen kahden vuoden keskimääräistä sijoitettua pääomaa.

Arvioimme, että yli ajan nykyisten liiketoimintojen sijoitetun pääoman tuotto tulee olemaan hieman viimeisen viiden vuoden keskimääräistä tasoa korkeampi, kunhan oppimisliiketoiminta saavuttaa kestävästi tavoittelemansa viime vuosia korkeamman kannattavuustason.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys

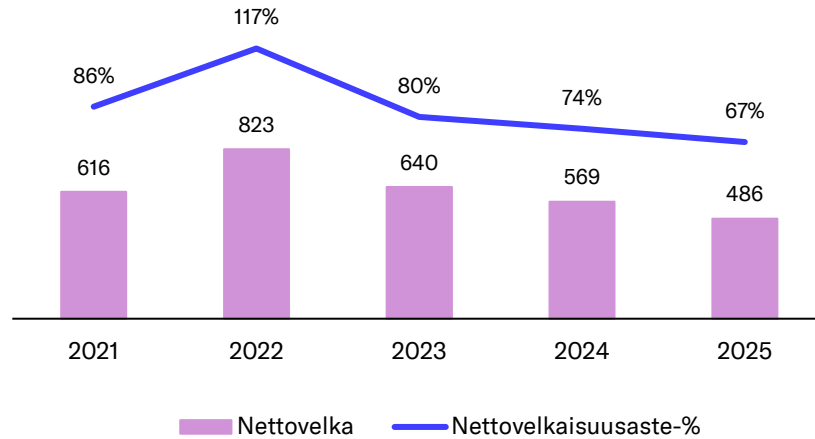


Sijoitetun pääoman tuoton komponentit

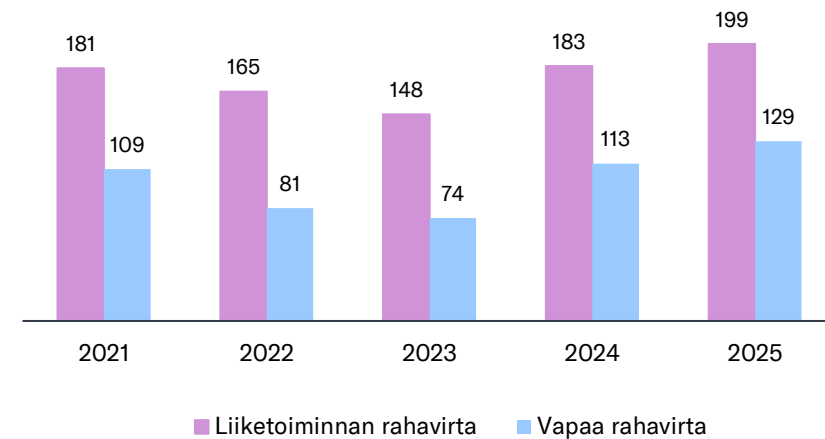


Taloudellinen tilanne

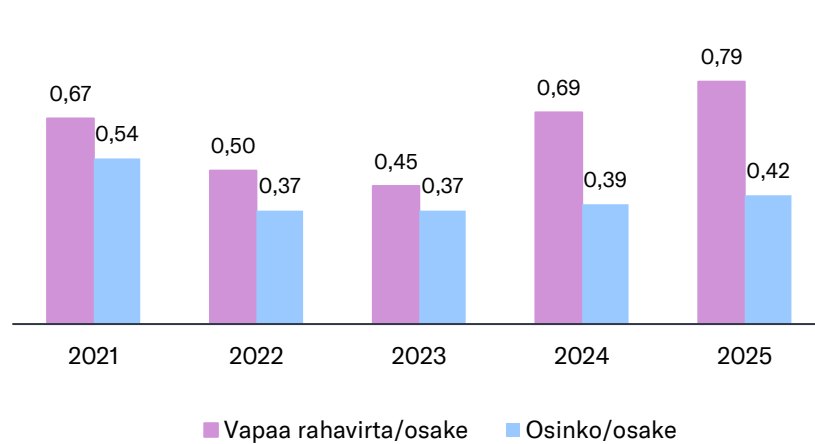
Nettovelka ja nettovelkaisuus-% *



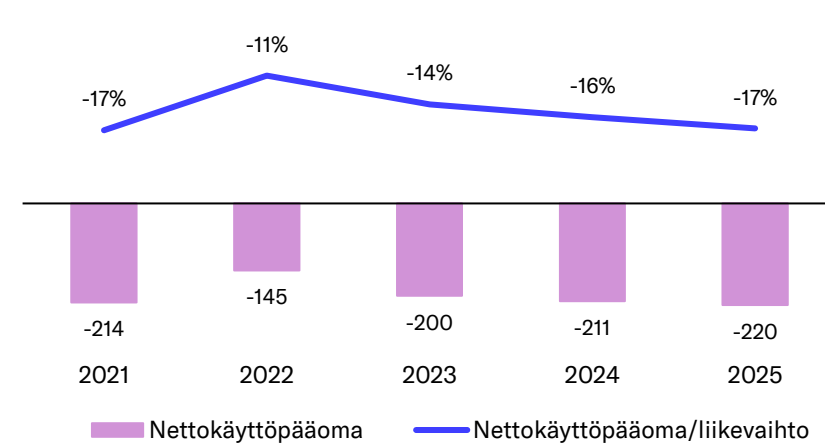
Rahavirran kehitys



Vapaa rahavirta ja osinko per osake



Nettokäyttöpääoma ja nettokäyttöpääoma-%



Lähde: Inderes, Sanoma

* Huom. Hybridilaina käsitelty omana pääomana, ** Vapaa rahavirta = liiketoiminnan rahavirta – kom. Investoinnit – IFRS16 lyhennykset

Ennusteet konsernitasonolla

Ripeää tuloskasvua vuonna 2026

Kuluvan vuoden ohjeistuksessaan Sanoma odottaa konsernin liikevaihdon olevan 1,29-1,34 miljardia euroa (2025: 1,3 mrd.) ja oikaistun liikevoiton olevan 205-225 MEUR (2025: 188 MEUR). Ennusteemme vuoden 2026 liikevaihdoksi on 1 307 MEUR, mikä vastaa melko vakaata liikevaihdon kehitystä ja on ohjeistushaarukan keskikohdan tuntumassa. Vakaasta liikevaihdon kehityksestä huolimatta ennustamme tuntuva tuloskasvua Learningin kannattavuusparannuksen vetämänä, ja kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton ennusteemme on ohjeistuksen keskikohdalla 215 MEUR:ssa. Tämä vastaa 16,4 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Ennustamme nettorahoituskulujen säilyvän suhteellisen vakaana, kun hybridilainaa korvataan tavanomaisella korollisella velkarahalla, joten tavanomaisella veroasteella vuoden 2026 oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,81. Odotamme Sanoman korottavan vuodelta 2026 maksettavaa osinkoa 0,44 euroon osakkeelta (2025: 0,42) hyvän vapaan kassavirran kehityksen ja terveen rahoitusasemansa turvin.

