

Alma Media

Laaja raportti

06/2020

Digitaalisen murroksen loppusuoralla

Nostamme Alma Median suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 6,5 euroa). Alma Media on kulkenut viime vuosina läpi tuntevan murroksen liiketoiminnan painopisteen siirtymä korkean kannattavuuden digitaalisiin liiketoimintoihin. Ripeiden sopeutustoimien, vahvan kassavirran sekä taseaseman ansiosta odotamme yhtiön selviävän koronapandemian aiheuttamasta toimintaympäristön rajusta muutoksesta suhteellisesti vahvempaan. Lähivuosien vahva tulokasvu ja osinko muodostavat houkuttelevan tuotto-odotuksen arvostuskertoimien laskuvarasta huolimatta. Lisäksi, osakkeen houkuttelevuutta lisää yritysjärjestelyoptio sekä Markets-liiketoiminnan pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali.

Digitaaliset liiketoiminnot arvonmuodostuksen pääajuri

Alma Median normalisoidusta liikevaihtotasosta noin 70 % ja tuloksesta yli 85 % muodostuu kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista, joiden ytimen muodostaa digitaalisia rekrytointipalveluita ja markkinapaikkoja kehittävä Alma Markets. Vastaavasti pääasiassa Suomeen keskittyneen painetun median liikevaihto jatkaa selvää laskua, mutta mediatoimintojen kannattavuus ja kassavirrat ovat tästä huolimatta vakaita. Alman digitaalisten liiketoimintojen vahva kasvu (CAGR 2008-2019 +15 %) on syntynyt historiallisesti pääasiassa rekry- ja digimainonnasta, mikä on nostanut yhtiön suhdanneherkkien tuottojen osuuden noin 60 %:iin. Alman tuotot ovat kuitenkin hajautuneet laajasti useille markkinoille ja liiketoimintamalleihin, yhtiöllä on vahva markkina-asema ydintoiminnoissaan, hyvä kannattavuus ja joustava kustannusrakenne, sekä vahva kassavirta ja tase, minkä takia arvioimme sen tulevan suhteellisesti vahvempaan läpi koronapandemian aiheuttamasta toimintaympäristön myllerryksestä.

Korona iskee lujaa Marketsin tuottoihin, mutta odotamme tulokasvuun voimakasta elpymistä lähivuosina

Korona iskee voimakkaimmin Markets-segmenttiin, jonka rekrytointipalveluiden sekä asumiseen ja autoiluun liittyvien markkinapaikkojen liikevaihto laskee voimakkaasti lyhyellä tähtäimellä. Medialiiketoiminnoissa korona iskee erityisesti mainonnan myyntiin, joka muodostaa noin 40 % niiden liikevaihdosta. Suurimmillaan koronan vaikutusten odotetaan iskevän Q2-Q3'20:n aikana, mutta vuoden 2021 aikana odotamme tuloksen voimakasta elpymistä. Liikevaihtotasolla yhtiön kasvu jää ennusteissamme medialiiketoimintojen rakenteellisesta muutoksesta johtuen vaisulle tasolle (2021-2023 3-5 %), mutta tuloksen orgaaninen kasvu on erittäin kannattavien digitaalisten liiketoimintojen suuremman painoarvon ansiosta 15 % vuositasolla (vuosina 2021-2023). Liiketoimintojen vahvan kassavirtaprofiilin ja vahvan taseen ansiosta odotamme yhtiön jatkavan avokätistä voitontajakoa lähivuosina.

Vahva tulostuotto ja pitkän aikavälin arvonluontikyky houkuttelevat

Koronakriisin väistyessä taka-alalle ja markkinoiden riskinkantokyvyn palautuessa siirrämme katseet takaisin Alma Median vahvaan tulokasvunäkymään, vahvistuneeseen arvonluontipotentiaaliin, yritysjärjestelyoptioon sekä hyvään osinkotuottoon. Näkemyksemme mukaan näistä muodostuva lähivuosien kokonaistuotto-odotus nousee houkuttelevalle tasolle (10-15 % p.a.). Lisäksi osakkeen houkuttelevuutta lisää 8-9,2 euron käypää arvoa indikoivat kassavirtamalli ja osien summa-laskelma. Riskeinä näkemyksellemme näemme koronakriisin toisen aallon, joka toteutuessaan heikentäisi tuloksen elpymisnäkymää sekä mahdollinen yleinen arvostustasojen lasku.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Vähennä)



8,0 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi: 7,10 EUR

Potentiaali: 13 %

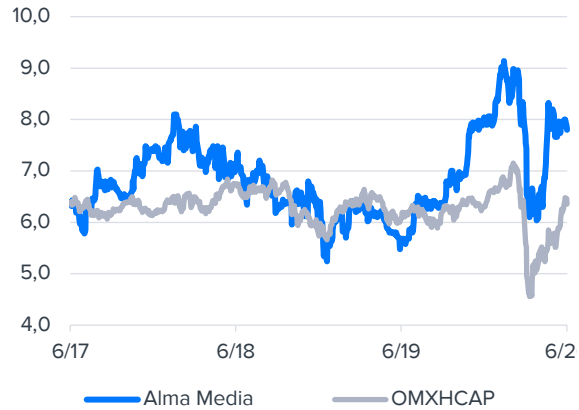
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	250	218	228	236
kasvu-%	-29 %	-13 %	5 %	3 %
EBIT oik.	49,4	36,3	45,8	49,4
EBIT-% oik.	19,7 %	16,6 %	20,0 %	20,9 %
Nettotulos	30,8	25,6	30,8	33,8
EPS (oik.)	0,37	0,30	0,39	0,42

P/E (oik.)	21,3	23,3	18,1	16,8
P/B	3,8	2,5	2,6	2,6
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,6 %	5,9 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	14,9	16,3	12,7	11,5
EV/EBITDA	10,3	11,2	9,8	9,2
EV/Liikevaihto	2,9	2,7	2,5	2,4

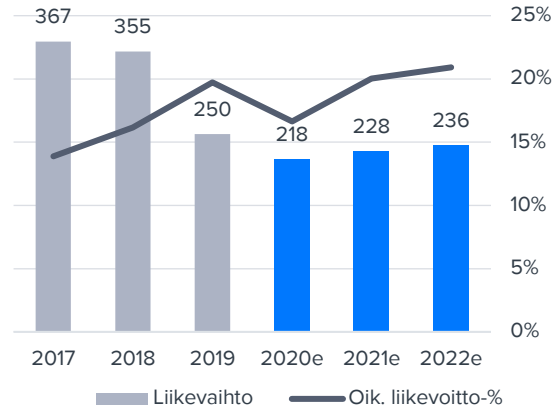
Lähde: Inderes

Osakekurssi



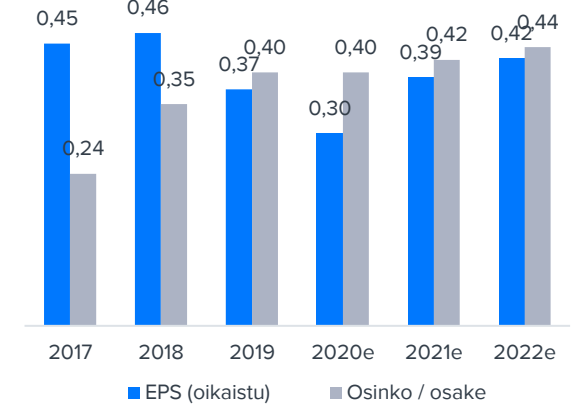
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

584

MEUR

EV

592

MEUR

EV/EBIT

16,3

2020e

P/E (oik.)

23,3

2020e



Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen vahva ja kannattava kasvu
- Vahva markkina-asema korkean kannattavuuden digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Vakaa kannattavuuskehitys ja kassavirta mediatoiminnoissa
- Yritysjärjestelyoptio



Riskitekijät

- Korkea suhdanneherkkyys
- Media-alan murroksen kiihtyminen ja painetun median jyrkentyvä lasku
- Uudet teknologiat
- Kilpailuaseman ja -dynamiikan nopeat muutokset



Arvostus

- Lähivuosien tuloskasvunäkymä vahva markkinoiden elpyessä koronapandemian jälkeen
- Vahva operatiivinen kassavirta ja tase mahdollistavat yritysjärjestelyt ja hyvän osinkotuoton
- Osakkeen kokonaistuotto-odotus lähivuosille 10-15 %
- Osien summa ja DCF tukevat nykyistä arvostustasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia	10-12
Toimialakatsaus - Markets	13
Alma Markets	14-16
Toimialakatsaus - Media	17-20
Alma Talent	21-23
Alma Consumer	24-26
Taloudellinen tilanne	27-28
Ennusteet	29-30
Sijoitusprofiili	31-32
Arvonmääritys	33-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Alma Media lyhyesti

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

250 MEUR (343 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2019, (raportoitu liikevaihto)

19,8 % (16,2 %)

Jatkuvien toimintojen oikaistu liikevoitto-%, 2019 (2018)

+15 % 2010-2019

Digitaalisen liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

67 %

Digitaalisen liiketoiminnan osuus liikevaihdosta, 2019

33 %

Syklisten tuottojen osuus liikevaihdosta, 2019

2013-2015

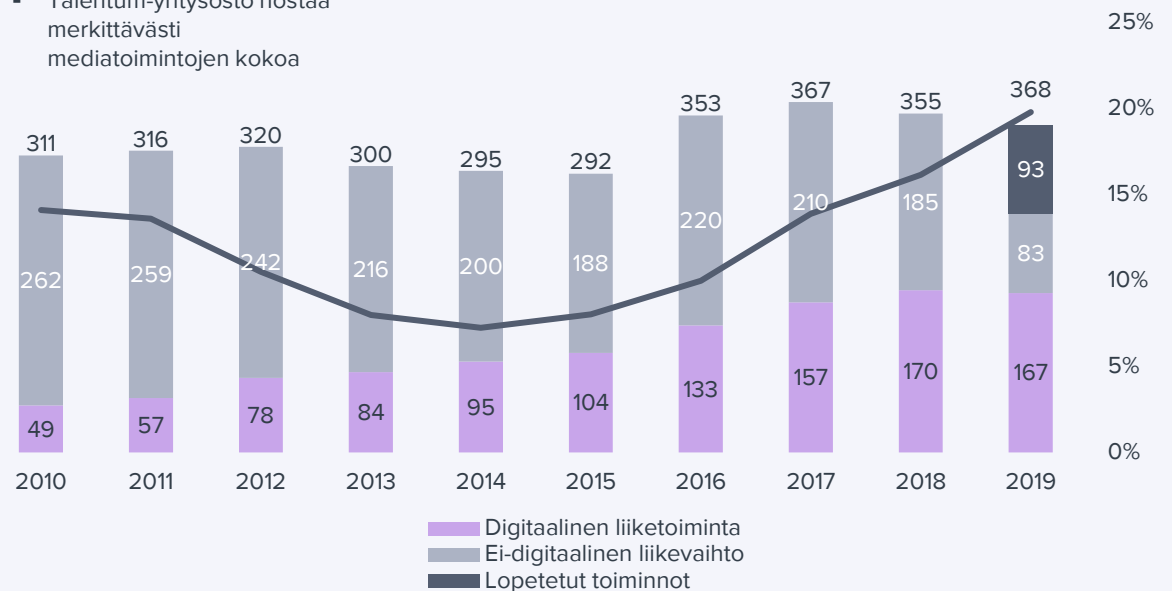
- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutoskulut painavat Alma Median mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- Itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaalien liiketoimintaa laajennetaan yritystoin uusille markkina-alueille ja Tšekissä. Samalla yhtiö myi kansainvälisen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

2016-2018

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

2019

- Digitaalisen liiketoiminnan osuus jatkuvien toimintojen liikevaihdosta nousee 67 %:iin
- Taloukskasvun hidastuminen heijastuu myös digitaalisen liiketoiminnan kasvuun, joka hidastuu selvästi
- Myynnin jakauman parantuminen tuki kannattavuuden vahvistumista



Alma Median liiketoimintamalli 1/3

Mediabrändejä ja digitaalisia palveluita

Alma Media on media- ja palveluyhtiö, jonka tunnettuja brändejä ovat talouslehdet Kauppalehti ja Talouselämä, uutismedia Iltalehti, sekä digitaaliset palvelut Etuovi.com, Monster, Prace.cz, Profesia ja Jobs.cz. Yhteensä yhtiöllä on portfolioissa useita kymmeniä tunnettuja median ja digitaalisten palveluiden brändiä. Konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto oli vuonna 2019 250 MEUR ja vastaava operatiivinen liikevoitto oli 49 MEUR eli 19,8 % liikevaihdosta. Vastaavat luvut lopetetut toiminnot mukaan lukien olivat 342 MEUR:n liikevaihto ja 62 MEUR:n operatiivinen liikevoitto, mutta tarkastelemme raportissa yhtiötä jatkuvien toimintojen lukujen pohjalta, sillä se kuvastaa paremmin yhtiön nykyrakennetta.

Alma Medialla on johtava asema Suomen talous- ja ammattilaismediassa sekä iltapäivälehdissä. Digitaalisissa rekrytointipalveluissa yhtiö on markkinajohtaja Tšekissä, Slovakiassa, Baltian maissa, Kroatiassa ja Bosniassa. Lisäksi yhtiöllä on liiketoimintaa Ruotsissa ja neljässä muussa itäisen Keski-Euroopan maassa.

Maantieteellisesti konsernin liikevaihdosta vuonna 2019 syntyi n. 64 % Suomesta, 17 % Tšekistä, 6 % Ruotsista, 5 % Slovakiasta, 3 % Kroatiasta ja 5 % muista Baltian maista.

Liiketoiminta rakentuu kolmesta segmentistä

Alma Median liikevoitoltaan merkittävin liiketoiminto on **Alma Markets** -segmentti. Segmentin päätulovirtoja ovat ilmoitus- ja mainostuotot, jotka syntyvät rekrytinnin, auto- ja kiinteistökaupan luokitellun ilmoittelun verkkopalveluista, sekä niihin

liittyvistä myynnin, johtamisen ja asiakkuuksien hallintajärjestelmistä ja palveluista. Markets muodosti vuonna 2019 40 % konsernin liikevaihdosta, 64 % operatiivisesta liikevoitosta ja 60 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Median liikevoitolla mitattuna toiseksi suurin segmentti **Alma Talent** julkaisee 18 ammatti- ja talouslehteä sekä kirjoja, sekä niihin liittyviä verkkopalveluita. Kustannusliiketoiminnan päätulovirtoja ovat tilaus- ja ilmoitustuotot. Lisäksi segmentti tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille palveluja, kuten tapahtumia, koulutusta, tietopalveluja. Talent muodosti vuonna 2019 41 % konsernin liikevaihdosta, 25 % operatiivisesta liikevoitosta ja 25 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Liikevaihdoltaan Alma Median pienimpään segmenttiin, **Alma Consumeriin** kuuluvat valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle -sisällöt. Lisäksi segmenttiin kuuluvat verkkopalvelut Telkku.com, Kotikokki.net, E-kontakti.fi ja Rantapallo.fi. Segmentin päätulovirtoja ovat kustannusliiketoiminnan tilaus- ja ilmoitustuotot, ja lisäksi palveluista syntyy noin 5 % tuotoista. Consumer muodosti vuonna 2019 19 % konsernin liikevaihdosta, 11 % operatiivisesta liikevoitosta ja noin 15 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Alma Media myi Sanomalle helmikuussa 2020 Consumer-segmenttiin kuuluneet alueellisten lehtien Aamulehden ja Satakunnan Kansan ja useiden paikallis- ja kaupunkilehtien media- sekä painotoiminnot, mikä selittää vuoden 2019 jatkuvien ja jatkuvien sekä lopetettujen toimintojen lukujen eroa.

Alma Median liiketoimintarakenne, 2019

Alma Media -konserni

* Liikevaihto 250 MEUR, EBIT (oik.) 49 MEUR

Markets

Lv. 100 MEUR
EBIT** 38 MEUR
EBIT-% 37,7 %

- Rekrytointi-portaalit
- Digitaaliset markkinapaikat
- Digitaaliset palvelut

Talent

Lv. 103 MEUR
EBIT** 15 MEUR
EBIT-% 14,4 %

- Talous- ja ammattilais-lehdet
- Verkkomedia
- Tapahtumat ja muut palvelut

Consumer

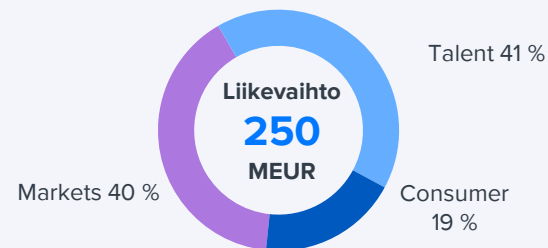
Lv. 47 MEUR
EBIT** 6 MEUR
EBIT-% 12,8 %

- Valtakunnallinen iltapäivälehti
- Verkkomediat ja digipalvelut

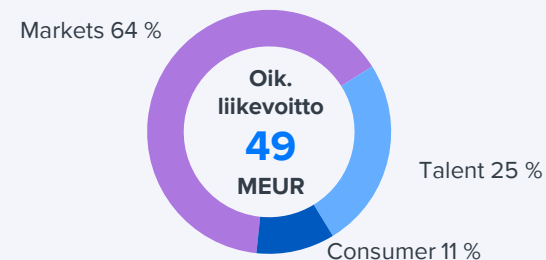
*Jatkuvat toiminnot

* *Oikaistu/operatiivinen liikevoitto

Liikevaihdon jakauma, 2019



Liikevoiton jakauma, 2019



Alma Median liiketoimintamalli 2/3

Puolet tuotoista digitaalisia

Alma Median liiketoimintamalli voidaan jakaa tuottotyypeittäin ensin 2 pääkomponenttiin, digitaaliseen ja ei-digitaaliseen liikevaihtoon, jotka eroavat toisistaan tuottojen kasvunäkymän ja kannattavuuden osalta. Viime vuosien rakennemuutosten myötä ja voimakkaan orgaanisen kasvun kautta digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median liikevaihdosta nousi vuonna 2019 jatkuvien toimintojen osalta jo 67 %:iin, kun taas painetun median osuus liikevaihdosta oli noin 27 % ja palveluiden noin 6 %.

