

KESKISUOMALAINEN OYJ

10.06.2026 07.10 EEST



Arttu Heikura, Analytikko
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Osinko ja digisiirtymä tarinan keskiössä

Keskisuomalainen on yritysostoilla laajentunut mediakonserni, jonka hiljattainen tuloskäänne on vakiinnuttanut sijoittajatarinaa huomattavasti. Tämä sijoittajatarina nojaa onnistuneeseen digisiirtymään ja taantuvan toiminnan sopeuttamiseen, mitkä yhdessä arviomme mukaan mahdollistavat maltillisen pitkän aikavälin tuloskasvun ja vuolaan voitonjaon. Toistamme 10,5 tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) kurssilaskun myötä parantuneen tuotto-odotuksen tukemana.

Paikallismedioiden maanlaajuinen verkosto

Keskisuomalainen on maanlaajuinen mediakonserni, joka on kasvanut yritysostojen tukemana noin 5 %:n vuositahtia 2008-25 välisenä aikana. Samalla aikaperiodilla yhtiön kannattavuusprofiili on heikentynyt painetun median kysynnän rakenteellisen supistumisen sekä kilpailutilanteen kiristymisen ajamana. Uutismedia vastaa valtaosaa konsernin tuotoista, mutta yhtiön portfolioon on liittynyt muita vahvemman kasvuprofiilin omaavia tukijalkoja paikkaamaan painetun uutismedian rakenteellisesti laskevaa kysyntää. Kasvukärkien, eli digitaalisen median ja ulkomainonnan lisäksi yhtiö tarjoaa asiantuntijapalveluita sekä painamisen ja jakelun palveluita. Keskisuomalaisen tulos saavutti pohjan (liikevoitto ~0 %) vuonna 2023, mistä lähtien se on ollut nousu-uralla asteittain edenneen tuloskäänteen auttamana (2025 liikevoitto ~7 %).

Digisiirtymä tulevaisuuden arvonluonnin ytimessä

Merkittävää osuutta yhtiön liiketoiminnasta vastaava painettu media laskee konsernin volyymeja vuosittain rakenteellisten trendien ajamana. Keskeistä konsernin tuloskehityksen ja arvonluonnin kannalta on konvertoida tätä taantuvaa liikevaihtoa kohti parempikatteisen digitaalisen median tuottolähteitä, sillä myynnin supistuminen volyymiriippuvaisessa painetussa mediassa vaikuttaa lyhyellä jäniteellä negatiivisella vivulla toiminnan kannattavuuteen. Kokonaisuuden kannalta painetun median käyttöasteiden samanaikainen sopeuttaminen on kuitenkin

tärkeää, sillä matalat käyttöasteet voivat syödä digitaalisen median kasvun tuoman hyödyn, niin kuin yhtiön historiassa on aika ajoin tapahtunut. Edellisten parin vuoden aikana yhtiö on kuitenkin sopeuttanut kulurakennettaan onnistuneesti, mikä yhdistettynä digitaalisen liikevaihdon kasvaneeseen osuuteen ja Jakeluliiketoiminnan tuloskäänteeseen on mahdollistanut konsernin merkittävän tulosparannuksen. Samalla pääoman tuottotasot ovat kivunneet pääoman kustannuksen yläpuolelle (2025 ROIC 10 %). Tuloksen ja pääoman tuoton kestävä käänne kuitenkin edellyttää digisiirtymän jatkumista sekä taantuvan toiminnan proaktiivista sopeuttamista. Yhtiön viimeaikaiset hyvät näytöt puoltavat asteittain paranevaa tuloskehitystä, joskin historia ja vielä suuri painetun median osuus pitävät meidät varovaisena. Tästä syystä ennustamme Keskisuomalaisen kestävänsä pitkän aikavälin sijoitetun pääoman tuoton olevan suurin piirtein pääoman kustannuksen (9-10 %) tasolla, jolloin osakkeen tarjoama arvonluonti perustuu pitkällä aikavälillä vuolaaseen osinkoon.

Tuotto-odotus on riittävällä tasolla

Viimeisen 12kk:n tuloksella osakkeen arvostus on mielestämme maltillinen (P/E ja osakesalkun huomioiva EV/EBIT ~8x). Tätä selittää erinomainen vuosi 2025, josta ennakoimme tuloksen laskevan aavistuksen. Tuleville vuosille arvostuskertoimet (P/E ja osakesalkun huomioiva EV/EBIT 9-10x) vaikuttavat melko neutraaleilta, ja mikäli yhtiön tuloskehitys jatkuu ennusteidemme mukaisesti nousujohteisena, tunnistamme kertoimissa lievää nousuvaraa. Noin 8-9 %:n, melko vakaalla pohjalla oleva osinkotuotto muodostaa siten leijonanosan haarukoimastamme noin 10-15 %:n tuotto-odotuksesta. Tämä ylittää asettamamme tuottovaatimuksen, mikä puoltaa positiivista näkemystämme. DCF-mallin ja osakesalkun yhdistelmä (10,7e/osake) niin ikään puoltaa osakkeen nousuvaraa. Keskisuomalaisen tuloksen tasonosto ja vahva kassavirta sekä hiljattainen kurssilasku tarjoavat näkemyksemme mukaan tulovirtojen muokkaukseen liittyvää riskiä sietävälle sijoittajalle riittävän tuotto-riskisuhteen.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

10,50 EUR

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi:

9,56 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	212,7	202,0	208,2	208,3
kasvu-%	5 %	-5 %	3 %	0 %
EBIT oik.	14,7	13,0	13,7	14,5
EBIT-% oik.	6,9 %	6,4 %	6,6 %	7,0 %
Nettotulos	9,0	13,9	10,8	11,5
EPS (oik.)	1,09	0,97	0,98	1,04
P/E (oik.)	7,9	9,8	9,7	9,2
P/B	1,8	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	8,1 %	8,9 %	8,4 %	8,5 %
EV/EBIT (oik.)	10,4	11,7	10,5	9,5
EV/EBITDA	5,6	5,7	5,6	5,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,7

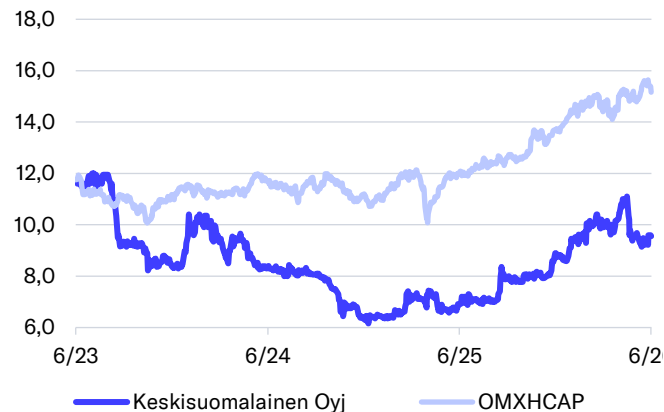
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

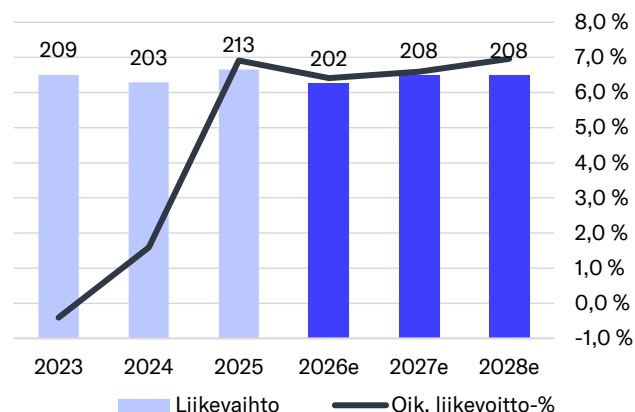
Keskisuomalainen odottaa liikevaihdon pysyvän samalla tasolla tai laskevan hieman (2025: 212,8 MEUR) ja oikaistun liikevoiton säilyvän hyvällä tasolla, mutta laskevan jonkin verran vertailukaudesta (2025: 14,7 MEUR).

Osakekurssi



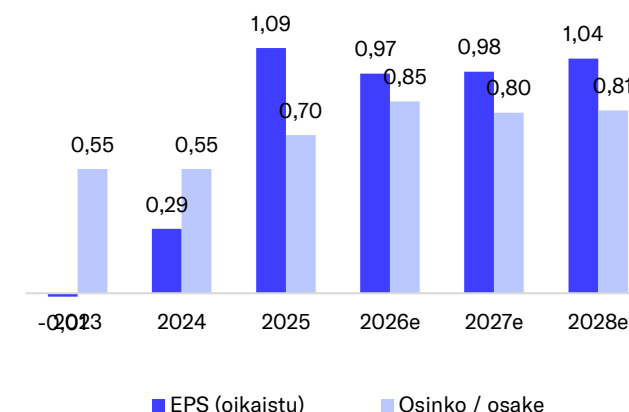
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Digitaalisen mediamyynnin kasvu kompensoi painetun median laskua
- Hyvä markkina-asema paikallisissa medioissa
- Yritysostrategian terävöittäminen tuottavan pääoman kohteisiin
- Jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutos
- Tehostusohjelmalla potentiaalia parantaa tulokuntoa

Riskitekijät

- Suhdanneherkkyys
- Merkittävä osuus liikevaihdosta muodostuu laskutrendillä olevasta painetusta mediasta
- Mainontakentän kansainvälistyminen kiristää kilpailuasetelmaa
- Yritysoistoissa tai tuotekehityksessä epäonnistuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,56	9,56	9,56
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	105	105	105
Yritysarvo (EV)	151	144	138
P/E (oik.)	9,8	9,7	9,2
P/E	7,6	9,7	9,2
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,7	5,6	5,4
EV/EBIT (oik.)	11,7	10,5	9,5
Osinko/tulos (%)	67,1 %	81,6 %	77,9 %
Osinkotuotto-%	8,9 %	8,4 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-10
Segmentit: Uutismedia	s. 11-12
Segmentit: Jakelu	s. 13
Segmentit: Muut segmentit	s. 14-15
Strategia	s. 16-18
Sijoitusprofiili	s. 19
Toimialakatsaus	s. 20-24
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 25-27
Ennusteet	s. 28-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-40
Vastuuvapauslauseke	s. 41

Keskisuomalainen lyhyesti

Keskisuomalainen on Suomen suurin paikallisista medioista koostuva konserni. Yhtiö on vuosien varrella täydentänyt tarjoamaansa muilla medialiiketoimintaa tukevilla toiminnoilla vauhdittaakseen toimialan rakenteellista digitaalista transformaatiota.

1871

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

213 MEUR (5 % v/v)

Liikevaihto 2025

3,1 miljoonaa silmäparia

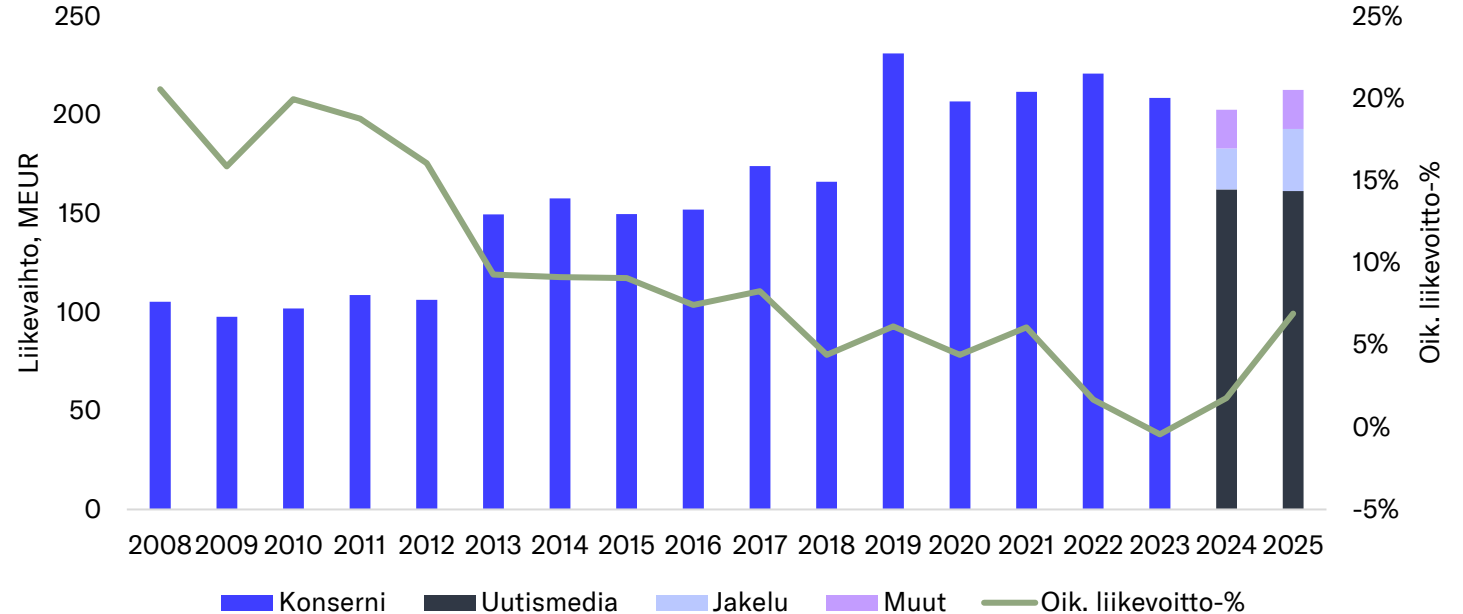
Uutismedioiden ja ulkomainonnan tavoitavuus viikossa

15 MEUR (6,9 % liikevaihdosta)

Operatiivinen liikevoitto 2025

76 %

Uutismedian osuus liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/4)

Valtakunnallinen mediaverkosto

Keskisuomalainen on yli 150 vuotta vanha suomalainen mediayhtiö. Konserni omistaa paikallismedioita ympäri Suomen sekä harjoittaa muita mediaan ja mainostamiseen liitännäisiä liiketoimintoja. Keskisuomalaisen liikevaihto on historian saatossa kasvanut noin 4 %/v, pitkälti yritysostojen avittamana. Vuonna 2025 yhtiön liikevaihto oli 213 MEUR:n suuruinen. Yhtiö onnistui kääntämään pitkään jatkuneen negatiivisen kannattavuustrendin vuosien 2024-25 aikana toiminnan laaja-alaisen tehostamisen ja hinnoitteluvoiman parantumisen avulla. Vuoden 2025 oikaistu liikevoitto oli 15 MEUR, joka vastaa 7 % liikevaihdosta. Edellisen kerran Keskisuomalainen saavutti vastaavan kannattavuuden vuonna 2017.

Keskisuomalaisen historia

Ensimmäinen Keskisuomalaiseen yhdistettävä Keski-Suomi-lehti ilmestyi vuonna 1871, jota voidaan pitää yhtiön perustamisvuotena. Tällöin konserniin kuului medialiiketoiminnan lisäksi lehtipaino. Vuonna 1999 yhtiö listattiin Helsingin pörssiin. Toimintaa on laajennettu yritysjärjestelyin uutismediakentän sisällä sekä uusille mediakenttää tukeville osa-alueille (mm. jakeluliiketoiminta, digitaalinen ulkomainonta ja asiantuntijapalvelut).

Uutismedia on suurin raportoiva segmentti

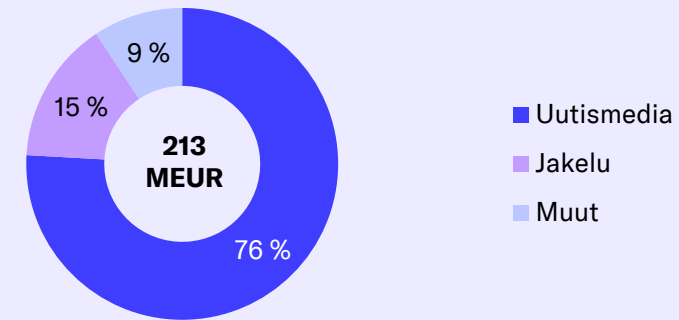
Keskisuomalainen raportoi taloudellista kehitystään kolmen eri segmentin mukaan: 1) Uutismedia, 2) Jakelu sekä 3) Muut segmentit. Uutismedia –segmentti koostuu printti- ja digilehtien sekä radion tuotannosta ja mainonnan myynnistä. Segmentin joukossa raportoidaan lisäksi painoliiketoiminta,

joka palvelee pitkälti yhtiön sisäisiä tarpeita. Valtaosa Keskisuomalaisen omistamista lehdistä on alueellisia, usean kaupungin peittäviä paikallislehtiä, kuten esimerkiksi lehtiportfolion suurin Jyväskylän alueen Keskisuomalainen. Radioliiketoiminta sen sijaan painottuu Itä- ja Keski-Suomeen, missä konserni omistaa yhteensä neljä paikallisradioita. Uutismedioiden osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta oli 76 % vuonna 2025, ja segmentti vastasi valtaosaa konsernin tuloksesta.

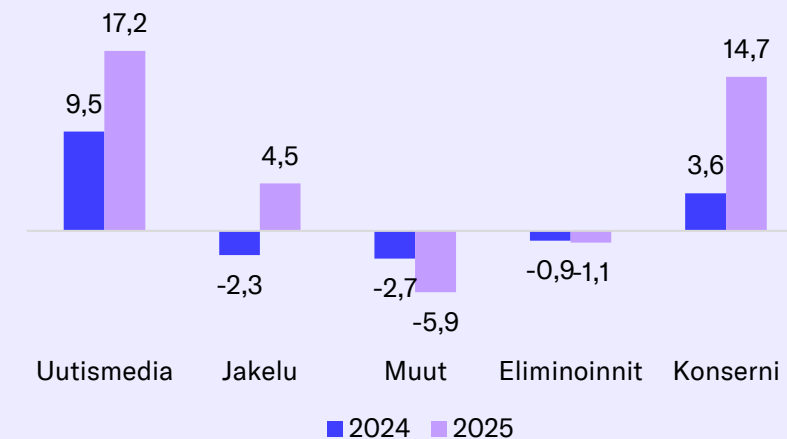
Jakeluliiketoiminta muodostuu Keskisuomalaisen tytäryhtiö Suomen Suoramainonnan (SSM) liiketoiminnasta. SSM on Suomen suurin osoitteettomien painotuotteiden jakelija. Lisäksi Jakeluliiketoiminta jakaa Keskisuomalaisen kaupunkilehtiä, mutta suurin osa liikevaihdosta syntyy ulkoisesta liiketoiminnasta. SSM toimii maanlaajuisesti, ja se on tällä hetkellä selvä johtaja osoitteettoman suoramainonnan jakelumarkkinalla. Jakeluliiketoiminnan osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta oli 15 % vuonna 2025. Kilpailutilanteen muutoksen ja hinnan korotusten johdosta segmentin tulos kääntyi pitkästä aikaa plussalle, tukien konsernin tulosta.

Muut -segmenttiin kuuluu mm. digitaalinen ulkomainonta sekä markkinointiviestinnästä ja tutkimuspalveluista koostuva asiantuntijapalvelut. Digitaalinen ulkomainonta on keskeinen tuote osana Keskisuomalaisen mainontapalveluiden kokonaistarjoamaa ja sen liikevaihto on ollut keskipitkällä jännteellä kasvussa. Muut –segmentin osuus konsernin ulkoisesta liikevaihdosta oli vuonna 2025 9 %. Segmentin liiketoimintojen tulostaso on matala, jonka lisäksi liikevoittoa heikentää tietyt konsernierät (tietojärjestelmät, IFRS-16 poistot jne.)

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain
2025



Oik. liikevoitto
MEUR



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/4)

Rakenteelliset trendit ajavat toimialaa

Keskisuomalaisen tuottojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiön vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoinnista johtuva painetun median taantuminen (5-10 %:n vuositahtia), joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median tilaustuottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan ja painopalveluiden kysyntään. Trendillä on myös vaikutuksia jakelumarkkinaan, joka on riippuvainen painetun median kysynnästä.

Osa painetun median taantuvasta kysynnästä ohjautuu kuitenkin osin kuluttajien mutta myös mediayhtiöiden kannustamana digitaaliseen mediaan, jonka osuus yhtiön uutismedioista oli noin 24 % vuonna 2025. Digitaalisen median alhaisemman hintapisteen johdosta liikevaihtoa sulaa siirtymän aikana jonkin verran, mutta vaikutus tulosriveillä on kuitenkin päinvastainen, sillä digitaalisen median kannattavuustaso on huomattavasti pääoma- ja työvoimaintensiivistä painettua mediaa korkeampi. Osa digitaalisen median kannattavuuspotentiaalista kuitenkin arviomme mukaan sulaa painetun median taantumisen sekaan konsernitason, mikä laimentaa digisiirtymän luomaa kannattavuushyötyä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä.

Arvopaperisalkku tuottaa tasaista kassavirtaa






Keskisuomalaisella on merkittävä arvopaperisalkku, joka koostuu niin listatuista kuin listaamattomista arvopapereista. Valtaosa varoista (~95 %) on kuitenkin

pörssilistatuissa Alma Media- ja Ilkka -omistuksissa. Keskisuomalaisen arvopaperisijoitusvarallisuus oli vuoden 2025 lopussa noin 25 MEUR. Arvonpaperisalkun tuotot muodostuvat pääosin salkun osinkotuotoista (>1 MEUR/v), jotka näemme melko vakaina tuottoerinä. Lisäksi yhtiö saa vuokratuottoja omistamistaan kiinteistöistä. Vuokratuottojen vuosittainen koko on vaihdellut 1-2 MEUR:n välillä.