Vuosien 2027-2028 ennusteet: tuloskasvu jatkuu molemmissa segmenteissä

Vuosina 2026-2027 odotamme Sanoman liikevaihdon kasvavan noin 3 % ja 1 %:n. Vuoden 2027 kasvu heijastelee erityisesti Learningin oppimateriaalivolyyymien kasvua, joka jatkuu hyvällä tasolla. Samalla odotamme myös Media Finlandin kääntyvän kasvuun, mihin sen avittaa erityisesti ennusteissamme kasvuun kääntyvä mainonta. Vuonna 2028 odotamme Learningin kasvun vakautuvan ja siten konsernitason kasvu hidastuu ennusteissamme sen suuremman kokoluokan vuoksi, huolimatta siitä, että Media Finlandin kasvu säilyy hyvällä tasolla mainonnan kasvun

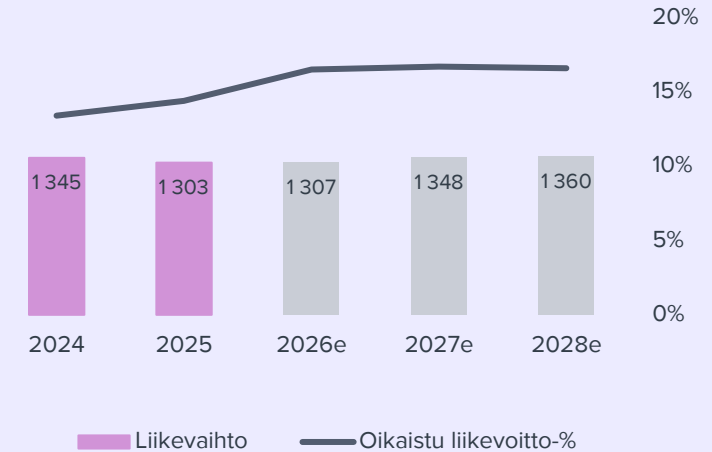
avittamana.

Vuosien 2027 ja 2028 konsernitason oikaistun liikevoiton marginaalit ovat ennusteillamme 16,7 % ja 16,6 %. Siten ennustamme yhtiön pystyvän pitämään kiinni selvästä kannattavuusparannuksesta keskipitkällä aikavälillä, mikä pohjautuu etenkin Learningin kohentuneeseen kannattavuustasoon. Operatiivista tuloskasvua mukaillen ennustamme lähivuosien osakekohtaisen tuloksen kasvavan tuntuvasti, mitä tukee hienoinen nettorahoituskulujen lasku taseen vahvistuessa. Uskomme kuitenkin yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua ennusteajaksolla, mikä toteutuessaan muuttaa velkaantumista ja nettorahoituskulujen ennusteita. Emme kuitenkaan sisällytä mallinnukseen potentiaalisia tulevia yritysjärjestelyjä. Tuloskasvun myötä odotamme yhtiön kohottavan osinkoaan ensin 0,46 euroon osakkeelta vuodelta 2027 ja edelleen 0,48 euroon osakkeelta vuodelta 2028. Lähivuosien vapaa rahavirta säilyy ennusteissamme hyvällä tasolla. Muistutamme, että investointien lasku heijastui jo viime vuoden vapaaseen rahavirtaan, joten vapaa rahavirta ja operatiivinen tulos eivät kuitenkaan parane käsikädessä lähivuosina.

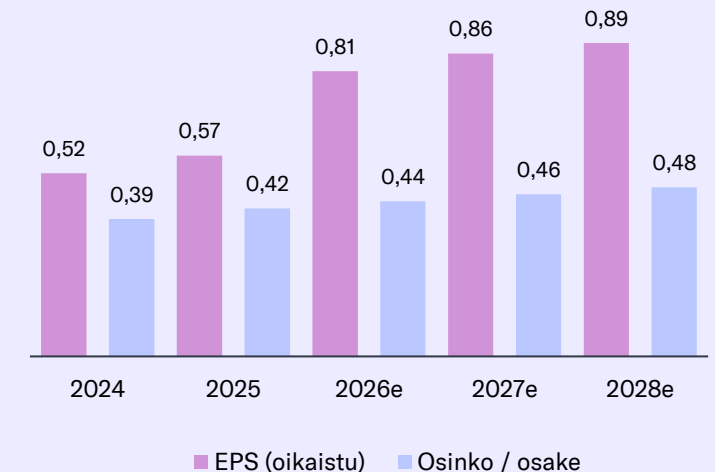
Pitkän aikavälin tulosennusteet

Ennusteissamme Sanoman pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu asettuu 2 %:iin. Tämä heijastelee 2-5 % kasvavaa oppimisliiketoimintaa ja vakaasti kehittyvää medialiiketoimintaa. Lähivuosien kannattavuusparannuksen jälkeen odotamme jokseenkin vakaata kannattavuuskehitystä pitkällä aikavälillä molemmissa segmenteissä.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennustemuutokset

- Olemme tehneet raportin yhteydessä hyvin lieviä ennustemuutoksia lähivuosien operatiivisiin ennusteisiimme
- Vuoden 2026 ennusteissamme tarkistimme Media Finlandin mainostuottojen ennusteitamme hienoisesti alaspäin alkuvuoden tahmeaa markkinakehitystä ennakoiden. Laskimme hienoisesti myös muiden tuottojen ennusteita ulkoisten painopalveluiden laskun ja kesän toteutuvien festivaalien näkymän perusteella
- Vuoden 2027 ennusteissamme korotimme lievästi Media Finlandin kannattavuusennustetta kasvavien mainostuottojen hyvää katetasoa ennakoiden
- Laskimme lievästi Learningin liikevaihdon ennustettamme vuodelta 2028, jolloin oppimateriaalimarkkinalla on odotettavissa pientä hidastumista
- Vuoden 2028 tulosennusteen marginaalinen lasku on seurausta Learningin liikevaihdon ennusteen hienoisesta laskusta