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

1. Median sisältötuotot (2019: n. 26 % liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja talouslehtien (esim. Iltalehti ja Kauppalehti) sekä niiden verkkopalveluiden (esim. KL.fi) tilaus- ja irtolumeromyyntituotoista. Digitaalisten tuottojen osuus sisältötuotoista on lähes 20% ja vastaavasti painettujen tilaustuottojen reilu 80 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus sisältötuotoista on noin 73 % ja Consumerin noin 27 %. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat Consumerilla kuluttaja-asiakkaat ja Talentilla yritykset, järjestöt ja kuluttajat. Sisältötuottojen syklisyys on arviomme mukaan matala ja ne koostuvat pääosin hyvin ennustettavista ja toistuvista tuotoista.

2. Median mainostuotot (2019: n. 23 % liikevaihdosta, ilman Markets) koostuvat sanoma- ja talouslehdistä, sekä niihin liittyvistä verkkopalveluista syntyvistä mainos- ja

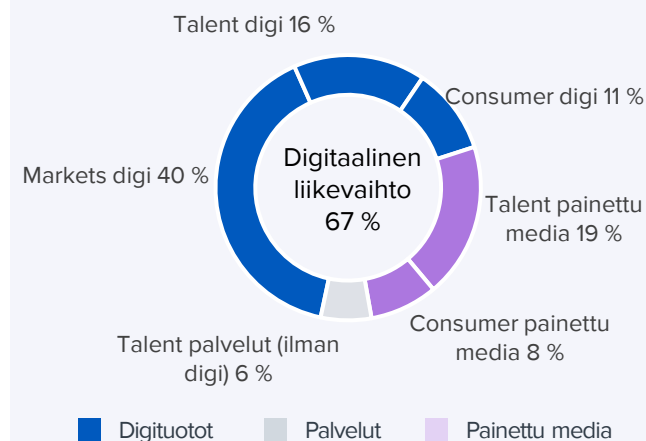
ilmoitustuotoista. Painetun median osuus mainostuotoista on 30 % ja digin 70 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus median mainostuotoista on noin 53 % ja Consumerin noin 47 %. Mainostuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti vahvasti sidoksissa yleiseen talouskehitykseen.

3. Marketsin tuotot (2019: n. 40 % lv:sta) koostuvat kokonaan Markets-segmentin rekrytointiportaalien, digitaalisten markkinapaikkojen ja niihin liittyvien palveluiden tuotoista. Marketsin tuotoista noin 91 % muodostui mainosmyynnistä, kun taas palveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 9 %. Marketsin tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset.

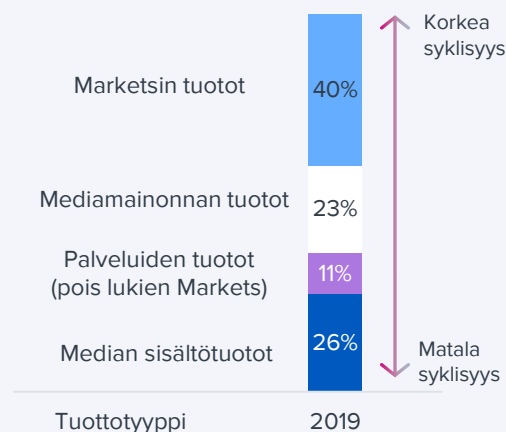
Marketsin tuotot ovat luonteeltaan syklisiä, sillä ne ovat sidoksissa työllisten määrän muutoksiin ja kestokulutushyödykkeiden kuten asuntojen ja autojen kysyntään.

4. Palveluiden tuotot (2019: n. 11 % lv:sta, ilman Marketsin palveluliikevaihtoa), koostuvat pääosin Talentin tapahtuma-, koulutus- sekä tieto- ja markkinointipalveluista sekä Consumerin verkkopalveluiden tuotoista. Segmenteittäin Talentin osuus palveluiden tuotoista on noin 92 % ja Consumerin noin 8 %. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset. Näkemyksemme mukaan palvelutuotot ovat luonteeltaan hieman syklisiä.

Alma Median tuottojen jakauma segmenteittäin ja tyypeittäin, 2019



Alma Median tuottojen jakauma arvioidun syklisyyden mukaan, 2019



Alma Median liiketoimintamalli 3/3

Liiketoiminnan tuotoilla erilaiset kasvutrendit

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

Keskeinen Alma Mediaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen, joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan. Arvioimme painetun median sisältötuottojen laskevan keskipitkällä aikavälillä noin 5 -10 %:n vauhdilla. Osittain laskua kiihdyttää yhtiön omat toimet digitaalisen sisältömyynnin kasvattamiseksi. Painetun mediamainonnan myynnin arvioimme laskevan sisältötuottoja nopeammin (noin -10 %), sillä mediamainonnan panostukset ovat siirtymässä voimakkaasti digitaaliselle puolelle.

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisten mediasisältöjen ja mainonnan sekä digitaalisten palveluiden kysynnän rakenteellinen kasvu. Alma Median digitaaliset tuotot ovat kasvaneet 2010-luvulla noin 15 %:n vuosivauhtia, mistä osa on syntynyt yritysostoista. Arvioimme mukaan median digitaalisten sisältötuottojen kasvu on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä 10-15 %:n tasolla ja digitaalisen mediamainonnan noin 5 %:n tasolla. Marketsin digitaalisten tuottojen odotamme kasvavan noin 5-10 % vuodessa pitkällä aikavälillä.

Rakenteelliset trendit vaikuttavat myös palveluiden liikevaihdon kasvuun. Odotamme Alman digitaalisten palveluiden kasvavan keskipitkällä aikavälillä kohtuullista noin 3-5 %:n vauhtia.

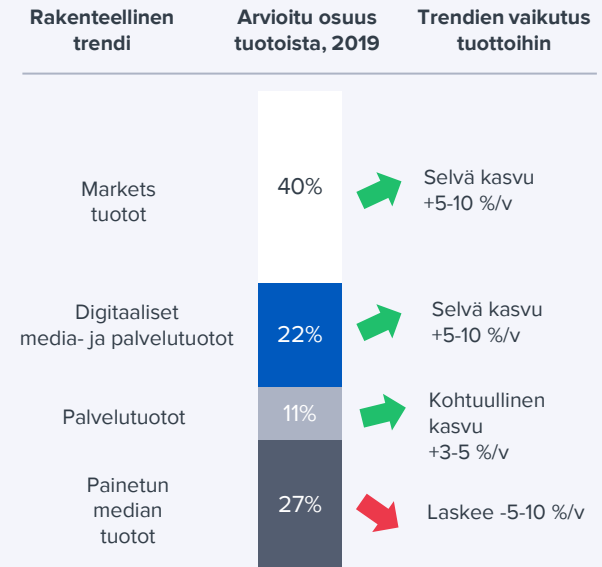
Syklistä liiketoimintaa tasoittaa vahva markkina-asema, kassavirta sekä ennustettavuus

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

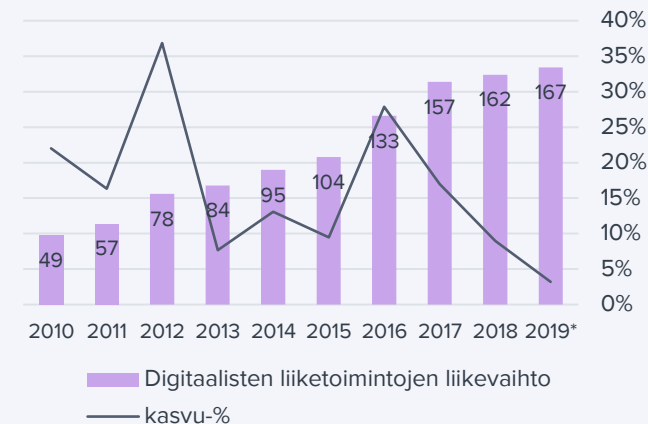
Liiketoiminnan riskiprofiilia tasoittaa puolestaan näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa markkina-asema Suomen B2B mediamarkkinalla, vakaasti kehittyvät sisältötuotot, sekä erittäin vahva markkina-asema itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaaleissa. Vaikka yhtiön medialiiiketoimintojen kulurakenne on melko kiinteä ja painetun median skaalautuvuus heikkenee, on yhtiö osoittanut kykenevän sopeuttamaan kulurakennettaan nopeasti vastaamaan kysynnän vaihteluita ja kasvavien digitaalisten liiketoimintojen suhteellinen kannattavuus ja skaalautuvuus ovat vahvoja.

Yhtiö rahoitustilanne on myös erinomainen, sillä yhtiön liiketoimintamalli ja kasvu ei sido käytännössä juurikaan pääomia ja investointitarpeet kohdistuvat lähinnä yritysostoihin. Liiketoiminnan kyky tuottaa kassavirtaa on siten vahva, yhtiöllä on rakennejärjestelyjen myötä vahva tase ja se pystyy samanaikaisesti tarjoamaan vahvaa osinkovirtaa sekä investoimaan tarvittaessa merkittäviin yritysostoihin.

Liiketoimintatrendien arvioitu vaikutus Alma Median tuottoihin



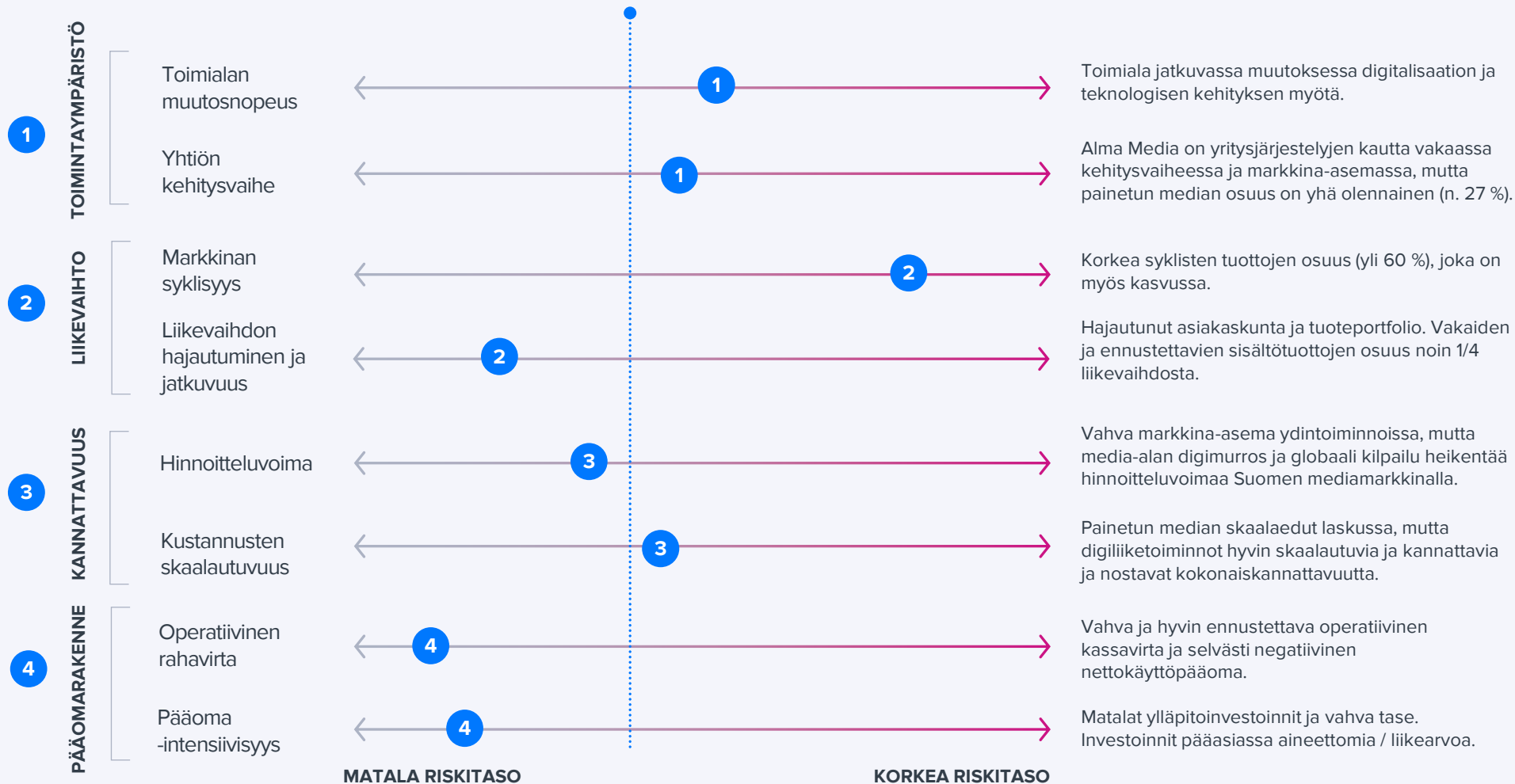
Alma Median digiliiketoiminnan liikevaihto ja kasvu-%



Lähde: Alma Media, Inderes
* Jatkuvat liiketoiminnot

Alma Median liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Alma Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Alma Median strategia

Strategia vuosille 2019-2021

Alma Median strategian tavoitteena on kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden parantumisen kautta. Tähän yhtiö pyrkii kehittämällä ja laajentamalla nykyisiä liiketoimintoja, etsimällä kasvumahdollisuuksia uusilta liiketoiminta- ja markkina-alueilta, jatkamalla kansainvälistymistä, sekä yritysostojen avulla.

Alma Media vastaa muuttuvaan mediankäyttöön sekä lisääntyvään digitaalisten palveluiden kysyntään tarjoten sisältöjä ja palveluja, jotka tuottavat käyttäjilleen arvoa arjessa, työssä ja vapaa-ajalla. Strategian keskiössä ovat markkinapaikkaliiketoiminnan kasvattaminen, ammattilaismedian ja ammattilaisille suunnattujen palveluiden laajentaminen sekä valtakunnallisen monikanavaisen kuluttajamedian ja -palveluiden kehittäminen.

Vuosien 2019-2021 strategijaksolle Alma Media on valinnut viisi erityisesti digitaalisen liiketoiminnan kasvattamiseen ja kehittämiseen tähtäävää liiketoimintoja yhdistävää strategista aloitetta. Aloitteiden toteuttamisessa hyödynnetään konsernin eri liiketoimintojen välistä yhteistyötä ja synergiaa.

Strategiset aloitteet ovat: 1) keskitetty valtakunnallinen mediamyynti Alma Mediaratkaisut (AMR), 2) digitaaliseen sisältöliikevaihdon kasvuun tähtäävä Digitaaliset tilaukset, 3) datan liiketoiminnallinen hyödyntäminen regulaatiovaatimukset huomioiden, 4) erikoissisältöihin ja palveluihin keskittyvät Alma-teemat sekä 5) kävijäliikenteen kasvattaminen ja

ohjaus Digitaaliset yleisöt-aloitteen avulla. Myös yritysjärjestelyt ovat olennainen osa Alma Median strategiaa ja käymme sen roolia tarkemmin läpi seuraavalla sivulla.

Taloudelliset tavoitteet

Alma Median taloudelliset tavoitteet ja osingonjakopolitiikka ovat:

Kasvu: Digitaalisen liiketoiminnan kasvu >12 %/vuosi.