Liiketoimintojen välillä joitakin synergioita

Arviomme mukaan merkittävien ja myös digitransformaatiossa yhtiötä hyödyttävien liiketoimintojen välinen synergia muodostuu pienten uutismedioiden yhdistämisestä suureksi kokonaisuudeksi. Tämän avulla esim. hallinnoinnin, tuotekehityksen ja myynnin resurssit voidaan yhdistää. Synergioiden määrä arviomme mukaan nousee, mitä suuremmaksi digitaalisen myynnin osuus kasvaa. Lisäksi laajan mediapainon avulla yhtiö kykenee paketoimaan erilaisia malleja mediamainontaa kaipaaville yrityksille. Mainoskampanjoita voidaan jalkauttaa kaikkien Keskisuomalaisen tarjoamien kanavien kautta, missä myös ulkomainonnan ja suoramainonnan roolit korostuvat osana kokonaisvaltaista mediaratkaisua. Uutismedian, painoliiketoiminnan ja jakelun välillä lienee kulullisia ja volyymin mahdollistamia synergioita, joilla yhtiö saa hinnoiteltua sisäisen painamisen ja jakelun hintaa matalammaksi suurempien volyymien ansiosta. Käytännössä ulkoisella painamisella ja jakelulla yhtiö rahoittaa omien medioidensa painamista ja jakelua. Myös asiantuntijapalveluiden (markkinointiviestinä ja tutkimuspalvelut) asiakkaat voivat hyödyntää Keskisuomalaisen mainos- ja tilausasiakkuuksia.

Keskisuomalaisen tuottoajurit

Tuotealue	Osuus*	Vaikutus
Painettu media	Merkittävä (~50 %)	 Selvä lasku -5-15 %/v
Digitaalinen media	Kohtuullinen (~25 %)	 Selvä kasvu +5-15 %/v
Fyysinen jakelu	Kohtuullinen (~20 %)	 Lievä lasku -0-5 %/v
Digitaalinen ulkomainonta	Pieni (2 %)	 Kasvu +5-10 %/v
Asiantuntijapalvelut	Pieni (2 %)	 Lievä kasvu +0-5 %/v

Lähde: Keskisuomalainen

* Osuuksissa saattaa olla lieviä päällekkäisyyksiä raportointiteknisistä syistä johtuen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/4)

Keskisuomalaisen liiketoimintaportfolio on kuitenkin monimuotoinen. Erityisesti asiantuntijapalveluiden mahdollistamat synergiat ovat mielestämme vähäiset, jonka myötä emme yllättyisi, mikäli näiden liiketoimintojen osalta tul-taisiin jonain päivänä näkemään järjestelyjä. Erinäköisten ratkaisujen tarvetta alleviivaa tutkimuspalveluiden tappiollisuus.

Pääoman sitoutuminen

Keskisuomalaisen liiketoiminta sitoo jonkin verran pääomaa, sillä sanomalehtien painaminen on vaadittavan laitteiston ja niihin liittyvien ylläpitoinvestointien myötä pääomaintensiivistä. Painamisen rooli kuitenkin vähenee vuosittain ja yhtiö onkin aika ajoin sulkenut rotaatiopainoja, mikä on keventänyt tasetta. Muutoin yhtiön ydinliiketoiminta on hyvin pääomakevyttä medialiiketoiminnan ominaisuuksia noudatellen. Historiassa yhtiön vuotuiset investoinnit aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen (pl. yritysostot) ovat olleet noin 2-3 % liikevaihdosta.

Yhtiön ydinliiketoimintojen potentiaali tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median tilaustuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen. Näiden lisäksi digitaalisten ja konsultointiliiketoimintojen orgaaninen kasvu sitoo tyypillisesti vähän pääomaa tai investoinnit ilmenee pikemminkin tuloslaskelmassa. Konsernin kassavirtaa painavana tekijänä toimii investointeja sitova rakenteellisesti laskeva painoliiketoiminta. Oleellinen operatiivista rahavirtaa lähihistoriassa rajoittanut tekijä on myös konsernin vaisu sekä vaihteleva tuloskehitys. Vapaan

rahavirran orgaanisen kehityksen hahmottamista hankaloittaa lähes vuosittaiset yritysostot, minkä takia olemme poistaneet näiden vaikutukset viereisessä graafissa liiketoiminnan kassavirtapotentiaalin hahmottamiseksi. Tästä on havaittavissa se, että hyvänä tulos(/kassavirta) vuotena myös vapaa rahavirta on ollut vuolasta. Tällöin vapaa rahavirta on järjestelmällisesti ylittänyt 10 MEUR:n rajan, joka vastaa 5-10 % liikevaihdosta.

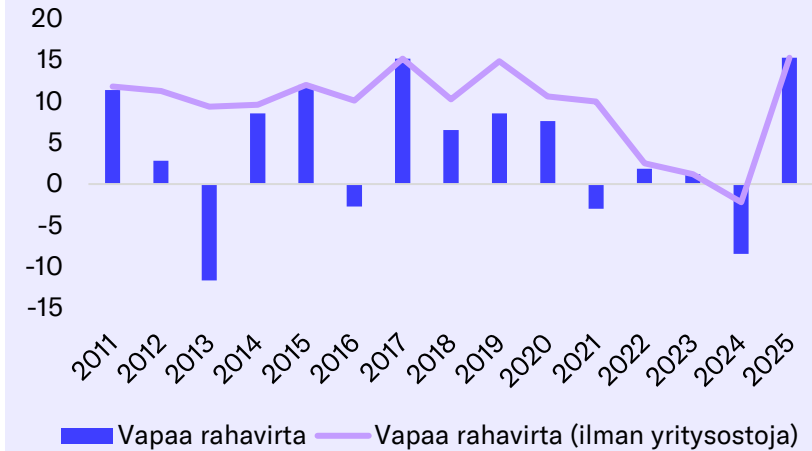
Pääoman tuotto

Keskisuomalaisen pääoman tuottoluvut ovat heitelleet historiassa voimakkaasti volatiilista tuloksesta johtuen. 2020-luvulla tuottoluvut ovat aika ajoin olleet varsin matalalla tasolla tai jopa negatiivisia. Eli liiketoiminta on näinä vuosina tuhonnut arvoa. Jakelutoiminnan tulosparannuksen ja Uutismedian tehokkuusparannusten myötä konsernin tulos otti tasoloikan, mikä mahdollisti pääoman kustannuksen ylittävän pääoman tuoton.

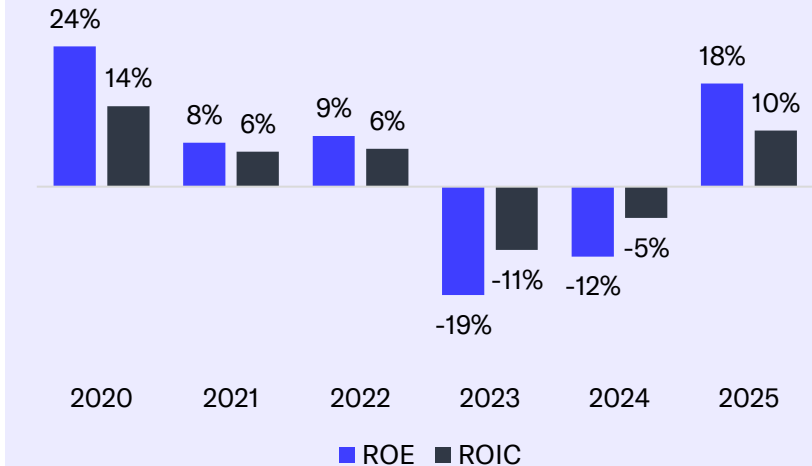
Johtoryhmässä pitkän linjan Keskisuomalaisia

Yhtiön toimitusjohtaja Vesa-Pekka Kangaskorpi, joka toimi ennen virkansa alkua yhtiön hallituksen puheenjohtajana, ja talousjohtaja Heikki Linnavirta ovat pitkän linjan Keskisuomalaisia. Kangaskorpi on toiminut nykypestissään vuodesta 2010, kun taas Linnavirta aloitti virassaan vuonna 2005. Toimitusjohtaja on myös Keskisuomalaisen suurin osakkeenomistaja omistaen 5,8 % äänivallasta. Kangaskorven lähimpiin omistuksiin yhteensä kasvaa reilu 10 %:iin. Muutoin johtoryhmä koostuu niin ikään useammasta pitkään Keskisuomalaisen palveluksessa

Vapaa rahavirta MEUR



Pääoman tuotto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/4)

työskennelleistä johtajista, joiden omistusosuus konsernista on kuitenkin selvästi Kangaskorpea vähäisempi. Pidämme toimitusjohtajan suurta omistusosuutta tärkeänä osakkeenomistajien etua ajavana tekijänä. Tästä huolimatta näkisimme mielellämme myös muun johtoryhmän omistusosuuden kasvavan.

Riskitaso on aavistuksen koholla

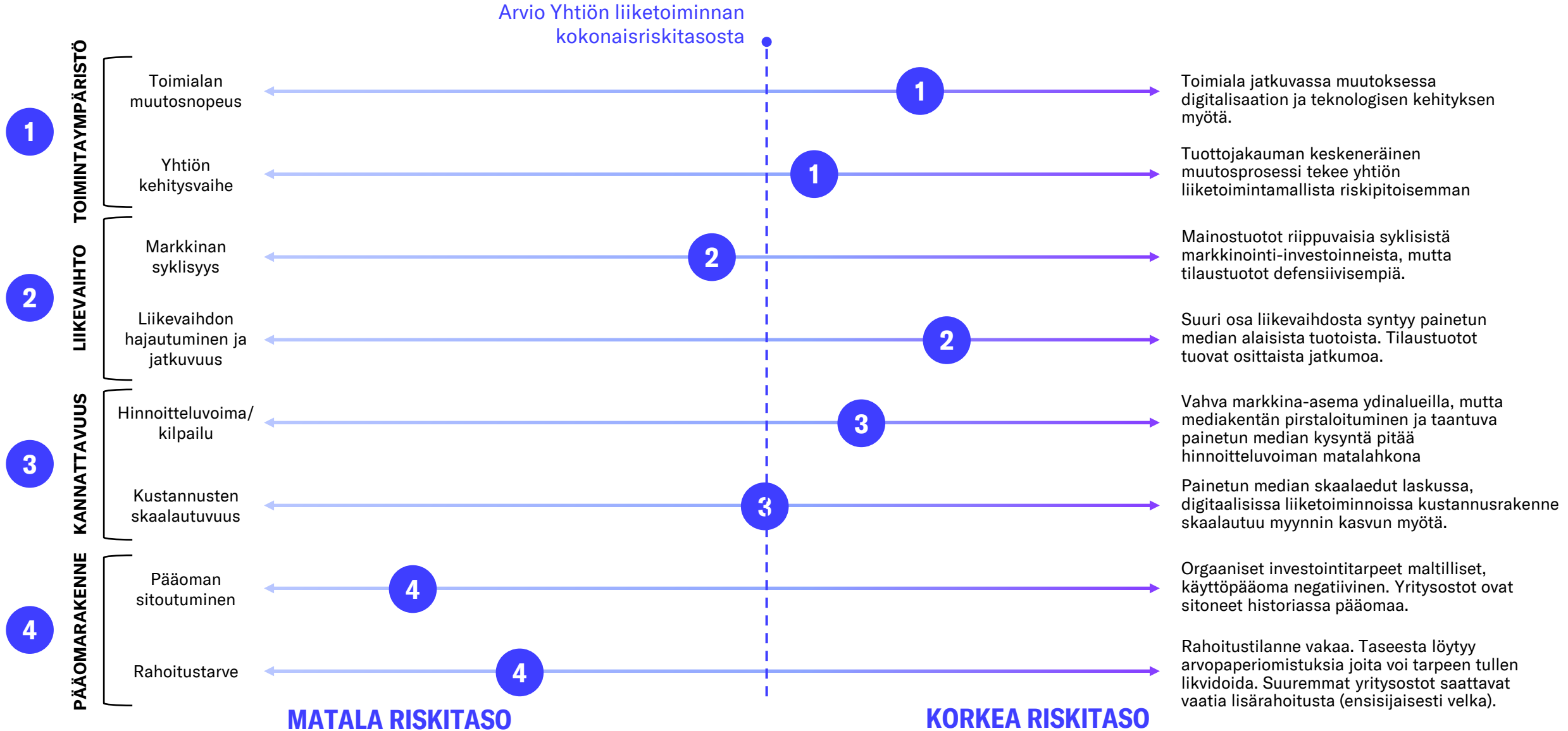
Olemme havainnollistaneet seuraavalla sivulla Keski-suomalaisen liiketoimintamallin riskitasoa. Osa Keski-suomalaisen liiketoiminnoista on riippuvaisia talouden sykleistä, mikä saattaa heiluttaa yhtiön tulosta suhdanteiden vaihdellessa. Epävarmuutta Keski-suomalaisen tulostasoon luo liikevaihtojakauman toistaiseksi voimakas painottuminen taantuvaan painettuun mediaan. Yritystohistorian johdosta taseeseen on sitoutunut huomattava määrä liikearvoa (100 % omasta pääomasta), mihin saattaa kohdistua luonnollista alakirjauksen painetta. Arviomme mukaan liikearvossa ei kuitenkaan pitäisi enää olla merkittäviä riskiryppäitä, sillä Uutismedialle allokoitujen varat koskevat Keski-suomalaisen varsin elinvoimaisia Savon ja Keski-Suomen alueen uutismedioita. Myös laskevan painoliiketoiminnan liikearvo on pitkälti alaskirjattu. Painetun median supistumisen myötä on luonnollista, että liikearvoa saatetaan alaskirjata asteittain, mutta äkillisten pudotusten riskiä mielestämme madaltaa yhtiön digimedian vahva kasvu. Liiketoiminnan riskitasoa madaltaa yhtiön vahva paikallinen markkina-asema ja digitaalisen median nopea kasvu. Lisäksi yhtiö on saavuttanut markkinajohtajan aseman jakeluliiketoiminnassaan, mikä parantaa sen jatkuvuutta ja liiketoiminnan terveyttä. Tällä hetkellä yhtiön tulostaso on jo

hyvällä tasolla, mutta sen ylläpitäminen vaatii jatkuvaa portfolion tarkastelua ja painotoiminnan alasajoa volyymien mukana. Kokonaisuutena yhtiön riskiprofiili asettuu hieman keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeammalle tasolle, mutta digisiirtymän vahvistuminen (esim. digin osuus 50 %) voi mielestämme laskea riskitasoa.

Suurimmat osakkeenomistajat (31.5.2026)

Omistaja	Osakkeet/äännet %
Vesa-Pekka Kangaskorpi	5,8 %
Kangaskorpi Soili Inkeri	4,4 %
Ristola Arimo Kalervo	2,4 %
Moisio Lauri Antero Kuolinpesä	1,8 %
Rebl Group Oyj	1,5 %
Kautto Anna-Liisa	1,4 %
Pekkala Tuula Eliisa	1,4 %
Kinnunen Immo Artturi	1,3 %
Ristola Kirsti Irma Tuulikki	1,1 %
Akr-Invest Oy	1,0 %

Liiketoiminnan riskiprofiili



Segmentit: Uutismedia (1/2)

Mainontaa paperilla ja digissä

Raportoitavista segmenteistä Uutismediat on sekä liikevaihdolla että tuloksella mitattuna Keski-suomalaisen suurin segmentti. Uutismedian 2025 ulkoinen liikevaihto oli 163 MEUR, kun taas kertaeristä ja liikearvon alaskirjauksista oikaistu liikevoitto oli 20 MEUR (12,3 % liikevaihdosta). Keski-suomalaisen uutismediat (sekä ulkomainonta) tavoittavat reilu 3 milj. kuluttajaa, mikä tekee siitä relevantin kumppanin myös valtakunnallista markkinointialustaa kaipaaville yhtiöille.

Segmentti kustantaa Keski-suomalaisen omistamia tilauslehtiä, ilmaisjaeltavia lehtiä ja paikallisradioita. Yhtiön mediat profiloituvat paikallismedioiksi, mutta yhdessä ne kattavat lähestulkoon koko Suomen. Hiljattain lanseeratulla urheilumedialla yhtiö pyrkii kasvattamaan portfolioitaan valtakunnalliseksi. Näiden avulla yhtiö kykenee tarjoamaan mainonta-asiakkailleen maanlaajuisen peiton. Ilmaisjaeltavien lehtien ja paikallisradioiden liikevaihtokontribuutio koostuu käytännössä täysin mainontatuotoista, kun taas tilattavien lehtien tuotot muodostuvat sekä tilaus- että mainontatuotoista.

Keski-suomalaisen mediaportfolioon kuuluu lähes 100 uutismediabrändiä, mikä takaa konsernille hyvän skaalautumispotentiaalin digitransformaation edetessä. Tämä kuitenkin edellyttää sitä, että yhtiö onnistuu pitämään kiinni riittävän suuresta asiakaskunnasta (ts. konvertoimaan printin tilaajia/lukijoita/mainostajia konsernin digitaalisille alustoille). Skaalautumispotentiaali syntyy keskitetyistä tukitoiminnoista ja myynnistä sekä digitaalisen alustan tehokkaasta monistamisesta kullekin uutismediabrändille.

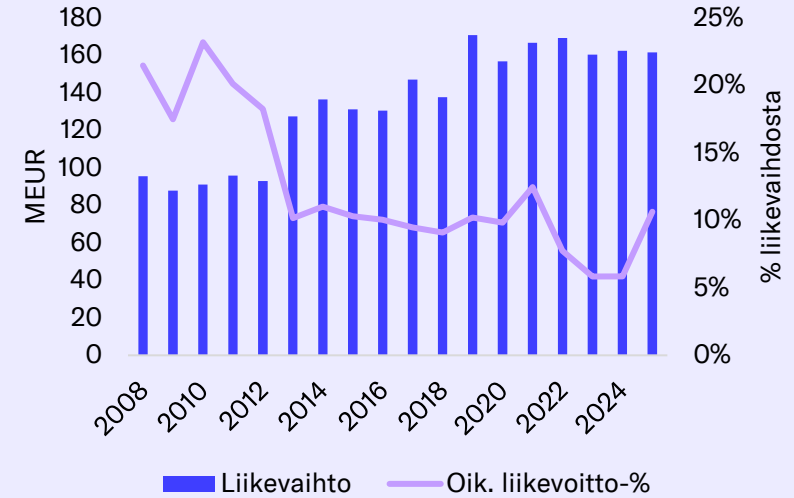
Painetun median painoarvo vielä merkittävä, mutta potentiaali piilee digissä

Uutismedian mainontatuottojen osuus segmentin liikevaihdosta on noin 40 %, mikä tuo lievää syklisyyttä liikevaihtokertymään. Mainontatuottojen sisällä painetun median tuottojen osuus on noin 80 %, mikä asettaa painetta liikevaihdon kehitykselle rakenteellisten trendien painaessa painetun median kysyntää. Digitaalisten mainostuottojen osuus on noin 20 %, jotka puolestaan imevät painetun median puolelta poistuvaa mainontavirtaa. Tämä on näkynyt tuottojen hyvänä kasvuna edellisten vuosien aikana. On kuitenkin todettava, että Keski-suomalainen on vielä varhaisessa vaiheessa median siirtämisessä verkkoon, ja on näin altis alati laskevalle painetun median kysynnälle. Yritysasiakkaiden onnistunut konvertointi digimainostajiksi saattaa mahdollistaa konsernin paremman kannattavuuskehityksen, mutta uusmyynnin rooli on lähes yhtä korostuneessa asemassa.

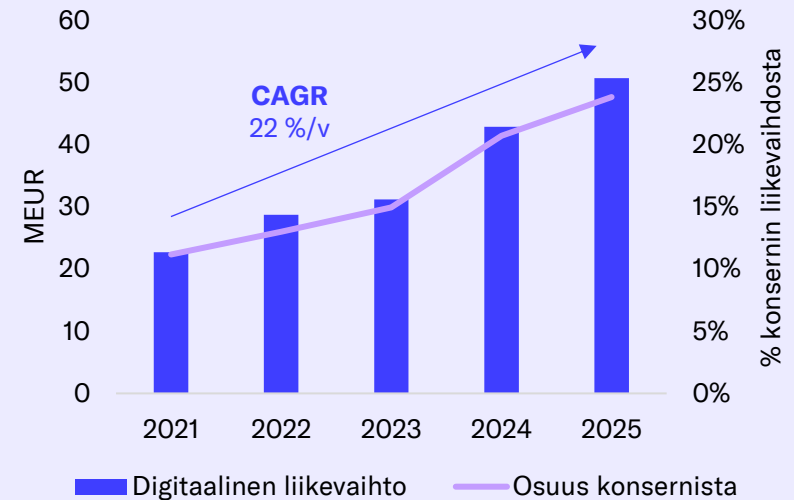
Toista puolisko Uutismedian tuotoista vastaa tilaustuotot. Tilaustuotot voidaan nähdä mainontatuottoja defensiivisempinä tuottoerinä, sillä tilaustuotot sidotaan usein koko kalenterikuukaudelle tai jopa -vuodelle. Tilaustuottojen sisällä huomattavaa osaa vastaa painetun median tilaukset (~60 %). Siten digiaste on myös tilaustuottojen puolella kohtuu matala, mutta painomedian kysyntää siirtyä järjestelmällisesti digitaalisiin tilausmuotoihin.