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
Liikevaihto	1311	1307	0 %	1352	1348	0 %	1384	1360	-2 %
Käyttökate	357	357	0 %	364	365	0 %	379	376	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	187	187	0 %	197	198	0 %	205	202	-1 %
Liikevoitto	177	177	0 %	188	189	1 %	195	193	-1 %
Tulos ennen veroja	153	153	0 %	166	167	1 %	175	173	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,81	0,81	0 %	0,85	0,86	1 %	0,90	0,89	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,44	0 %	0,46	0,46	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	1345	221	340	516	226	1303	221	339	519	228	1307	1348	1360	1390
Media Finland	581	132	148	139	138	557	132	149	141	140	562	573	584	590
Learning	764	89	192	377	88	746	89	190	377	88	745	776	776	800
Käyttökate	329	23	103	203	7	335	16	101	228	12	357	365	376	384
Poistot ja arvonalennukset	-248	-54	-54	-121	-58	-286	-45	-45	-45	-45	-180	-177	-184	-187
Oikaistu liikevoitto	180	-19	62	172	-27	188	-19	66	192	-24	215	225	226	230
Liikevoitto ilman kertaeriä	143	-28	53	164	-35	155	-26	59	185	-31	187	198	202	206
Liikevoitto	82	-31	49	82	-51	49	-29	56	183	-33	177	189	193	197
Media Finland	41	7	11	19	8	44	7	11	20	8	46	49	53	54
Learning	117	-32	45	148	-38	124	-29	51	170	-35	157	168	168	172
Kertaluonteiset erät	-62	-4	-4	-83	-16	-106	-3	-3	-3	-3	-10	-10	-10	-10
Muut ja eliminoinnit	-14	-3	-3	-2	-5	-13	-4	-4	-4	-4	-16	-18	-19	-20
Nettorahoituskulut	-33	-6	-6	-6	-6	-24	-6	-6	-6	-6	-24	-22	-20	-17
Tulos ennen veroja	48	-38	43	76	-56	24	-35	50	177	-39	153	167	173	180
Verot	-8	9	-10	-18	14	-4	7	-10	-35	8	-31	-36	-37	-39
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	40,5	-28	33	57	-42	20	-28	40	141	-31	122	131	135	141
EPS (oikaistu)	0,52	-0,17	0,21	0,73	-0,20	0,57	-0,15	0,26	0,88	-0,18	0,81	0,86	0,89	0,92
EPS (raportoitu)	0,19	-0,19	0,19	0,34	-0,27	0,06	-0,17	0,24	0,86	-0,19	0,75	0,80	0,83	0,86

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,5 %	0,1 %	-0,8 %	-4,5 %	-6,5 %	-3,1 %	0,1 %	-0,3 %	0,5 %	1,0 %	0,3 %	3,2 %	0,9 %	2,2 %
Käyttökate-%	24,5 %	10,2 %	30,2 %	39,3 %	3,0 %	25,7 %	7,5 %	29,8 %	43,9 %	5,2 %	27,3 %	27,1 %	27,7 %	27,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,4 %	-8,5 %	18,3 %	33,4 %	-12,1 %	14,4 %	-8,6 %	19,3 %	37,1 %	-10,4 %	16,5 %	16,7 %	16,6 %	16,6 %
Nettotulos-%	3,0 %	-12,9 %	9,7 %	11,1 %	-18,7 %	1,5 %	-12,5 %	11,8 %	27,3 %	-13,8 %	9,4 %	9,7 %	10,0 %	10,2 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili on muuttunut suhteessa yhtiön historiaan

Oppimisliiketoiminnan kasvun myötä Sanoman sijoitusprofiili on muuttunut huomattavasti 2020-luvulla. Merkittävin muutos on mielestämme syklisten mainonnan tulovirtojen osittainen korvaantuminen vakailla ja ennustettavilla oppimisliiketoiminnan tulovirroilla, joiden kannattavuus on myös korkeampi kuin perinteisen medialiiketoiminnan. Osana toteutettua liikevaihdon ja tuloksen rakennemuutosta osakkeen riskiprofiili on arviomme mukaan laskenut, kun ennustettavien ja defensiivisten oppimisen tuottojen osuus on kasvanut selvästi. Myös yhtiön operatiivinen kannattavuus- ja kassavirtaprofiili on parantunut, mikä edelleen ovat laskeneet osakkeen riskiprofiilia.

Yrityskaupat suuressa roolissa

Yrityskaupat ovat tärkeä osa Sanoman strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi myös jatkossa. Sanoman yritysostojen kokoluokka voi vaihdella merkittävästi myös jatkossa, mutta mielestämme on todennäköistä, että suuretkaan yrityskaupat eivät muuta yhtiön operatiivista riskiprofiilia merkittävästi tulevaisuudessakaan. Potentiaaliset yrityskaupat eivät sisälly ennen niiden toteutumista ennusteisiimme, sillä niiden ennustaminen riittäväällä tarkkuudella on käytännössä mahdotonta.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Sanoman keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat:

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Tuloskasvun kiihdyttäminen yritysostojen kautta pitkällä tähtäimellä on

mielestämme varsin todennäköistä. Arviomme mukaan yritysostojen pääpaino on jatkossakin vakaammassa Learning-liiketoiminnassa. Siten yritysostoilla on mahdollisuus myös muokata liikevaihdon ja tuloksen rakennetta vieläkin vahvemmin kohti vakaampia tuottokomponentteja.

Digitaalisen liiketoiminnan kasvu: Sanoman digitaalisten medialiiketoimintojen kasvunäkymät ovat arviomme mukaan kohtuulliset ja niiden kannattavuus on hyvä, joten ne muodostavat arvoajurin osakkeelle.

Kannattavuuden parantuminen: Näemme Sanomalla potentiaalia kannattavuuden parantamiseen molemmissa segmenteissä, mikä on osittain jo realisoitunut vahvistuneena rahavirtana. Oppimisliiketoiminnan Solar-ohjelman merkittävän tulosparannuksen hedelmiä kerätään kuluva vuodesta alkaen, kun taas medialiiketoiminnassa jatkuva toiminnan tehostaminen ja korkeakatteisen mainonnan ennustettu kasvu antaa edellytykset paranevalle kannattavuudelle keskipitkällä aikavälillä.

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Sanoman keskeisimmät negatiiviset arvoajurit ja riskit ovat:

Painetun median tuottojen hiipuminen: Odotamme Sanoman painettujen medioiden liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kokonaiskasvua ja painaa medialiiketoiminnan kassavirtaa.

Kilpailuaseman heikentyminen: Media-alan kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden

kautta (esim. Facebook ja Google), mistä syystä kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on heikentynyt.

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

Toimintaympäristöön liittyvät riskit: Sanoman liiketoiminnan suhdanneherkkyys on pienentynyt huomattavasti, mutta heikko suhdanne heikentää tulosodotuksia etenkin Median Finlandissa. Pitkän aikavälin kysyntätrendit edellyttävät myös jatkuvaa sopeuttamista medialiiketoiminnassa.