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

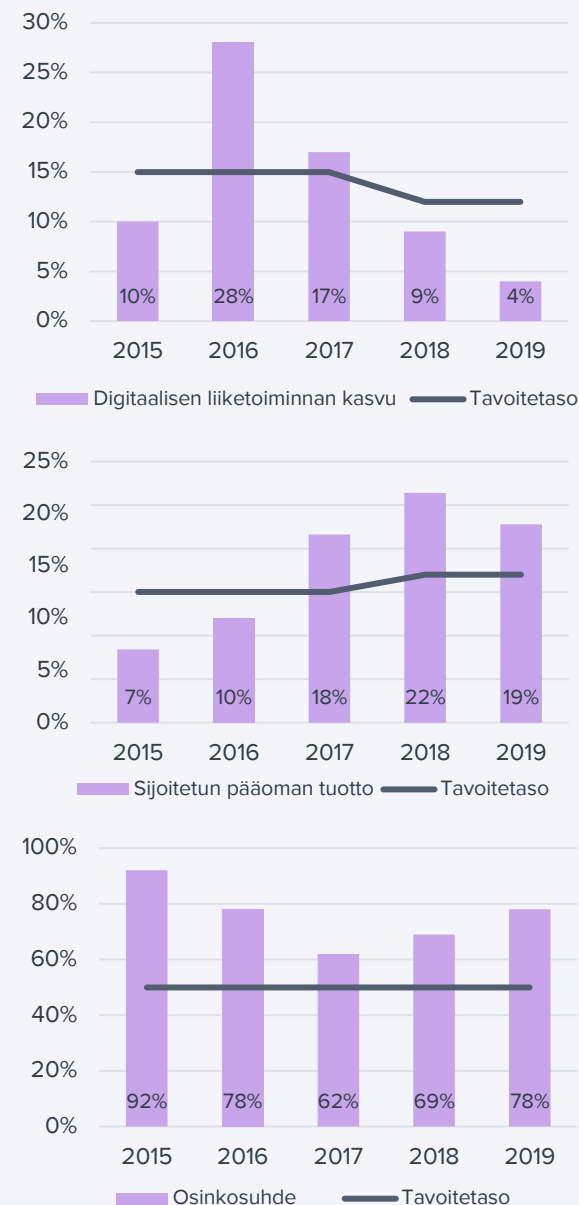
Voitonjako: Osinko yli 50 % tuloksesta.

Edellisvuoden tapaan yhtiö ylitti tavoitteet digiliiketoiminnan kasvua lukuun ottamatta vuonna 2019. Digitaalisen liiketoiminnan kasvu oli vuonna 2019 4 % (2018: 9 %), sijoitetun pääoman tuotto 19 % (2018: 22 %) ja osingonjakosuhte 78 % (2018: 69 %).

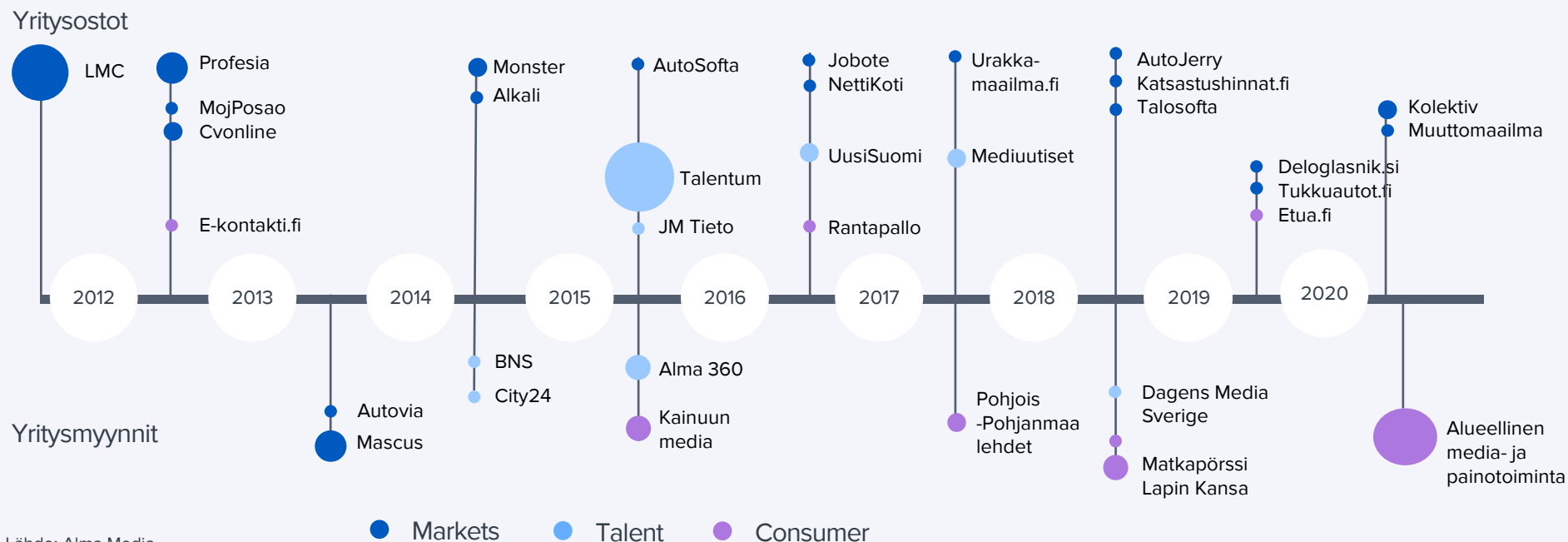
Pidämme Alma Median taloudellista tavoitetta kannattavuuden osalta sekä sopivan haastavana että samanaikaisesti realistisina toteuttaa. Se sopivat näkemyksemme mukaan hyvin yhtiön liiketoiminnan profiliin, jossa digitaalisten palveluiden kasvunäkymät ovat hyvät, liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa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

Kasvutavoitteeseen sen sijaan emme odota yhtiön strategiakauden viimeisenä vuotena yltävän ilman epäorgaanista kasvua ja edellä mainitut suhteellista kasvua painavat tekijät huomioiden pidämme mahdollisena, että yhtiö tarkistaa kasvutavoitetta alaspäin tulevan strategiapäivityksen yhteydessä.

Taloudelliset tavoitteet ja toteuma



Alman yrityskaupat 2011-2020 ja segmenttien M&A-strategia



Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

Markets

- M&A:n merkitys strateginen
- Yrityskauppojen fokus arvoketjujen vahvistamisessa, täydentämisessä ja laajentumisessa uusille markkinoille
- Yrityssostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin, kuten mahdollisesti myynnissä oleva Oikotie.fi
- Partneroituminen ja konsolidaatio arviomme mukaan mahdollista, jos tilaisuuksia syntyy
- Mahdollinen yrityssostokohde

Lähde: Inderes

Talent

- M&A merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus portfolion kehittämisessä ja digitaalisten palveluiden kasvun vahvistamisessa
- Pääasiassa pieniä ”täsmä”yrityssostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin ja luovat kustannustehokkaasti kasvua
- Konsolidaatio arviomme mukaan epätodennäköistä

Consumer

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityssostojen kohdealueina erityisesti mediatoimintojen digitaalista kasvua tukevat pienehköt yrityssostot

Alma Median strateginen kehitys



Strategiset kehityssuunnat

Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokusoituneempi ja kannattavampi
- Painetun median liikevaihto laski rakennejärjestelyjen ja markkinan myötä selvästi, mutta digiliiketoiminnan kasvu vakautti kokonaisliikevaihdon kehitystä
- Kannattavuus hyvällä tasolla kaikissa liiketoiminnoissa
- Yhtiön nettovelkaisuus laskenut merkittävästi ja yhtiö on käytännössä nettovelaton
- Kassavirran ja tuloksen parantumisen myötä osinko per osake noussut 2015-2019 0,12 eurosta 0,40 euroon

Lähitulevaisuus 1-2v

- Liikevaihdon orgaaninen kehitys median rakennemuutoksista johtuen vaisua, koronapandemia heikentää ilmoitus- ja mainosmyyntiä
- Digitaalisten liiketoimintojen kasvu hidastuu aiemmasta
- Uusien kasvujalkojen rakentaminen digimediassa ja palveluissa sekä median rakennemuutoksen hallinta
- Mahdolliset uudet kasvua kiihdyttävät yhtisostot
- Tulokehityksen vakauttaminen koronan aiheuttaman paineen keskellä
- Kassavirta ja osingonmaksukyky vahvoja

Seuraavat 5 vuotta

- Median rakennemuutoksen ja digitaalisen transformaation hallinta
- Markets, digitaaliset palvelut ja yhtisostot kasvun moottoreina
- Inderesin arvion mukaan Alma Media voi olla osallisena merkittävässä yritysjärjestelyssä 5 vuoden aikana, jos esimerkiksi Markets-liiketoiminnoissa tai Suomen mediamarkkinalla avautuu merkittäviä konsolidaatio- tai laajentumismahdollisuuksia

Toimialakatsaus - Markets

Rekrytointiportaalien markkina keskittymässä markkinan kypsyessä

Globaali rekrytointiportaali-markkina on ollut pitkään vahvassa kasvussa, kun työpaikkojen hakeminen, työpaikkailmoittelu ja rekrytointiprosessien hallinta on digitalisoitunut, portaalit ovat kehittyneet teknologisesti, niiden ympärille on syntynyt uusia palveluita, ja yleinen talous- /työllisyyskehitys on ollut vahvaa. Staffing Industry Analyst -raportin mukaan globaali rekrytointiportaali-markkina oli kooltaan noin 13,9 mrd. USD vuonna 2017. Myös Alma Marketsin päämarkkinoilla rekrytointiportaalien kasvu oli vuosina 2015-2019 voimakasta (>10 %/v).

Toimialan kymmenen suurimman toimijan osuus (kts. graafi) globaalista markkinasta on kasvanut noin 70 %:iin. Paikallisilla ja erikoistuneilla yhtiöllä, on kuitenkin edelleen noin 50 %:n osuus globaalista markkinasta ja erityisesti suurten markkinoiden (kuten USA, UK) ulkopuolella niillä on usein vahva markkina-asema. Esimerkiksi Alma Marketsin rekrytointiportaaleilla on kuitenkin kaikilla päämarkkinoillaan erittäin selkeä markkinajohtajan asema.

Markkinan kasvuvauhdin hidastuessa, teknologisen kehityksen kiihtyessä ja kilpailun kasvaessa (Google, Facebook, LinkedIn) toimiala on alkanut konsolidoitumaan ja viime vuosina erityisesti alan suuret toimijat, kuten Recruit, SEEK ja Stepstone ovat olleet aktiivisia yritysostoissa. Toimialan konsolidaatiota kiihdyttää myös se, että toimialan alalletulokynnys on kasvanut ns. verkostovaiikutusten myötä korkealle, ja toimijat joilla on suurimmat CV-pankit, kävijäliikenne ja asiakaskunta saavat suurimman osan toimialan liikevaihdosta. Lisäksi toimialalla skaalaedut ovat merkittäviä ja uusien toimijoiden on siksi vaikea haastaa markkinajohtajia.

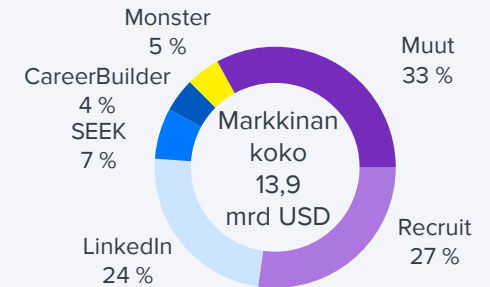
Markkinapaikkojen markkinalla kilpailutilanne on vakiintunut - odotamme konsolidaatiota

Suomessa online-markkinapaikkojen markkinatilanne on säilynyt viime vuosina melko vakaana toimialan suurimpien pelaajien (Alma Markets, Sanoma Oikotie, Otavamedia NettiX ja Schibsted Tori.fi) markkina-asemien näkökulmasta. Toimialan suurimpien toimijoiden kasvu on säilynyt viime vuodet vahvana, kun ne ovat laajentaneet palveluitaan, talouskasvu on ollut vahvaa ja kasvua on tuettu pienien yritysostojen avulla.

Arviomme mukaan asumisen, autoilun ja majoituspalveluiden markkinapaikkojen kilpailu on säilynyt pitkälti paikallisena, sillä kansainväliset teknologiyhtiöt (kuten Facebook ja Google) eivät ole kehittäneet merkittävästi markkinapaikkojen kanssa kilpailevia tuotteita ja niillä ei ole vastaavaa tuntemusta paikallisista markkinaolosuhteista ja asiakkuuksista. Paikallisella tasolla taas kilpailuasemat ovat säilyneet pitkälti ennallaan toimialan korkeiden alalle tulokynnysten takia.

Näkemyksemme mukaan markkinapaikkojen markkinat alkavat olla Suomessa kokonaisuutena kypsässä vaiheessa ja alan kasvu noudattelee tulevaisuudessa sykliset muutokset huomioiden suunnilleen digitaalisen mediamainonnan kokonaiskasvuvauhtia (noin +5 %/v). Odotamme, että hidastuva kasvu, kiihtyvä teknologinen kehitys sekä kansainvälisen kilpailun uhka tulee johtamaan konsolidaation kiihtymiseen myös Suomen markkinapaikkojen markkinalla. Esimerkiksi Sanoman strateginen tarkastelu Oikotie-liiketoiminnan osalta perustuu siihen, että onlinemarkkinapaikkojen kasvu ja arvionluonti keskittyy voimakkaasti alan suurimmille toimijoille.

Globaali rekrytointiportaali-markkina, 2017



Alma Markets 1/3

Alma Median kruununjalokivi

Markets on liikevaihdolla mitattuna Alma Median 2. suurin segmentti (2019: 100 MEUR / 40 % konsernin liikevaihdosta), mutta vahvan kannattavuuden ansiosta segmentti on oikaistulla liikevoitolla mitattuna selvästi konsernin suurin segmentti (2019: oik. EBIT-% 37,6 %, oik. EBIT 37,7 MEUR / 76 % konsernin oik. liikevoitosta). Segmentin liikevaihdosta 42 % muodostui vuonna 2019 Tšekistä, 31 % Suomesta, 12 % Slovakiasta, 7 % Kroatista ja 7 % Baltian maista.

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa rekrytointipalvelut, Alma Career (mm. Monster.fi, Jobs.cz, Prace.cz, CV Online, Profesia.sk). Nämä liiketoiminnot muodostavat yhteensä noin 75 % Marketsin liikevaihdosta ja näistä noin 80-90 % liittyy työpaikkailmoituksiin. Lisäksi segmenttiin kuuluu Alma Mediapartners -yhtiö, joka omistaa useita Suomessa toimivia verkkopalveluja (mm. asumiseen liittyvät Etuovi.com ja Vuokraovi.com, matkailuportaali Gofinland.fi, autoalan palveluihin liittyvät Autotalli.com), joista asumiseen liittyvät palvelut tuovat 18 % ja autoalan palveluihin liittyvät tuovat 8 % segmentin liikevaihdosta. Alma Media omistaa Alma Careersista 83,3 % ja Monster Worldwide 16,7 %. Alma Median omistusosuus Alma Mediapartners Oy:stä on puolestaan 65 % ja loput 35 % omistaa Arena Partners Oy, joka on Keski-suomalainen Oyj:n ja Ilkka Yhtymä Oyj:n pääosin omistama yhtiö.

Markets on liikevaihdolla mitattuna Tšekin, Bosnian, Baltian maiden, Kroatian ja Serbian suurin rekrytointiportaaliyhtiö. Erityisen vahva markkina-asema Marketsilla on Tšেকেissä ja Slovakiassa (arviolta yli 80 %). Marketsin Suomen verkkopalvelut

ovat puolestaan markkinajohtaja asumisen/kiinteistövälityksen verkkopalveluissa sekä johtava toimija autoilun verkkopalveluissa. Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti muita toimijoita selvästi paremman kannattavuuden. Myös laajasta maantieteellisestä peitosta on usein merkittävää hyötyä, koska se mahdollistaa palveluiden monistamisen, sekä osaamisen ja kehityskustannusten jakamisen suuremmalle massalle.

Liiketoiminta 100 % digitaalista, skaalautuvaa, mutta herkkä talouden sykleille

Alma Marketsin liikevaihto syntyy kokonaan digitaalisesta liiketoiminnasta ja 91 % segmentin tuotoista on verkkopalveluiden ilmoitus- ja mainostuloja, ja digitaalisten palvelutuottojen osuus on vastaavasti noin 9 % liikevaihdosta.

Marketsin liiketoimintamalli on hyvin skaalautuvaa, sillä sen pääomarakenne on hyvin kevyt, kustannustaso joustava ja bruttokate-% korkea. Kasvu on digitaalisissa palveluissa siten tyypillisesti kypsässä kehitysvaiheessa erittäin kannattavaa. Nopeasta teknisestä kehityksestä ja kilpailusta johtuen digitaalisten palveluiden myynti- ja markkinointi T&k-kulut ovat kuitenkin etenkin liiketoiminnan alkuvaiheessa merkittäviä.

Marketsin tuotot ovat luonteeltaan hyvin syklisiä, sillä liiketoiminta perustuu voimakkaasti yleisen talouskehityksen mukaan vaihteleviin työpaikka-, asunto- ja autoilmoituksiin. Erityisesti talouden käänneissä muutokset Marketsin palveluiden kysynnän kasvussa voivat olla siten voimakkaita.

Markets lyhyesti, 2019

100 MEUR (2018: 96 MEUR)

Liikevaihto 2019

37,6 % (2018: 35,7 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

100 %

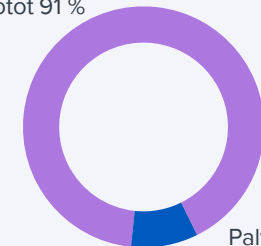
Digitaalisten tuottojen osuus

#1 markkina-asema

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

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2019

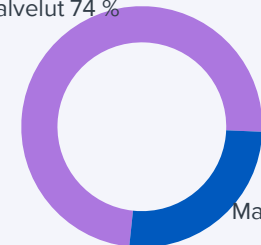
Ilmoitustuotot 91 %



Palvelutuotot 9 %

Liikevaihto liiketoiminnottain, 2019

Rekrytointipalvelut 74 %



Markkinapaikat 26 %

Lähde: Inderes, Alma Media

Alma Markets 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Marketsin kasvun jatkumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tukee nähdäksemme kaksi pääajuria: 1) Luokiteltujen ilmoitusten keskittyminen suurimpiin, tehokkaimpiin ja palveluiltaan kehittyneimpiin alustoihin, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen rekrytointipalveluiden ja markkinapaikkojen arvoketjussa. Vastaavasti liiketoiminnan syklisen luonteen vuoksi yleinen talouskehitys heikentää kasvunäkymää merkittävästi lyhyellä aikavälillä.