Keskeinen tekijä digisiirtymässä on painetun median tilaajamäärän laskeminen, sillä tällä painettu media diluoi konsernin kannattavuutta. Yhtiön on kuitenkin

Uutismedian kehitys*



Digitaalisen liiketoiminnan osuus



Lähde: Keski-suomalainen
* Raportointirakenteen muutos vuonna 2024 vaikuttaa vertailukelpoisuuteen

Segmentit: Uutismedia (2/2)

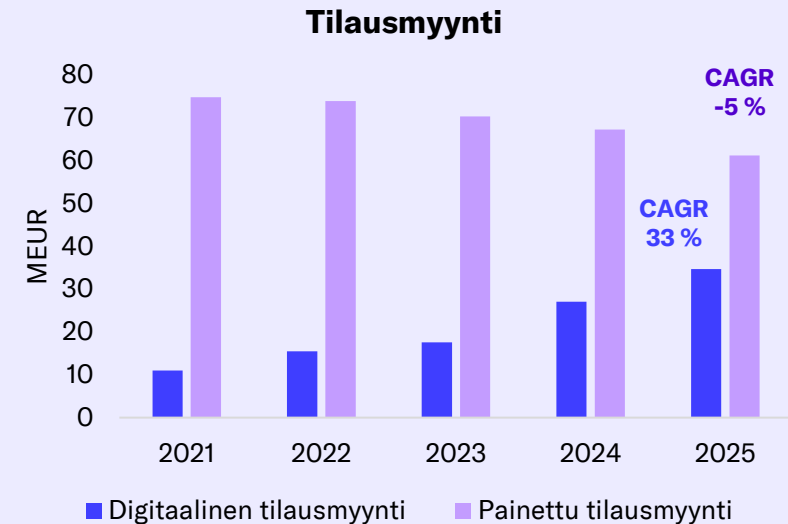
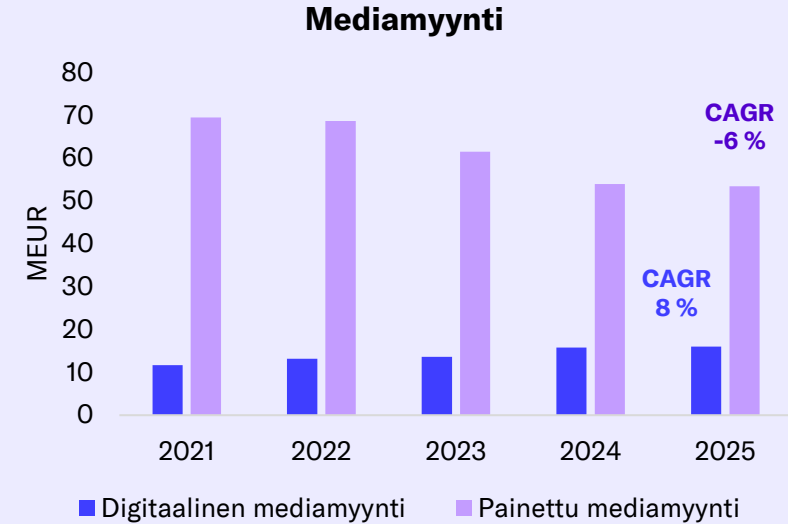
varmistettava, että painetun median lopettanut tilaaja jatkaa yhtiön digiasiakkaana. Tässä skenaariossa yhtiö saisi vähennettyä painetun median kustannuksia ja samalla lisättyä digitaalisen median tulosta, mikä on optimaalisin tilanne yhtiön kannalta. Tilanne ei kuitenkaan ole näin suoraviivainen, sillä painetun median kustannukset ovat melko kiinteitä (etenkin oman painamisen ja jakelun osalta), jolloin kustannussäästöt tulevat hieman viiveellä digisiirtymän edetessä. Joka tapauksessa digisiirtymä johtaa liikevaihdon laskuun, sillä digitaalisen median hintapiste on painetun median hintapistettä matalampi. Tarkemmin, kaikki Keski-suomalaisen tilausvaihtoehdot sisältävät tällä hetkellä digitilauksen, jolloin digisiirtymän johdosta liikevaihdosta katoaisi yksittäisen tilaajan tasolla noin puolet.

Keski-suomalaisen digitransformaatio varhaisessa vaiheessa

Suhteessa Suomen muihin suuriin mediataloihin (Sanoma ja Alma Media) on Keski-suomalaisen digitransformaatio vielä varhaisessa vaiheessa. Sanoman ja Alman mediatuotoista arviomme mukaan noin 35-40 % ja 55 % tulee digitaalisten kanavien kautta, kun taas Keski-suomalaisen digitaalisen mediamyynnin osuus on reilu 20 % koko mediamyynnistä. Tämä arviomme mukaan johtuu osin yhtiön laajasta yritysostoin kootusta mediaryppästä sekä lehtien konservatiivisesta asiakaskunnasta. Uutismedian syvemmän integraation myötä yhtiöllä on paremmat eväät vauhdittaa digisiirtymää erimuotoisten tuotteistusten avulla.

Toimintaa on tehostettu reippaalla kädellä

Taantuvan painetun median kysynnän vuoksi Uutismedian kulurakenne vaatii jatkuvaa tarkastelua ja sopeuttamista. Erityisesti viime vuosina tehdyt toimet ovat alkaneet kantaa hedelmää, ja vuoden 2025 aikana yhtiö onnistui leikkaamaan segmentin kulurakennetta myynnin kasvaessa hieman. Keskeisiä tekijöitä tehokkuuden kasvun taustalla on aiemmin paikallisyhtiöittäin toimineiden uutismedioiden yhdistäminen aluksi kolmen ja 2026 alussa yhden juridisen yhtiön alle. Tämä mahdollistaa tehokkaammat konsernin sisäiset toiminnot (tukitoiminnot, digitaaliset alustat ja yhtenäinen myynti) sekä tuo tiettyjä veroteknisiä etuja konsernin sisäisiin toimintoihin (aiemmin veroa maksettu tytäryhtiöitten välillä tapahtuvien transaktioiden johdosta).



Segmentit: Jakelu (1/1)

Suoramainonnan jakelun kumppani

Keskisuomalaisen raportointisegmentti Jakelu sisältää tytäryhtiö Suomen Suoramainonnan (SSM) jakeluliiketoiminnan. SSM:n päätehtävänä on hoitaa osoitteettoman suoramainonnan jakelua. SSM on Suomen suurin ja käytännössä ainoa valtakunnallista osoitteetonta suoramainontaa jakeleva yhtiö. Tämän lisäksi yhtiö jakelee konsernin omia ilmaisjaeltavia kaupunkilehtiä, mutta yhtiöllä on jakelusopimuksia myös muiden kumppaneiden kanssa (esim. sanomalehtien jakaminen). SSM:n jakelema suoramainonta tavoittaa noin 2 miljoonaa kansalaista. Vuonna 2025 Jakeluliiketoiminnan ulkoinen liikevaihto oli 37 MEUR, kun taas oikaistu liikevoitto nousi pitkästä aikaa positiiviseksi (5 MEUR, 12,3 % segmentin liikevaihdosta).

Tuottovirrat ovat alisteisia painetun median kysynnälle

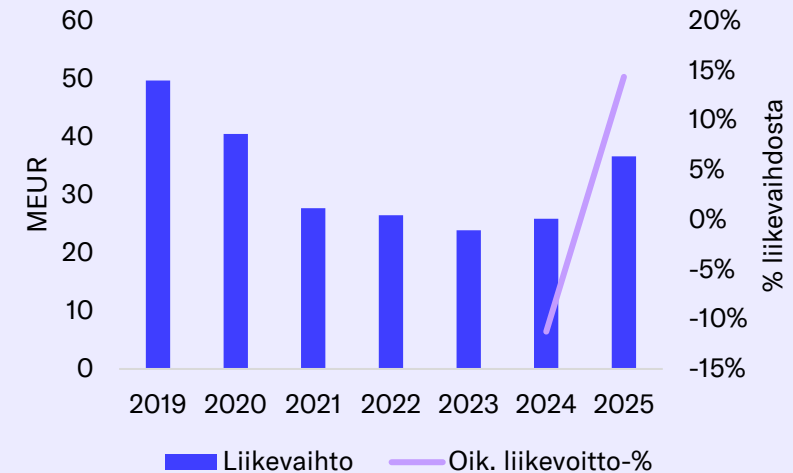
Näkemyksemme mukaan suoramainonta ei ole hetkeen maailmasta loppumassa, sillä se on edelleen merkittävä mainontakanava kivijalkapainotteisille vähittäiskauppiaille, jotka ovat arviomme mukaan keskeisin SSM:n asiakasryhmä. Historiallisia lukuja tarkastellessa on suoramainonnan tuotot kuitenkin vähentyneet niin markkinan kuin Keskisuomalaisen osalta. Arviomme mukaan suoramainonnan jakelun markkina tulee jatkamaan lievää laskuaan lehtien ilmestymispäivien vähentymisen myötä sekä asiakkaiden panostaessa markkinointiresurssejaan digitaalisiin kanaviin. Tätä kautta liiketoiminnan operatiivinen ohjaaminen vaatii proaktiivista kulurakenteen tarkastelua (esim. jakelupäivien tiivistäminen) ja tulevaisuudessa vaihtoehtoisia tapoja kaupallistaa osoitteetonta suoramainontaa, jotta

liiketoiminta pystytään säilyttämään kannattavana. Uusia kaupallistamismalleja olemme käsitelleet strategiaosiossa sivulta 16 alkaen.

Kilpailutilanteen muutos on mahdollistanut tulostulokäänteen

Keskisuomalaisen markkinaosuus Suomen osoitteettoman suoramainonnan jakelussa nousi merkittävästi vuoden 2025 alussa Postin vetäytyttyä markkinalta. Postin mukaan kyseinen liiketoiminta oli liikevaihdoltaan noin 26 MEUR suuruisen vuonna 2024. Postin vetäytymisen johdosta Keskisuomalainen on saanut uusia asiakkuuksia, ja samaan aikaan pystynyt korottamaan hintoja. Hinnat oli Keskisuomalaisen sanojen mukaan poljettu kestävämmän alhaiselle tasolle Postin toimesta (joka on saanut mittakaavaetua perinteisen postin jakelusta), mitä Keskisuomalaisen vuoden 2025 tulostulokäänteä kuvaakin.

Jakelun kehitys



Segmentit: Muut segmentit (1/2)

Asiantuntijapalveluita ja kasvavaa mainontaa

Muiden segmenttien liiketoiminta koostuu isossa kuvassa konsernin painoliiketoiminnasta (Lehtisepät), digitaalisesta ulkomainonnasta (MEKS Ulkomainonta) ja asiantuntijapalveluista (tutkimuspalvelut IROResearch ja markkinointiviestintäyhtiö Kamua). Kohdistamattomien erien liikevaihto vuonna 2025 oli 64 MEUR, mutta niiden liiketappio oli 8 MEUR. Segmenttiin on lisäksi kohdistettu konsernin yhteisiä kustannuksia, kuten it-järjestelmät sekä vuokrasopimuksiin perustuvat IFRS16-poistot. Siten segmentin tulos antaa alla olevien liiketoimintojen kannattavuuksista nähdäksemme liian pessimistisen kuvan.

Asiantuntijapalvelut

Asiantuntijapalvelut eli tutkimuspalvelut ja markkinointiviestinnän palvelut vastaavat segmentin ulkoisesta tulovirrasta noin 10 %. IROResearch nimellä kulkeva tytäryhtiö tarjoaa markkina- ja mielipidetutkimuspalveluja, jotka kattavat tutkimusten suunnittelun, tiedonkeruun ja analyysin eri kohderyhmistä organisaatioiden tiedontarpeisiin. IROResearch on liikevaihdoltaan noin 3 MEUR:n suuruisen. Kamua tytäryhtiö tarjoaa puolestaan markkinointi-, viestintä- ja mediapalveluja mainostajille ja organisaatioille. Kamua on kooltaan myöskin noin 3 MEUR. Asiantuntijapalvelut ovat kasvaneet historian saatossa, mutta arviomme mukaan talouden haastavat vuodet 2024-25 ovat jarruttaneet liiketoimintojen kehitystä.

Asiantuntijapalvelut ovat konsernin ydinliiketoiminnoista jokseenkin erillisiä palveluita. Keskeisin hyöty arviomme mukaan tulee palveluiden lisäämyntimahdollisuuksista (esim. markkinointikampanja toteutetaan konsernin uutismedian eri

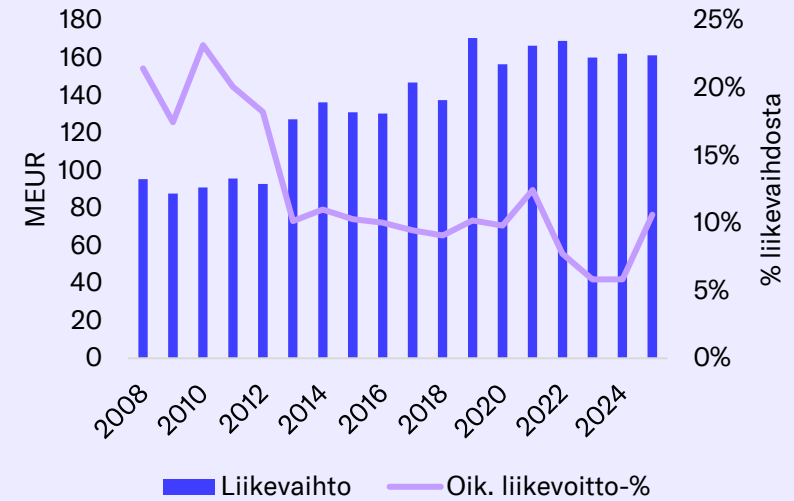
alustoilla). Kulupuolen synergioiden näemme olevan kuitenkin vähäiset ydinliiketoimintojen kanssa. Tutkimuspalveluiden vaisu kehitys ja tappiollisuus voikin olla yksi syy mahdollisille irtaantumisille, joskin hiljattain hankitulla viestinvälityspalvelulla (Arena Interactive) yhtiö pyrkii haalimaan lisäsynergioita tutkimuspalveluiden kanssa. Emme odota vesi kielellä toiminnan divestointia, mutta emme myöskään yllätyisi sellaisesta liikkeestä.

Digitaalisella ulkomainonnalla voimakkaampaa kasvua

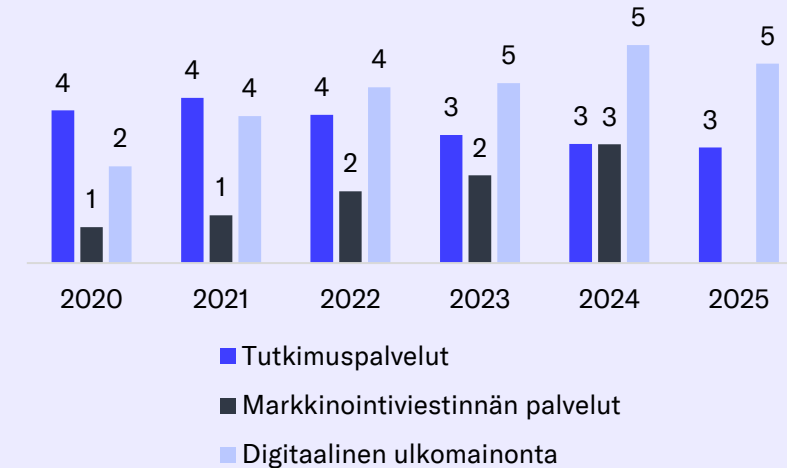
Digitaalisen ulkomainonnan osuus oli vuoden 2025 päätteeksi 8 %. Liiketoiminnan kokoluokka pyörii tällä hetkellä 5 MEUR:n ympärillä, ja se on historiassa kasvanut noin 15 %/v. Keskeinen myyntivaltti digitaalisella ulkomainonnalla on sen kustannustehokkuus (hinta/kontakti) verrattuna muihin mainontakanaviin. Tämä onkin johtanut ulkonäyttöjen suosioon, ja markkina on kasvanut melko nopeasti edellisten vuosien ajan. MEKS Ulkomainonta nimellä kulkevan tytäryhtiön näyttötarjoama kattaa keskeiset liikenteen solmukohdat, joukkoliikenteen ajoneuvot ja tiettyjä julkisia paikkoja (esim. vähittäiskauppojen ulkotilat).

Digitaalinen ulkomainonta on yhtiön mediamainonnan keskeinen kasvuajuri, tarjoten myynnillisiä synergioita perinteiselle uutismedialle. Yhtiön strategisena tavoitteena on kasvattaa liiketoiminnan osuutta merkittävästi, mikä on mielestämme uskottavaa huomioiden viimeaikaiset näytöt kasvusta sekä markkinan noin 5-10 %:n kasvu.* Markkinan kilpailu on kuitenkin kiristynyt parin edellisen vuoden aikana, mikä on saattanut tehdä joistakin hankkeista yhtiön näkökulmasta kannattamattomia madaltaen lähihistorian kasvulukuja.

Muiden segmenttien kehitys*



Segmenttien liikevaihto*



Lähde: Keski-suomalainen, Asiakastieto

* Perustuu kaupparekisteritietoihin

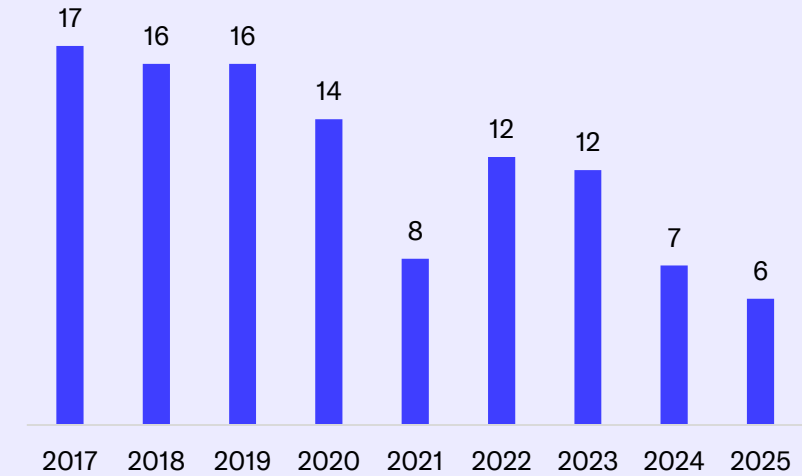
Segmentit: Muut segmentit (2/2)

Painopalveluita sisäisiin ja ulkoisiin tarpeisiin

Painopalveluiden liikevaihto (sis. ulkoinen ja sisäinen liikevaihto) oli 24 MEUR vuonna 2025, vastaten siis merkittävää noin 38 %:n osuutta Muiden segmenttien liikevaihdosta. Liiketoiminnan ulkoisen liikevaihdon määrä on kuitenkin hyvin pieni, sillä valtaosa painamisesta tehdään konsernin sisäisiin tarpeisiin. Painoliiketoiminta on luonteeltaan volyymiriippuvaista ja henkilötyövoimaintensiivistä. Ts. äkilliset volyymipudotukset usein heikentävät kannattavuutta, sillä käyttöasteet laskevat ja kiinteät kulut nousevat suhteessa korkeiksi volyymiin. Keskisuomalaisen kannattava painoliiketoiminta onkin arviomme mukaan yhtiön ketterän toimintamallin, omien lehtien painamisen kautta tulevan hyvän ennustettavuuden sekä oikea-aikaisten kapasiteetin sopeuttamisten ansiota. Keskisuomalaisen käyttämä rotaatiopainotekniikka on lisäksi toimialan kustannustehokkaimmasta päästä (vs. muut painomenetelmät).

Painoliiketoiminnan keskeinen rooli on mahdollistaa matalammat painokustannukset konsernin omille painetuille lehdille ulkoisten asiakkuuksien kautta tulevan rahavirran mahdollistamana. Siten painaminen on yhtiölle strategisesti tärkeä prosessikonaisuus, eikä sillä ole käsityksemme mukaan aikeita luopua toiminnasta. Tulevaisuutta ajatellen, kun volyymitasot jatkavat laskuaan, voi eteen tulla tilanne, jossa yhtiön tulee miettiä kumpi on kannattavuuden ja pääomatehokkuuden kannalta järkevämpi tapa tuottaa painettua mediaa; painamalla lehdet sisäisesti vai ostopalveluna.

Painoliiketoiminta (ulkoinen liikevaihto)
MEUR



Strategia (1/2)

Keskisuomalaisen strategian keskiössä on kuluttaja-käyttäytymisen muutoksen johdosta syntynyt perinteisen uutismedian digitalisoimisen tarve. Medialiiketoiminnan digitalisoimisen lisäksi yhtiö pyrkii paikkaamaan taantuvaa painetun median kysyntää muilla mediaa tukevilla liiketoiminnoilla, joihin lukeutuvat jakeluliiketoiminta, digitaalinen ulkomainonta sekä markkinointiviestintä ja tutkimuspalvelut.