Yrityskauppariskit: Sanomalla on historiassaan useita epäonnistuneita yrityskauppoja, jotka ovat tuhonneet omistaja-arvoa ja toimivat muistutuksena niihin liittyvistä riskeistä. Nykyisellä liiketoimintarakenteella näiden todennäköisyys on kuitenkin mielestämme aiempaa maltillisempi ja heikot yritysostot on tehty ennen yhtiön nykyistä johtoa.

Sijoitusprofiili

- 1 Oppimisliiketoiminnan kuluva vuosikymmenen liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymä
- 2 Median rakennemuutos jarruttaa orgaanista kasvua ja edellyttää jatkuvaa tehostamista
- 3 Operatiivinen riskitaso on maltillinen: vahva markkina-asema, laajasti hajautuneet tuotot, maltillinen syklisten tuottojen osuus
- 4 Velkaantuneisuus on laskenut varsin kohtuulliselle tasolle mahdollistaen epäorgaanisen kasvun
- 5 Digituottojen suhteellisen osuuden kasvu vahvistaa kannattavuuspotentiaalia

Potentiaali

- Oppimisliiketoiminnan ja median digituottojen ja -palveluiden kasvu
- Molempien segmenttien tehostusohjelmat ja niiden tuoma tuloskasvupotentiaalia
- Oppimisliiketoiminnan kasvu kohottaa osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa
- Tuottojen defensiivisyyden vahvistuminen liiketoiminnan painopisteen kallistuessa kasvavissa määrin Learning -liiketoimintaan

Riskit

- Yritysostojen ja niiden integraatioiden epäonnistuminen
- Median rakennemurroksen ja painetun median laskun kiihtyminen
- Kilpailuaseman heikentyminen erityisesti globaaleja kilpailijoita vastaan
- Teknologiaan ja sääntelyyn liittyvät riskit

Arvostus 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme osakkeen arvostusta lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella (tulospasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmääritystä osien summa -laskelman ja kassavirtamallin (DCF) avulla. Suhteellista arvostusta olemme käyttäneet määrittäessämme segmenttikohtaisia arvoja osien summa -laskelmaan. Tarkastelemme absoluuttista arvostusta nettotulospohjaisella P/E-kertoimella, joka huomioi myös hybridilainan korkokulut sekä taserakenteen huomioivalla EV/EBITA-kertoimella.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus on korkea

Ennusteillamme keskimäärin noin 5 %:n tasolle asettuva osinkotuotto on arviomme mukaan Sanoman osakkeen tuotto-odotuksessa olennaisessa roolissa lähivuosina. Samaan aikaan ennustamme Sanoman operatiivisen tuloksen kasvavan lähivuosina 6 %:n vauhtia (CAGR-%), minkä taustalla on etenkin Learningin tulospasvu. Pääasiassa operatiivisen tuloksen kasvun seurauksena ennustamme yhtiön oikaistun EPS:n kasvavan 16 % (CAGR-%) vuosina 2025-2028. Siten tulospasvu muodostaa osakkeelle huomattavan tuotto-odotuksen ajurin lähivuosina.

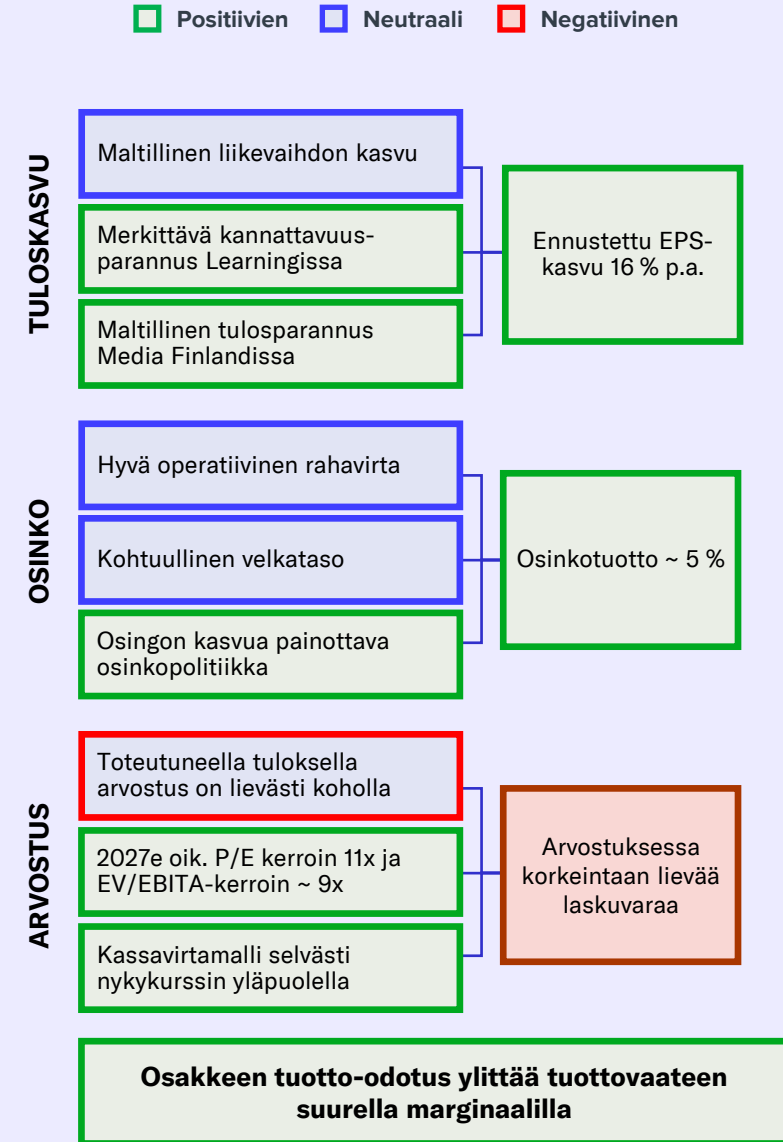
Vuoden 2025 tuloksella Sanoma arvostetaan oikaistulla P/E-kertoimella 16x ja vastaava EV/EBITA-kerroin on 11x. Mielestämme nämä arvostuskertoimet ovat neutraalin tasolla tai lievästi koholla, etenkin nettotulospohjaisesti tarkasteltuna. Odottamamme tulospasvu painaa vastaavia arvostuskertoimia selvästi matalammaksi lähivuosina, kun vuoden 2026 oikaistu P/E-kerroin on vain 11x ja EV/EBITA-kerroin on vajaa 10x. Vastaavat vuoden 2027

arvostuskertoimet ovat 10x (P/E-kerroin) ja 9x (EV/EBITA-kerroin). Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi edellisen viiden vuoden mediaani arvostuskertoimien alapuolella (2020-2024 oik. P/E 14x ja EV/EBITA ~ 14x). Emme pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa perusteltuna nyt, kun korkeampien korkojen myötä tuottovaateet ovat myös kohonneet. Näkemyksemme mukaan hyvin lievästä arvostuskertoimien laskuvarasta huolimatta lähivuosien tuotto-odotus kohoaa tulospasvun ja osinkotuoton ansiosta erittäin houkuttelevaksi.