Arvioimme digimainonnan markkinakasvuun, segmentin historialliseen kasvuun ja yhtiön johdon arvioihin perustuen, että Alma Marketsin liikevaihdon kasvupotentiaali on normaalissa, 2-3 % kasvavassa taloussympäristössä noin 10-15 % vuodessa ja nollakasvun / hidastuvan kasvun ympäristössä noin 0-10 % vuodessa. Isot arviohaarukat kuvaavat sitä, että Marketsin tuotot ovat voimakkaasti syklisiä.

Marketsin kannattavuuskehitys on ollut segmentin nopeasta kasvusta huolimatta erinomaisella tasolla ja nousussa vuosina 2010-2019, mikä heijastelee toiminnan skaalaetuja, onnistuneita yritysostoja ja vahvistunutta markkina-asemaa. Yhtiön johdon mukaan Marketsin kustannustasossa on lyhyellä aikavälillä merkittävää joustovaraa (lähes 20 %), joten odotamme segmentin kannattavuuden säilyvän suhteellisen vakaana myös voimakkaasti hidastuvan kasvun ympäristössä.

Ennusteet

Lähdemme Marketsin ennusteissa oletuksesta, että Suomen ja itäisen Keski-Euroopan talouksien

talouskasvu painuu voimakkaaseen laskuun vuonna 2020 koronapandemian seurauksena, mikä painaa rekrytoinnin ja markkinapaikkojen kasvun voimakkaasti negatiiviseksi. Vuonna 2021 odotamme talouden kuitenkin palautuvan asteittain ja palautuvan kasvupotentiaalinsa tasolle vuonna 2022.

Tätä taustaa vasten ennustamme Marketsin liikevaihdon laskevan vuonna 2020 noin 19 % (2019: +4 %) 81 MEUR:oon. Vuonna 2021 ennustamme liikevaihdon kasvavan lähes 8 % ja vastaavasti vuonna 2021 reilu 7 %. Keskipitkällä ja aikavälillä ennustamme liikevaihdon kasvun hidastuvan noin 4-5 %:iin, kun talouskasvu palaa normaalille kasvuralle Marketsin päämarkkinoilla.

Ennustamme Marketsin vuoden 2020 oikaistun liikevoiton laskevan noin 29 % 26,9 MEUR:oon (2019: 37,7 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n laskevan liikevaihdon laskun aiheuttamien tehokkuushaittojen myötä 33,3 %:iin (2019: 37,6 %).

Vuodelle 2021 ennustamme liikevaihdon kasvun myötä kasvavaa liikevoittoa, mitä avittaa parantuva suhteellinen kannattavuus (oik. EBIT-% 35,6 %). Keskipitkällä aikavälillä ennustamme Marketsin pystyvän ylläpitämään lievää kannattavuuden nousukäyrää kasvavien skaalaetujen myötä, jotka kompensoivat kasvavaa kustannuspainetta.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotettua paremman kustannustehokkuuden sekä mahdolliset yritysostot. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo koronapandemian vaikutukset ja pitkällä tähtäimellä ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset.

Markets
liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	96,4	100,0	81	87	93
Käyttökate oik.	38,1	42,5	32,0	36,1	38,3
Liikevoitto oik.	34,4	37,7	26,9	30,9	33,2
Liikevoitto	35,1	37,7	26,9	30,9	33,2
Kertaluonteiset erät	0,7	-	-	-	-

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	3,8%	-19,3%	7,6%	7,2%
Liikevoitto oik. kasvu-%	22 %	9,5%	-28,7%	15,2%	7,2%
Oik. käyttökate-%	39,4 %	42,5%	39,6%	41,5%	41,1%
Oik. liikevoitto-%	35,7 %	37,6%	33,3%	35,6%	35,6%
Liikevoitto-%	36,4 %	37,6%	33,3%	35,6%	35,6%

Lähde: Inderes

Alma Markets 3/3

Markets arvostus

Määritämme Marketsin käypää arvoa laajan digitaalisista markkinapaikkayhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta. Olemme identifioineet segmentille kaikkiaan 15 verrokkiyhtiötä. Arvioimme, että verrokkiryhmän liiketoimintamallit ja kasvuodotukset heijastelevat kokonaisuutena hyvin Marketsin liiketoiminta- ja kasvuprofilia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuoden 2021 keskimääräistä ja mediaani EV/EBIT-kerrointa sekä ennustettamme Marketsin vuoden 2021 liikevoitolle (EBIT) vähennettynä vähemmistöomistajille (arviolta n. 21 %) kuuluvalla osuudella tuloksesta.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin noin 10x Marketsia suurempia, sovellamme Marketsin arvostustason laskelmassa 20 %:n alennusta verrokkien kertoimiin. Olemme nostaneet verrokkeihin käytettävää suhteellista alennusta verrokkien korkeiden arvostuskertoimien takia, joissa on arviomme mukaan painetta nykyisessä poikkeuksellisen korkean epävarmuuden värittämässä toimintaympäristössä.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräinen ja mediaani EV/EBIT-kerroin vuodelle 2021 ovat noin 27x tasolla, mediaanin ollessa noin 25x. Verrokkien keskimääräisillä arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja Marketsin vähemmistöomistuksista oikaistulla liikevoittoennusteella laskettuna saamme Marketsin yrittysarvoksi (EV) noin 490-530 MEUR.

Verrokkien kautta Marketsille laskemamme

keskimääräinen hyväksyttävä arvostustaso 508 MEUR on edellisen vuoden tasolla (2019 arvio: 507 MEUR).

Alma Markets verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		20e	21e	20e	21e
Auto Trader Group PLC	6191	21,2	29,8	14,8	19,3
Carsales.Com Ltd	2809	27,8	24,3	11,7	10,7
Goco Group PLC	499	15,5	11,7	2,7	2,5
Holidaycheck Group AG	89			3,8	0,8
Moneysupermarket.Com Group PLC	2048	15,6	13,7	4,7	4,4
REA Group Ltd	8798	37,1	31,5	17,9	16,1
Rightmove PLC	5636	34,7	23,6	23,7	17,4
Schibsted ASA	6620	38,2	22,9	3,6	3,2
Scout24 AG	5364	34,5	25,6	15,7	11,9
Seek Ltd	5453	35,0	30,4	5,6	4,9
Just Eat PLC	14883	102,5	57,4	7,7	6,1
New Work SE	1476	31,7	23,0	5,5	5,0
Stroeer SE & Co KGaA	5393	42,7	24,9	3,9	3,5
Adevinta ASA	6929	60,2	37,7	10,2	8,8
Recruit Holdings Co Ltd	54526	29,2		2,8	3,0
Keskiarvo	8448	37,6	27,4	8,9	7,8
Mediaani	5453	34,6	24,9	5,6	5,0

Toimialakatsaus - media 1/2

Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

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

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

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

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

Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

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

lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.

- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatilojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Yksi tällaisista ajureista on EU:n tietosuoja-asetus (GDPR), joka tasoittaa pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

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

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

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta on puolittunut aikakausi- ja sanomalehdissä 2010-luvulla ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on kaksinkertaistunut 2010-luvulla ja sen osuus mainonnan kokonaismäärästä (ml. Facebook ja Google) on noussut jo noin 37 %:iin, eli ohi toiseksi suurimmaksi segmentiksi jääneen sanomalehtimainonnan (n. 20 %) jälkeen.

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

Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina pitkälti ennallaan ja mainonnan kokonaiskysynnän olevan painetun mediamainonnan laskun myötä kokonaisuutena negatiivista Suomessa. Lisäksi pidämme mahdollisena, että koronaviruspandemiasta aiheutuva taantuma tulee kiihdyttämään painetun median laskua, kun mainostajat uudelleen arvioivat mainospanostuksiaan.

Mediatoimialan ajurit ja trendit



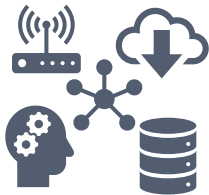
Digitalisaatio

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



Suhdannekehitys

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



Teknologinen kehitys

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



Sääntely ja kulttuuri

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

Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

Toimialakatsaus - media 2/2

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

Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta Sanoman ja Alma Median sisältömyynnin kehitykseen ja OKM:n tekemään tutkimukseen perustuen arvioimme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena vain hieman (-3-1 %) vuosina 2012-2019. Kovinta lasku on ollut arvioimme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyyntin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet lisäämään merkittävästi digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Alma Talent onnistunut kasvattamaan viime vuosina voimakkaasti mm. Kauppalehden digिताusten määrää, ja digitaalisen sisältömyynnin kasvu kompensoi jo pitkälti Talent-segmentissä painetun sisältömyynnin laskua. Digitaalisten tilaajien määrä on Alma Talentissa ylittänyt 70 000.

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

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

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

Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä

jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaan voimakkaampaa. Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on tyypillisesti 5-15 %:n haarukassa.

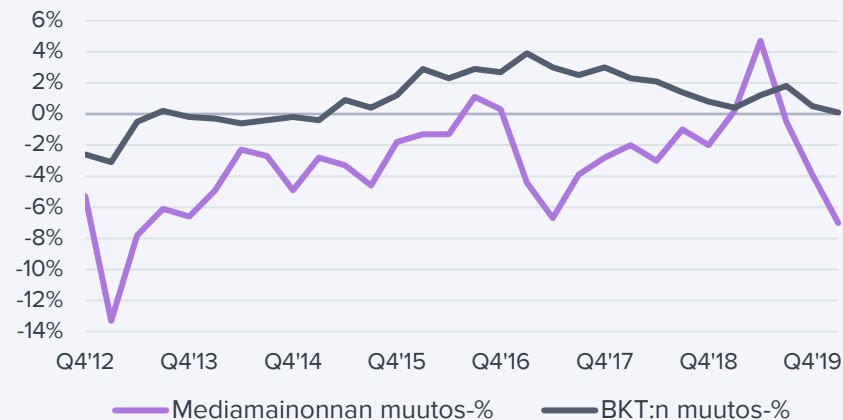
Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

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

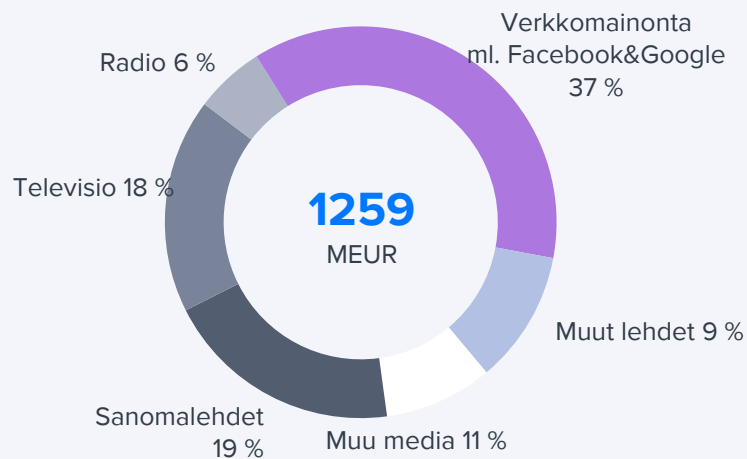
Suomen johtavat mediatyhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediatyhtiöitä tukee pieneen markkina-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

Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

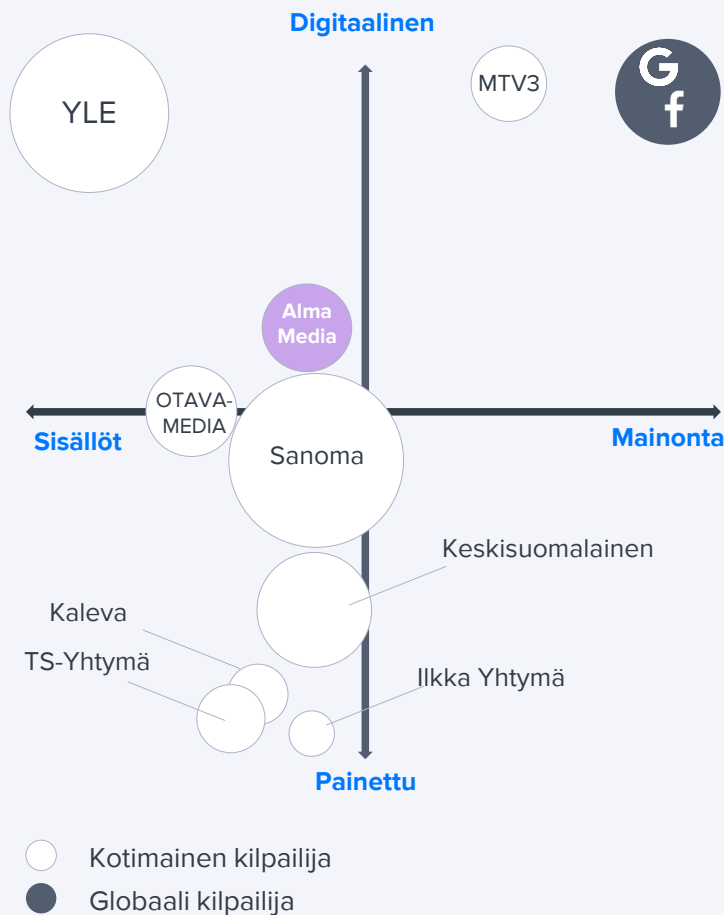
Suomen mediamainonnan kehitys vrt. BKT Q1'2020 saakka



Suomen mediamainonnan jakauma, 2019



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä



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

Alma Talent 1/3

Vakaa tuloksentekijä

Talent on liikevaihdolla mitattuna Alma Median suurin segmentti (2019: 103 MEUR / 41 % Alma Median liikevaihdosta) ja oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin 2. suurin segmentti (2019: oik. EBIT-% 14,4 %, oik. EBIT 14,8 MEUR / 25 % konsernin oik. liikevoitosta).

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa segmentin mediayksiköt (mm. talousmediat Kauppalehti ja Talouselämä sekä ammatillislehdet ja -julkaisut sekä bisnes- ja lakikirjat). Nämä liiketoiminnot muodostavat yhteensä noin 75 % Talentin liikevaihdosta. Lisäksi segmentin liiketoimintaan kuuluu mm. suoramarkkinointia, toimitilamarkkinapaikkasivustoja, tietopalveluja, tapahtuma- ja koulutuspalveluita sekä digitaalisia palveluita, jotka muodostavat loput noin 25 % segmentin liikevaihdosta.

Talent on liikevaihdolla sekä palvelujen käyttäjä- ja tilaajamäärillä mitattuna Suomen suurin talous- ja ammattilaisjulkaisumedia. Ruotsissa yhtiön markkina-asema on pieni, lukuun ottamatta tekniikanalan ammattijulkaisuja ja talousuutisia. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaan (noin 1,26 mrd. euroa) suhteutettuna Talentin markkinaosuus on reilu 2 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,47 mrd.) vajaa 3 %.

Painetun median painoarvo kokonaistuotoista edelleen suuri

Talentin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin koko Suomen talous- ja ammattilaismediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfoliosta sekä

useista eri tyyppisistä palveluliiketoiminnoista. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on kuitenkin merkittävä, sillä painetun median tuottojen osuus Talentin liikevaihdosta oli vuonna 2019 vielä noin 61 % (2018: 64 %) ja digitaalisen liikevaihdon noin 39 %.

Sisältötuottojen (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2019 noin 46 % (2018: 44 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Karkean arviomme mukaan toistuvien tilaustuottojen osuus on tästä noin 80 % ja kertatilausten noin 20 %. Kertatilaukset koostuvat lähinnä kirjamyynnistä ja talouslehtien irtolumeromyyntistä. Sisältötuotoista noin 72 % syntyy painettujen lehtien ja kirjojen sisältötuotoista ja noin 28 % digitaalisten tilausten tuotoista.

Mainostuottojen osuus oli vuonna 2019 noin 29 % segmentin liikevaihdosta (2018: 31 %). Segmentin mainostuotoista noin 45 % koostuu voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta ja noin 55 % kasvavasta verkkomainonnasta.

Palvelutuotot muodostivat vuonna 2019 segmentin liikevaihdosta noin 25 % (2018: 25 %). Arvioimme, että tästä noin 40 % syntyi suoramarkkinointipalveluista, noin 20 % tapahtuma- ja koulutuspalveluista, sekä loput noin 40 % digitaalisia palveluista, kuten toimitilamarkkinapaikka objectvision.se, Kauppalehti toimitilat, ja Alma Talent Tietopalveluista.