Digisiirtymä strategian keskiössä

Vaikka Keskisuomalainen on ollut digitalisoimassa mediakenttää jo vuosikymmenen ajan, ei se ole täysimääräisesti saanut ulosmitattua digitaalista siirtymää. Vielä matalahko digiaste (~25 %) saattaa olla tosin seurausta paikallismedioiden valtamedioita konservatiivisemmasta kuluttajakunnasta. Vaikka painetulle medialle löytyy edelleen kysyntää, ei se enää ole yhtä ajankohtaista, mikä ajaa enenevässä määrin tuoreimpien uutisten ("breaking news") kuluttajia verkkoon. Tämä onkin heijastunut yhtiön digitaalisten tilaustuottojen voimakkaana kasvuna (33 %/v). Kokonaisuutena yhtiön strategia digitalisoida mediaportfoliotaan on perusteltua ja jopa välttämätöntä Uutismedian kannattavuuden kannalta.

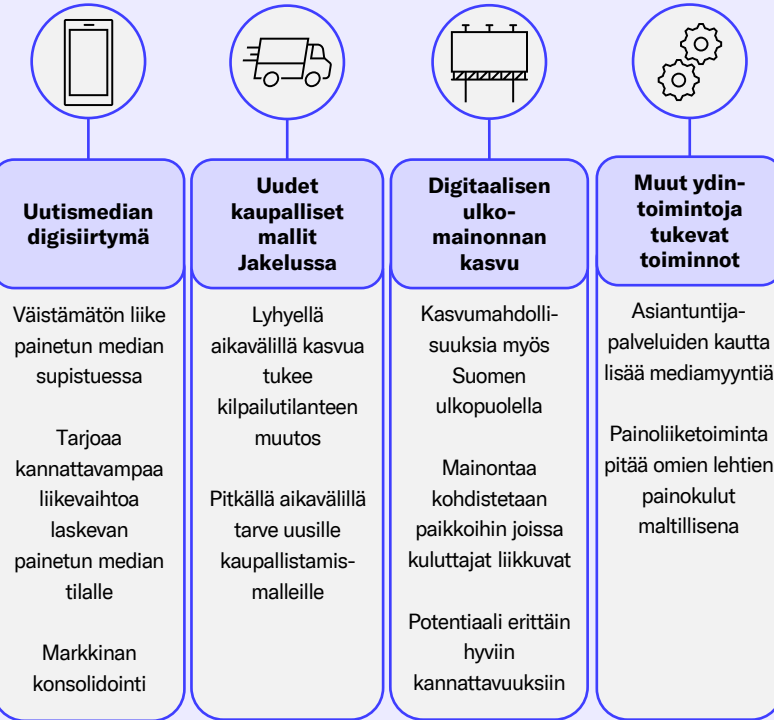
Vaikka uutismediat tuovat valtaosan konsernin tulovirroista on jakeluliiketoiminnan osuus huomattava. Näemme jakelun tuloskasvuedellytykset nykyrakenteella maltillisina pitkällä aikavälillä, sillä suoramainonnan kohdemarkkina laskee arviomme mukaan noin 0-5 %:n tahtia vuosittain. Arvonluonnin ja tuloskasvun kannalta keskeistä olisi löytää uusia kaupallistamismalleja perinteisen suoramainonnan jakelun rinnalle. Tanskalainen NorthMedia on lanseerannut

suoramainonnan jakelumallin, jossa asiakas päättää itse postilaatikkoonsa jaeltavat mainokset. Tämä toisi liiketoimintaan jatkuvuutta sekä tehokkuutta, sillä täten "turha" jakelu voitaisiin eliminoida. Samalla se tarkoittaisi liikevaihdon laskua, mutta tulokseen vaikutus voisi olla jopa positiivinen. Todennäköisesti liiketoimintamallin muutos johtaisi lisäinvestointeihin (esim. automatisaatio), joiden tuottopotentiaalin hahmottaminen tässä vaiheessa on vielä haastavaa. On myös mahdollista, että SSM laajentaisi jakelutuotteitaan alueille joissa kohdemarkkinat kasvaisivat (esim. verkkokauppapaketit) tai toisi kulman digitalisaatiota suoramainonnan välittämiseen (esim. hybridimalli digitaalisen ulkomainonnan kanssa). Emme tosin näe pakettijakelua kovin synergistisenä yhtiön ydinliiketoiminnan, eli uutismedian kannalta.

Investoinnit tappiolliseen Digitaaliseen ulkomainontaan ovat mielestämme perusteltuja liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin myötä. Laajempi näyttöverkosto ja vahva läsnäolo Suomen suurimmissa kaupungeissa avaa yhtiölle mahdollisuudet maanlaajuisiin markkinointikampanjoihin, jotka toisivat lisää liiketoiminnan skaalautuvuutta volyymikasvun myötä. Markkinan kilpailu on kuitenkin lisääntynyt perinteisen mediamainonnan heikon kysynnän vuoksi. Tämä onkin arviomme mukaan heikentänyt toiminnan kannattavuusprofiilia ainakin lyhyellä tähtämellä kovan hintakilpailun vuoksi. Tästä syystä myös Keskisuomalaisen lyhyen aikavälin kasvu poikkeaa noin 15 %:n historiallisesta vuosikasvusta. Uskomme kuitenkin toiminnan olevan pitkällä aikavälillä arvoa luovaa taloussuhdanteen parantuessa. Myös rahapelimarkkinan avautuminen tuonee ulkonäytöille lisäliikevaihtoa kesästä 2027 alkaen.

Inderesin näkemys strategian kulmakivistä

Tuloskasvun keskiössä liiketoiminnan digisiirtymän vauhdittaminen



Yritysjärjestelyt mahdollisia

Strategia (2/2)

Yritystojen arvonluonti näkyy vasta nyt, kansainvälistyminen voisi olla yksi arvoajuri

Historiassa yritysostot ovat esittäneet keskeistä roolia Keskisuomalaisen kasvustrategiassa. Laskelmiemme mukaan yhtiö on ostanut vuodesta 2013 lähtien reilut 200 MEUR uutta liikevaihtoa, josta osa on tietty sulanut painetun median kysynnän laskun myötä. Vaikutti pitkään siltä, että yritysostoilla Keskisuomalainen pyrki pitkälti paikkaamaan taantuvan painetun median vaikutusta, tuloksen pitkälti säilyessä ennallaan tai jopa heiketessä. Nyt vaikuttaakin siltä, että yhtiö on saavuttanut mediapeittonsa/-volyymien kannalta kriittisen volyymin, jotta digisiirtymän mahdollistama kannattavuuspotentiaali näkyy todellisesti segmentin tulosrivillä. Aiempina vuosina painetun median lasku on pitkälti syönyt tämän hyödyn samaan aikaan kun lopetettujen painoliiketoimintojen tasearvon alaskirjaukset ovat heikentäneet raportoituja tuloslukuja ja taseen tunnuslukuja.

Näkemyksemme mukaan yritysostoja ei kuitenkaan tulla näkemään Suomessa samoissa määrin kuin historiassa, sillä ilmeiset ostokohteet ovat jo pitkäaikaisessa omistuksessa ja jäljellä olevista pienemmistä palasista saavutettava rajahyöty lienee jo pienentynyt suhteessa edellisiin ostokohteisiin. Pohjoismaiden tasolla mediamarkkina on kuitenkin jatkanut konsolidaatiotaan, emmekä poissulje Keskisuomalaisen kansainvälistymistä pidemmällä aikavälillä esimerkiksi yritysostojen, -myyntien tai fuusioiden kautta.

Ei taloudellisia tavoitteita, mutta kannattavuuden parantaminen on lyhyen listan kärjessä

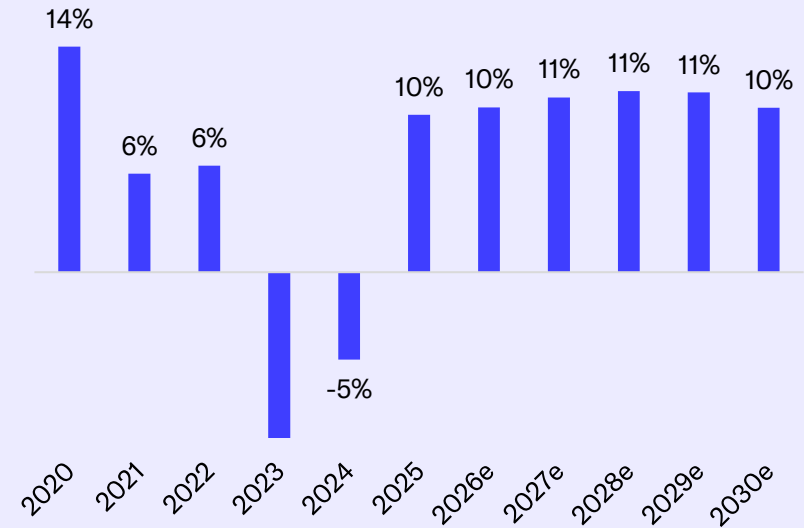
Keskisuomalaisella ei ole uloslausuttuja taloudellisia

tavoitteita, mutta yhtenä keskeisimpänä strategisena päämääränä näemme liikevaihdon kasvun vauhdittamisen ja kannattavuuden parantamisen. Erityisesti kannattavuutta edesauttaa digitaalinen transformaatio, jonka positiivista vaikutusta jossakin määrin rajaa painetun median kysynnän taantuminen lyhyellä tähtäimellä ja siitä seuraavat vajaakäyttöasteet. Muiden liiketoimintojen avulla yhtiöllä on potentiaali tavoittaa kokonaisvaltaisempia asiakkuuksia ja siten saavuttaa parempaa hinnoitteluvoimaa, jolla olisi arviomme mukaan positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Kannattavuusparannus on myös liiketoiminnan orgaanisen kehittämisen kannalta oleellista, sillä se vaatii jonkin verran kassavirtaa mm. etupainotteisten rekrytointien muodossa. Toimialan kärkitoimijoiden kannattavuustasoihin perustuen, mediatoimialaa viimeaikoina koetelleen jakelu- ja painamisen kustannusten nousun ja yhtiön operatiivisen toiminnan tehostamisen perusteella Keskisuomalaisen uutismedian keskipitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali liikkunee arviomme mukaan 10 %:n tuntumassa (vs. 2025 oik. liikevoitto-% 12,3 %). Mitä suuremmaksi yhtiö onnistuu digiasteensa nostamaan, sitä lähemmäksi se pääsee digitaalisten mediayhtiöiden kannattavuustasoa, jotka liikkuvat 15-20 %:n tienoilla.

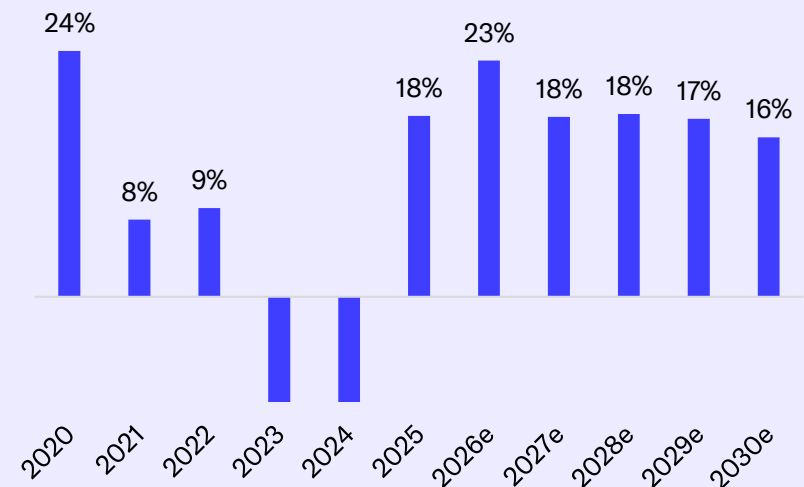
Pääoman tuottotasojen pitäisi ajan myötä nousta

Vaikka yhtiön historialliset pääoman tuottoluvut eivät ole mairitelleet, näemme tuloskäänteen ja myynnin jakauman painottumisen entistä enemmän digitaalisiin lähteisiin parantavan toiminnan tehokkuutta. Tätä kautta arvioimme yhtiön pääoman tuottopotentialin olevan jatkossa historiaa paremmalla tasolla, hieman pääoman kustannuksen yläpuolella. Siten näemme yhtiön kykenevän luomaan omistaja-arvoa.

Sijoitetun pääoman tuotto



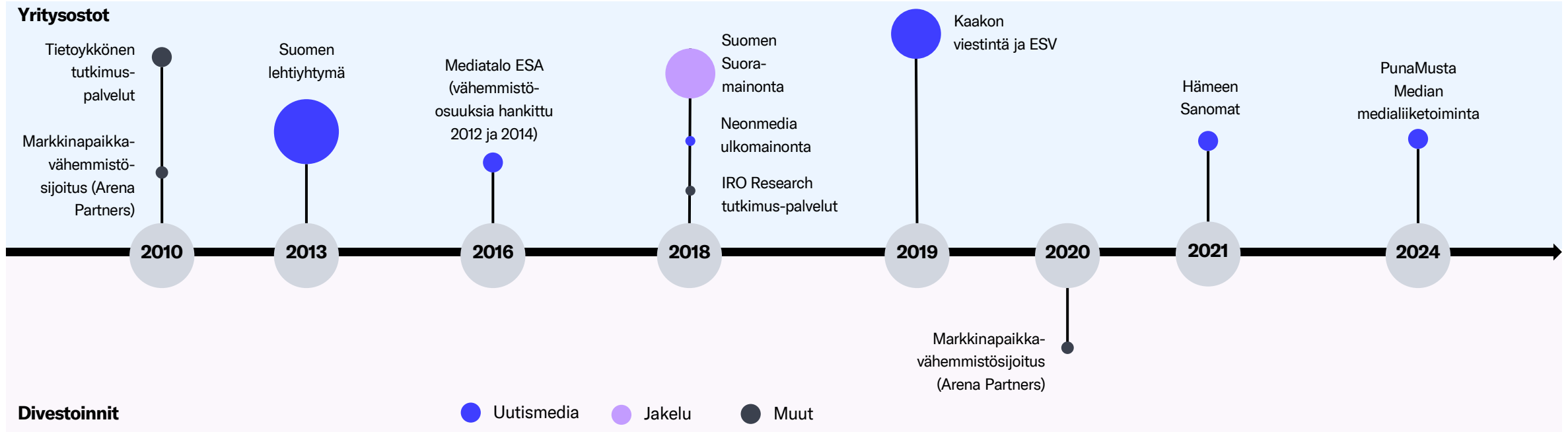
Oman pääoman tuotto



Lähde: Inderes

Keskeiset yrityskaupat

Keskisuomalaisen merkittävimmät yritysjärjestelyt



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Uutismedia

- Pienempien paikallismedioiden ostaminen ja integroiminen osaksi Keskisuomalaisen koneistoa. Synergiaetuja mm. hallinnosta sekä digitaalisista resursseista (ml. digitaalinen media)
- Tulevaisuuden ostoissa kiinnitettävä erityisen tarkkaa huomiota ostokohteen hintaan ja sen digitransformaatiopotentiaaliin

Jakelu

- Suomen Suoramainonta päättyi konsernille kaupunkilehtien jakelun jatkon turvaamiseksi, sillä SSM:n emoyhtiötä oltiin ajamassa konkurssiin.
- Emme usko segmentin yritysostojen jatkuvan.

Muut liiketoiminnat

- Historiassa ostettu asiantuntijapalveluita tukemaan ydinliiketoimintaa. Digitaalinen ulkomainonta on konsernin tulevaisuuden kasvuaihio.
- Integroiminen ei yhtä kriittistä kuin uutismediassa.
- Jatkossa pienet täsmäostot mahdollisia esim. digitaalisen ulkomainonnan osa-alueilla, joiden markkinat ovat hyvin pirstaloituneet

Sijoitusprofiili

1

Jakeluliiketoiminnan kilpailutilanteen muutos, digisiirtymä sekä toiminnan tehostaminen ovat mahdollistaneet tuloskäänteen

2

Osa konsernin liiketoiminnasta on suhdanneherkkää

3

Pääomakevyet uutismediat tekevät erinomaista rahavirtaa, painaminen sitoo jonkin verran pääomaa

4

Arvopaperisalkku sekä muut sijoitukset tuottavat vuosittaista osinkovirtaa

5

Vakaa osingonmaksaja

Potentiaali

- Uutismedian digisiirtymällä mahdollisuus parantaa kannattavuutta
- Organisoitumismallin muutokset mahdollistavat toiminnan edelleen tehostamisen
- Digitaalisen ulkomainonnan markkina kasvaa BKT:ta nopeammin
- Jakeluliiketoiminnan uudet asiakkuudet ja kilpailun lieventyminen
- Rahapelimarkkinan avautuminen kasvattaa mediamarkkinan kokoa
- Yritysostot ja mediaportfolion uudelleen tuotteistaminen

Riskit

- Uutismedian digisiirtymässä epäonnistuminen
- Mainontakentän kansainvälistyminen kiristää kilpailua
- Suhdanneherkkyys
- Yritysostoissa tai tuotekehityksessä epäonnistuminen
- Tekoälyn tuoma disruptiiohka

Toimiala (1/5)

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa tällä hetkellä useat erisuuntaiset rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit. Media-alan kasvun pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen murros, joka muokkaa kuluttajien ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana trendilaskuna sekä 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.

Toimialan kehitys melko tasaista, mutta sisältä löytyy kasvutaskuja

Fifty5Bluen (ent. Kantar) tilastojen mukaan mediamainonnan markkinan arvo Suomessa on noin 1,3 mrd. euroa vuodessa. Tämä selittää toimialan kokonaisuudesta vain osan, sillä tilaustuotot ovat olennainen tuottoerä mediayhtiöille. Tilastokeskuksen mukaan joukkoviestinnän markkinan koko oli vuonna 2023 3,9 mrd. euroa, jolloin tilaustuotot selittävät merkittävää osaa koko toimialasta. Joukkoviestinnän tilasto

sisältää mainontaryhmiä joissa Keski-suomalainen ei ole läsnä (TV, elokuvat, kirjat yms.). Epärelevanteista mediaryhmistä puhdistettuna voisi Keski-suomalaiselle relevantin markkinan arvo olla 1,7 mrd. euron suuruinen. Tämän perusteella Keski-suomalaisen markkinaosuus koko mediatoimialasta olisi reilu 10 %.

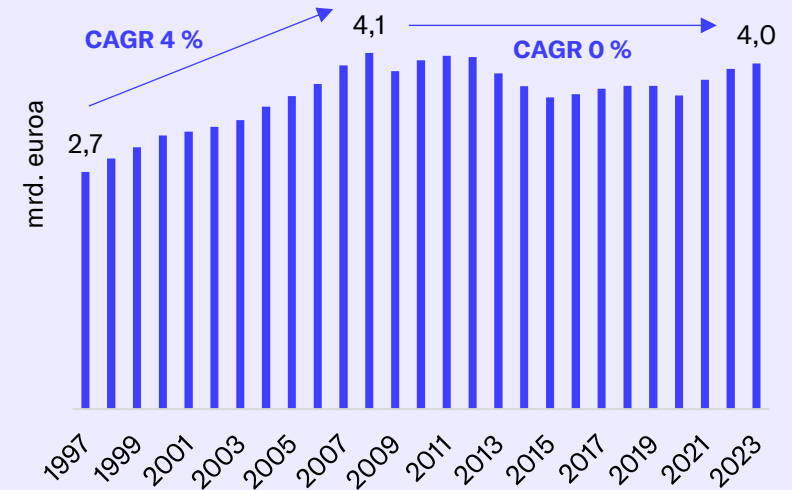
Toimiala on Tilastokeskuksen tilastojen mukaan pysytellyt paikallaan vuoden 2008 tasoon nähden. Toimialan sisältä löytyy kuitenkin useita kasvuajureita, kuten median digisiirtymän kautta lisääntyvä verkkomainonnan ja –tilausten määrä. Median mainontatuotot ovat olleet nousussa, mikä viittaa siihen, että tilaustuottojen määrä on laskenut. Tämä arviomme mukaan selittyy painetun median taantumisella, sillä tämän hintapiste on digitilausta huomattavasti korkeampi (jopa kaksinkertainen). Siten itse digisiirtymä aiheuttaa markkinan laskua, mutta arvonluonnin näkökulmasta kehitys on toivottua digin korkeamman kannattavuuden johdosta.

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

- Perinteisen median (sanoma- ja aikakauslehdet, kirjat ja lineaarinen TV) käyttö ja kysyntä vähenee, mikä laskee asteittain painetun median tilaus- ja mainostuottoja sekä heikentää niiden kannattavuutta.
- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia tilaus- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.