Kassavirtalaskelma (DCF)

Sanoman arvonmäärityksessä kassavirtalaskelmalle (DCF) voi mielestämme antaa painoarvoa, koska etenkin suuremman osuuden kassavirroista tuovan Learningin kassavirrat ovat pidemmällä tähtäimellä vakaat ja ennustettavat. Learningin vakaasta kasvusta (ilman mahdollisia yritysostoja), mutta painetun median laskusta johtuen liikevaihto yltää mallissa 2 %:n kasvuun keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteajaksella (2027-2033). Vastaavasti keskipitkän aikavälin liikevoittomarginaalin ennusteemme on keskimäärin 14 % ja terminaalin liikevoittomarginaalin ennusteemme on 13,5 %. Lähihistoriassa yhtiö on myös yltänyt näitä tasoa korkeampaan operatiiviseen kannattavuuteen (2025 oikaistu liikevoitto 14,4 %), joten emme pidä näitä pitkän tähtäimen kannattavuusodotuksia vaativina. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,4 % ja oman pääoman kustannus on 8,4 %. Näihin parametreihin perustuva kassavirtamallimme mukainen arvo osakkeelle on 12,0 euroa osakkeelta viitaten osakkeen olevan selvästi aliarvostettu nykyhinnalla.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvostus 2/2

Osien summa -laskelma

Sanoman liiketoiminnot ovat hyvin itsenäisiä, niiden välillä ei ole merkittäviä synergioita ja niitä tulee mielestämme arvottaa erilaisilla arvostuskertoimilla niiden erilaisten kysyntäajurien, riskiprofiilien ja kannattavuustasojen ansiosta. Siten osien summa -laskelma mielestämme muodostaa kohtuullisen mittatikun osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen.

Arviomme Sanoman osien bruttoarvosta on segmenttikatsauksissa esittelemiemme suhteellisten arvonmääritysten ja konsernikulujen huomioon jälkeen 2 434 MEUR. Kahden segmentin yhteenlasketusta arvosta Learningin vastaa reilu 80 %, kun taas edellä mainitusta bruttoarvosta se kattaa jopa 88 %.

Kun segmenttien yritysarvoista vähennetään konsernikulujen nykyarvo (237 MEUR) ja 580 MEUR:n korollinen nettovelka vuoden 2026 lopussa, saadaan Sanoman osakekannan arvoksi osien summan perusteella 1 855 MEUR tai 11,4 euroa per osake.

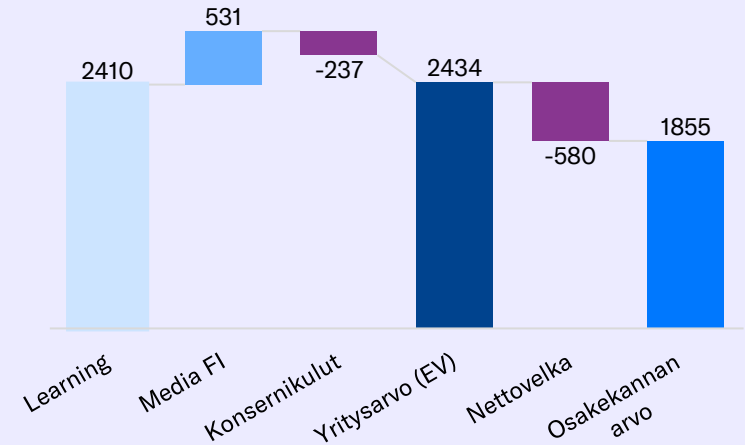
Mielestämme osien summa -laskelma toimii Sanoman arvonmäärittelyn viitekehityksen muodostamisessa, mutta suoraan tavoitehintaamme emme siihen pohjaa. Tämän taustalla on se, että emme odota erillisten osien arvon realisoituvan yritysjärjestelyiden kautta lyhyellä tähtäimellä. Pidämme tätä kuitenkin mahdollisena skenaariona keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Lisäksi osien summa -laskelman osalta on huomioitava, että molemmille segmenteille ja eritoten oppimisliiketoiminnalle muodostettavissa olevat verrokkiryhmät ovat jokseenkin suppeita tai ei täysin vertailukelpoisia. Tätä taustaa vasten suhtaudummekin osien summa -laskelman mukaiseen

arvoon vain suuntaa antavana.

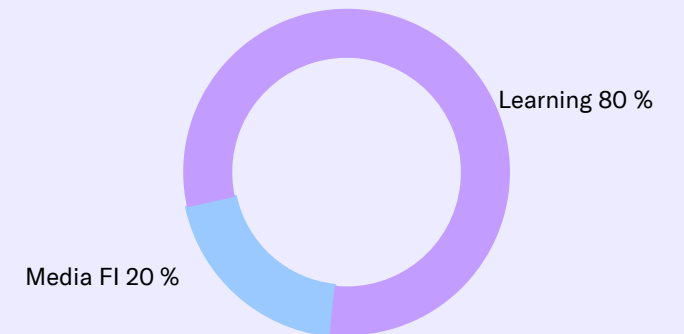
Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Sanoman osta-suosituksen ja 11,5 euron tavoitehintamme. Eri menetelmien pohjalta haarukoituna saamme osakkeen käväksi arvoksi 11-12,5 euroa per osake. Eri arvonmäärittämenetelmät viitoittavat osakkeen olevan hyvin maltillisesti arvostettu suhteessa lähivuosien ennustettuun tuloskehitykseen. Tätä taustaa vasten pidämme osakkeen tuotto-riskisuhdetta nykykurssilla erittäin houkuttelevana. Tähän näkemykseen liittyvät keskeiset riskit ovat yleisiin arvostustasoihin (ts. tuottovaateisiin) liittyvien riskien lisäksi etenkin Learningin keskipitkän aikavälin kannattavuuteen liittyvät tekijät.