Talent lyhyesti, 2019

103 MEUR (2018: 109 MEUR)

Liikevaihto 2018

14,4 % (2018: 14,2 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

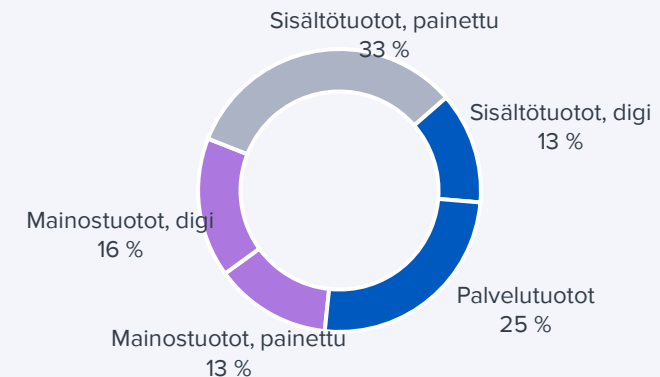
61 % / 39 %

Painetun liiketoiminnan / digitaalisten tuottojen osuus

#1 markkina-asema

Talous- ja ammattilaismedia Suomi

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2019



Alma Talent 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Talent liiketoiminnassa on käynnissä siirtymä sisältöliiketoiminnan osalta painetusta mediasta digiin, mikä vaimentaa heikosti kehittyvän painetun mediamainonnan kanssa segmentin kokonaisliikevaihdon kehitystä. Erityisesti Ruotsin liiketoiminta on vielä hyvin riippuvaista painetun median sisältömyynnistä, mutta myös Suomessa vasta noin ¼-osaa sisältötuotoista on digitaalisia. Palveluissa segmentin kasvunäkymä on arviomme mukaan lievästi positiivinen.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee laskemaan noin 10-15 % vuodessa tämän hetkessä koronapandemian värittämässä talousympäristössä, mutta odotamme painetun median mainostuottojen laskun ja painetun median tilaajien määrän laskun jatkuvan keskipitkällä tähtäimellä talouskasvukuvan vahvistumisen jälkeenkin noin 5-10 %:n vauhdilla. Odotamme digitaalisen liiketoiminnan tuottojen kasvavan yhteensä noin 5-8 % vuodessa ja palveluiden noin 3 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu nousee lähivuosina arvioimme mukaan ilman yritysostoja lievästi positiiviseksi (noin 0,5-1 %) koronapandemian värittämän vuoden 2020 yli katsottaessa.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä myynnin jakauman asteittaisen parantumisen (kannattavamman digin suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa) ja tehokkuuden parantumisen myötä lievää nousua keskipitkällä aikavälillä. Vuonna 2021 segmentin poistojen tulisi pienentyä Talentum-yritysoston poistojen päättymisen myötä, mikä nostaa liikevoittotasolla segmentin kannattavuutta reilun 2 %-yksikön verran.

Ennusteet

Lähdemme Talentin ennusteissa oletuksesta, että Suomen talouskasvu painuu voimakkaasti negatiiviseksi vuonna 2020, mikä yhdessä median rakenteellisten muutosten kanssa heikentää markkinan kasvua. Ennustamme Talentin liikevaihdon laskevan painetun median laskun myötä reilu 7 % 95 MEUR:oon vuonna 2020. Vuonna 2021 odotamme digitaalisten liiketoimintojen tuottojen vetävän liikevaihdon reilun 2 %:n kasvuun, mutta vuonna 2022 ennustamme kasvun hidastuvan vajaaseen 1 %:iin. Keskipitkän aikavälin ennusteperiodilla (2023-2025) ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan painetun median taantumisen johtuen lievästi positiivista.

Ennustamme vuoden 2020 oikaistun liikevoiton laskevan noin 17 % 12,3 MEUR:oon (2019: 14,8 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n 12,9 %:iin (2018: 14,4 %). Vuodelle 2021 ennustamme vahvistuvaa suhteellista kannattavuutta, mikä yhdessä laskevien poistojen kanssa tukee liikevoiton kasvua. Vuonna 2022 ja pidemmällä aikavälillä ennustamme kannattavuuteen digitaalisen liiketoiminnan suhteellisen osuuden kasvun kautta maltillista ja asteittaista vahvistumista. Oikaistun liikevoitto-%:n odotamme nousevan vuonna 2025 17 %:iin vuoden 2021 15,9 %:n tasolta.

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

Talent liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	109	103	95	97	98
Käyttökate oik.	19,4	19,9	17,5	18,7	19,0
Liikevoitto oik.	15,5	14,8	12,3	15,5	15,8
Liikevoitto	15,1	14,8	11,9	15,0	15,3
Kertaluonteiset erät	-0,4	-	-0,5	-0,5	-0,5

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-6 %	-7,4%	2,2%	0,8%
Liikevoitto oik. kasvu-%	6 %	-5 %	-16,6%	25,4%	2,2%
Oik. käyttökate-%	17,8 %	19,3 %	18,3%	19,2%	19,4%
Oik. liikevoitto-%	14,2 %	14,4 %	12,9%	15,9%	16,1%
Liikevoitto-%	13,9 %	14,4 %	12,5%	15,4%	15,6%

Lähde: Inderes

Alma Talent 3/3

Talent arvostus

Määritämme Talent-segmentin arvoa laajan media-yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskerrointen kautta.

Olemme identifioineet Talent -segmentille kaikkiaan 15 verrokkiyhtiötä. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Talentin kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit heijastelevat kohtuullisen hyvin Talentin liiketoimintamallia ja mediatoimialan yleisiä kasvuodotuksia.

Käytämme arvonmäärityksessä verrokkiryhmän vuoden 2021 keskimääräistä ja mediaani EV/kerorinta sekä ennustettamme Talentin vuoden 2021 liikevoittoa.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin huomattavasti Talentia suurempia ja listattuja yhtiöitä, sovellamme Talentin arvostustasoon laskelmassa 20 %:n alennusta verrokkien kertoimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2021 on noin 17x tasolla, mediaanin ollessa noin 12x. Verrokkien keskimääräisillä ja mediaani arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme laskettuna saamme Talentin yritysarvoksi (EV) 150-210 MEUR.

Verrokkien kautta Talentille laskemamme keskimääräinen hyväksyttävä arvostustaso 180 MEUR on noussut noin 10 % edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2019 arvio: 164 MEUR). Arvostuksen nousu johtuu pitkälti käyttämämme verrokkiryhmän arvostustason noususta.

Alma Talent verrokkiryhmä

Verrokki Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		20e	21e	20e	21e
Agora SA	237			1,2	1,0
Future PLC	1367	16,5	13,1	3,8	2,8
DMGT PLC	1427	17,6	11,4	1,0	1,0
Gannett Co Inc	1583	21,3	11,5	0,5	0,5
GEDI SpA	335	31,9	35,2	0,6	0,6
ISGPS SA	192	10,1	10,1	1,1	1,0
Lagardere SCA	6479		21,9	1,3	1,0
Meredith Corp	3331	10,2	9,5	1,3	1,3
Arnoldo Mondadori Editore SpA	505	13,9	9,9	0,7	0,6
New York Times Co	5588	56,5	34,6	3,6	3,4
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	680	17,2	9,2	0,9	0,8
Sanoma Oyj	2329	19,3	15,5	2,2	2,0
Tamedia AG	761	73,9	29,8	0,9	0,9
Promotora de Informaciones SA	1635	17,3	12,9	1,6	1,5
Vocento SA	232	11,2	9,9	0,6	0,6
Keskiarvo	1779	24,4	16,8	1,4	1,3
Mediaani	1064	17,3	12,2	1,1	1,0

Alma Consumer 1/3

Alma Median liikevaihdoltaan pienin segmentti

Consumer on aluelehtiliiketoiminnan myynnin jälkeen liikevaihdolla mitattuna Alma Median pienin segmentti (2019 jatkuvat toiminnot: 47 MEUR / 19 % Alma Median liikevaihdosta) sekä myös oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin pienin segmentti (2019: EBIT-% 12,8 %, oik. EBIT 6,1 MEUR / 12 % konsernin oik. liikevoitosta). Segmentin liikevaihto muodostuu 100 %:sti Suomesta.

Pääosan segmentin liiketoiminnasta muodostaa mediayksikkö, joka koostuu valtakunnallisesta sekä printissä että digissä julkaistavasta uutismedia lltalehdestä. Lisäksi segmentissä raportoidaan verkkopalvelut (mm. Etua.fi ja telkku.com), mutta aiemmin segmenttiin kuuluneet alueelliset lehtitoiminnot (mm. Aamulehti ja Satakunnan Kansa) sekä paino- ja jakeluyksikkö Alma Manun Alma Media myi Sanomalle alkuvuodesta 2020.

Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,26 mrd. euroa) suhteutettuna Consumerin markkinaosuus on noin vajaa 4 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta (noin 0,47 mrd.) noin 5 %.

Painetun median painoarvo tuotoista laski aluelehtien myynnin myötä

Consumerin liiketoimintamallin painopiste muuttui merkittävästi, kun se myi alkuvuodesta 2020 alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan, mutta se on edelleen yhdistelmä perinteistä tilauspohjaista printtimediaa ja pitkälle digitaaliseen liiketoimintamalliin nojaavaa, pitkälti mainosrahoitteista verkkomediaa. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on näin ollen pienentynyt selvästi

aiemmasta, mutta se on edelleen merkittävä, sillä painetun mediaan liitännäisten tuottojen osuus Consumer liikevaihdosta oli noin 44 % vuoden 2019 jatkuvien liiketoimintojen osalta (2018: 76 %). Vastaavasti digitaalisen liiketoiminnan osuus oli noin 56 % (2018: 24 %).

Sisältötuottojen (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2019 jatkuvien toimintojen osalta noin 38 % (2018: 44 %), mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Sisältötuotot muodostuu lähes yksinomaan painettujen sanomalehtien sisältötuotoista, sillä noin 0,5 % muodostuu jatkuvien liiketoimintojen osalta uutismedioiden digitaalisten tilausten tuotoista.

Mainostuottojen osuus Consumerin liikevaihdosta on Suomen painetun mediamainonnan pitkään jatkuneesta laskutrendistä johtuen laskenut asteittain, mutta aluelehtiliiketoiminnan myynnin tuoman rakenteen muutoksen myötä niiden osuus nousi vuoden 2019 jatkuvien toimintojen liikevaihdon osalta 58 %:iin (2018 noin 42 %). Jatkuvien toimintojen osalta segmentin mainostuotoista vuonna 2019 noin 88 % koostui kasvavasta verkkomainonnasta noin 12 % koostui voimakkaasti taantuvasta painetun median mainonnasta.

Palvelutuotot muodostivat vuonna 2019 segmentin liikevaihdosta noin 5 % (2018: 14 %), mitkä koostuivat digitaalisista palveluista, kuten Kotikokki, Telkku, e-Kontakti.

Consumer lyhyesti, 2019

47 MEUR (2018: 152 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2019

13,1 % (2018: 9,5 %)

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

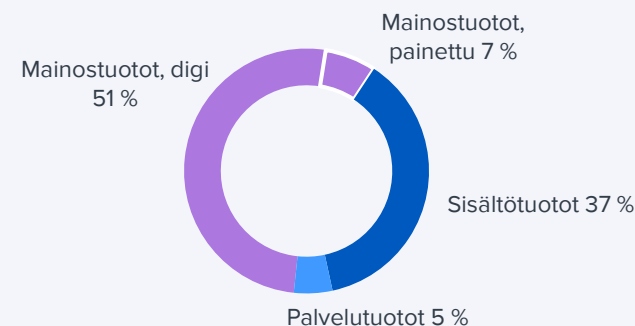
56 % / 44 %

digitaalisten tuottojen osuus / Painetun liiketoiminnan

#2 markkina-asema

iltapäivälehdet

Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2019



Alma Consumer 2/3

Segmentin kehitysnäkymät

Arviomme mukaan Consumerin kasvunäkymät ovat keskipitkällä aikavälillä kaksijakoiset ja kokonaisuutena vaisut. Noin 45 % segmentin tuotoista nojaa edelleen rakenteellisten trendien myötä voimakkaassa laskussa olevaan painetun median markkinaan. Toisaalta noin 55 % segmentin tuotoista muodostavien digitaalisen mainonnan ja palveluiden kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät, mikä kompensoi painetun median laskua.

Arvioimme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa keskipitkällä aikavälillä, sillä erityisesti painetun median mainostuotot laskevat edelleen jyrkästi ja painetun median tilaajien määrä laskee tasaisesti. Lyhyellä tähtäimellä tätä laskua kuitenkin vauhdittaa koronapandemian vaikutukset, minkä aiheuttaman kysynnän laskun emme odota palautuvan. Näin ollen odotamme koronapandemian kiihdyttävän jo ennestään käsillä ollutta median rakennemurrosta.

Odotamme digitaalisen liiketoiminnan tuottojen kasvavan yhteensä noin 5-10 % vuodessa, joten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu jää keskipitkällä aikavälillä ilman yritysostoja keskimäärin nollassa tasolla.

Lyhyellä tähtäimellä kannattavuutta painaa painetun median voimakas lasku, mikä myös rajoittaa kannattavuuspaineen lieventymistä koronapandemian yli katsottaessa. Odotamme yhtiö kuitenkin saavuttavan edelleen hyötyjä toiminnan tehostamisesta, mikä yhdessä liikevaihdon painopisteen muutoksen kanssa tukee keskipitkän aikavälin kannattavuuskehitystä.

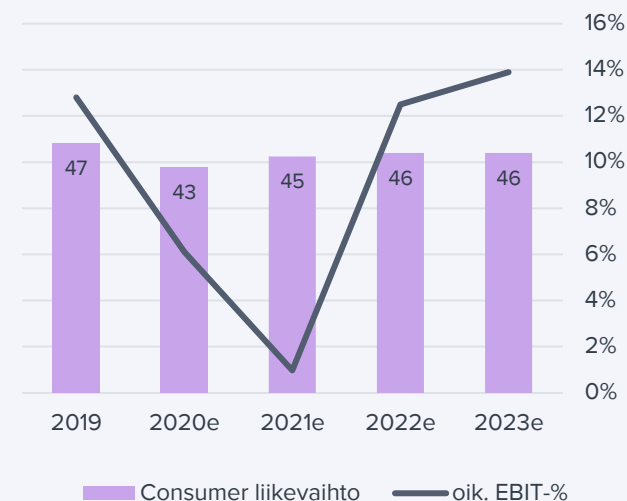
Ennusteet

Consumerin ennusteemme pohjautuvat samoihin Suomen talouden ennusteisiin kuin Talentin ennusteemme. Ennustamme Consumerin liikevaihdon laskevan painetun median laskun myötä 43 MEUR:oon vuonna 2020 (- 10 % v/v). Vuonna 2021 odotamme painetun median laskun hidastumisen ja digitaalisen median kasvun nostavan Consumerin liikevaihdon kasvun vajaaseen 5 %:iin. Pitkän aikavälin ennusteperiodilla (2022-2025) ennustamme keskimäärin noin 6 %:n laskua vuodessa.

Ennustamme vuoden 2020 oikaistun liikevoiton enemmän kuin puolittuvan 2,8 MEUR:oon (2019: 6,1 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n laskevan 6,5 %:iin (2019: 12,8 %). Vuonna 2020 odotamme painetun median liikevaihdon laskun hidastumisen tukevan kannattavuutta, joka palautuu kohtuulliselle tasolle (2020e liikevoitto-% 9,7 %). Vuodelle 2022 ennustamme kasvavaa liikevoittoa ja parantuvaa suhteellista kannattavuutta liikevaihdon rakenteen muutoksen ajamana. Keskipitkällä aikavälillä odotamme liikevoiton kasvun jäävän liikevaihdon kasvua heijastellen vaisuksi, mutta suhteellisen kannattavuuden parantuvan kuitenkin vuoden 2022 12,5 %:sta 14,8 %:iin vuonna 2025.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman digitaalisen mainonnan ja sisältömyynnin kehityksen sekä tehostumisen. Negatiiviseen suuntaan ennuste-epävarmuutta luo ennakoimattomat kilpailuaseman muutokset digimainonnassa ja painetun median rakennemuutoksen nopeus.

Consumer liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	152	47,4	43	45	46
Käyttökate oik.	18,3	7,2	3,8	5,4	6,7
Liikevoitto oik.	14,4	6,1	2,8	4,4	5,7
Liikevoitto	17,9	6,1	2,6	4,2	5,5
Kertaluonteiset erät	3,5	0	-0,2	-0,2	-0,2

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-12 %	-69 %	-9,7%	4,6%	1,6%
Liikevoitto oik. kasvu-%	-14 %	-58 %	-54%	56%	30%
Oik. käyttökate-%	12,1 %	15,2 %	8,9%	12,0%	14,7%
Oik. liikevoitto-%	9,5 %	12,8 %	6,5%	9,7%	12,5%
Liikevoitto-%	11,8 %	12,8 %	6,1%	9,3%	12,0%

Alma Consumer 3/3

Consumerin arvostus

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

Olemme identifioineet Consumer -segmentille kaikkiaan 15 verrokkiyhtiötä, jotka ovat samat verrokkit kuin edellä Talentilla. Verrokkiryhmään kuuluu pääosin Consumerin kaltaisia painetun ja digitaalisen median yhdistäviä yhtiöitä. Arvioimme, että kokonaisuutena verrokkiryhmän liiketoimintamallit heijastelevat kohtuullisen hyvin Consumerin liiketoimintamallia ja mediatoimialan yleisiä kasvuodotuksia. Lisäksi käytämme arvostuksen mittatikkuna Sanoman Netherlands-liiketoiminnan myyntiä ja Alman aluelehtien myyntiä.