Suomen joukkoviestinnän toimialan kehitys



Toimiala (2/5)

- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua tilaustuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä tukee digitaalisten tilaustuottojen 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 media-yhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen ja investointikyvykyys korostuvat kilpailutekijöinä.
- Rahapelimarkkinan avautuminen kilpailulle Suomessa kesällä 2027 tuo arviomme mukaan 100-200 MEUR/v uutta mediamainontaa markkinalle. Osa mainonnasta menee sponsorointiin (kuten urheilusarjat ja joukkueet), mutta esimerkiksi Sanoma tavoiteasetannassaan uskoo saavan avauksesta itselleen jopa 20 MEUR uutta liikevaihtoa.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

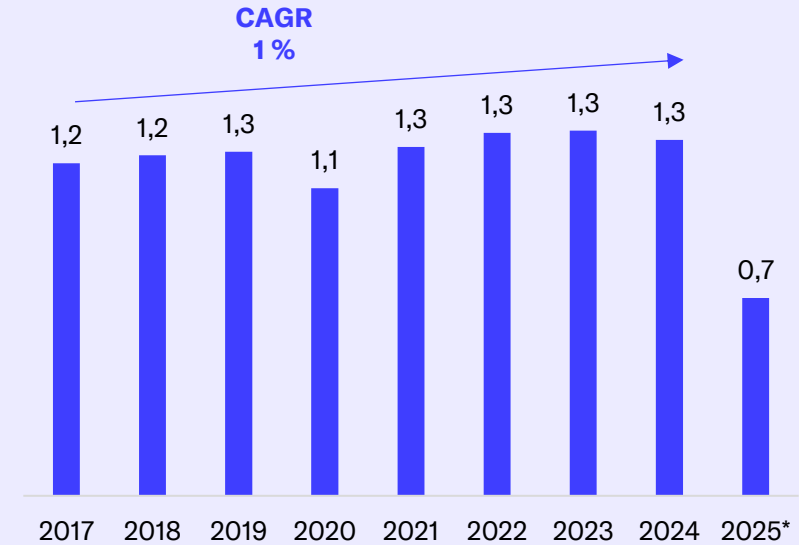
Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median lasku ja

vastaavasti digimainonnan määrän kasvu. Suomen mainosmarkkina on jäänyt kasvuvauhdissaan jälkeen BKT:n kehityksestä, mitä selittää muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta. Mainonnan kokonaismäärää kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut osin 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 aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja Fifty5Bluen mukaan sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2023.

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 talouskasvusta.

Suomen mediamainonnan kehitys
(mrd. EUR)



Lähde: Fifty5Blue (ent. Kantar TNS)

* Vuoden 2025 luvuista poistettu some ja hakusanamainonta (noin 500 MEUR). Vuoden 2025 vertailukelpoinen kasvu -3 %.

Toimiala (3/5)

Fifty5Bluen mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa. Vuosien 2023-25 verkkomainonnan kehitys on kuitenkin hidastunut, jonka taustalla näkemyksemme mukaan vaikuttaa Suomen haastava taloustilanne. Arvioimme, että verkkomainonnan kasvu jatkuu yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä, vaikkakin vuosi 2026 saattaa olla vielä pehmeähkö.

Tilaustuottojen kehitys

Tilaustuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arviomme, että tilaustuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Tilaustuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen tilausmyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen tilausmyynnin 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. Samaan pyrkii Keski-suomalainen tarjoamalla digitilauksen painetun median tilaajilleen lähestulkoon samaan hintaan sekä mm. opastamalla pääsääntöisesti ei-diginatiivia kuluttaja-asiakaskuntaansa viestein ja videoin.

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

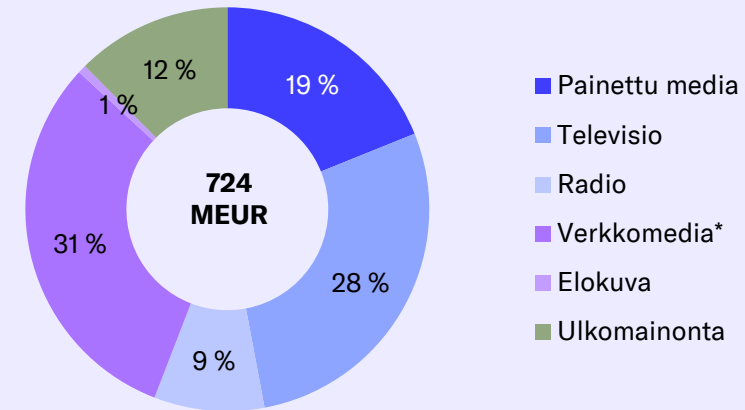
maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua. Arvioimme tilaustuottojen kokonaiskasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digitaalisten tilaustuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

Ulkomainonta yksi kasvuajureista

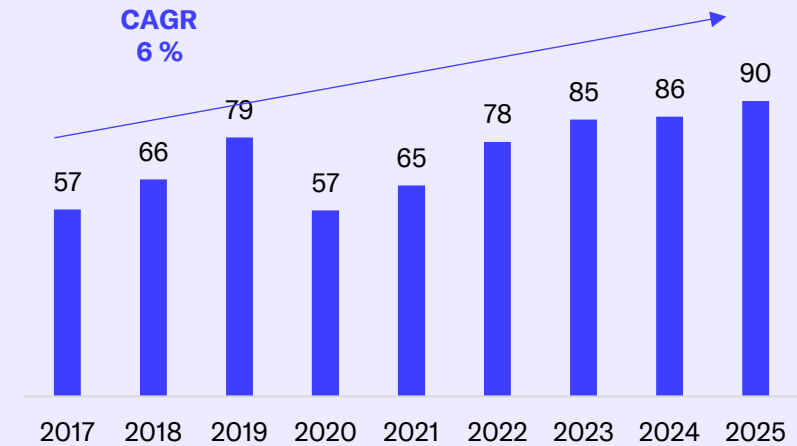
Toimialan nopeimmin kasvanut mainontaryhmä on digitaalisessa muodossa tapahtuva ulkomainonta. Uskomme kasvupotentiaalin säilyvän hyvällä tasolla, mitä pitkälti selittää mainontamuodon kustannustehokkuus suhteutettuna saavutettavuuteen nähden. Ulkomainonnalla voidaan myös saavuttaa paremmin haluttua kohderyhmää, sillä näyttöjä sijoitellaan usein teiden varsiiin, suosituille kauppapaikoille ja julkisiin liikennevälineisiin. Siirtymää ulkomainontaan puoltaa myös perinteisen median supistumien.

Ulkomainonnan määrä mediamainonnasta on noin 10 %, eli 90 MEUR vuosittain. Osaa tästä selittää painettu ulkomainonta, mutta digitaalinen ulkomainonta syö vuosittain fyysisen ulkomainonnan osuutta sen paremman hinta/saavutettavuus –suhteen ja toisaalta palveluntarjoajan paremman kannattavuuspotentiaalin tähden. Arvioimme digitaalisen ulkomainonnan markkinan kasvavan keskipitkällä aikavälillä 10-15 % vuodessa, vaikkakin haastava toimintaympäristö saattaa jarruttaa kehitystä vielä 2026 ajan.

Suomen mediamainonnan jakauma 2025



Suomen ulkomainonnan kehitys (MEUR)



Lähde: Fifty5Blue (ent. Kantar TNS)

* Ei sisällä some ja hakusanamainontaa (noin 500 MEUR)

Toimiala (4/5)

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikatemarginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaa voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin tilaus- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on historiallisesti ollut tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa.

Voimakas kustannusinflaatio asetti painetun median kannattavuuden paineeseen vuosina 2022-23, samalla kun volyymit laskivat huomattavasti. Kustannusinflaatio on hellittänyt tämän jälkeen, mutta rakenteellisesti laskevat volyymit luovat edelleen painetta kohtuullisen kannattavuustason ylläpitämiselle. Tämä arviomme mukaan vauhdittaa toimialan 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. Tilaustuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista, mutta myös sisällöissä TV ja

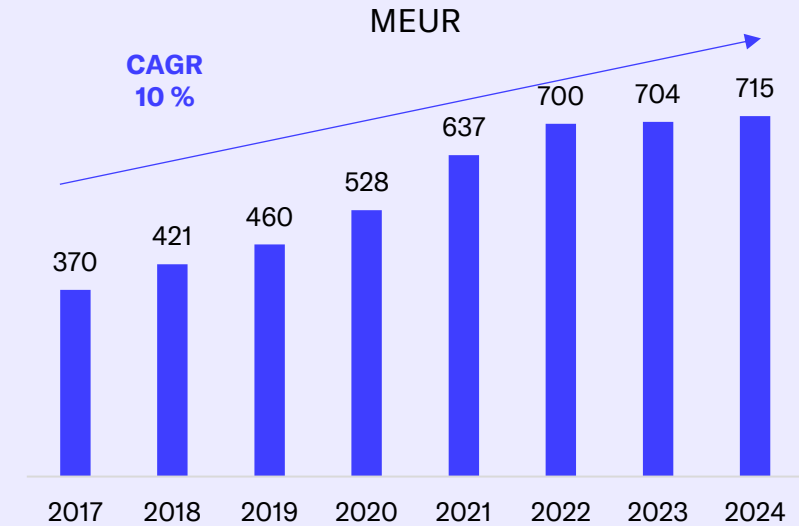
digitaaliset mediat kilpailevat kasvavissa määrin globaalien yhtiöiden ja media-alan ulkopuolisten yhtiöiden kanssa (esim. Apple, teleoperaattorit).

Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja tilausmarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Tilaustuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyks, pitkät ja vahvat lukijasuhdet painetussa mediassa sekä vahvat brändit. Sanoma saa myös suhteellista etua monikanavaisuudesta, jota muilla suomalaisilla tai kansainvälisillä alusta- tai mediayhtiöillä ei ole. Keski-suomalaisen etu globaaleihin mainostajiin nähden on sen asiakaskunnan tarve mainostaa paikallisissa tiedotusvälineissä.

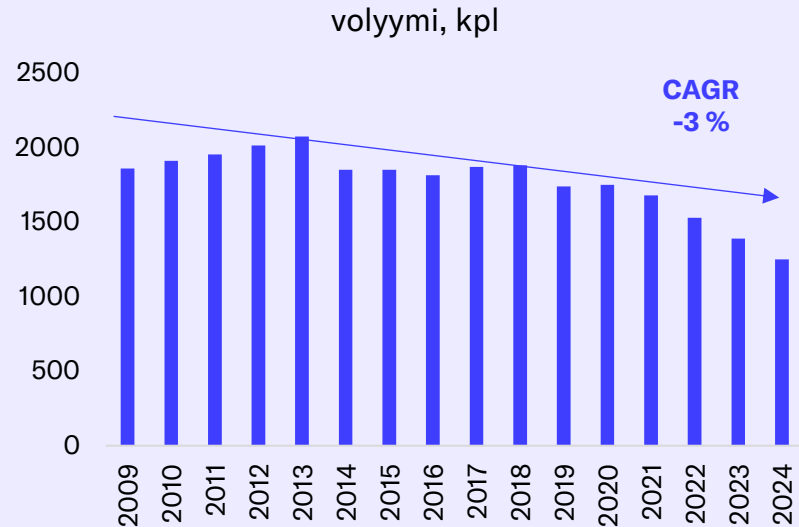
Suoramainonnan jakelun kehitys ollut negatiivista

SSM:n kohdemarkkina, eli osoitteettoman suoramainonnan markkinan koko Suomessa oli noin 70 MEUR vuonna 2024 (Lähde Postin IPO-esite). Tähän nähden Keski-suomalaisen markkinaosuus on merkittävä (>50 %). Suoramainonnan jakelun volyymit ovat olleet vuodesta 2014 laskevalla trendillä (-3 %/v). Lasku on pitkälti mediamainonnan digitalisoitumisen ajamaa, mutta näkemyksemme mukaan kysyntä kasvavien kivijalkakauppaketjujen joukossa on melko stabiilia. Siten painetun uutismedian kaltaista kysynnän hiipumista ei mielestämme lähitulevaisuudessa ole näköpiirissä, mutta tehokas operointi vaatii jatkossakin operaatioiden sopeuttamista volyymitasoon nähden. Joustoa SSM:n liiketoiminnalle tuo erityisesti osittain skaalautuva volyymisidonnainen palkkausmalli ja alihankinnan käyttäminen.

Verkkomainonnan kehitys Suomessa



Osoitteettoman suoramainonnan kehitys



Lähde: Fifty5Blue (ent. Kantar TNS)

Toimiala - Ajurit ja megatrendit (5/5)



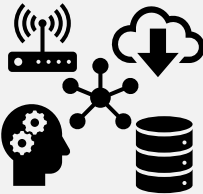
Digitalisaatio

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 tilaustuottojen 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. valedut kasvattavat tunnettujen ja luotettujen sisällön tuottajien roolia.

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digitilausten käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

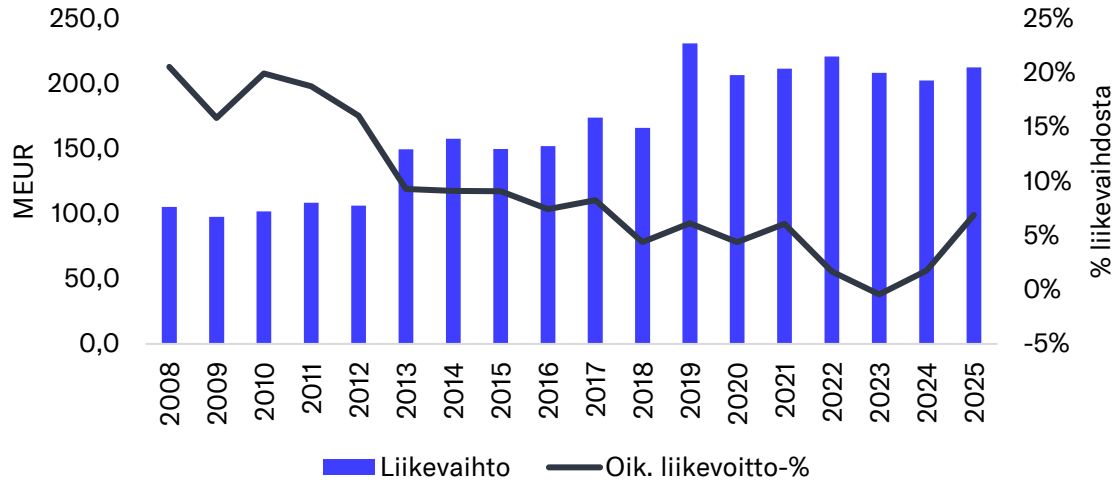
Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen tilaus- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

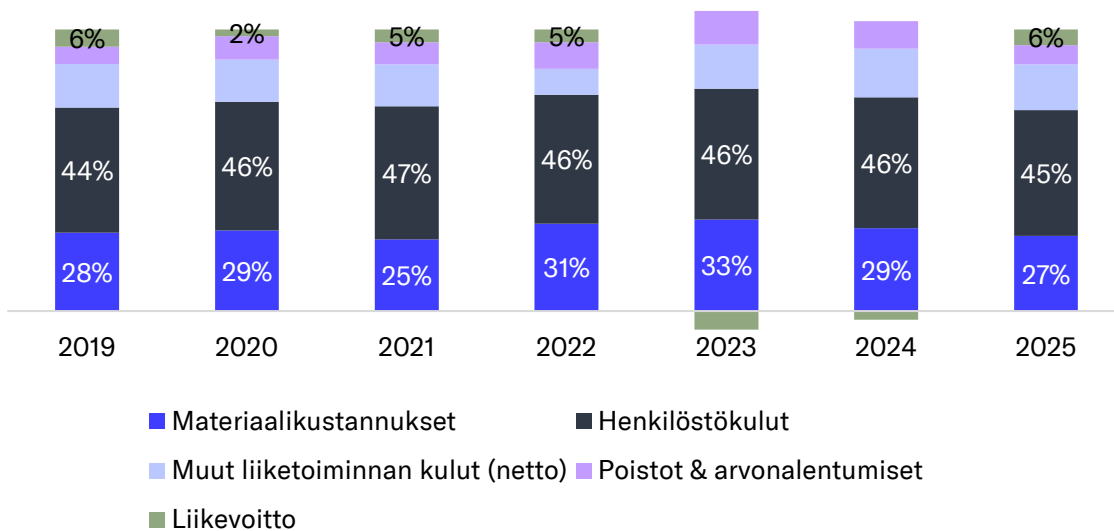
Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (1/3)



Havainnot taloudellisesta kehityksestä

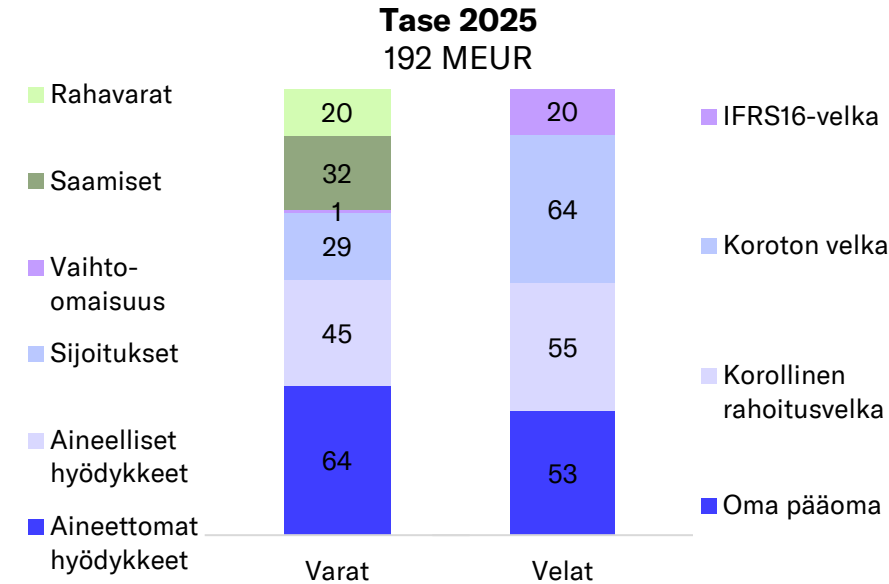
- Liikevaihto kasvanut keskimäärin 4 % vuodessa (2008-25) pitkälti yritysostojen ajamana. Konsernin sisällä on segmenttejä (mm. Digitaalinen ulkomainonta ja digimedia), joissa myynti kasvaa myös orgaanisesti. Painetun median kysynnän lasku sekä digisiirtymä ovat keskeisiä konsernin kehitystä painaneita ajureita.
- Negatiivinen kannattavuustrendi kääntyi nousuun vuonna 2024 myynnin kasvun ja toiminnan tehostumisen kautta keskeisissä liiketoiminnoissa. Historiassa kannattavuutta on rokotanut painetun median taantuminen ja sen myötä heikentynyt tehokkuus sekä jakeluliiketoiminnan hintakilpailu. Inflaatiolla oli keskeinen vaikutus vuosien 2022-23 negatiiviseen kannattavuustrendiin. Ts. yhtiö ei saanut korotettua kohonneita painamisen ja jakelun kustannuksia asiakashintoihinsa kyllin nopeasti.
- Raportoitua kannattavuutta on heikentänyt useat tase-erien alaskirjaukset. Näistä oikaistuna keskimääräinen liikevoitto-% on ollut 9 %, mutta viimeisen viiden vuoden aikana vain 3 %, mikä viestii mediamarkkinan murroksesta.



Havainnot kulurakenteesta

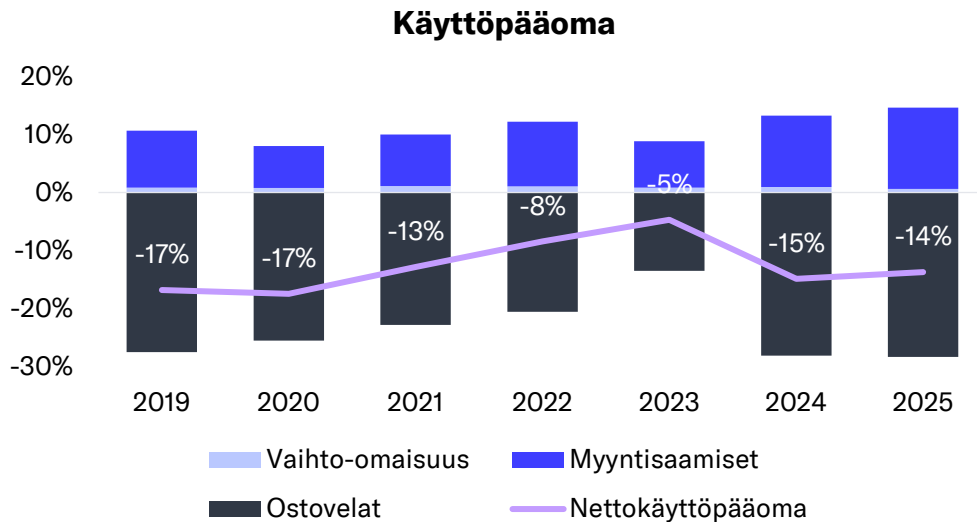
- Perinteinen uutismedia sitoo henkilöresursseja, joiden osuus on ollut 45 %:n (liikevaihdosta) tienoilla.
- Painoliiketoiminta sitoo materiaalikustannuksia, joiden osuus on vaihdellut 30 %:n molemmin puolin. Viime vuosien kehitys on ollut myönteistä, mitä selittää painoliiketoiminnan ja painetun median osuuksien pienentyminen.
- Muut liiketoiminnan kulut ovat vaihdelleet 15 %:n ympärillä. Kulut koostuvat esimerkiksi IT-, toimitila- ja markkinoinnin kuluista.
- Poistot ovat vaihdelleet 6-9 %:n välillä. Täällä merkittävin vaihteluun vaikuttava tekijä on liikearvoon tehdyt alaskirjaukset, joista oikaistuna yhtiön poistotaso on karkeasti 6 % liikevaihdosta.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (2/3)



Havainnointia taloudellisesta tilanteesta

- Vastaavien suurin erä, eli aineettomat hyödykkeet (64 MEUR) muodostuu valtaosin liikearvosta (53 MEUR). Aineelliset hyödykkeet (45 MEUR) koostuvat maa-alueista, rakennuksista, koneista ja kalustoista, sisältäen myös käyttöoikeusomaisuushyödykkeet.
- Sijoitukset (29 MEUR) muodostuvat (pörssinoteeratuista ja yksityisistä) osakkeista (25 MEUR), kiinteistöistä sekä osuuksista osakkuusyrittäksissä. Näistä osaa (esim. Alma Media) voidaan pitkää melko likvideinä erinä, mutta esimerkiksi osakkuusyrittäksistä tai kiinteistöistä irti pääseminen saattaa viedä aikaa.
- Käyttöpääoman osuus taseesta on medialiiketoiminnalle tyypilliseen tapaan pieni ja merkittävät ennakkomaksut (näkyvä kuviossa ostovelloissa) painavat sen nettona miinuksien puolelle, mikä tarjoaa yritykselle tehokkaan tavan kasvaa orgaanisesti. Nettokäyttöpääoma on historian saatossa vaihdellut keskimäärin -10 %:n (liikevaihdosta) molemmin puolin.
- Oma pääoma oli 53 MEUR, mikä vastaa 33 %:n omavaraisuusastetta (kovenanttiraja 30 %). Keski-suomalaisen nettovelka oli 55 MEUR, mikä vastaa 2x käyttökatetta (kovenanttiraja 3,5x). Mielestämme Keski-suomalaisen taseasema on vakaa.