Arvio Sanoman osien summasta, 04/2026



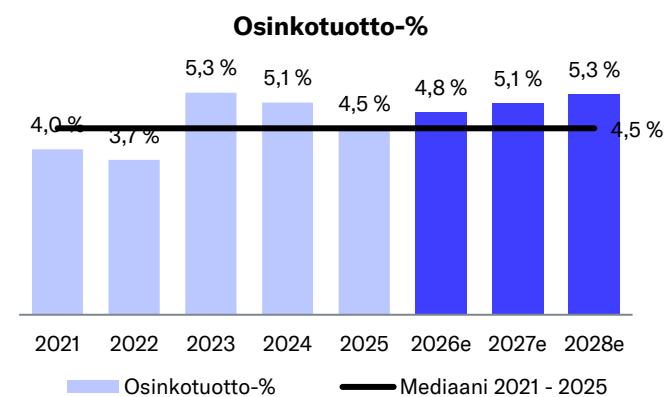
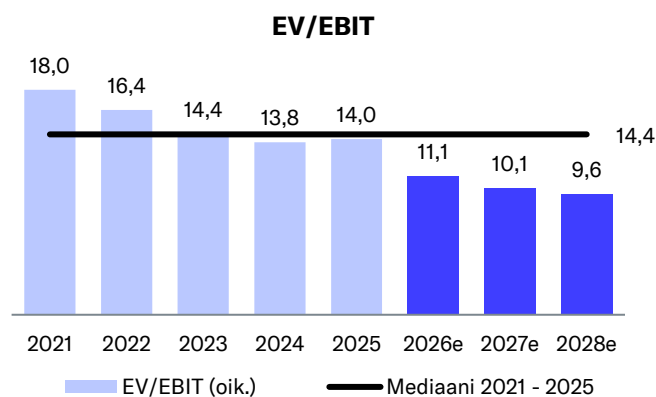
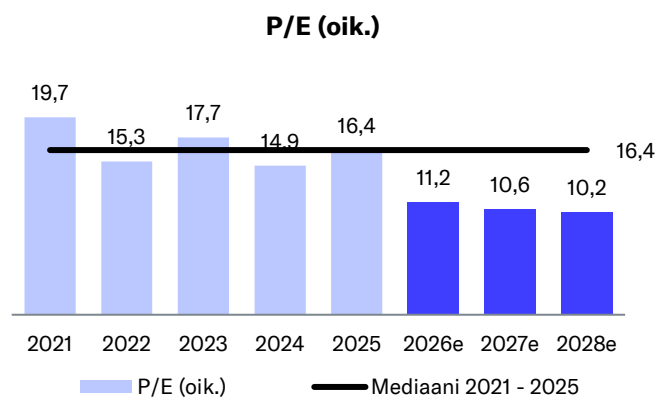
Yritysarvon jakautuminen, 04/2026



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	13,6	9,96	6,95	7,67	9,40	9,08	9,08	9,08	9,08
Osakemäärä, milj. kpl	163	163	163	164	164	164	164	164	164
Markkina-arvo	2219	1625	1135	1254	1537	1485	1485	1485	1485
Yritysarvo (EV)	2842	2453	1928	1974	2174	2067	2009	1945	1877
P/E (oik.)	19,7	15,3	17,7	14,9	16,4	11,2	10,6	10,2	9,8
P/E	22,1	21,3	neg.	40,6	>100	12,1	11,3	11,0	10,5
P/B	3,1	2,3	1,8	2,0	2,6	2,3	2,1	2,0	1,8
P/S	1,8	1,3	0,8	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	1,4	1,5	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	8,1	7,5	6,7	6,0	6,5	5,8	5,5	5,2	4,9
EV/EBIT (oik.)	18,0	16,4	14,4	13,8	14,0	11,1	10,1	9,6	9,1
Osinko/tulos (%)	87,6 %	79,2 %	1948,7 %	157,6 %	345,5 %	58,8 %	57,4 %	57,9 %	56,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	5,3 %	5,1 %	4,5 %	4,8 %	5,1 %	5,3 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alma Media	1104	1230	13,9	12,6	11,6	10,8	3,6	3,5	17,1	15,1	3,7	3,9	4,1
Future PLC	329	685	3,6	3,6	3,1	3,2	0,8	0,8	2,8	2,7	5,6	5,9	0,4
USA Today Co	876	1612	17,8	14,9	6,7	6,3	0,8	0,9	142,5	32,5			
ITV PLC	3348	4030	7,3	7,5	6,1	6,0	1,0	1,0	9,1	8,8	6,5	6,6	1,6
Lagardere SA	2718	7339	11,3	10,7	6,3	6,0	0,8	0,7	9,3	8,5	3,6	3,6	2,6
Arnoldo Mondadori Editore	541	706	7,6	7,5	4,3	4,3	0,7	0,7	8,7	8,5	8,2	8,9	0,7
News Corp	12189	12628	13,6	12,2	9,5	8,7	1,7	1,6	22,7	19,7	1,0	1,0	1,5
New York Times	10855	10308	21,9	18,9	18,9	16,7	4,0	3,7	28,8	25,6	1,1	1,2	5,5
Promotora de Informaciones SA	407	1125	8,6	9,2	5,4	5,7	1,1	1,1	30,2	43,1			
Prosiebsat 1 Media	930	2519	11,0	10,3	5,9	5,6	0,7	0,7	6,6	5,9	3,0	2,5	0,7
Roularta Media Group	175	136	19,4	17,0	4,9	4,9	0,4	0,4	27,9	24,1	10,0	12,0	0,9
Bloomsbury Publishing PLC	542	557	11,2	10,0	9,2	8,4	1,5	1,4	13,9	12,8	2,8	2,9	2,3
Pearson PLC	7003	8336	11,2	10,5	8,4	7,9	1,9	1,9	14,4	12,9	2,7	2,9	1,7
John Wiley & Sons Inc	1679	2287	9,7	8,7	6,1	5,9	1,6	1,6	9,2	8,1	3,8	4,0	
Wilmington PLC	247	326	10,5	8,5	8,9	7,2	2,3	1,9	9,7	8,3	5,1	5,6	1,9
Chegg Inc	76	60			2,4	2,0	0,3	0,3					0,4
Sanoma (Inderes)	1485	2067	11,1	10,1	5,8	5,5	1,6	1,5	11,2	10,6	4,8	5,1	2,3
Keskiarvo			11,9	10,8	7,3	6,8	1,5	1,4	23,5	15,8	4,4	4,7	1,9
Mediaani			11,2	10,3	6,2	6,0	1,0	1,0	13,9	12,8	3,7	3,9	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	-2 %	-6 %	-8 %	53 %	43 %	-19 %	-17 %	30 %	29 %	44 %
Media verrokkit													
Keskiarvo			11,3	10,4	6,9	6,5	1,3	1,3	25,5	16,2			1,8
Mediaani			11,3	10,7	6,1	6,0	0,8	0,9	17,1	15,1			1,5
Learning verrokkit													
Keskiarvo			10,7	9,4	7,0	6,3	1,5	1,4	11,8	10,5			1,6
Mediaani			10,9	9,3	8,4	7,2	1,6	1,6	11,8	10,6			1,8