Verrokkien arvostus

Käytämme arvonnäilytyksessä verrokkiryhmän vuoden 2021 keskimääräistä ja mediaani EV/EBIT-kerrointa sekä ennustettamme Consumerin vuoden 2021 liikevoitolle.

Koska vertailuyhtiöt ovat kooltaan keskimäärin huomattavasti Consumeria suurempia ja listattuja yhtiöitä, ja monen verrokin digitaalisten liiketoimintojen osuus on Consumeria korkeampi, sovellamme Consumerin arvostustason laskelmassa 25 %:n alennusta verrokkien kertoiimiin.

Käyttämämme verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin vuodelle 2021 on noin 17x tasolla, mediaanin ollessa keskimäärin noin 12x. Verrokkien vuoden 2021 mediaani arvostuskertoimilla, 20 %:n verrokkialennuksella ja liikevoittoennusteellamme laskettuna saamme Consumerin yritysarvoksi (EV) noin 40-55 MEUR.

Verrokkien kautta Consumerille laskemamme keskimääräinen hyväksyttävä arvostustaso 47 MEUR on laskenut edelliseen laajaan päivitykseen nähden (2019 arvio: 147 MEUR), minkä taustalla on alueellisen sanomalehtiliiketoiminnan myynnistä seurannut ennusteiden selvä lasku. Lievää verrokkien arvostuskertoimien nousua heijastellen Consumerin arvo sekä liiketoimintojen myynnistä saatu kauppahinta (115 MEUR), on kuitenkin lievästi noussut suhteessa vuoden takaiseen.

Viime aikaisten yrityskauppojen arvostustasot

Sanoma myi vuoden 2019 lopussa Sanoma Netherlandsin eli yhtiön Hollannin medialiiiketoiminnat 460 MEUR:n yritysarvolla. Liiketoimintojen edellisen 12 kuukauden liikevaihto oli 360 MEUR ja operatiivinen liikevoitto (ilman PPA-poistoja) oli noin 70 MEUR ja näin ollen kauppahinta vastasi noin EV/EBIT 7x-kerrointa. Myydyn liiketoiminnan painetun median osuus oli suuri (noin 60 %), mikä yhdessä rajallisen ostajakunnan kanssa arviomme mukaan painoi kaupan arvostustasoa.

Alma Media myi Sanomalle alkuvuodesta 2020 alueelliset ja paikalliset lehdet sekä painoliiketoiminnan 115 MEUR:n kauppahinnalla. Toimintojen vuoden 2019 liikevaihto oli noin 93 MEUR ja liikevoitto noin 12 MEUR ja siten kaupan arvostus oli noin 10x EV/EBIT-kertoimella.

Yrityskauppojen arvostuskertoimilla Consumerin arvo oli noin 30-45 MEUR. Näkemyksemme mukaan korkeampi digitaalisten tuottojen osuus ja laaja peitto mediamarkkinalla ovat perusteet korkeammalle arvostukselle.

Alma Consumer verrokkiryhmä

Verrokkit Yhtiö	EV MEUR	EV/EBIT		EV/S	
		20e	21e	20e	21e
Agora SA	237			1,2	1,0
Future PLC	1367	16,5	13,1	3,8	2,8
DMGT PLC	1427	17,6	11,4	1,0	1,0
Gannett Co Inc	1583	21,3	11,5	0,5	0,5
GEDI SpA	335	31,9	35,2	0,6	0,6
ISGPS SA	192	10,1	10,1	1,1	1,0
Lagardere SCA	6479		21,9	1,3	1,0
Meredith Corp	3331	10,2	9,5	1,3	1,3
Arnoldo Mondadori Editore SpA	505	13,9	9,9	0,7	0,6
New York Times Co	5588	56,5	34,6	3,6	3,4
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	680	17,2	9,2	0,9	0,8
Sanoma Oyj	2329	19,3	15,5	2,2	2,0
Tamedia AG	761	73,9	29,8	0,9	0,9
Promotora de Informaciones SA	1635	17,3	12,9	1,6	1,5
Vocento SA	232	11,2	9,9	0,6	0,6
Keskisarvo	1779	24,4	16,8	1,4	1,3
Mediaani	1064	17,3	12,2	1,1	1,0

Taloudellinen tilanne

Yritysostojen aineeton omaisuus ja painotalo kasvattaneet muuten kevyttä tasetta

Tarkastelemme yhtiön taloudellista tilannetta vuoden 2019 lopun luvuilla, mutta huomiotavaa on, että alkuvuonna 2020 tapahtuneen alueellisen media- ja painotoiminnan myynnin myötä yhtiön vahva taloudellinen asema vahvistuu entisestään ja näin ollen pelaammekin taloudellista asemaa myös osin vuoden 2020 lopun ennusteisiimme.

Alma Median taseen loppusumma oli 2019 lopussa 401 MEUR. Tase on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2010 (2010: 185 MEUR) yrityskauppojen ja painokone-investointien myötä. Tase sisältää siksi myös paljon liikearvoa (130 MEUR) ja muuta aineetonta omaisuutta (54 MEUR), joista valtaosa liittyy Marketsin vuonna 2012 tekemiin rekrytointiportaalien ostoihin ja vuoden 2015 lopussa toteutettuun Talentumin hankintaan. Aineellista omaisuutta, osakkuuksia ja myytäväksi luokiteltuja eriä oli noin 134 MEUR, josta merkittävä osa (83 MEUR) muodostui myydyistä alueellisista media- ja painoliiketoiminnoista.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy ennakko-maksuja ja ostovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q4'19 lopussa käyttöpääoma oli noin 24 MEUR negatiivinen.

Alman oma pääoma oli Q4'19 lopussa 203 MEUR. Vähemmistön osuus omasta pääomasta oli 30 MEUR, eli noin 15 %. Vähemmistö omistaa osan Markets-segmentin liiketoiminnoista. Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautui

vuoden 2019 lopussa noin 34 % Marketsille, noin 31 % Talentille, noin 4 % Alma Consumerille ja loput noin 31 % konsernille. Talentin ja Marketsin pääomista merkittävä osa on aineetonta omaisuutta ja Consumerin puolestaan aineellista omaisuutta. Merkittävä osa tästä aineellisesta omaisuudesta myös muodostui Sanomalle myydyistä alueellisista media- ja painoliiketoiminnoista.

Pidämme Alma Median tase-eriä valtaosin kuranttina, sillä yhtiö on joka vuosi tehnyt arvonalennustestausten perusteella alaskirjauksia heikompien omaisuuserien arvoihin. Kokonaisuutena alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat matalat ja Alma Median kokoluokassa vaikutukset omavaraisuusasteeseen ja tulokseen olisivat varsin rajallisia.

Yhtiö on käytännössä nettovelaton

Alma Median nettovelkaantumisaste oli Q4'19 lopussa 12 % (Q4'18: 1 %) ja lopetetut toiminnot mukaan lukien nettovelkaa yhtiöllä oli 24 MEUR. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 79 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa oli 12 MEUR ja nämä koostuvat täysin vuokrasopimusveloista. Rahavaroja yhtiöllä oli vastaavasti 67 MEUR.

Alma Median nettovelan ja käyttökatteen suhdeluku vuoden 2019 lopussa oli noin 0,3x. Arvioimme, että nettovelan/käyttökatteen suhdeluvun kestävä taso on noin 2,5x tasolla, joten yhtiöllä on kapasiteettia ottaa velkaa yritysostoihin noin 150-200 MEUR. Lisäksi yhtiö saa Sanomalle myydyistä liiketoiminnoista lisäkapasiteettia, joten kokonaiskapasiteetti on siten noin 200-230 MEUR. Järjestelyn tukemana odotamme yhtiön omavaraisuusasteen kohoavan

entisestään (2020e 73 %) ja nettovelkaantuneisuuden painuvan selvästi negatiiviseksi (2020e -31 %) ilman uusia yritysjärjestelyjä.

Pääoman tuotto vahvistunut

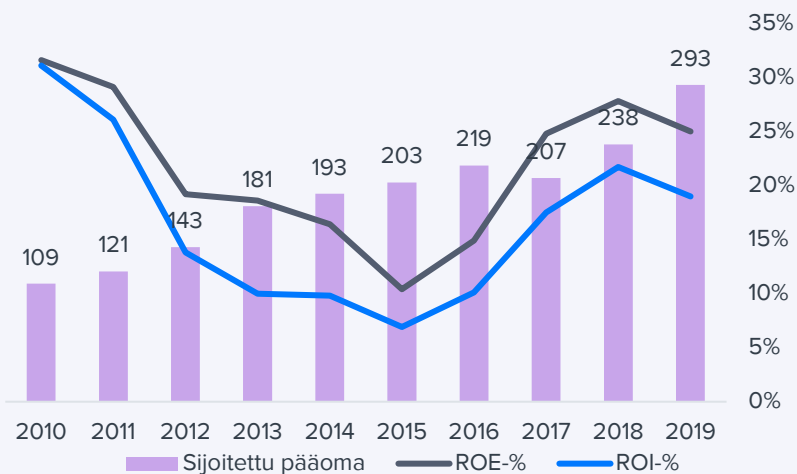
Taseen kasvamisesta huolimatta Alma Median sijoitetun pääoman (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat nousseet hyvälle tasolle viime vuosina kannattavuuden nousun vetämänä ja ennakoimme, mutta arvioimme ettei yhtiö taloudellisten tavoitteiden mukaiseen yli 17 %:n ROI-% tavoitteeseen tänä vuonna koronapandemian rokottaessa kannattavuutta. Kestävää haastetta emme kuitenkaan odota nykytilanteen aiheuttavan ja odotamme ROI-%:n palautuvan keskipitkällä aikavälillä tavoitetason yläpuolelle, johon yhtiö on myös viime vuosina yltänyt. Vuosina 2015-2019 Alma Median ROI-% oli keskimäärin noin 17 % ja ROE-% 22 %.

Kassavirta ja osinko

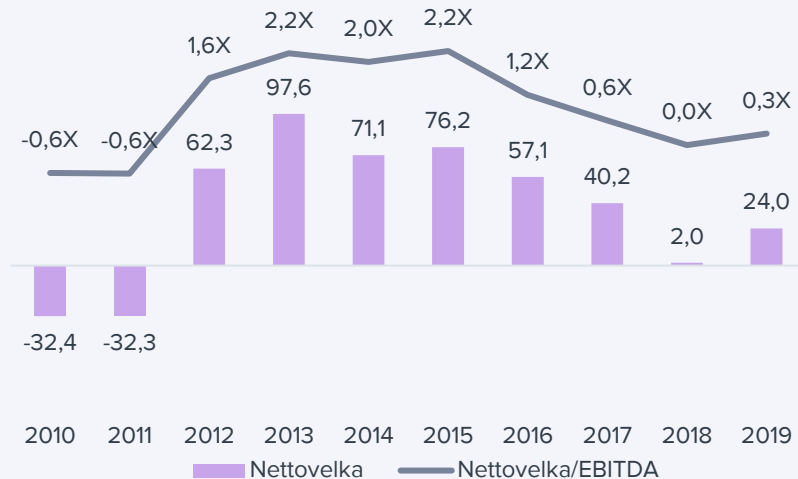
Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvällä noin 11-16 % liikevaihdosta tasolla (vrt. oik. EBIT 8-16 %). Rahavirta nousi vuonna 2019 vahvalle tasolle 24 %:iin (vrt. ebit-% 19,8 %), mutta huomiotavaa on, että IFRS16-standardi tukee operatiivista rahavirtaa lievästi vuodesta 2019 alkaen. Huomioiden yhtiön matala ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen noin 3-4 MEUR vuodessa ja vahva tase asema, on yhtiöllä hyvät edellytykset jakaa keskipitkällä aikavälillä kasvavaa osinkoa yrityskaupoista huolimatta. Kuluvana vuonna odotamme osingon kuitenkin jäävän edellisvuoden tasolle koronapandemian aiheuttaman tulospaineen myötä.

Taloudellinen tilanne

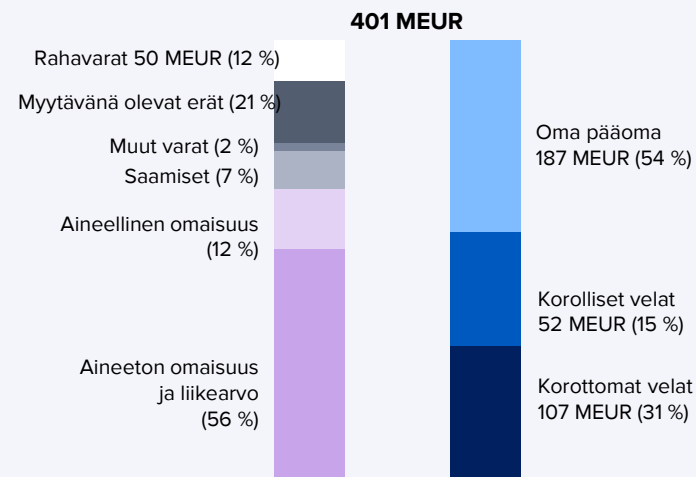
Sijoitettu pääoma, ROI % ja ROE-%



Nettovelat ja nettovelka/EBITDA

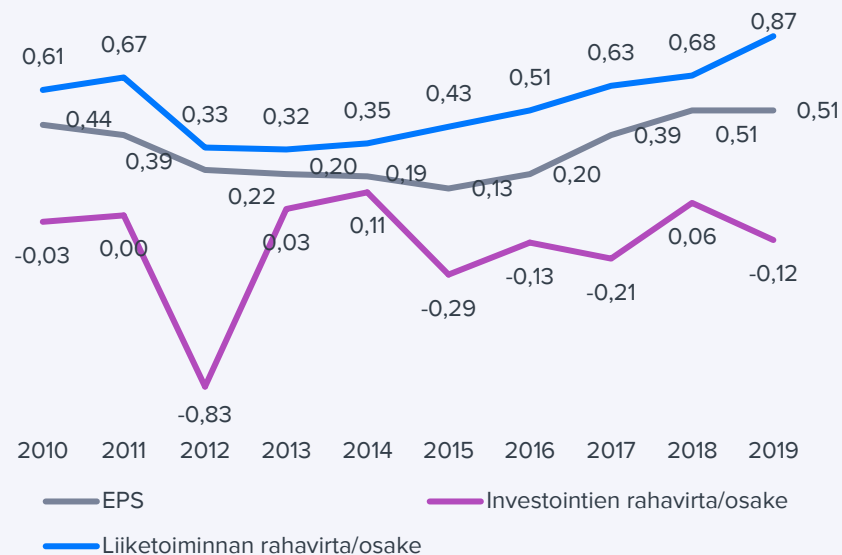


Taserakenne, 2019



Lähde: Inderes, Alma Media

Liiketoiminnan ja investointien rahavirta ja EPS



Ennusteet konsernitasolla

Koronapandemian värittävä vuosi 2020

Alma Media ei ole antanut vuodelle 2020 ohjeistusta koronapandemian vaikeuttaessa koko vuoden arviointia. Ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan vuonna 2020 lähes 13 % 218 MEUR:oon.

Ennusteissamme odotamme liikevaihdon laskevan kaikissa segmenteissä, mutta voimakkaammin koronapandemian vaikutukset iskevät arviomme mukaan Marketsin sykliseen rekrytoinnin kysyntään.

Kuluvan vuoden ennusteissamme liikevaihdon lasku painaa myös oikaistua liikevoittoa, jonka odotamme niin ikään laskevan kaikissa segmenteissä. Konsernitasolla odotamme Alma Median oikaistun liikevoiton laskevan lähes 27 % 36 MEUR:oon vastaten 16,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2019: 19,7 %) Suhteellisesti suurinta oikaistun liikevoiton laskua odotamme Consumer-segmenttiin, mutta konsernin mittakaavassa sen vaikutus on suhteellisen pieni, kun taas Marketsin selvä tuloksen lasku on konsernitason tulokselle voimakkaampi ajuri.

Raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennustamme laskevan operatiivisen tuloksen laskua heijastellen 0,31 euroon (2019: 0,37 euroa). Heikentyvää tuloskehitystä heijastellen ennustamme Alma Median säilyttävän osinkonsa edellisen vuoden tasolla 0,40 eurossa osakkeelta, sillä heikentyvästä tuloskunnosta huolimatta osingonjakovaraa tukee hyvä operatiivinen rahavirta ja etenkin vahva taseasema.

Vuodet 2021 ja 2022: asteittaista palautumista koronapandemiasta

Ennustamme Alma Median liikevaihdon kasvavan lähes 5 % vuonna 2021, kun etenkin Marketsin

kysyntä asteittain palautuu koronapandemian aiheuttamasta kysynnän heikentymisestä. Konsernitasolla liikevaihdon palautumista hidastaa kuitenkin edelleen jatkuva painetun median lasku. Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme niin ikään vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan reilu 3 %.