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (3/3)

Taseen kunto parantunut

Keskisuomalaisen taseen loppusumma 2025 lopussa oli 192 MEUR. Tase on mielestämme velkanäkökulmasta katsasteltuna terveellä tasolla (viim. 12kk nettovelka/käyttökate ~2x), kun huomioidaan yhtiön taseessa olevat likvidit korkopaperit. Koko arvopaperisalkku huomioiden laskisi suhdeluku noin 1x tasolle, joskin osaa osakeomistuksista emme näe likvideinä erinä.

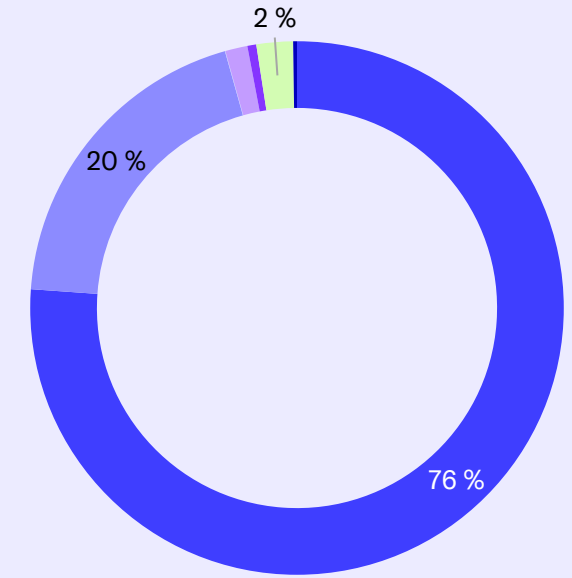
Keskisuomalaisen tasearvoltaan noin 25 MEUR:n kokoinen arvopaperisalkku koostuu listattujen osakkeiden osalta 11,6 MEUR:n Ilkka –omistuksesta sekä 11,8 MEUR:n Alma Media –omistuksesta. Ilkka-omistuksessa oli näkemyksemme mukaan strateginen kulma ennen sen päättymistä osaksi kilpailijaa. Ts. näimme Ilkan medialiiketoiminnan Keskisuomalaisen potentiaalisena ostokohteena. Nyt Ilkka-omistuksen keskeinen logiikka on purkaa osakekurssissa piilevää arvoa, ensisijassa yhdistämällä kaksi osakesarjaa yhdeksi ja myöhemmin muokkaamalla Ilkan vanhentunutta yhtiöjärjestystä. Vaikka Keskisuomalainen on Ilkan suurin osakkeenomistaja on sen äänivalta osakeomistukseen nähden mitätön. Alma –omistukselle emme puolestaan näe strategista näkökulmaa, mutta liiketoiminta luo arvoa ja tuottaa hyvää osinkovirtaa. Siten omaisuuden myynti ei mielestämme ole välttämätöntä. Lisäksi yhtiöllä on sijoituksia listaamattomissa osakkeissa reilu 1 MEUR:n edestä. Muihin rahoitusvaroihin lukeutuvan korkorahaston (4,2 MEUR) ja sulkutilin (140 TEUR) laskemme velkojan tapaan likvideiksi varoiksi, pienentäen siten nettovelkaa.

Alaskirjausten kohteena ollut liikearvo on mielestämme yksi Keskisuomalaisen taseen epävakaimmista eristä. Valtaosa, noin 76 %, 53 MEUR:n liikearvosta muodostuu Savo-Karjalan Median alueelle kohdistetuista eristä, johon kuuluu arviomme mukaan yhtiön elinvoimaisimpia uutismedioita.

Päijänne Median alueelle kohdistuu noin 20 % liikearvosta ja Etelä-Suomen Median alueelle vain 2 %, lopun ~2 % jakautuessa rotaatiopainoille, Kamua Helsinki Oy:lle, IROResearch Oy:lle sekä muille kassavirtaa tuottaville yksiköille. Vaikka alueen Savo-Karjalan ja Päijänne median ydinmediat ovat näkemyksemme mukaan hyvin elinvoimaisia, sisältävät nämä aluemediaryppäät myös pienempiä lehtiä, joiden asiakaspitävyydestä ja siten kasvu-/kannattavuuskehityksestä emme voi mennä täysin takuuseen. Siten emme voi poissulkea mahdollisia arvonalentumisia tulevaisuudessa, etenkin tarkastellen painetun median toimialan yleistä tuloskehitystä.

Mikäli liikearvosta alaskirjattaisiin puolet, tippuisi 2026e omavaraisuusaste 20 %:n tienoille, mikä on pankin asettaman kovenanttirajan (30 %) alapuolella. Toisin sanoen, yhtiön tase kestää arviomme mukaan pienen arvonalentumisen, mutta esimerkiksi koko Savo-Karjalan Median alueen liikearvon alaskirjaus voisi nostaa yhtiön rahoituksen hintaa selvästi. Käsittelemme mukaan alueen ydinmediat (mm. Savon Sanomat, Karjalainen) ovat yhtiön kannattavimpia uutismedioita, jonka vuoksi emme usko siihen kohdistuvien suuren mittakaavan alaskirjausten olevan todennäköisiä.

Liikearvo
2025



- Savo-Karjalan Median alue
- Päijänne Median alue
- Etelä-Suomen Median alue
- Rotaatiopainot
- Kamua Helsinki Oy
- IROResearch Oy
- Muut rahavirtaa tuottavat yksiköt ja niiden ryhmä

Ennusteet (1/3)

Ennustemalli ja yhteenveto

Ennustamme Keski-suomalaisen liikevaihdon ja liikevoiton kehitystä liiketoimintasegmenteittäin. Hyödynnämme etenkin Utismedian ennustamisessa kuukausittaisia mainontamyynnin markkinatilastoja sekä useiden pörssilistattujen verrokkien viimeaikaista kehitystä. Koostamme liikevoittoa alemmat kustannus- ja tulosrivit konsernitasolla. Ennustamme yhtiön kehitystä täysin organisaationa. Ts. lisäämme mahdolliset yritysostot ennusteisiimme jälkikäteen, sillä niiden ajankohtiin, kokoluokkiin ja hinnoittelukertoimiin liittyy olennaista epävarmuutta.

Odotamme yhtiön tuloksen kehittyvän melko vakaasti vuosien 2025-28 ajan. Vuosi 2025 oli tuloksen näkökulmasta ennätysvuosi, sillä kyseiselle jaksolle ajoittui Utismedian huomattavat kustannussäästöt, Jakelun kilpailutilanteen muuttuminen sekä tuplavaalit. Keskeiset yhtiön tuloskasvua tukevat ajurit mielestämme ovat Utismedian digisiiirtymän jatkuminen (ml. digitaalinen ulkomainonta) sekä organisaation tehokkuuden jatkuva parantaminen. Tätä vastaan kampeaa painetun median jatkuva taantuminen, jonka selittäminen vaatii proaktiivista kulurakenteen tarkastelua ja käyttöasteiden hallintaa paino- ja jakeluliiketoiminnoissa.

Ohjeistus

Keski-suomalainen odottaa liikevaihdon pysyvän samalla tasolla tai laskevan hieman (2025: 212,8 MEUR) ja oikaistun liikevoiton säilyvän hyvällä tasolla, mutta laskevan jonkin verran vertailukaudesta (2025: 14,7 MEUR).

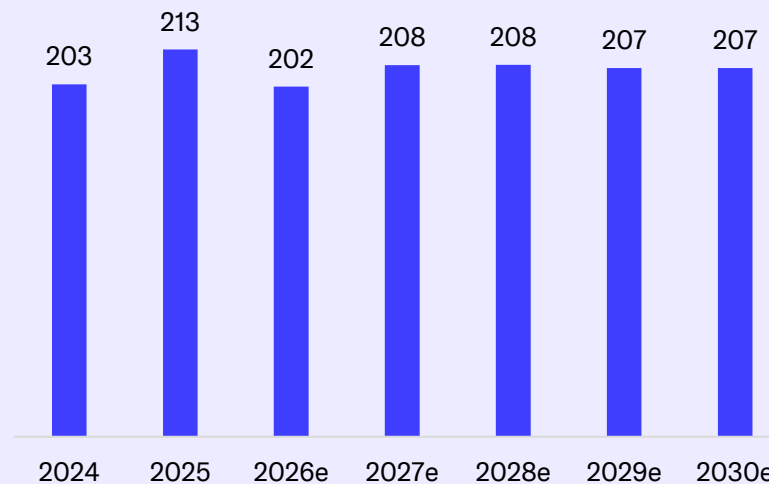
2026: Vastassa haastavat vertailuluvut

Odotamme Keski-suomalaisen liikevaihdon jäävän aavistuksen vertailukauden tasosta 202 MEUR:oon. Odotamme positiivista liikevaihdon kehitystä sekä Jakeluliiketoiminnassa että muissa liiketoiminnoissa. Ennustamaamme Utismedian 6 %:n liikevaihdon laskuun vaikuttavat tuplavaalien kertatuottojen poisjääminen sekä painetun median taantumisen trendi (noin 10 % lasku). Odotamme digisiiirtymän vahvistuvan edelleen, mutta digitaalisen median kasvu ei täysin riitä kompensoimaan painetun median negatiivista vaikutusta. Jakeluliiketoiminta saa vielä myötätuulta Postin vetäytymisen jälkeisestä paremmasta kilpailutilanteesta. Muissa liiketoiminnoissa odotamme digitaalisten ulkonäyttöjen palaavan lievään kasvuun Pohjois-Helsingin näyttöverkoston laajenemisen myötä. Asiantuntijapalveluiden osalta ennustamme vakaata kehitystä.

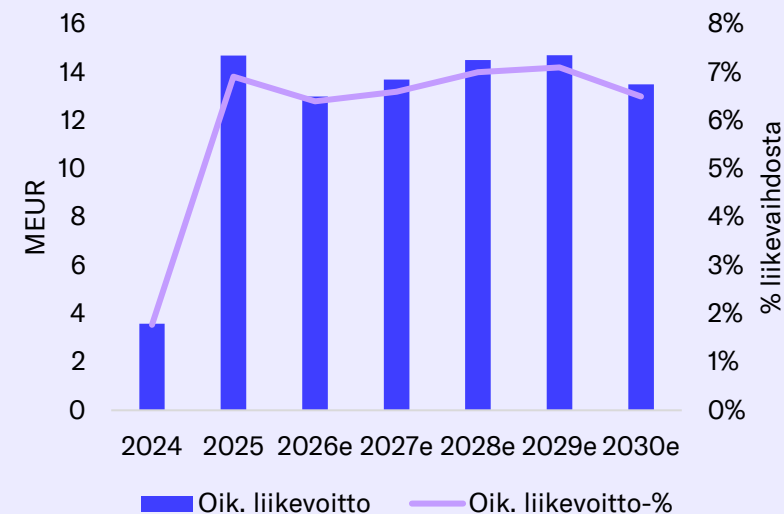
Odotamme konsernin oikaistun liikevoiton olevan 13 MEUR (2025: 14,7 MEUR) vuonna 2026. Tämä vastaa 6,4 %:n liikevoittomarginaalia, jonka lievää heikentymistä selittää tuplavaalien kertatuottojen poisjääminen. Segmenteittäin kannattavuusennusteemme jakautuvat:

- o Utismedia: Odotamme kannattavuuden (11,1 %) jäävän vertailukaudesta (12,3 %) pitkälti tuplavaalien nostamien vahvojen vastalukujen johdosta. Vaalituottojen poisjäämistä ja taantuvaa painetun median kysyntää toisaalta kompensoi digitaalisen median kasvu sekä 2025 aikana tehdyt tehostamistoimet.

Liikevaihto MEUR



Oik. liikevoitto



Ennusteet (2/3)

- Jakelu: Arvioimme liikevoittomarginaalin olevan 10,8 % (2025: 12,3 %). Kannattavuuskehitystä tukee liikevaihdon kasvu. Samaan aikaan uskomme osan liikevaihdosta taantuvan suoramainonnan siirtyessä digitaaliseen muotoon, mikä mielestämme heikentää liiketoiminnan tehokkuutta.
- Muut segmentit: Muissa liiketoiminnoissa odotamme digitaalisen ulkomainonnan volyymikasvun sekä toiminnan tehostamisen parantavan segmentin liikevoiton -6,6 MEUR:oon (2025: -7,7 MEUR).

Osakekohtaista tulosta nostaa rahoitustuottoihin kirjattava Kuopion kiinteistön myyntivoitto (3,4 MEUR) ja Arena Partnersin myyntivoitto (~1 MEUR). Ennustamme 2026 osakekohtaisen tuloksen olevan 1,27 euroa (kertaeristä ja myyntivoitosta oikaistuna 0,97 euroa), kun vuonna 2025 se oli 0,81 euroa (1,08e).

2027-28: Tehokkuus jatkaa parantumistaan

Vuosien 2027-28 aikana odotamme konsernin liikevaihdon pysyvän melko vakaana. Vuoden 2027 osalta odotamme 3 %:n liikevaihdon kasvua ja 2028 osalta täysin vakaata kehitystä. Liikevaihdon nousua edesauttaa digitaalisen liiketoiminnan voimakas kasvu sekä rahapeliuudistus, mikä avaa mediamainonnan globaaleille rahapeliyhtiöille Suomessa. Rahapeliuudistus alkaa kesällä 2027, joten sen nostava vaikutus yltää myös 2028 puolelle. Odotamme Jakeluliiketoiminnan palaavan volyymilaskuun, mutta tämän säilyvän maltillisella tasolla noin 2-3 %:n tuntumassa. Tämä on nähdäksemme linjassa toimialan keskimääräisen laskun kanssa. Arvioimme muiden segmenttien liikevaihdon nousevan maltillisesti pitkälti digitaalisen ulkomainonnan

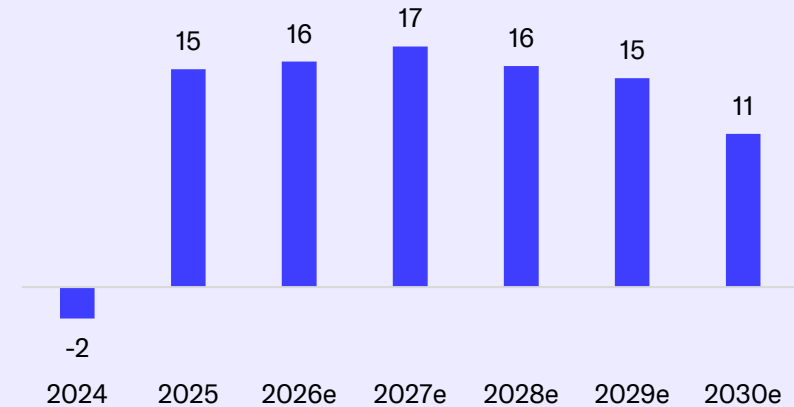
vetämänä.

Odotamme vuosien 2027-28 oik. liikevoiton olevan noin 14 MEUR, mikä vastaa lähes 7 % liikevaihdosta. Tuloksen parantumista suhteessa vuoteen 2026 tukee Uutismedian nouseva tehokkuus digisiirtymän ja tehostustoimien vauhdittamana. Ennakoimme myös Digitaalisen ulkomainonnan kasvun skaalautuvan tässä vaiheessa voimakkaammin, mikä pienentää muiden segmenttien tappiota. Odotamme Jakeluliiketoiminnan kannattavuuden säilyvän ennallaan reilussa 10 %:ssa liikevaihdon lievästä laskusta huolimatta. Tämä toisaalta edellyttää yhtiöltä proaktiivista kulurakenteen tarkastelua, jotta käyttöasteet saadaan säilytettyä hyvällä tasolla.

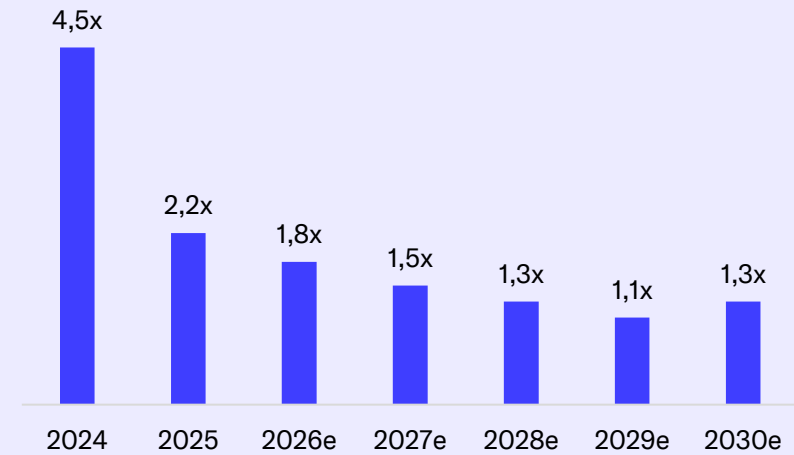
Pitkän aikavälin ennusteet

Arviomme mukaan Keski-suomalaisen digitaalisen liiketoiminnan osuus nousee dominoivaksi vuoden 2030 jälkeen. Tätä ennen ennustamme lievää liikevaihdon laskua, mitä painaa painetun median kysynnän taantuminen. Odotamme 2030-33e keskimääräisen liikevaihdon kasvun olevan 1 %, ja terminaalissa 1,5 %. Terminaalien korkeampaa kasvuprosenttia puoltaa 1) digiasteen historiallisen korkea osuus sekä 2) luotomme yhtiön kykyyn muuntautua trendien mukaisesti keskellä mediakentän murrosta. Kannattavuuden osalta odotamme Keski-suomalaisen kehityksen vakiintuvan noin 6-7 %:iin vuosien 2029-2032 ajaksi. Terminaalissa odotamme oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 6 %. Tuottovaatimuksemme (pääoman keskimääräinen kustannus 9 % ja oman pääoman kustannus 10 %) säilyvät raportin yhteydessä ennallaan.

Vapaa rahavirta
MEUR



Nettovelka/käyttökate



Ennusteet (3/3)

Rahavirta ja tase

Yhtiön ydinliiketoimintojen potentiaali tuottaa kassavirtaa on kokonaisuutena varsin hyvä, sillä median tilaustuottojen kassavirrat ovat tyypillisesti hyvin etupainotteisia ja sisältävät paljon ennakkomaksuja, minkä ansiosta konsernin käyttöpääoma on vuositasolla selvästi negatiivinen. Samaan aikaan yhtiön investointitarpeet ovat melko matalat pääomakevyyden uutismedialiiketoiminnan ansiosta. Sijoittajan on kuitenkin keskeistä huomioida, että investointiennusteemme sisältävät IFRS16 liitännäisiä vuokramaksuja, joiden arvioimme olevan vuosittain noin 4 MEUR. Tässä tapauksessa ylläpitoinvestoinnit ovat noin 3 MEUR vuosittain. Tätä kautta odotamme yhtiön tekevän vuosittain karkeasti 15 MEUR vapaata rahavirtaa keskipitkällä aikavälillä.

Hyvä kassavirran tuottokyky näkyy puolestaan yhtiön parantuvana velkatilanteena. Ennusteillamme yhtiön nettovelan suhde käyttökatteeseen laskee vuoteen 2030 mennessä noin 1x tasolle, kun se 2025 päätteeksi oli reilu 2x.