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

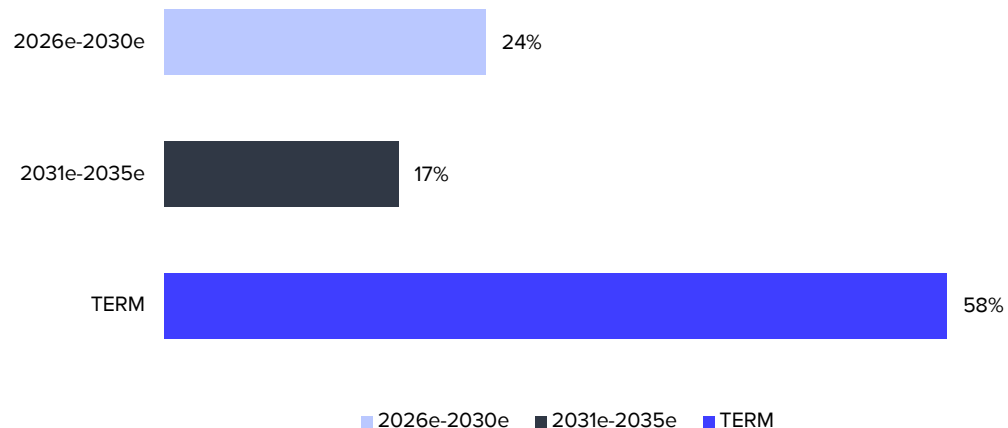
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,1 %	0,3 %	3,2 %	0,9 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,7 %	13,5 %	14,0 %	14,2 %	14,2 %	14,0 %	14,3 %	14,0 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %
Liikevoitto	48,6	177	189	193	197	198	207	206	203	207	211	
+ Kokonaispoistot	286	180	177	184	187	177	179	182	184	186	187	
- Maksetut verot	-27	-31	-36	-37	-39	-40	-42	-42	-42	-43	-44	
- verot rahoituskuluista	-1,6	-4,8	-4,7	-4,3	-3,6	-3,0	-2,4	-1,9	-1,5	-1,2	-1,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Operatiivinen kassavirta	314	322	325	335	342	333	342	344	343	348	354	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-155	-178	-179	-180	-182	-184	-186	-188	-190	-192	-194	
Vapaa operatiivinen kassavirta	166	144	147	155	160	149	156	156	154	157	160	
+/- Muut	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	166	144	147	155	160	149	156	156	154	157	160	3029
Diskontattu vapaa kassavirta		136	130	127	123	106	104	96,8	88,7	84,3	80	1516
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2592	2456	2326	2199	2076	1970	1866	1769	1681	1596	1516
Velaton arvo DCF		2592										
- Korolliset velat		-655										
+ Rahavarat		19,7										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-2										
-Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		1955										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

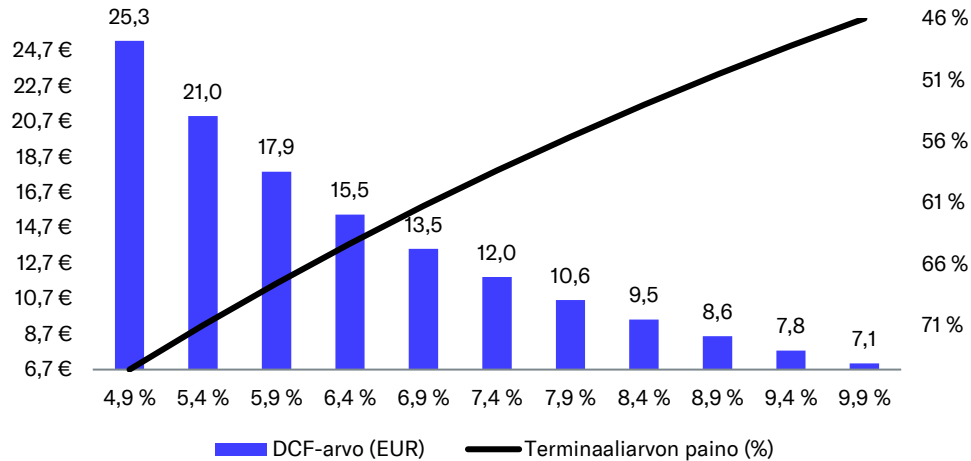
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

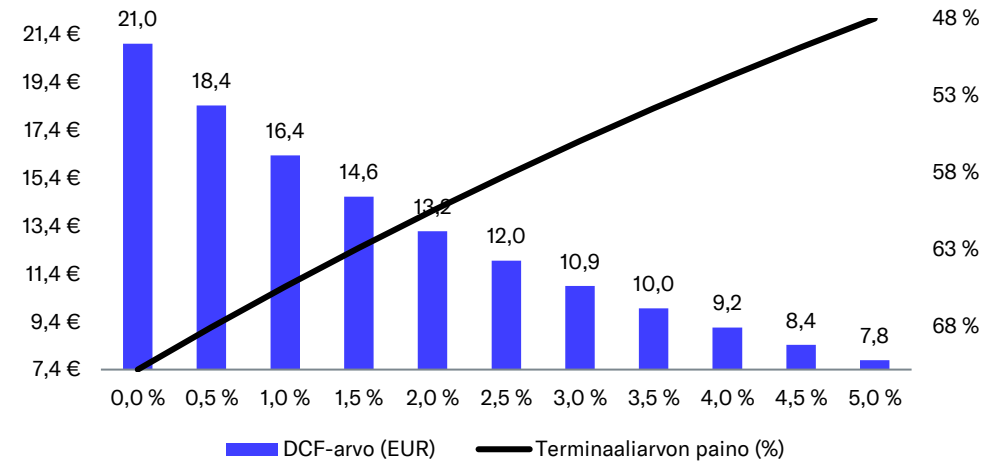


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

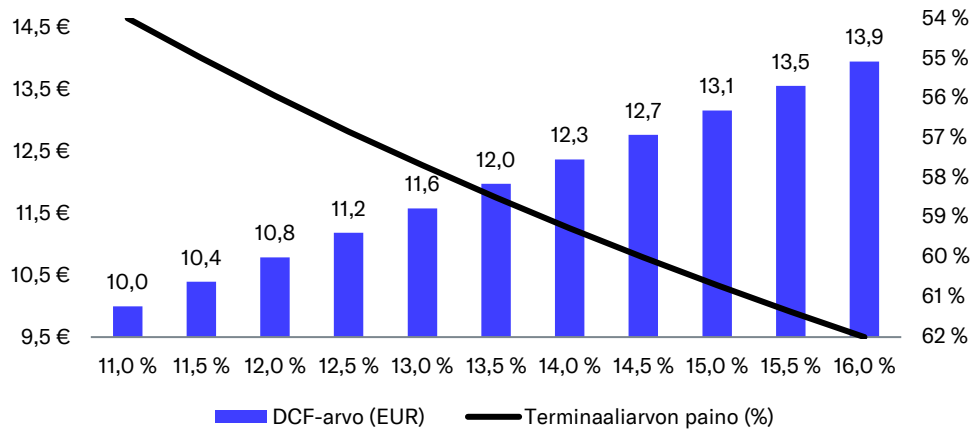
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