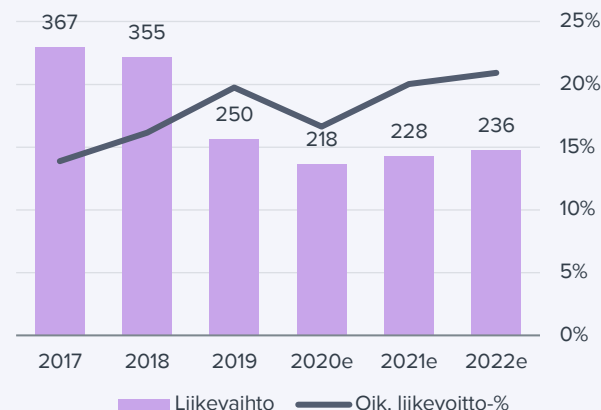
Odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan liikevaihdon kasvua voimakkaammin vuonna 2021 (2021e oik. ebit-% 20,0 %) ja kannattavuuden vahvistuvan liikevaihdon jakauman muutosta heijastellen. Ennustamme niin ikään vuonna 2022 oikaistun liikevoitto-%:n vahvistuvan 20,9 %:iin Marketsin kasvun tukemana. Vuosien 2021 ja 2022 oikaistujen osakekohtaisten tulosten odotamme kasvavan 0,39 euroon ja 0,42 euroon ja vahvaa rahoitusasemaa heijastellen odotamme vuosien 2021 ja 2022 osinkojen (0,42 euroa ja 0,44 euroa) palaavan maltilliselle kasvukäyrälle.

Pitkän aikavälin tulosennusteet

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

Oletamme Alma Median digitaalisten liiketoimintojen kasvavan pitkällä aikavälillä keskimäärin yli 5-8 % vuodessa, mutta samanaikaisesti noin kolmanneksen tuotoista muodostavien painetun median tuottojen laskevan noin 5-10 % vuodessa, mikä painaa kokonaiskasvun maltilliseksi (CAGR 2021-2028 2,4 %). Liiketoiminnan painopisteen parantuminen nostaa kuitenkin ennusteissamme hiljalleen Alman liikevoitto-%:a (2028: 25 %) ja nostaa tuloskasvun hyvälle tasolle (CAGR 2021-2028: + 6 %).

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet konsernitasolla

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	367	355	62,1	64,1	58,3	65,7	250	61,8	49,4	47,9	59,0	218	228	236	244
Alma Markets	83,2	96,4	25,0	25,5	24,9	24,6	100	24,7	17,6	17,8	20,7	80,8	86,9	93,2	100
Alma Talent	113	109	26,2	26,1	22,4	28,3	103	25,6	22,2	20,7	26,9	95,3	97,4	98,2	99,3
Alma Consumer	172	152	10,9	12,3	11,2	12,8	47,2	11,6	9,9	9,6	11,7	42,8	44,8	45,5	45,5
Muut ja eliminoinnit	-0,9	-2,3	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Käyttökate	66,8	76,6	17,2	17,5	18,9	17,8	71,4	16,3	9,7	12,4	14,4	52,8	59,1	61,9	66,4
Poistot ja arvonalennukset	-20,3	-15,6	-5,7	-5,6	-5,3	-5,3	-21,9	-4,1	-4,0	-4,0	-4,0	-16,0	-14,8	-13,5	-12,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	51,0	57,3	11,5	11,9	13,6	12,4	49,4	11,2	5,8	8,5	10,8	36,3	45,8	49,4	54,4
Liikevoitto	46,5	61,0	11,5	11,9	13,6	12,5	49,5	12,2	5,8	8,5	10,4	36,9	44,3	48,4	54,0
Alma Markets	28,3	34,4	8,7	9,7	10,7	8,6	37,7	8,6	5,4	6,2	6,7	26,9	30,9	33,2	37,1
Alma Talent	14,6	15,5	3,8	3,3	2,9	4,8	14,8	3,7	1,7	2,7	4,4	12,4	15,5	15,8	16,5
Alma Consumer	16,6	14,4	1,0	2,0	1,3	1,9	6,2	0,7	0,2	0,6	1,3	2,8	4,4	5,7	6,3
Muut ja eliminoinnit	-8,5	-7,0	-2,0	-3,1	-1,3	-2,8	-9,2	-1,8	-1,5	-1,0	-1,5	-5,8	-5,0	-5,3	-5,5
Kertaluonteiset erät	-4,5	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	-1,5	-1,0	-0,4
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,3	-0,4	-1,2	-0,2	-0,3	-2,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,6	0,5	0,5	0,5
Tulos ennen veroja	46,0	60,4	11,1	11,0	13,5	12,3	47,9	12,5	6,0	8,6	10,6	37,7	45,0	49,1	54,8
Verot	-9,2	-12,5	-2,7	-2,4	-2,5	-3,1	-10,7	-2,3	-1,2	-1,7	-2,1	-7,3	-9,0	-9,8	-10,9
Vähemmistöosuudet	-4,6	-6,3	-1,5	-1,6	-1,8	-1,5	-6,4	-1,6	-1,0	-1,1	-1,2	-4,8	-5,3	-5,6	-6,2
Nettotulos	32,2	41,7	6,9	7,0	9,2	7,7	30,8	8,6	3,9	5,8	7,4	25,6	30,8	33,8	37,6
EPS (oikaistu)	0,45	0,46	0,08	0,09	0,11	0,09	0,37	0,09	0,05	0,07	0,09	0,30	0,39	0,42	0,46
EPS (raportoitu)	0,39	0,51	0,08	0,09	0,11	0,09	0,37	0,10	0,05	0,07	0,09	0,31	0,37	0,41	0,46

Tunnusluvut	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	-3,4 %	-32,6 %	-27,9 %	-28,6 %	-28,6 %	-29,5 %	-0,5 %	-22,9 %	-17,9 %	-10,2 %	-12,8 %	4,7 %	3,4 %	3,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		12,4 %	-5,7 %	-7,8 %	-9,9 %	-27,5 %	-13,8 %	-2,6 %	-51,3 %	-37,6 %	-12,8 %	-26,5 %	26,1 %	7,9 %	10,2 %
Käyttökate-%	18,2 %	21,6 %	27,7 %	27,3 %	32,4 %	27,1 %	28,5 %	26,4 %	19,7 %	26,0 %	24,3 %	24,2 %	25,9 %	26,2 %	27,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,9 %	16,2 %	18,5 %	18,6 %	23,3 %	18,9 %	19,7 %	18,1 %	11,7 %	17,7 %	18,3 %	16,6 %	20,0 %	20,9 %	22,3 %
Nettotulos-%	8,8 %	11,8 %	11,1 %	10,9 %	15,8 %	11,7 %	12,3 %	13,9 %	7,8 %	12,1 %	12,5 %	11,7 %	13,5 %	14,3 %	15,4 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Kasvu- ja osinko-osakkeen yhdistelmä

Alma Media profiloituu sijoituskohteena Markets-liiketoimintojen merkittäväksi kasvaneen roolin ja kannattavan kasvun sekä aktiivisen yritysostostrategian puolelta kasvuyhtiöksi, ja stabiiliin, kannattavan ja vahvaa kassavirtaa tuottavan medialiiketoiminnan puolelta osinko-osakkeeksi. Alma Median osingonmaksukyky on hyvä, sillä yhtiön kassavirta on vahva, velkaisuus ja investointitarpeet matalat ja kasvu ei sido yritysostoja lukuun ottamatta olennaisesti pääomia.

Syklisyys ja toimialan murros kasvattaa tuloksen vaihteluja

Mediayhtiöiden tulokset vaihtelee tyypillisesti vahvasti yleisen talouskehityksen mukana, sillä merkittävä osa toimialan ja Alman tuotoista syntyy ilmoitustuotoista. Toimialan murros eli painettujen medioiden sisältötuottojen lasku tulee arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä edelleen kasvattamaan suhdanneherkkien tuottojen osuutta Alma Median liikevaihdosta. Lisäksi painetun median rakenteellisen laskutrendin kulmakerroin voi vaihdella voimakkaasti yli ajan, mikä korostuu nyt koronapandemian myötä. Tämä voi synnyttää odotuksia merkittävämpiä tulosvaihteluja ja kertaeriä.

Yrityskauppojen tekijä ja potentiaalinen kohde

Yritysjärjestelyt ovat keskeinen osa Alma Median strategiaa ja lisäksi toimialan kehitysvaihe ja trendit nostavat yrityskauppojen todennäköisyyden korkeaksi. Sijoittajalle yritysjärjestelyt näkyvät Alma Mediassa kolmea kautta: 1) Yhtiö pyrkii itse aktiivisesti kiihdyttämään

kasvua, luomaan synergiaetuja ja/tai laajentumaan yritysostoin; 2) Yhtiö muokkaa tarvittaessa liiketoimintarakennettaan myymällä heikosti kannattavia sekä strategiaan sopimattomia osia; 3) Mediayhtiöiden ristiinomistusten ja Alma Median merkittävän digitaalisen liiketoiminnan markkina-aseman kautta Alma Media tai sen osat ovat itsessään potentiaalinen yritysjärjestelyjen kohde.

Positiiviset arvo-ajurit

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

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

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Alma Medialla on vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista ja vahva tase niiden toteuttamiseksi. Pidämme yrityskauppoja siten lähtökohtaisesti positiivisena optiona sijoittajien kannalta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Korkeahko suhdanneherkkyys: Merkittävä (noin 2/3 osaa) ja kasvava osa yhtiön tuotoista syntyy suhdanneherkistä mainos- ja ilmoitustuotoista, kun taas yhtiön kustannusrakenne on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Tämä korostuu

koronapandemian aiheuttaman voimakkaan talousympäristön heikentymisen myötä, mutta yhtiö on ryhtynyt kustannusten sopeutustoimiin hyvissä ajoin, mikä arviomme mukaan lieventää tulospainetta.

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

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

Teknologia- ja sääntelyriskit: Digitaalisten liiketoimintojen alueella keskeiset riskit liittyvät teknologiamuutoksiin, jotka saattavat muuttaa nopeasti markkinoita ja liiketoiminta-malleja, sekä kasvattaa merkittävästi tuotekehitys- ja markkinointikuluja. Tällä hetkellä näitä riskejä ovat mm. mainonnan esto-ohjelmien yleistymisen ja sosiaalisen median teknologia-alustojen vahva markkina-asema. Kuluttajadataa voimakkaasti hyödyntävien yhtiöiden osalta on riskinä sääntelyn kiristyminen (mm. GDPR), jonka osalta odotamme kuitenkin Alma Median olevan suhteellinen hyötyjä.

Sijoitusprofiili



1.

Digitaalisten liiketoimintojen kannattava kasvu

2.

Vakaat, kannattavat ja vahvaa kassavirtaa tuottavat mediatoiminnot

3.

Korkeahko suhdanneherkkyys nostaa osakkeen riskiprofiilia

4.

Vahva kassavirta ja matala velkaisuus antavat merkittävää liikkumavaraa yritysostoihin

5.

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

Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Vahva kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio

Riskit



- Korkea suhdanneherkkyys
- Painetun median tuottojen rakenteellinen lasku ja sisältötuottojen matala digitalisaatioaste
- Kilpailuaseman muutokset
- Teknologiamuutokset

Arvostus

Arvonmäärittäminen

Alma Median osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon yhtiön lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella (tulokasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tuemme arvonmäärittystä osien summa -laskelman, kassavirtamallin (DCF), sekä pitkän aikavälin ja verrokkien arvostuskerroinanalyyysin kautta. Suosimme arvonmäärittämisessä EV/EBIT-kerrointa, sillä se huomioi yhtiön nettokassan. Olennaisessa osassa on kuitenkin myös P/E-kerroin, sillä se huomioi vähemmistöjen osuuden.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Alma Median osakkeen tuotto-odotuksessa osingon rooli on arviomme mukaan suuri. Ennusteillamme ja nykyisellä 7,10 euron kurssitasolla osinkotuotto asettuu noin 5,5-6 %:iin lähivuosina. Arvioimme Alma Median osingon olevan suuresta syklisen tuottojen osuudesta ja korkeasta osingonjakosuhteesta huolimatta vakaalla pohjalla tällä hetkellä, sillä yhtiön kyky tuottaa rahavirtaa on vahva ja yhtiöllä on tuhti nettokassa. Ennusteemme eivät sisällä todennäköisiä yritysjärjestelyitä, mitkä voivat toteutuessaan muuttaa osingonjakosuhdetta.

Odotamme Alma Median lähivuosien oikaistun nettotuloksen kasvun nousevan hyvälle tasolle 15-20 %:iin, sillä odotamme yhtiön suhteellisen markkina-aseman vahvistuvan koronapandemian yli katsottaessa ja siten etenkin Marketsin digitaalisten tuottojen osuuden kasvu liikevaihdon jakaumassa

tukee kannattavuuden nousua.

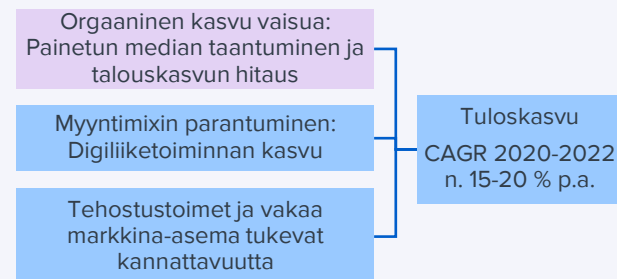
Alma Median tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat nousseet sekä absoluuttisesti että suhteellisesti korkeille tasoille (2020e P/E oik. 23x ja EV/EBIT oik. 16x). Huomioiden tuottojen suhteellisen suuren osan syklisyys, koronapandemian aiheuttama epävarmuus ja median yhä kesken oleva rakennemuutos näemme Alma Median arvostuskertoimissa olevan laskuvaa.

Pitkän aikavälin potentiaalia ja eri liiketoimintojen itsenäistä arvostusta kuvaavat kassavirtalaskelma (DCF) ja osien summa -analyysi indikoivat osakkeeseen selvää nousupotentiaalia nykytasolta (noin 8-9,2 euroa). Emme odota Alma Median osakekurssin nousevan kuitenkaan tälle tasolle 12kk:n tähtäimellä, sillä konsernille tullaan tuottojen syklisyyden ja median jatkuvan rakennemuutoksen vuoksi todennäköisesti hyväksymään nykyistä matalammat kertoimet.

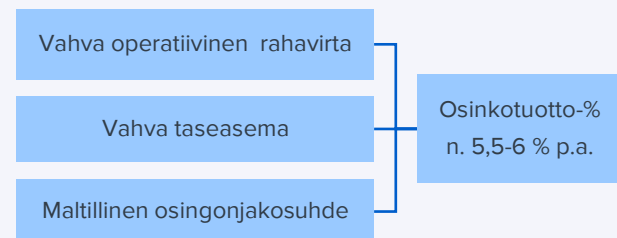
Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 10-15 % p.a.

Arvostus - osien summa -analyysi

Osien summa -laskelma

Alma Median kolme liiketoimintoa ovat hyvin itsenäisiä ja varsinkaan Markets ja mediaaliiketoimintojen välillä ei ole nähdäksemme niin merkittäviä synergioita, etteikö osat olisi mahdollista arvottaa erikseen. Näkemyksemme mukaan osien summa -laskelma antaa siksi hyvän mittatikun Alma Median osakkeen arvostukselle ja lisää läpinäkyvyyttä yhtiön arvonmuodostukseen. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet liiketoiminnot erikseen ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Arviomme Alma Median osien bruttoarvosta on perusoletuksilla ja ennusteillamme 675 MEUR. Markets on vahvan kasvun, skaalautuvuuden ja tuloksentekokyvyn näkökulmasta arviomme mukaan selvästi Alma Median arvokkain osa ja arviomme sen yritysarvoksi on 508 MEUR ilman vähemmistöjen (135 MEUR) osuutta. Talent on laskelmassamme toiseksi arvokkain osa ja arvioimme sen yritysarvoksi 180 MEUR. Consumerin yritysarvo on laskelmassamme 47 MEUR.

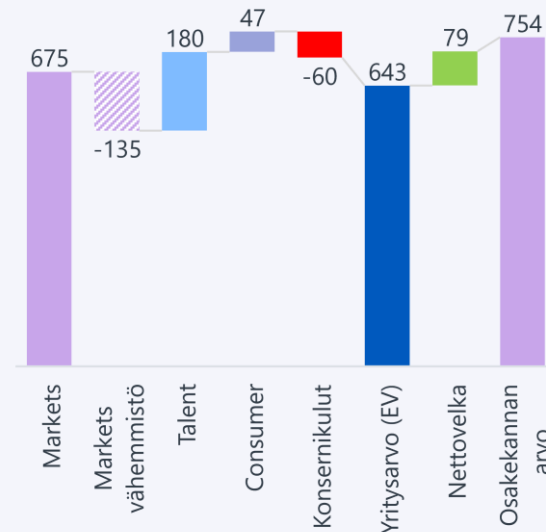
Kun segmenttien yritysarvoista ja vähennetään konsernin kulujen käypä arvo (-60 MEUR) ja lisätään nettokassa (79 MEUR) saadaan Alma Median osakekannan käyväksi arvoksi osien summan perusteella 754 MEUR tai noin 9,2 euroa per osake.

Alman osien summassa on nähtävissä selkeä kahtiajako keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä kannattavasti kasvavien (Markets) ja vakaasti kehittyvien mediaaliiketoimintojen (Talent, Consumer) välillä. Osien summa on noussut vuoden takaiseen arviomme nähden hieman (2019: 8,9 euroa).