Pääoman tehokkuuden pitäisi niin ikään nousta

Tulosparannus yhdistettynä pääomakevyyteen taseeseen parantaa Keskisuomalaisen pääoman tuottolukuja ennusteissamme. Historiassa vaatimatonta sijoitetun pääoman tuottoa (2020-25 mediaani 6 %) tehneen Keskisuomalaisen ROIC nousee arviomme mukaan reilu 10 %:iin. Pääomatehokkuuden nousu toisaalta edellyttää sitä, että investointitasot säilyvät suurin piirtein ennallaan ja mahdollisten yritysostojen hinnoittelukertoimet säilyvät

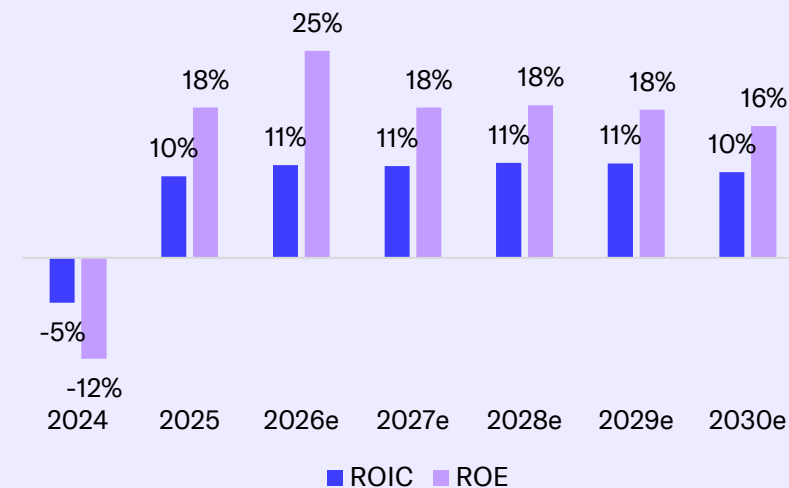
kohtuullisina suhteutettuna liiketoimintojen pitkän aikavälin tuloksentekokykyyn. Kokonaisuutena näemme yhtiön pääoman tuoton ylittävän sen kustannuksen, jolloin liiketoiminta luo arvoa.

Lisäsimme yrityskaupan ennusteisiin

Keskisuomalaisen oikaistut tulosennusteemme nousivat päivityksen yhteydessä noin 1-3 %:lla lähivuosille Arena Interactive yritysoston myötä. Tarkemmat kommentit kaupasta on luettavissa [täällä](#). Kaupasta syntyy noin 2 MEUR:n myyntivoitto myyjäosapuolelle (Arena Partners). Keskisuomalainen on Arena Partnersin pääomistaja noin 45 %:n osuudella. Tämän vuoksi kaupasta syntyy myös Keskisuomalaiselle myyntivoittoa noin 1 MEUR:n edestä. Olemme käsitelleet tämän erän vertailukelpoisuuteen vaikuttavana, mikä ei näy oikaistuissa tulosennusteissamme. Pidämme hyvin todennäköisenä, että Keskisuomalainen tulee nostamaan maksamastaan kauppasummasta (Inderesin karkea arvio 3-4 MEUR) itselle kuuluvan osuuden takaisin osinkoina, mikä kasvattaa Keskisuomalaisen kassaa 1-2 MEUR:lla.

Nostimme myös arviotamme vuoden 2026 osingosta 0,75 eurosta 0,85 euroon. Osinkoennusteen nostoa selittää Jakeluliiketoiminnan verovähennysoikeudet, mitä kautta arvioimme vuoden 2026 vapaan rahavirran olevan edellisvuotta parempi mahdollistaen osingon korottamisen.

Pääoman tuotto



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	203	109	103	213	101	101	202	208	208	207
Uutismedia	162	83,7	79,3	163	77,8	76,1	154	156	154	150
Jakelu	59,3	18,9	17,7	36,6	16,6	16,6	33,3	32,4	31,6	30,8
Muut segmentit	37,6	32,6	31,1	63,7	32,5	34,2	66,8	71,4	74,9	78,7
Eliminoinnit	-56,2	-25,9	-24,7	-50,6	-26,0	-26,0	-52,0	-52,0	-52,0	-52,0
Käyttökate	13,8	14,4	12,8	27,2	12,2	14,4	26,6	25,8	25,4	24,7
Poistot ja arvonalennukset	-20,0	-6,3	-9,1	-15,4	-6,8	-6,8	-13,6	-12,1	-10,9	-10,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	8,1	6,6	14,7	5,4	7,6	13,0	13,7	14,5	14,7
Liikevoitto	-6,2	8,1	3,7	11,8	5,4	7,6	13,0	13,7	14,5	14,7
Uutismedia	2,8	9,7	7,5	17,2	7,3	9,8	17,1	17,3	17,2	16,7
Jakelu	-1,0	2,6	1,9	4,5	1,8	1,8	3,6	3,5	3,4	3,2
Muut segmentit	-7,0	-3,6	-5,1	-8,7	-3,1	-3,4	-6,6	-5,8	-4,9	-4,0
Eliminoinnit	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,5	0,4	-0,9	-0,5	3,0	-0,8	2,2	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-7,6	8,5	2,9	11,4	9,4	6,8	16,2	13,2	14,0	14,2
Verot	1,3	-0,9	-1,5	-2,4	-0,9	-1,4	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-6,3	7,6	1,4	9,0	8,5	5,4	13,9	10,8	11,5	11,6
Nettotulos	-6,3	7,6	1,4	9,0	8,5	5,4	13,9	10,7	11,4	11,5
EPS (oikaistu)	0,29	0,69	0,39	1,09	0,48	0,49	0,97	0,98	1,04	1,05
EPS (raportoitu)	-0,57	0,69	0,13	0,82	0,78	0,49	1,27	0,98	1,04	1,05

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,8 %	6,5 %	3,4 %	5,0 %	-7,6 %	-2,3 %	-5,0 %	3,1 %	0,0 %	-0,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	479,5 %	376,5 %	332,5 %	355,7 %	-33,6 %	14,8 %	-11,9 %	6,0 %	5,6 %	1,3 %
Käyttökate-%	6,8 %	13,2 %	12,4 %	12,8 %	12,1 %	14,2 %	13,1 %	12,4 %	12,2 %	11,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,6 %	7,4 %	6,4 %	6,9 %	5,3 %	7,5 %	6,4 %	6,6 %	7,0 %	7,1 %
Nettotulos-%	-3,1 %	7,0 %	1,4 %	4,2 %	8,4 %	5,3 %	6,9 %	5,2 %	5,5 %	5,6 %

Lähde: Inderes. HUOM: Segmenttiraportointi muuttunut 2025

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	144	141	134	130	126
Liikearvo	55,0	53,4	53,4	53,4	53,4
Aineettomat hyödykkeet	13,4	11,0	9,2	7,8	6,8
Käyttöomaisuus	47,0	45,2	40,7	37,3	34,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5
Muut sijoitukset	20,8	25,4	25,4	25,4	25,4
Muut pitkäaikaiset varat	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	2,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	35,0	51,2	60,1	67,8	73,8
Vaihto-omaisuus	1,9	1,3	1,2	1,3	1,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	4,2	4,2	4,2	4,2
Myyntisaamiset	25,0	29,8	28,3	29,2	29,2
Likvidit varat	8,1	15,9	26,5	33,2	39,2
Taseen loppusumma	179	192	194	197	200

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	47,3	53,4	59,6	61,0	63,7
Osakepääoma	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Kertyneet voittovarot	41,8	47,7	53,9	55,3	58,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	64,4	69,4	62,8	62,5	62,3
Laskennalliset verovelat	2,2	1,8	1,8	1,8	1,8
Varaukset	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Korolliset velat	60,6	66,0	59,4	59,2	58,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	66,8	69,0	72,1	73,8	73,8
Korolliset velat	9,8	8,7	14,9	14,8	14,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,0	60,3	57,3	59,0	59,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	179	192	194	197	200

Arvostus (1/3)

Arvonmäärittäminen

Lähestymme Keski-suomalaisen arvonmäärittäystä useasta eri näkökulmasta. Perinteisten tulokertoimien lisäksi tarkastelemme Keski-suomalaisen arvostusta kassavirtaperusteisen mallin ja tasepohjaisen P/B-luvun avulla. Lopuksi havainnollistamme arvostusta vertaamalla yhtiötä kansainvälisistä mediayhtiöistä koostuvaan verokkiryhmään.

Keski-suomalaisen tase sisältää osakesijoituksia nykykursseilla lähes 28 MEUR:n edestä, joka vastaa yhtiön kokonaisarvosta (EV) lähes 20 %. Salkku tuottaa vuosittain noin 1-2 MEUR osinkotuottoa, ja pitkällä tähtäimellä puolet salkun arvosta vastaava Alma Media –omistus on luonut arvoa Keski-suomalaiselle. Näin ollen näemme osakesalkun olevan yksi oleellinen Keski-suomalaisen arvoon vaikuttava komponentti, vaikkei finanssisijoituksia voida laskea yhtiön ydinliiketoiminnaksi.

Arvostusta tarkastellessa on hyvä huomioida ettei kaikki menetelmät/hinnoittelukertoimet ota salkkua huomioon. P/E-kerroin osaltaan huomioi arvopaperisalkun osinkotuottojen kautta ja vastaavasti P/B-kerroin huomioi salkun sen tasearvolla. Esimerkiksi EV/EBIT(DA)-kertoimien indikoimassa arvossa on kuitenkin otettava vuotuista osinkoa tuottava arvopaperisalkku erikseen huomioon. Salkun arvo ei myöskään näy lainkaan DCF-mallinnuksessamme, sillä emme pidä sitä rahavarojen vertaisena omaisuuseränä. Tästä syystä yhtiön arvoa tulisi arvioida DCF-mallin perusteella myös huomioiden salkun osakekohtainen arvo.

Yhteenvedon arvioimme Keski-suomalaisen tuotto-odotuksen ylittävän tuottovaatimuksen niukasti, mikä

puoltaa osakkeen riittävää tuotto-riskisuhdetta ja lisää-suositustamme. Tavoitehintamme säilyy 10,5 eurossa.

Arvostusta painaa vaisut näytöt kestävästä arvonluonnista

Mielestämme Keski-suomalaisen hyväksyttävää arvostuskertoimia painaa suhteessa keskimääräiseen Helsingin pörssi yhtiöön sen historiassa ailahtellut tuloskehitys sekä pääoman tuottovaateen alapuolella ollut pääoman tuotto. Myös yhtiön merkittävä altistus taantuvalla painetun median kysynnälle on mielestämme hinnoittelukertoimia madaltava komponentti.

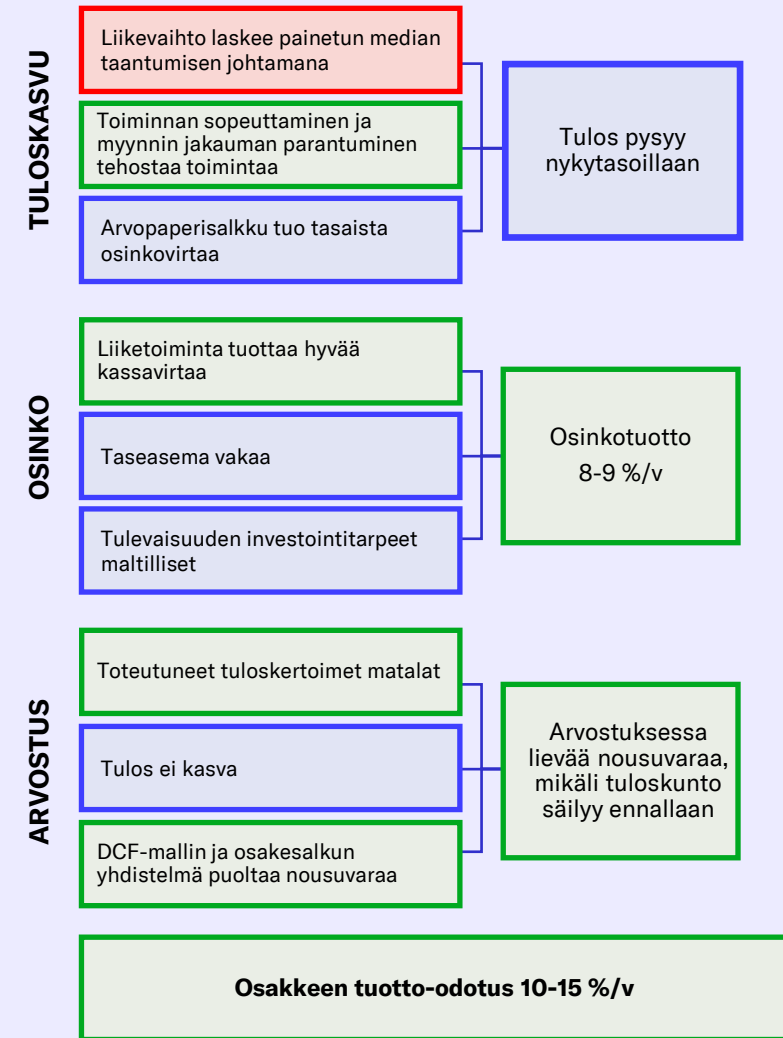
Arvostusta puolestaan tukee vahva markkina-asema paikallismedioissa sekä digitaalisen median ja ulkomainonnan tuoma kasvupotentiaali. Jakeluliiketoiminnan kääntymisen voitolliseksi on mielestämme laskenut yhtiön tulostasoon liittyvää epävarmuutta, mikä tukee arvostuskertoimia. Silti näemme, että Keski-suomalaisista tulisi mielestämme hinnoitella keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä matalammilla kertoimilla. Tätä puoltaa keskimääräistä yhtiötä hieman korkeampi riskisyys, mikä pitkälti perustuu Keski-suomalaisen asemoitumiseen (ts. suuri painetun median altistus) murroksen keskellä olevalla toimialalla.

Kerroin pohjainen arvostus

Käypää EV/S-kerrointa voi mielestämme suhteuttaa yhtiön kannattavuuspotentiaaliin (6-7 %) sekä asettamaamme tuottovaatimukseen (10 %). Tämä indikoisi käyvän liikevaihtokertoimen sijaitsevan yli 0,5x mutta alle 1x, jolla yhtiön osakekannan arvoksi muodostuisi vuoden 2026e liikevaihdolla reilu 10 euroa per osake, kun huomioimme myös osakesalkun (2,5e/osake). Tämä puoltaisi osakkeen nousuvaraa.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Pelkän liikevoiton näkökulmasta osakkeen hinnoittelu (2026-27e ~12-11x) vaikuttaa silmäämme aavistuksen korkealta. Osakesalkun sisältävä EV/EBIT-kerroin on vuodelle 2026e 10x ja vuosille 2027-28e ~8x. Erityisesti keskipitkän aikavälin tasot ovat mielestämme maltillisia suhteessa yhtiön digitransformaation myötä syntyvään tulospotentiaaliin ja pääoman tuottonäkymään nähden. Osakkeen P/E-kerroin on tuleville vuosille mielestämme neutraalin (2026 10x) ja houkuttelevan (2028e 9x) välimaastossa. Kokonaisuudessaan ennusteillamme vuonna 2027 takaisin kasvu-uralle palaavan Keskisuomalaisen tuloskehitys painaa osakkeen arvostuksen maltilliselle tasolle. Tosin mikäli tuloskone yskähtelee ei arvostuksessa mielestämme ole lainkaan nousuvaraa.

Tasehinnoittelulta ei tukea tuotto-odotukselle

Vaikkei tasearvo ole pääomakevyyden medialiiketoiminnan kannalta paras arvostuksen indikaattori, tarjoaa se kuitenkin viitekehysten yhtiön arvostuksen ja pääoman tuoton yhdistelmälle. Yhtiötä hinnoitellaan vuoden 2026 ennusteillamme 1,8x P/B-kertoimella, jonka näemme suhteessa yhtiön oman pääoman tuotto-kykyyn (ROE-%) melko käypänä tasona. Seuraaville vuosille ennustamillamme oikaistuilla pääoman tuottoluvuilla (~18 %) voisi jopa 2x P/B-kerroin olla perusteltu, mutta pitkällä aikavälillä arvioimme ROE:n laskevan 10-15 %:n tuntumaan, mikä perustelee alle 2x P/B-kerrointa. Näkemyksemme mukaan pörssi hinnoittelee osaketta suurin piirtein oikeilla tasoilla P/B-luvun ja ROE:n kontekstissa.

Verrokkianalyysi puoltaa lievää nousuvaraa

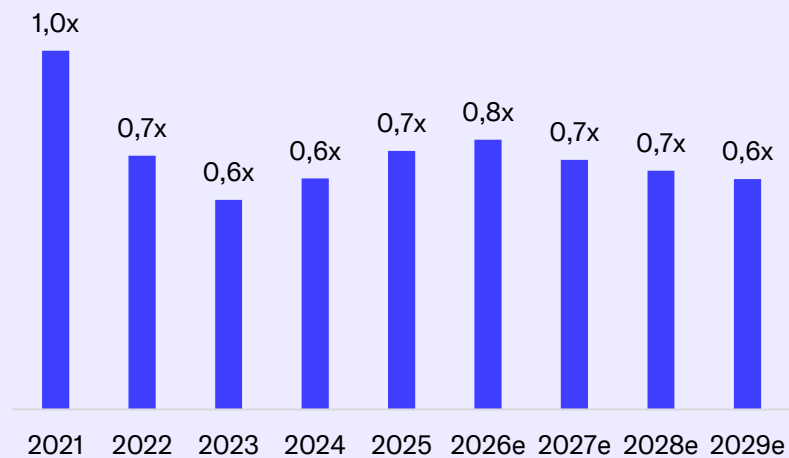
Keskisuomalaiselle määrittämämme verrokkiryhmä koostuu kansainvälisistä mediayhtiöistä, joiden painoalueet vaihtelevat sanoma- ja aikakauslehdistä televisiomediaan. Näin ollen verrokkit eivät ole täysin rinnastettavissa Keskisuomalaiseen. Ryhmä sisältää myös USA:n pörssissä noteerattavia osakkeita, joiden arvostustasot ovat mielestämme perustellusti (korkeampi pääoman tuotto ja parempi kasvunäkymä) Helsingin pörssiä korkeammat. Vaikka verrokkiryhmä ei ole Keskisuomalaiselle optimaalinen, sen tarkastelu tarjoaa kuitenkin hyödyllisen viitekehysten osakkeen arvostuksen arviointiin.

Tuloskertoimien perusteella Keskisuomalaista hinnoitellaan reippaalla alennuksella (P/E 40-50 % ja osakesalkun huomioiva EV/EBIT ~30 %) suhteessa verrokkiryhmäänsä. Alennus on perusteltu, sillä verrokkiryhmä koostuu suurista ja hyvää pääoman tuottoa tekevästä yhtiöistä. Alennus on kuitenkin revennyt melko suureksi, eikä sen suurentumiselle mielestämme ole enää ajureita Keskisuomalaisen tuloskäänteen toteuduttua. Toisin sanoen, nykyisen hyvän tulostason ja pääoman tuottolukujen säilyessä voisi alennuksella olla varaa kaventua. Siten verrokkianalyysi puoltaa osakkeen lievää nousuvaraa.

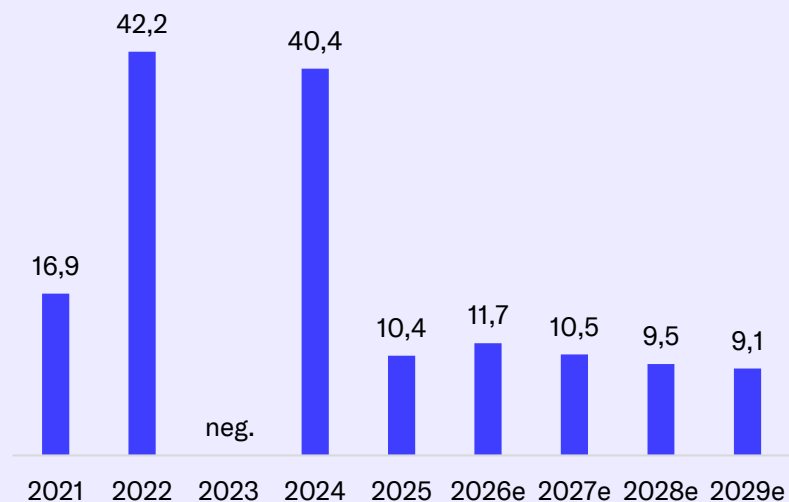
Kassavirtamalli ja osakesalkku viestivät nousuvarasta

Tarkastelemme yhtiön arvostusta myös diskontatun kassavirtamallin (DCF) avulla. Huomautamme, että DCF-mallimme (s. 39-40) ei itsessään huomioi Keskisuomalaisen arvopaperisalkkua, jonka takia se on lisättävä jälkikäteen osakekannan arvon päälle.

EV/S*



EV/EBIT*



Lähde: Inderes
*Ilman osakesalkkua

Arvostus (3/3)

Peruskenaarion mukainen osakekohtainen DCF-mallin indikoima yritysarvo (EV) on 150 MEUR. Tästä nettovelat vähennettynä yhtiön osakekannan arvo laskee 90 MEUR:oon, joka tarkoittaa 8,2 euron osakekohtaista arvoa. DCF-arvoa on kuitenkin syytä tarkastella osakesalkku huomioiden, jolloin niiden yhdistelmänä osakkeen käypä arvo kohoaa noin 120 MEUR:oon. Tämä vastaa noin 10,7 euron osakekohtaista arvoa, mikä puoltaa osakkeen nousuvaraa ja tukee positiivista näkemystämme.

Osinkotuotto hyvällä tasolla

Ennusteidemme perusteella yhtiön jakamien osinkojen keskimääräinen tuotto on seuraavien kolmen vuoden aikana 8-9 %:n välillä. Keskiuomalainen on historiassa ollut hyvin avokätinen voitonjakaja (jakosuhte useim $>100\%$), sillä ydinliiketoiminnan kassakonversio on vahva eikä medialiiketoiminta itsessään vaadi merkittäviä lisäinvestointeja. Mikäli tulostaso säilyy ennusteidemme mukaisesti ennallaan antaa pääomakevyt ja rahavirtarikas liiketoimintamalli mielestämme hyvät edellytykset reippaan osingonjaon jatkamiselle.