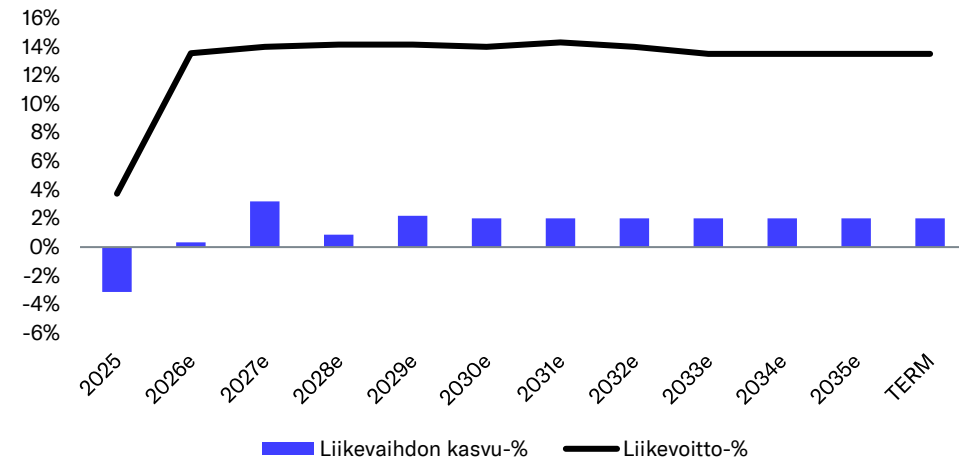
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	1512	1356	1382	1411	1432
Liikearvo	810	810	810	810	810
Aineettomat hyödykkeet	496	383	381	392	397
Käyttöomaisuus	161	108	136	155	170
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4	4	4
Muut sijoitukset	6	5	5	5	5
Muut pitkäaikaiset varat	33	43	43	43	43
Laskennalliset verosaamiset	4	4	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	217	198	203	216	232
Vaihto-omaisuus	45	38	39	40	41
Muut lyhytaikaiset varat	9	13	13	13	13
Myyntisaamiset	142	127	131	135	136
Likvidit varat	21	20	20	28	42
Taseen loppusumma	1879	1729	1732	1747	1759

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	772	731	636	695	755
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	114	0	54	113	173
Oman pääoman ehtoiset lainat	149	149	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	436	510	510	510	510
Vähemmistöosuus	1	1	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	583	532	614	595	545
Laskennalliset verovelat	100	77	77	77	77
Varaukset	5	7	7	7	7
Korolliset velat	472	438	520	500	450
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	7	10	10	10	10
Lyhytaikaiset velat	524	466	482	458	460
Korolliset velat	118	68	80	50	50
Lyhytaikaiset korottomat velat	239	179	183	189	190
Muut lyhytaikaiset velat	167	220	220	220	220
Taseen loppusumma	1879	1729	1732	1747	1759

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	1512	1356	1382	1411	1432
Liikearvo	810	810	810	810	810
Aineettomat hyödykkeet	496	383	381	392	397
Käyttöomaisuus	161	108	136	155	170
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	4	4	4	4
Muut sijoitukset	6	5	5	5	5
Muut pitkäaikaiset varat	33	43	43	43	43
Laskennalliset verosaamiset	4	4	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	217	198	203	216	232
Vaihto-omaisuus	45	38	39	40	41
Muut lyhytaikaiset varat	9	13	13	13	13
Myyntisaamiset	142	127	131	135	136
Likvidit varat	21	20	20	28	42
Taseen loppusumma	1879	1729	1732	1747	1759

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	772	731	636	695	755
Osakepääoma	71	71	71	71	71
Kertyneet voittovarot	114	0	54	113	173
Oman pääoman ehtoiset lainat	149	149	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	436	510	510	510	510
Vähemmistöosuus	1	1	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	583	532	614	595	545
Laskennalliset verovelat	100	77	77	77	77
Varaukset	5	7	7	7	7
Korolliset velat	472	438	520	500	450
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	7	10	10	10	10
Lyhytaikaiset velat	524	466	482	458	460
Korolliset velat	118	68	80	50	50
Lyhytaikaiset korottomat velat	239	179	183	189	190
Muut lyhytaikaiset velat	167	220	220	220	220
Taseen loppusumma	1879	1729	1732	1747	1759

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat 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 missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.7.2020	Lisää	10,00 €	9,30 €
20.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,84 €
30.10.2020	Vähennä	12,50 €	12,48 €
9.12.2020	Vähennä	13,00 €	13,38 €
11.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,95 €
12.4.2021	Vähennä	15,00 €	14,56 €
3.5.2021	Lisää	15,00 €	14,44 €
29.7.2021	Vähennä	15,50 €	16,16 €
28.10.2021	Lisää	15,50 €	14,34 €
14.2.2022	Lisää	14,00 €	12,58 €
13.4.2022	Lisää	14,00 €	12,26 €
2.5.2022	Lisää	14,00 €	12,04 €
8.6.2022	Lisää	14,00 €	13,18 €
26.7.2022	Vähennä	14,00 €	14,76 €
28.7.2022	Vähennä	14,00 €	13,80 €
28.10.2022	Vähennä	11,50 €	12,16 €
10.1.2023	Vähennä	10,00 €	9,96 €
13.2.2023	Vähennä	9,50 €	9,48 €
2.5.2023	Lisää	8,50 €	7,88 €
5.5.2023	Lisää	8,00 €	7,29 €
24.7.2023	Lisää	7,50 €	6,72 €
27.7.2023	Lisää	7,50 €	7,21 €
27.10.2023	Vähennä	7,50 €	7,45 €
22.1.2024	Vähennä	7,00 €	6,76 €
7.2.2024	Lisää	7,00 €	6,35 €
2.5.2024	Lisää	7,00 €	6,73 €
8.5.2024	Lisää	7,00 €	6,66 €
25.7.2024	Lisää	7,00 €	6,74 €
1.11.2024	Lisää	8,00 €	7,23 €
7.2.2025	Vähennä	8,00 €	8,41 €
12.2.2025	Lisää	9,00 €	8,41 €
1.4.2025	Lisää	10,00 €	8,94 €
30.4.2025	Lisää	10,50 €	9,55 €
31.7.2025	Lisää	10,90 €	9,90 €
31.10.2025	Lisää	11,30 €	10,70 €
12.12.2025	Osta	11,30 €	9,14 €
12.2.2026	Osta	11,50 €	9,01 €
13.4.2026	Osta	11,50 €	9,08 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**