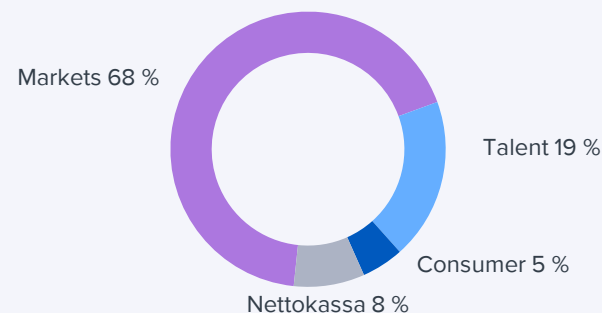
Suurin arvonnousupotentiaali vahvan taseaseman hyödyntämisessä

Näkemyksemme mukaan Alma Median vahvin arvonluontipotentiaali tällä hetkellä on vahvan taseaseman hyödyntämisessä. Yhtiöllä on käytettävissään yli 200 MEUR yritysjärjestelyihin, millä voisi lunastaa Alma Marketsin vähemmistöt ja/tai nopeuttaa digitaalisten liiketoimintojen kasvua ja sitä kautta parantaa yhtiön arvonluontikykyä. Luottamustamme yhtiön arvonluontikykyyn yritysjärjestelyillä kasvattaa erinomaiset historialliset näytöt.

Arvio Alma Median osien summasta, 6/2020



Yritysarvon jakautuminen, 6/2020



Arvostus

Kassavirtalaskelma (DCF)

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

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,0 euroa. Painetun median laskusta johtuen liikevaihto kasvaa DCF-mallissamme maltillisen vakaasti (2-2,5 %) koko ennusteperiodin (2019-2028) ajan, mutta digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomatuotto pysyvät vahvalla tasolla. EBIT-marginaali nousee mallissamme kuluvan vuoden lähes 17 %:n tasolta noin 25 %:iin pitkällä aikavälillä. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella 49 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja käyttämämme oman pääoman kustannuksen kanssa.

Kerroinanalyysi ja verrokkiarvostus

Ennusteidemme mukaiset Alma Median tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä noin 40 % yli Alma Median 10 vuoden keskimääräisten arvostuskertoimien (EV/EBIT 11,6x). Pidämme preemiota Alma Median historialliseen arvostustasoon perusteltuna, sillä koronasta palautumisen myötä odotamme tuloskasvun olevan lähivuosina erittäin vahvaa ja yhtiön liiketoimintarakenteen on muuttunut yritysjärjestelyjen myötä houkuttelevammaksi.

Alma Median laajan verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin vuodelle 2021 on noin 21x

tasolla, mikä indikoisi Marketsin vähemmistöosuudet ja osakkeen lievä likviditeettialennus (-10 %) huomioiden noin 10 euron arvostustasoa Alma Median osakkeelle. Alma Median tuloskasvuodotukset ovat kuitenkin arviomme mukaan kokonaisuutena lähivuosille selvästi verrokkiryhmän odotuksia maltillisemmat, joten emme näe tässä suhteessa selvää ajuria arvostuksen nousulle. Lisäksi arvioimme, että talouskasvunäkymän selvä heikentyminen voi vaikuttaa negatiivisesti myös vertailuryhmän arvostuskertoimiin.

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme Alma Median suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja nostamme tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 6,5 euroa). Tuntuvan tavoitehinnan nousun taustalla on koronakriisin väistymisen takalalle tuloskasvunäkymissä, yritysjärjestelyiden vahvistunut arvonluontipotentiaali sekä verrokkien arvostustasojen palautuminen. Näkemysksemme mukaan lähivuosien tuloskasvu ja osinko nostavat kokonaistuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle. Lisäksi arvostusta tukee 8-9,2 euron käypää arvoa indikoivat kassavirtamalli ja osien summa-laskelma. Riskeinä näkemyksellemme näemme koronakriisin toisen aallon, joka toteutuessaan heikentäisi tuloksen elpymisnäkymää sekä mahdollinen yleinen arvostustasojen lasku.

Alma Median arvostuskertoimet

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,10	7,10	7,10
Osakemäärä, milj. kpl	82,3	82,3	82,3
Markkina-arvo	584	584	584
Yritysarvo (EV)	592	580	569
P/E (oik.)	23,3	18,1	16,8
P/E	22,8	19,0	17,3
P/Kassavirta	5,2	12,9	12,5
P/B	2,5	2,6	2,6
P/S	2,7	2,6	2,5
EV/Liikevaihto	2,7	2,5	2,4
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,8	9,2
EV/EBIT (oik.)	16,3	12,7	11,5
Osinko/tulos (%)	128,4 %	112,3 %	107,2 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,9 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Alma Median EV/EBIT-kertoimen kehitys



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Agora SA	8,5	93	237			19,0	7,2	1,2	1,0					0,5
Future PLC	1244,0	1407	1367	16,5	13,1	13,9	11,1	3,8	2,8	21,5	17,6	0,1	0,1	8,5
Daily Mail and General Trust P L C	719,0	1676	1427	17,6	11,4	11,1	8,4	1,0	1,0	43,3	23,3	3,4	3,6	2,1
Gannett Co Inc	2,7	315	1583	21,3	11,5	4,3	3,9	0,5	0,5				14,8	0,3
GEDI Gruppo Editoriale SpA	0,5	233	335	31,9	35,2	7,0	6,9	0,6	0,6		138,3	1,4	1,4	0,6
Impresa Sociedade Gestora de Par	0,1	25	192	10,1	10,1	7,7	7,7	1,1	1,0	2,5	2,5			0,2
Lagardere SCA	13,2	1772	6479		21,9	17,2	10,8	1,3	1,0		12,3	3,9	7,1	1,2
Meredith Corp	19,4	870	3331	10,2	9,5	6,9	6,6	1,3	1,3	4,3	4,4	9,0		
Arnoldo Mondadori Editore SpA	1,1	298	505	13,9	9,9	6,7	5,6	0,7	0,6	16,9	10,0	0,6	3,6	1,6
New York Times Co	40,6	5970	5588	56,5	34,6	39,7	29,1	3,6	3,4	74,6	50,4	0,3	0,3	
Rizzoli Corriere della Sera Mediagrc	0,7	357	680	17,2	9,2	7,7	5,6	0,9	0,8	19,6	8,6		5,1	1,2
Sanoma Oyj	8,9	1474	2329	19,3	15,5	7,7	6,9	2,2	2,0	15,0	12,9	5,9	6,3	2,8
TX Group AG		640	761	73,9	29,8	6,7	6,5	0,9	0,9					0,4
Promotora de Informaciones SA	0,7	520	1635	17,3	12,9	9,0	7,5	1,6	1,5	48,6	31,6			
Vocento SA	0,8	98	232	11,2	9,9	5,8	5,3	0,6	0,6	14,8	9,9	3,8	1,9	0,4
Mediayhtiöverrokkit mediaani		439	1064	17,3	12,2	7,7	6,9	1,1	1,0	18,3	12,6	3,4	3,6	0,9
Auto Trader Group PLC	546,2	5846	6191	21,2	29,8	20,7	29,1	14,8	19,3	24,9	36,4	1,0	1,0	40,8
Carsales.Com Ltd	17,1	2582	2809	27,8	24,3	23,6	21,6	11,7	10,7	36,8	32,2	2,0	2,4	17,2
Goco Group PLC	89,5	414	499	15,5	11,7	12,2	9,7	2,7	2,5	18,9	13,9	1,0	1,3	70,9
Holidaycheck Group AG	1,7	96	89				39,6	3,8	0,8					1,0
Moneysupermarket.Com Group PLC	343,2	2035	2048	15,6	13,7	13,5	12,2	4,7	4,4	20,1	17,9	3,5	3,8	8,1
REA Group Ltd	107,6	8698	8798	37,1	31,5	30,9	27,1	17,9	16,1	54,1	44,9	0,9	1,1	13,7
Rightmove PLC	576,8	5660	5636	34,7	23,6	34,3	23,2	23,7	17,4	44,8	29,5	0,9	1,3	48,3
Schibsted ASA	246,6	5468	6620	38,2	22,9	20,5	15,1	3,6	3,2	70,7	36,6	0,7	0,9	4,4
Scout24 AG	68,7	7424	5364	34,5	25,6	26,3	20,5	15,7	11,9	78,6	51,6	0,9	1,3	3,0
Seek Ltd	20,4	4417	5453	35,0	30,4	21,8	19,6	5,6	4,9	68,3	56,6	1,0	1,2	5,1
Just Eat PLC		14662	14883	102,5	57,4	65,4	40,9	7,7	6,1	143,1	80,3			1,7
New Work SE		1517	1476	31,7	23,0	16,6	14,0	5,5	5,0	48,1	40,2	0,9	1,1	11,1
Stroeer SE & Co KGaA		3831	5393	42,7	24,9	13,1	10,3	3,9	3,5	39,0	22,6	2,0	3,2	6,7
Adevinta ASA		6786	6929	60,2	37,7	43,7	30,1	10,2	8,8	124,4	56,8	0,1	0,4	4,5
Recruit Holdings Co Ltd	4048	56207	54526	29,2		20,5	23,9	2,8	3,0	36,4	44,0	0,7	0,8	6,2
Alma Media (Inderes)	7,10	584	592	16,3	12,7	11,2	9,8	2,7	2,5	23,3	18,1	5,6	5,9	2,5
Keskiarvo				30,7	21,5	18,0	15,3	5,0	4,4	43,5	33,3	2,1	2,8	9,4
Mediaani				24,6	22,4	13,7	10,8	2,8	2,5	36,8	29,5	1,0	1,4	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-34 %	-43 %	-18 %	-9 %	-2 %	3 %	-37 %	-39 %	457 %	331 %	-12 %

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

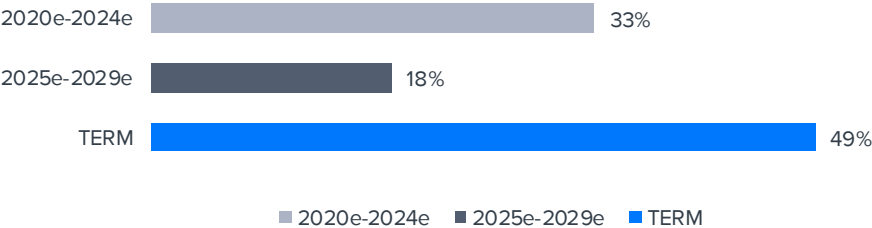
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	49,5	36,9	44,3	48,4	54,0	55,3	56,6	59,3	63,4	67,7	69,1	
+ Kokonaispoistot	21,9	16,0	14,8	13,5	12,4	11,5	10,1	9,6	9,5	9,4	9,3	
- Maksetut verot	-10,7	-4,4	-9,0	-9,8	-10,9	-10,8	-11,1	-11,6	-12,4	-13,3	-13,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	-29,1	4,4	1,5	1,2	1,3	0,9	0,5	0,7	0,9	0,9	0,7	
Operatiivinen kassavirta	31,1	52,9	51,7	53,4	56,9	56,6	55,9	57,7	61,1	64,4	65,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	46,5	-6,5	-6,6	-6,8	-6,9	-7,0	-7,0	-8,6	-8,8	-8,9	-9,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	77,3	46,2	45,1	46,6	50,0	49,6	48,9	49,1	52,3	55,5	56,0	
+/- Muut	0,0	66,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	77,3	113	45,1	46,6	50,0	49,6	48,9	49,1	52,3	55,5	56,0	852
Diskontattu vapaa kassavirta		108	39,6	37,7	37,2	33,9	30,7	28,4	27,8	27,2	25,2	384
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		780	672	632	594	557	523	493	464	436	409	384
Velaton arvo DCF		780										
- Korolliset velat		-47,9										
+ Rahavarat		48,4										
-Vähemmistöosuus		-90,0										
-Osinko/pääomapalautus		-32,9										
Oman pääoman arvo DCF		660										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Pääoman kustannus (wacc)	
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	367	355	250	218	228
Käyttökate	66,8	76,6	71,4	52,8	59,1
Liikevoitto	46,5	61,0	49,5	36,9	44,3
Voitto ennen veroja	46,0	60,4	47,9	37,7	45,0
Nettovoitto	32,2	41,7	30,8	92,3	30,8
Kertaluontoiset erät	-4,5	3,7	0,1	0,6	-1,5

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	333,5	398,8	400,9	375,9	380,5
Oma pääoma	158,3	186,8	202,5	264,2	266,3
Liikearvo	121,7	133,5	130,3	130,3	130,3
Nettovelat	54,3	55,0	-0,5	-78,7	-90,5

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	66,8	76,6	71,4	52,8	59,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,7	5,3	-29,1	4,4	1,5
Operatiivinen kassavirta	52,5	68,4	31,1	52,9	51,7
Investoinnit	-20,9	-61,2	46,5	-6,5	-6,6
Vapaa kassavirta	30,9	7,8	77,3	112,9	45,1

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,39	0,51	0,37	0,31	0,37
EPS (oikaistu)	0,45	0,46	0,37	0,30	0,39
Operat. kassavirta / osake	0,64	0,83	0,38	0,64	0,63
Vapaa kassavirta / osake	0,38	0,10	0,94	1,37	0,55
Omapääoma / osake	1,66	1,95	2,09	2,80	2,77
Osinko / osake	0,24	0,35	0,40	0,40	0,42

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	-3 %	-29 %	-13 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	39 %	15 %	-7 %	-26 %	12 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	44 %	12 %	-14 %	-27 %	26 %
EPS oik. kasvu-%	45 %	4 %	-19 %	-18 %	29 %
Käyttökate-%	18,2 %	21,6 %	28,5 %	24,2 %	25,9 %
Oik. Liikevoitto-%	13,9 %	16,2 %	19,7 %	16,6 %	20,0 %
Liikevoitto-%	12,7 %	17,2 %	19,8 %	16,9 %	19,4 %
ROE-%	25,2 %	28,1 %	18,5 %	12,7 %	13,4 %
ROI-%	20,9 %	23,1 %	18,5 %	13,4 %	14,6 %
Omavaraisuusaste	51,0 %	49,4 %	52,1 %	72,8 %	72,5 %
Nettovelkaantumisaste	34,3 %	29,4 %	-0,3 %	-29,8 %	-34,0 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	2,9	2,7	2,5
EV/EBITDA (oik.)	10,9	8,0	10,3	11,2	9,8
EV/EBIT (oik.)	14,3	10,7	14,9	16,3	12,7
P/E (oik.)	16,1	12,0	21,3	23,3	18,1
P/B	4,3	2,8	3,8	2,5	2,6
Osinkotuotto-%	3,3 %	6,3 %	5,0 %	5,6 %	5,9 %

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	309	239	229	221	215
Liikearvo	134	130	130	130	130
Aineettomat hyödykkeet	59,4	54,3	48,1	43,0	38,8
Käyttöomaisuus	107	47,4	44,1	41,1	38,5
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	4,1	3,2	3,2	3,2	3,2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,9	3,3	3,3	3,3	3,3
Laskennalliset verosaamiset	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	89,5	162	146	159	172
Vaihto-omaisuus	3,2	0,7	1,5	1,4	1,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,5	83,3	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	36,3	29,5	26,2	27,4	28,3
Likvidit varat	49,5	48,4	119	131	142
Taseen loppusumma	399	401	376	381	386

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	187	203	264	266	270
Osakepääoma	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3
Kertyneet voittovarot	88,7	101	160	158	157
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,6	7,2	-2,0	-2,0	-2,0
Muu oma pääoma	26,8	19,1	26,8	26,8	26,8
Vähemmistöosuus	26,6	30,4	34,2	38,4	42,9
Pitkäaikaiset velat	105	51,3	45,0	45,0	45,0
Laskennalliset verovelat	12,2	11,1	14,0	14,0	14,0
Varaukset	0,4	0,4	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	91,4	38,9	30,0	30,0	30,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	107	147	66,6	69,2	71,2
Lainat rahoituslaitoksilta	13,1	9,0	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	93,0	65,6	55,6	58,2	60,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,7	72,5	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	399	401	376	381	386

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.3.2018	Lisää	7,80 €	7,22 €
27.4.2018	Lisää	7,70 €	7,20 €
5.7.2018	Osta	7,40 €	6,34 €
19.7.2018	Lisää	7,30 €	6,94 €
24.9.2018	Lisää	7,20 €	6,44 €
26.10.2018	Lisää	7,00 €	6,24 €
5.12.2018	Lisää	7,00 €	6,42 €
15.2.2019	Lisää	7,00 €	6,22 €
23.4.2019	Lisää	7,00 €	6,12 €
26.4.2019	Lisää	7,00 €	6,18 €
20.5.2019	Lisää	6,70 €	5,82 €
18.7.2019	Lisää	7,00 €	6,50 €
24.10.2019	Lisää	7,30 €	6,96 €
20.11.2019	Lisää	8,20 €	7,80 €
17.12.2019	Lisää	8,30 €	7,90 €
16.2.2020	Vähennä	8,80 €	8,70 €
12.3.2020	Vähennä	6,80 €	6,54 €
26.3.2020	Vähennä	6,50 €	6,50 €
12.6.2020	Lisää	8,00 €	7,10 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**