Osakkeen käypä arvo

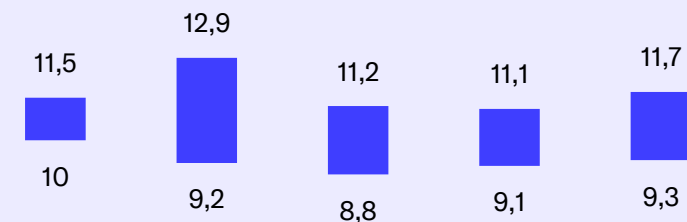
Määritämme Keskiuomalaisen osakkeen käyvän arvon haarukaksi 9-12 euroa. Tämän painotettu keskikohta on 10,5 euroa, joka on myös tavoitehintamme. Käypä arvo perustuu EV/Liikevaihto-, EV/EBIT- ja P/E-kertoimien sekä DCF-mallin tuottamiin arvoihin. Kerroinpohjaisesti johdetut arvot perustuvat vuoden 2026 ennusteisiimme. Osakesalkku on huomioitu edellä mainituissa arvostusmenetelmissä tarvittavilta osin.

Olemme soveltaneet liikevaihtopohjaisessa arvonmäärittämisessä 0,6x ja 0,8x hinnoittelukertoimia, jotka heijastelevat mielestämme yhtiön kasvu-, kannattavuus-, ja pääoman tuottopotentiaalia varsin hyvin. Tulospohjaisesti olemme sallineet ylälaidaksi 11x EV/EBIT-kertoimen, kun taas alalaidan kohdalla määritimme hinnoittelukertoimeksi 9x. Sama pätee P/E-kertoimen osalta. Tämä mielestämme heijastelee yhtä lailla yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia. Verrokkien tasoisten kertoimien salliminen mielestämme edellyttää yhtiöltä ennusteitamme selvästi lujempaa tuloskasvua.

Tuotto-odotuksen yhteenveto

Arvioimme yhtiön tuloksen kehittyvän keskipitkällä tähtäimellä (2025-2028e) melko tasaisesti, missä positiivisina ajureina toimii Uutismedian toiminnan tehostuminen ja Digitaalisen ulkomainonnan kasvun skaalautuminen. Tulostasoa suhteessa ennätysvuoteen 2025 painaa vaalimainonnan (tuplavaalit) hiipuminen ja Jakeluliiketoiminnan tuloksen maltillistuminen. Nykykurssilla arvioimme yhtiön vuosittaisen osinkotuoton olevan 8-9 %, mikä lähestulkoon kattaa asettamamme tuottovaateen. Osakkeen arvostuskuva on tuotto-odotuksen kannalta melko neutraali muuttuja, mutta ennusteidemme mukaisen tuloskehityksen jatkuessa on kertoimissa mielestämme lievää nousuvaraa. Kokonaisuutena haarukoimamme tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksen niukasti, mikä tarkoittaa osakkeen tuotto-riskisuhteen olevan riittävä. Tämä ja kurssilasku huomioiden, nostamme Keskiuomalaisen suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Käyvän arvon haarukka



DCF+salkku	EV/S	EV/EBIT	P/E	Keskiarvo
------------	------	---------	-----	-----------

Oletukset:

DCF+salkku: WACC +/- 0,5 %-yks.

EV/S+salkku: 0,6-0,8x (2026e)

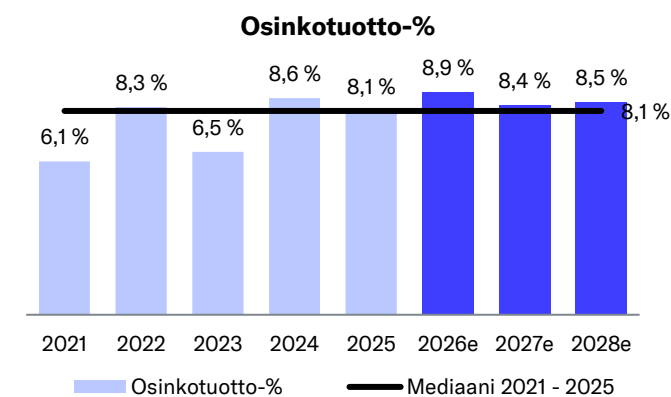
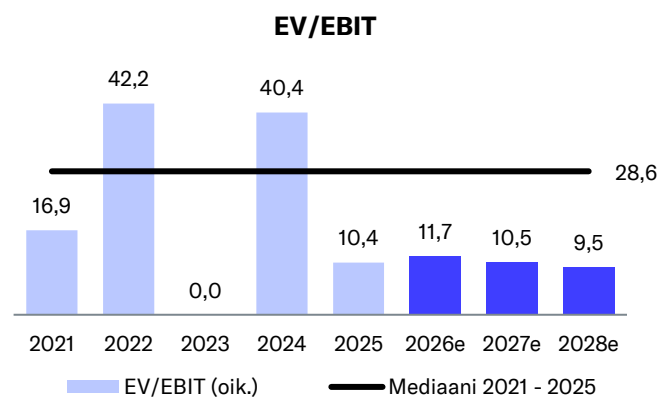
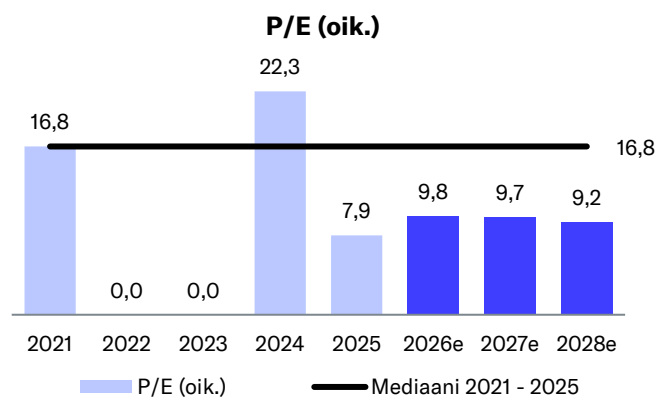
EV/EBIT+salkku : 9-11x (2026e)

P/E: 9-11x (2026e)

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	16,4	12,1	8,46	6,36	8,60	9,56	9,56	9,56	9,56
Osakemäärä, milj. kpl	10,0	10,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Markkina-arvo	164	121	85	70	94	105	105	105	105
Yritysarvo (EV)	212	156	122	130	153	151	144	138	133
P/E (oik.)	16,8	>100	neg.	22,3	7,9	9,8	9,7	9,2	9,1
P/E	23,9	16,1	neg.	neg.	10,5	7,6	9,7	9,2	9,1
P/B	1,8	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6
P/S	0,8	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,1	5,5	11,0	9,4	5,6	5,7	5,6	5,4	5,4
EV/EBIT (oik.)	16,9	42,2	neg.	40,4	10,4	11,7	10,5	9,5	9,0
Osinko/tulos (%)	146,0 %	133,9 %	neg.	neg.	85,2 %	67,1 %	81,6 %	77,9 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	8,3 %	6,5 %	8,6 %	8,1 %	8,9 %	8,4 %	8,5 %	8,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Agora SA	336	121		12,2	16,7	9,2	0,9	0,8	48,8	16,4			0,7
Alma Media	1116	1215	13,4	12,2	11,4	10,5	3,6	3,4	16,7	15,0	3,7	3,9	4,0
Arnoldo Mondadori Editore SpA	543	708	7,6	7,5	4,3	4,2	0,7	0,7	8,7	8,5	8,2	8,9	1,0
Future PLC	325	726	4,0	4,2	3,5	3,6	0,9	0,9	3,1	3,0	5,6	5,8	0,4
New York Times Co	10330	9815	20,2	17,7	17,4	15,6	3,7	3,4	25,6	23,3	1,2	1,4	5,4
Roularta Media Group	180	141	20,1	17,6	5,0	5,0	0,4	0,4	28,7	24,8	9,7	11,6	0,9
TX Group AG	1473	1625	11,7	10,6	6,6	6,2	1,8	1,9	14,4	12,8	3,7	3,9	0,6
Promotora de Informaciones SA	402	1120	8,6	8,8	5,4	5,5	1,1	1,1	29,8	59,6			
Vocento SA	123	153	99,0	16,1	6,6	5,0	0,5	0,5		196,4			1,1
Sanoma	1511	2198	12,8	10,1	5,8	5,4	1,7	1,6	11,8	10,2	4,9	5,3	2,5
Stroeer SE & Co KgaA	1936	3628	11,7	10,4	5,7	5,3	1,7	1,6	11,8	10,0	6,1	6,7	3,7
News Corp	13463	13828	14,5	12,5	10,1	9,0	1,8	1,7	25,0	22,0	1,0	1,0	1,7
Keskisuomalainen Oyj (Inderes)	105	151	11,7	10,5	5,7	5,6	0,7	0,7	9,8	9,7	8,9	8,4	1,8
Keskiarvo			20,3	11,6	8,2	7,1	1,6	1,5	20,4	33,5	4,9	5,4	2,0
Mediaani			12,8	11,4	6,2	5,4	1,4	1,3	16,7	15,7	4,9	5,3	1,1
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	-8 %	-8 %	3 %	-46 %	-48 %	-41 %	-38 %	83 %	57 %	56 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

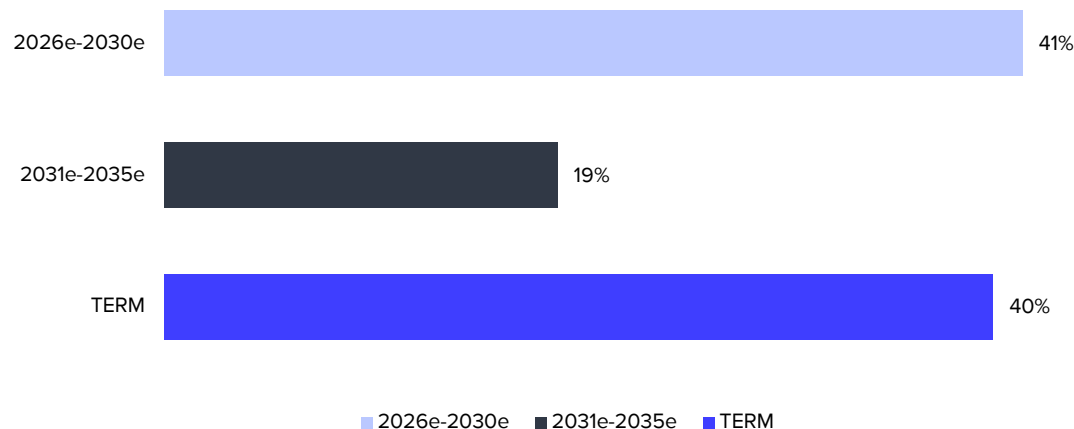
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	-5,0 %	3,1 %	0,0 %	-0,4 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	5,5 %	6,4 %	6,6 %	7,0 %	7,1 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	11,8	13,0	13,7	14,5	14,7	14,5	13,5	13,7	12,9	10,9	11,1	
+ Kokonaispoistot	15,4	13,6	12,1	10,9	10,1	7,0	7,1	7,1	7,1	7,2	7,2	
- Maksetut verot	-1,9	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,5	-2,4	-2,4	-2,2	-1,9	-2,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ 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	-5,1	-1,5	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,6	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	20,2	23,2	24,2	22,8	22,0	18,9	18,3	18,6	18,3	16,5	16,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,9	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,2	15,9	16,9	15,5	14,7	11,6	11,0	11,3	11,0	9,2	9,4	
+/- Muut	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,2	15,8	16,8	15,4	14,6	11,6	11,0	11,3	11,0	9,2	9,4	131
Diskontattu vapaa kassavirta		15,1	14,7	12,4	10,8	7,9	6,9	6,5	5,8	4,5	4,2	58,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		148	133	118	106	94,8	86,9	80,0	73,4	67,6	63,1	58,9
Velaton arvo DCF		148										
- Korolliset velat		-74,7										
+ Rahavarat		15,9										
+ Osakkuusyhtiöt		1,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		90,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,2										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

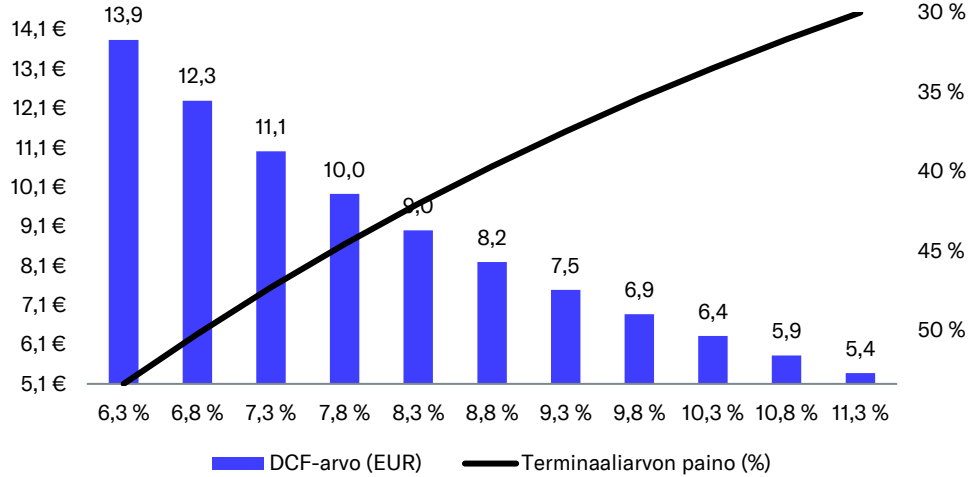
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

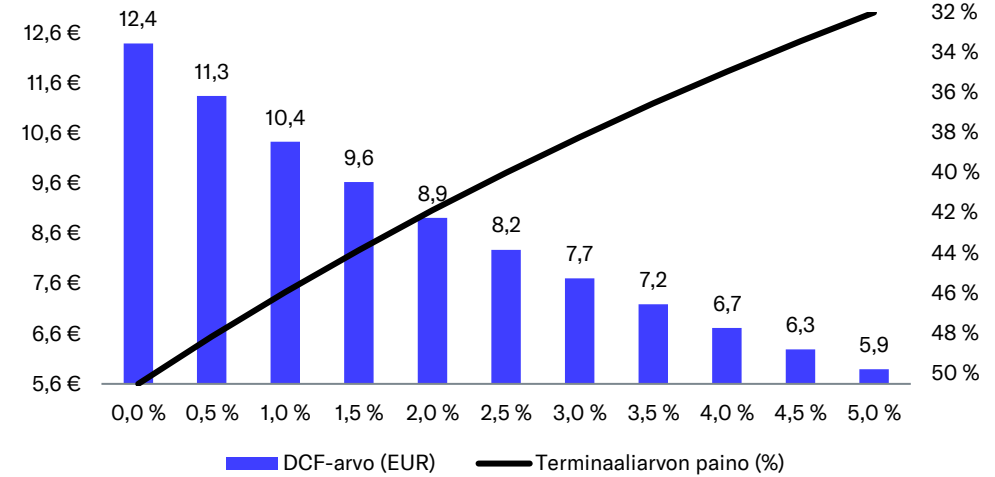


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

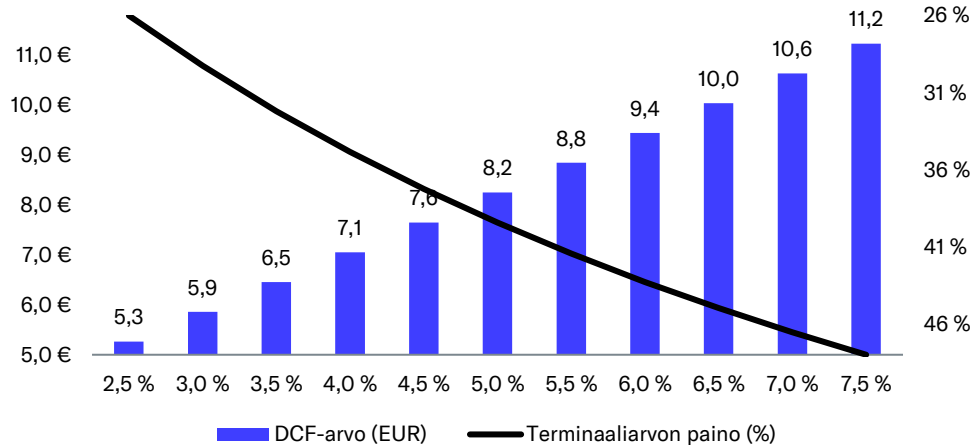
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



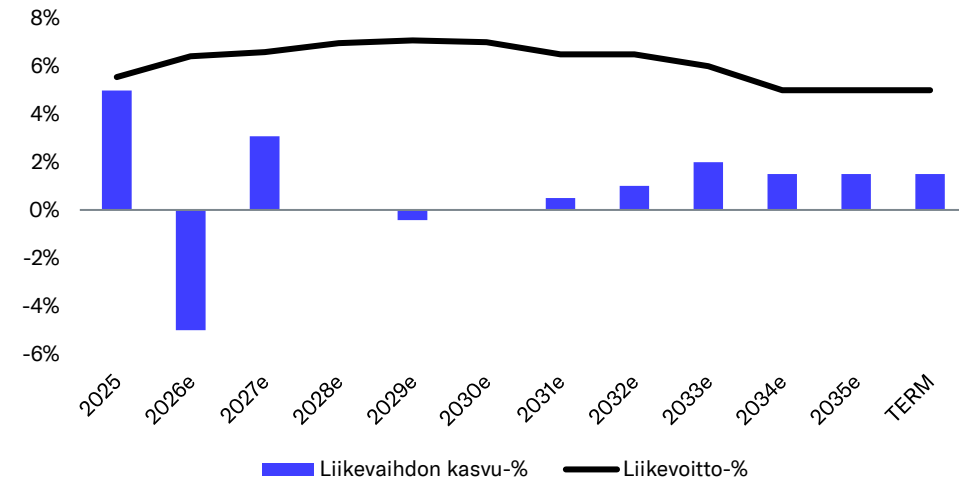
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	208,5	202,6	212,7	202,0	208,2
Käyttökate	11,1	13,8	27,2	26,6	25,8
Liikevoitto	-13,8	-6,2	11,8	13,0	13,7
Voitto ennen veroja	-13,5	-7,6	11,4	16,2	13,2
Nettovoitto	-13,1	-6,3	9,0	13,9	10,7
Kertaluontoiset erät	-12,9	-9,4	-2,9	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	160,2	178,5	191,8	194,5	197,4
Oma pääoma	57,7	47,3	53,4	59,6	61,0
Liikearvo	54,7	55,0	53,4	53,4	53,4
Nettovelat	37,0	62,3	58,8	47,8	40,8

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	11,1	13,8	27,2	26,6	25,8
Nettokäyttöpääoman muutos	5,8	3,2	-5,1	-1,5	0,9
Operatiivinen kassavirta	16,7	17,4	20,2	23,2	24,2
Investoinnit	-6,8	-37,3	-13,9	-7,3	-7,3
Vapaa kassavirta	9,4	-20,1	6,2	15,8	16,8

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	11,0	9,4	5,6	5,7	5,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	40,4	10,4	11,7	10,5
P/E (oik.)	neg.	22,3	7,9	9,8	9,7
P/B	1,5	1,5	1,8	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	6,5 %	8,6 %	8,1 %	8,9 %	8,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-1,30	-0,57	0,82	1,27	0,98
EPS (oikaistu)	-0,01	0,29	1,09	0,97	0,98
Operat. Kassavirta / osake	1,66	1,59	1,84	2,12	2,21
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,94	-1,83	0,57	1,44	1,53
Omapääoma / osake	5,76	4,33	4,87	5,44	5,57
Osinko / osake	0,55	0,55	0,70	0,85	0,80

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	-3 %	5 %	-5 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	-61 %	25 %	97 %	-2 %	-3 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-123 %	480 %	356 %	-12 %	6 %
EPS oik. kasvu-%	-113 %	2010 %	281 %	-10 %	1 %
Käyttökate-%	5,3 %	6,8 %	12,8 %	13,1 %	12,4 %
Oik. Liikevoitto-%	-0,4 %	1,6 %	6,9 %	6,4 %	6,6 %
Liikevoitto-%	-6,6 %	-3,1 %	5,5 %	6,4 %	6,6 %
ROE-%	-18,5 %	-12,0 %	17,8 %	24,6 %	17,8 %
ROI-%	-10,8 %	-5,3 %	9,7 %	10,7 %	10,2 %
Omavaraisuusaste	36,0 %	26,5 %	27,8 %	30,6 %	30,9 %
Nettovelkaantumisaste	64,2 %	131,7 %	110,2 %	80,2 %	66,8 %
Nettovelka/käyttökate	3,3	4,5	2,2	1,8	1,6
EBITDA/nettorahoituskulut	-37,0	9,2	54,4	-12,1	48,0

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/09/2024	Vähennä	8,40 €	7,92 €
19/12/2024	Lisää	7,50 €	6,32 €
28/02/2025	Lisää	8,00 €	6,92 €
04/06/2025	Lisää	8,00 €	6,66 €
29/08/2025	Lisää	9,00 €	8,36 €
24/02/2026	Lisää	11,00 €	10,10 €
27/02/2026	Vähennä	10,50 €	10,40 €
10/06/2026	Lisää	10,50 €	9,56 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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.**